



2020년 9월 15일 | Equity Research



5G 장비주 여기서도 한참 더 오를 수 있다

트래픽 폭증/5G 조기 도입에 따른 역대급 실적, Multiple 할증 예상

- 5G 킬러 서비스보단 최근 트래픽 폭증 양상에 유의
- 미국/일본/인도에서 성과 낼 삼성/노키아/에릭슨 벤더에 주목
- 최근 주가 흐름 감안 시 과거 5G 대장주의 귀환 가능성 충분
- Top Picks는 KMW/RFHIC로 선정, 유선업체 장기 투자 유망



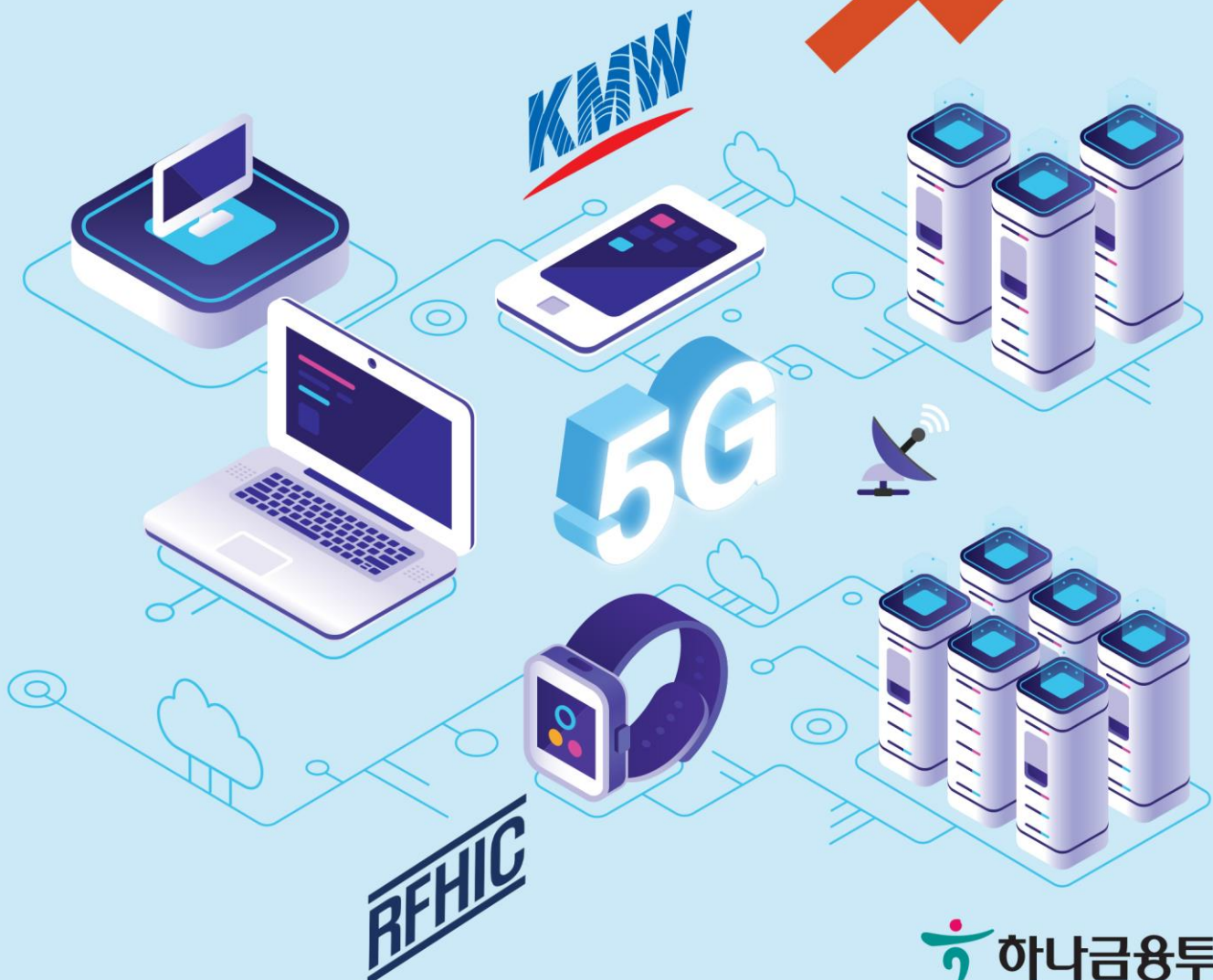
Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

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

Industry In-depth

Top picks 및 관심종목

케이엠더블유(032500) | BUY | TP 120,000원 | CP(9월11일) 85,500원
RFHIC(218410) | BUY | TP 60,000원 | CP(9월11일) 44,000원
솔리드(050890) | BUY | TP 12,000원 | CP(9월11일) 12,150원
다산네트웍스(039560) | BUY | TP 18,000원 | CP(9월11일) 14,100원



CONTENTS

5G 장비주 여기서도 한참 더 오를 수 있다	2
1) 5G가 아니더라도 글로벌 트래픽 증가는 2021년 대규모 장비 투자를 예고	3
2) 코로나 19로 단기 피해, 장기적으론 트래픽 증가로 전세계 5G 조기 도입 예상	4
3) 하반기 일본에 이어 미국이 투자에 가세, 내년엔 인도/유럽 투자 돌입 예상	6
4) 디지털 뉴딜 본격화, 국내 통신사 CAPEX 규모 8조원 이상에서 유지될 전망	8
5) 화웨이 제재 더욱 심화되는 양상, 4분기 이후 국내 장비업체 큰 수혜 예상	10
6) 삼성 약진, 노키아도 미국/인도에서 성과 도출 예상	12
7) 3.5GHz 대역 단계적 사용 확대, 2021년부터 28GHz 투자 개시 본격화될 전망	14
8) Multiple 부담 없음, 2021년 진짜 5G 시대로 돌입할 것으로 예상되기 때문	15
9) 미국/일본/인도/유럽 수출주가 향후 5G 장비 주도주가 될 가능성 높아	17
10) 무선은 수출주로 투자 국한, 유선 가입자/광 투자 관련주 장기 투자 유망	19
11) 이젠 오히려 과거 5G 대장주가 저렴한 상황, 옥석 가리기 전개 예상	21
12) 과거 대장주인 KMW/RFHIC 아직도 현저히 저평가, 장/단기 투자 유망 평가	23
Top Picks	24
케이엠더블유 (032500)	25
RFHIC (218410)	29

2020년 9월 15일 | Equity Research

5G 장비주 여기서도 한참 더 오를 수 있다

트래픽 폭증/5G 조기 도입에 따른 역대급 실적, Multiple 할증 예상

5G 킬러 서비스보단 최근 트래픽 폭증 양상에 유의

아직도 네트워크장비업체 주주들의 경우 5G 이벤트에 집중하는 경향이 강하다. 하지만 이제 5G가 아닌 트래픽 동향에 집중할 것을 권한다. 금년도 상반기 전세계 트래픽이 전년동기비 40% 증가한 것으로 추정되는데 트래픽 수준이 당초 예상보다 2년 빠르게 나타나고 있어 2021년에 신규 주파수/광 투자가 불가피할 전망이다. 코로나 19는 글로벌 트래픽 증가를 유발하고 있으며 비대면 추세 확대는 결국 통신사 CAPEX 확대를 요구하고 있어 5G 장비주에 관심을 높일 필요가 있다.

미국/일본/인도에서 성과 낼 삼성/노키아/에릭슨 벤더에 주목

금년 하반기 이후 일본/미국 시장의 본격적인 성장이 전망된다. 특히 미국 장비 시장이 버라이즌/디시네트워크를 중심으로 급성장 할 것으로 예상된다. 2021년 1Q엔 인도 시장, 2021년 하반기엔 유럽 시장 개화가 예상된다. 금년 하반기 이후 삼성의 대약진이 예상되며, 시장 우려가 큰 노키아도 수주 성과 낼 듯하다. 에릭슨의 위상도 여전할 것이다. 삼성/에릭슨/노키아 벤더에 주목할 필요가 있겠다. 한편 일부 투자자들이 국내 네트워크장비 업체 Multiple을 걱정하는데 높은 시장 진입 장벽과 장비 수급 상황을 감안하면 높은 Multiple 형성은 당연하다는 판단이다.

최근 주가 흐름 감안 시 과거 5G 대장주의 귀환 가능성 충분

투자 전략상으로는 무선 기지국 업체의 경우 이제부터 미국/일본/중국/인도/유럽에서 수출 성과가 나타날 수 있는 장비 업체로 매수를 국한하고, 국내 인빌딩/유선 가입자/광 케이블 업체에 관심을 높일 것을 권한다. 일부 후발 5G 관련주의 경우 실제 미국/일본 수출 수혜 예상 폭 대비 단기 과도한 주가 상승이 나타난 상황이다. 따라서 이제 옥석 가리기가 진행될 공산이 크다. 향후 실제 미국/일본/인도에서 수출 성과가 두드러질 과거 5G 대장주에 재차 관심을 높일 것을 추천한다.

Top Picks는 KMW/RFHIC로 선정, 유선업체 장기 투자 유망

국내 네트워크장비 업종 내 Top Picks로는 KMW와 RFHIC를 제시한다. 향후 의미있는 이익 성장이 예상되는 데 반해 단기 주가 상승 폭이 크지 않았고 메인으로 떠오를 미국/일본/인도/유럽 시장에서 삼성전자/노키아로부터 큰 수혜를 받을 것으로 판단되기 때문이다. 시장 내 지위가 확고하고 매출처 확보에 대한 우려가 없다는 점도 추천 사유다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(9월11일)
케이엠더블유(032500)	BUY	120,000원	85,500원
RFHIC(218410)	BUY	60,000원	44,000원
솔리드(050890)	BUY	12,000원	12,150원
다산네트웍스(039560)	BUY	18,000원	14,100원



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

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

중요한 것은 5G가 아니라
사실상 트래픽, 전세계 통신사 신규
주파수에 이왕이면 5G 투자할
가능성 높아지는 상황

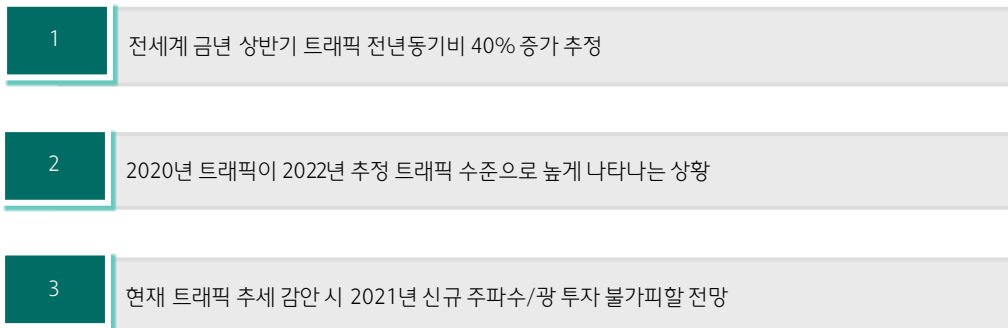
1) 5G가 아니더라도 글로벌 트래픽 증가는 2021년 대규모 장비 투자를 예고

아직도 네트워크장비업체 주주들의 경우 5G 이벤트에 집중하는 경향이 강하다. 하지만 이젠 5G가 아닌 트래픽 동향에 집중할 것을 권한다. 2019년만해도 신규 주파수 투자를 통한 5G 서비스 제공이 향후 매출 성장을 위한 선택의 문제였다면 2021년에는 신규 주파수 및 광 인프라 투자가 필수 사항으로 바뀔 공산이 크기 때문이다.

물론 국내외 글로벌 통신사들의 신규 주파수 투자는 5G로 이루어질 가능성이 높다. 이왕이면 5G 서비스 도입을 통한 요금제 업셀링, 차세대 서비스 대응이 통신사 입장에서 유리하기 때문이다. 단 중요한 것은 이젠 5G 킬러 서비스 부재와 상관없이 통신사들이 5G 투자에 나서야 한다는 점일 것이다. 일부에선 5G 서비스 차별화 부재로 국내외 통신사들의 5G 투자가 지연될 수 있다고 주장하나 하나금융투자에서는 트래픽 증가가 5G 조기 투자를 이끌 것이라 판단을 지속한다.

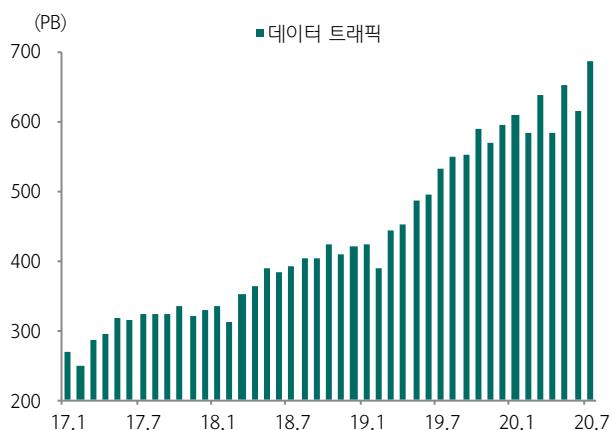
이미 국내외 주요 언론사에선 2020년 상반기 글로벌 데이터 트래픽이 전년동기비 40% 증가한 것으로 보도 중이다. 에릭슨/노키아 등 글로벌 SI 들은 2020년 글로벌 데이터 트래픽이 당초 예상치를 크게 상회한 2022년 추정치 수준으로 이미 나타나고 있어 이에 대한 통신사들의 대비책을 강구할 것을 권고하고 나섰다. 이젠 5G가 아닌 데이터 트래픽이 네트워크 장비 업체들의 실적을 좌우할 공산이 큰 상황이다.

그림 1. 장비업체 투자자들이 5G 킬러 서비스가 아닌 트래픽 흐름에 주목해야 하는 이유



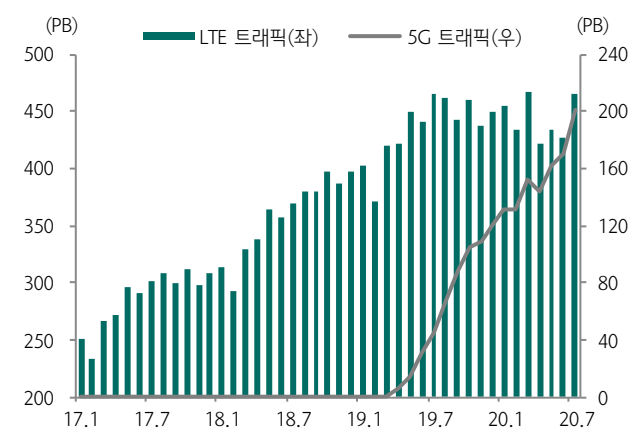
자료: 하나금융투자

그림 2. 국내 월간 데이터 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 3. 국내 월간 5G/LTE 총 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

2) 코로나 19로 단기 피해, 장기적으로 트래픽 증가로 전세계 5G 조기 도입 예상

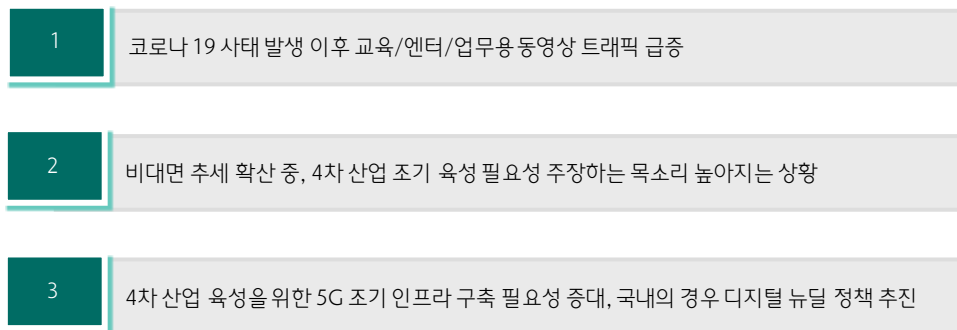
코로나 19는 글로벌 트래픽 증가를 유발, 비대면 추세 확대는 결국 통신사 CAPEX 확대를 요구할 듯

코로나 19 관련해서도 일부 투자자들의 우려와는 달리 장기적으로 보면 5G 네트워크장비 업체들의 경우 수혜가 예상된다. 비대면(Untact) 추세 확산에 따른 트래픽 폭증 때문이다.

물론 아직까진 전세계적인 코로나 19 확산으로 인해 네트워크장비 업체들의 피해가 더 큰 상황이다. 당초 예측보다 최소 3개월에서 4개월 이상 5G 투자 지연 현상이 발생하고 있다. 하지만 장기적으로 보면 코로나 19 사태로 인한 비대면 추세 강화는 결국 트래픽 증가로 이어질 가능성이 높고 5G 신규 주파수 투자 및 광 투자 수요 증가를 이끌 전망이어서 기대를 갖게 한다. 국내 네트워크장비 업체에게는 긍정적인 영향을 미칠 공산이 더 커 보인다. 5G 상용화로 전세계 통신사들이 네트워크 투자를 늘리는 상황에서 트래픽 증가는 5G 조기 투자 확대 및 백홀/스위치 등 제반 네트워크 장비의 투자를 증가시킬 것이란 판단이다.

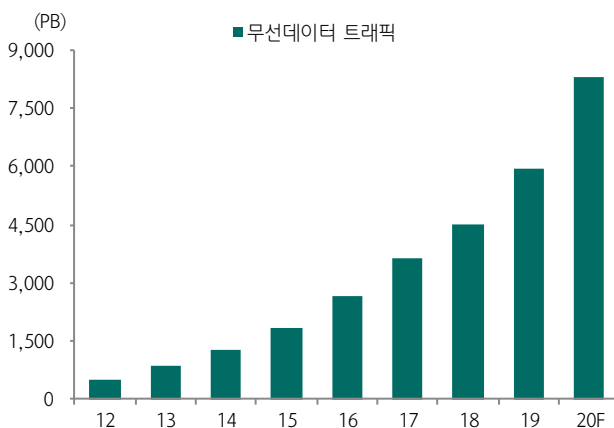
이미 코로나 19 사태 발생 이후 많은 문제점이 발생 중이다. 중국/유럽/미국까지 트래픽이 급증하면서 구글은 유튜브를 SD급으로 낮춰 제공하고 있으며, 넷플릭스 등 여타 업체들의 사정도 크게 다르지 않다. 글로벌 플랫폼 업체들이 인터넷 속도를 낮추는 작업에 한창이다. 아무래도 대면이 어렵다 보니 통신 네트워크를 통한 의사소통이 더 많아질 수 밖에 없고 동영상 시청이 증가할 수 밖에 없는데 네트워크 용량이 따라가지 못하여 발생하는 현상이라고 볼 수 있다.

그림 4. 코로나 19가 오히려 전세계 5G 도입을 촉진할 것으로 판단하는 이유



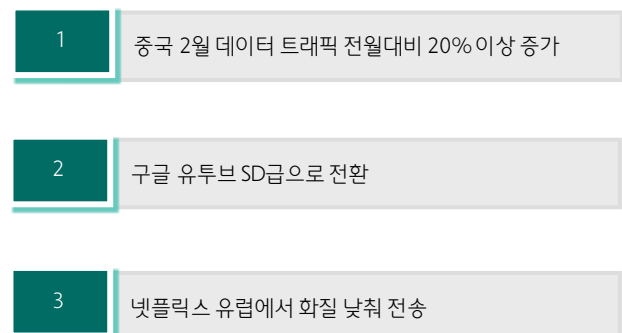
자료: 하나금융투자

그림 5. 국내 연간 데이터 트래픽 추이 및 전망



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 6. 코로나 19가 통신/플랫폼 업계에 불러온 변화



자료: 하나금융투자

코로나 19 사태 확산으로

2020년 상반기 통신사 투자 부진,
하지만 하반기 이후엔 다른 양상
펼쳐질 것, 연말 이후 달라질 환경에
대비해야

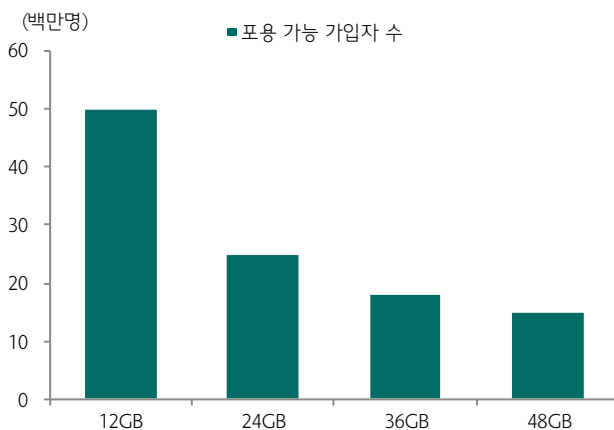
하나금융투자에서는 연초부터 코로나 19 사태 발생으로 인한 트래픽 증가는 네트워크장비 수요 증가로 이어질 것이라고 계속 언급한 바 있다. 그런데 이미 국내 5G 가입자 인당 트래픽은 월 30GB 수준으로 당초 예상치를 크게 상회하고 있다. 커버리지가 협소하고 콘텐츠가 부족함에도 그러하다. 여기에 LTE 가입자들의 월 평균 트래픽도 10GB 수준을 기록하여 당초 예상과는 달리 낮아지지 않고 있다. 데이터 헤비 유저들이 5G 무제한 데이터 요금제로 상당히 빠져나갔음에도 그러하다.

그런데 코로나 19로 인해 5G 및 LTE 가입자들의 총 트래픽은 더 증가할 전망이다. 많은 기업들이 재택 근무를 시행하고 외부인들의 접촉을 금한 데다가 학교/학원들이 개학 연기, 동영상 수업 위주로 방향을 틀었음을 감안 시 그렇다.

현 시점에서는 최근 코로나 19 사태로 인한 트래픽 증가가 국내 네트워크장비 업체들에게 어떤 영향이 미칠지 냉정히 따져볼 필요가 있는데 총체적으로 볼 때 신규 주파수 투자 확대 및 광 인프라 확충에 따른 수혜가 예상된다. 머지 않아 3.5GHz 대역 고도화 및 추가 주파수 확보가 필요할 전망이며, 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. 여기에 무선 트래픽 증가에 따른 백홀 투자 증가, 초고속인터넷 투자 확대도 예상된다. 2021년도엔 통신사들이 광 인프라 확충에 본격적으로 나설 공산이 크다.

전체적으로 볼 때 코로나 19 사태로 인해 국내 네트워크장비 업체들은 큰 수혜를 받을 전망이다. 통신사들은 트래픽 증가로 요금제 업셀링에 대한 기대감이 높아지겠지만 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 것으로 판단된다.

그림 7. 인당 트래픽별 3.5GHz 대역 포용 가능 가입자 수



자료: 하나금융투자

그림 8. 국내 통신 3사 세대별/대역별 주파수 보유량 비교

	4G(LTE)	5G(3.5GHz)	5G(28GHz)
SKT	145MHz	100MHz	800MHz
KT	115MHz	100MHz	800MHz
LGU+	100MHz	80MHz	800MHz

자료: 과기부, 하나금융투자

2020년 하반기 이후 일본/미국 시장 본격 성장 예상, 특히 버라이즌/디시네트워크를 중심으로 미국 시장 4Q부터 본격 성장할 듯

3) 하반기 일본에 이어 미국이 투자에 가세, 내년엔 인도/유럽 투자 돌입 예상

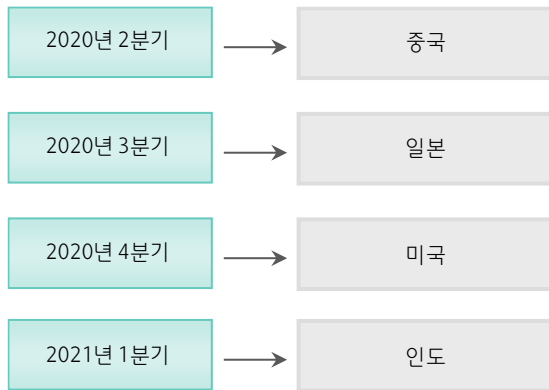
하나금융투자에서는 2019년 하반기부터 자료를 통해 2020년에는 국내 네트워크장비 업체들이 수출을 통해 성장의 기회를 맞이할 것이라고 언급한 바 있다. 구체적으로 상반기엔 중국과 일본, 하반기엔 미국과 인도가 성장의 계기가 될 것으로 전망했다. 하지만 예상보다 수출 성과가 늦게 나타나면서 시장의 우려가 커졌었다. 코로나 19 영향이 결정적이었다.

국내 네트워크장비 업체의 수출 성과는 가장 먼저 중국에서 나타났다. 코로나 19 사태가 다소 진정되면서 차이나모바일을 비롯한 중국 통신 3사가 장비 발주를 내고 5G 기지국 투자에 본격적으로 나섬에 따라 국내 네트워크장비 수출은 본격화되었다. 3분기엔 일본 NTT Docomo, 라쿠텐을 비롯한 일본 통신 4개사의 매출이 개시되었다. 제 4 이동통신사업자로서 이동전화 상용 서비스를 개시한 라쿠텐이 6월 말부터 네트워크 투자에 돌입한 가운데 NTT Docomo, KDDI와 더불어 소프트뱅크가 7월부터 5G 투자에 나서면서 일본 수출이 본격화되었다. 돌이켜보면 당초 하나금융투자보다 대략 3~4개월 정도 늦어지긴 했지만 올해 국내 네트워크장비 업체들의 수출 성과가 비로소 나타나고 있다고 볼 수 있다.

투자자들의 관심이 높은 미국 시장에서도 5G 투자가 본격화되는 양상이다. 아직 수출 성과가 잡힌 것은 아니지만 3.5GHz 대역 주파수 경매가 종료되었고 버라이즌과 더불어 새롭게 이동통신사업자 라이선스를 취득한 디시네트워크가 3.5GHz 대역 주파수를 확보하면서 대규모 투자가 예상된다.

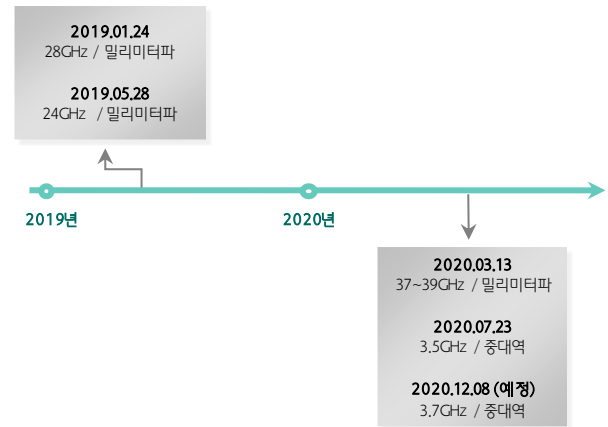
미국 통신사들이 4분기 투자에 나설 것인가를 의심하는 투자자들이 적지 않은데 하나금융투자에서는 상식적으로 5G CAPEX 집행에 나설 공산이 크다고 판단한다. 이러한 판단을 하는 이유는 1) 버라이즌이 올해 4분기 5G 투자에 나서지 않을 시 미국 FCC에서 12월로 예정되어 있는 3.7GHz 추가 주파수 경매가 연기될 가능성이 높는데 그 경우 버라이즌이 6GHz 미만 대역 주파수 확보 경쟁에서 뒤처질 수 있고, 2) 버라이즌/T-Mobile이 2020년 2분기 컨퍼런스 콜을 통해 언급했듯이 아이폰 5G가 출시될 10월부터 우량 가입자 유치전이 시작될 수 있어 10월부터는 5G 기지국 투자에 본격적으로 나설 것으로 판단되기 때문이다. 버라이즌/디시네트워크가 빠르면 9월 말 벤더 선정을 공식화할 것으로 예상되며, 버라이즌의 경우엔 삼성/에릭슨/노키아 선정 가능성이 높고, 디시네트워크의 경우 후지쯔 등 일부 업체들이 공급업체로 선정되는 가운데 오픈랜 방식으로 일부 국내 중소 네트워크장비업체 직납도 이루어질 것으로 보여 관련된 국내 납품업체의 큰 수혜가 예상된다.

그림 9. 국내 네트워크장비 업체 주요 국가 수출 발생 시점 예측



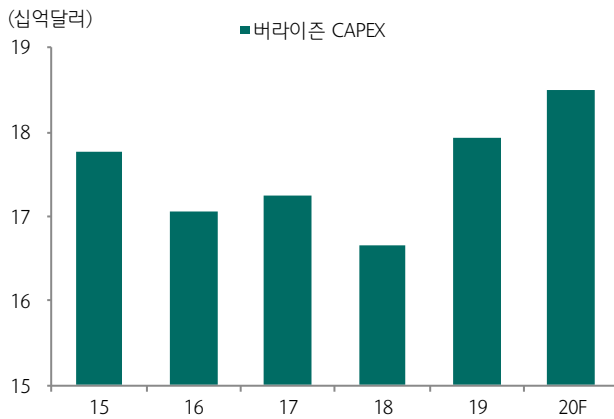
자료: 하나금융투자

그림 10. 미국 5G 대역폭 경매 일정



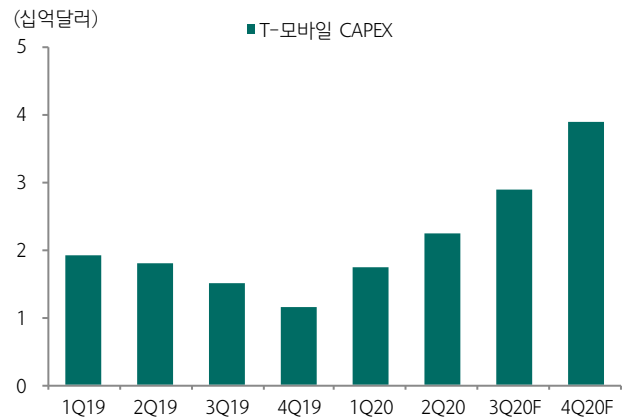
자료: 하나금융투자

그림 11. 미국 버라이즌 연간 CAPEX 추이 및 전망



자료: 버라이즌, 하나금융투자

그림 12. 미국 T-모바일 분기별 CAPEX 추이 및 전망



자료: T-모바일, 하나금융투자

인도/유럽 시장은 향후 네트워크장비
업체 주가 상승 동력 될 것,
2021년 1분기 인도 시장,
2021년 하반기 유럽 시장 열릴 전망

인도 시장의 경우엔 아직 주파수 경매 일정이 확정되지 않아 단언할 수는 없지만 늦어도 11월 이전엔 주파수 경매가 이루어질 가능성이 높다는 점을 감안하면 빠르면 올해 연말부터 삼성전자/노키아/에릭슨을 통한 국내 네트워크장비 업체들의 매출 성과가 나타날 것으로 예상된다.

유럽 시장 역시 아직은 본격적인 시장의 개화 시기를 가늠하기 어렵다. 하지만 고주파수 대역 경매가 최근 지속적으로 진행 중이고 코로나 19 사태 확산 이후 트래픽 증가로 인한 신규 주파수 투자가 요구되고 있는 상황이라고 보면 늦어도 2021년 하반기엔 5G 투자에 돌입할 것으로 판단된다.

일부에선 화웨이가 CC 인증에 이어 국제보안보증을 통과함에 따라 중국업체들의 극적인 수주 가능성을 제기하지만 하나금융투자에선 미국/일본/인도 시장에서 중국업체들이 수주를 따낼 가능성은 희박하고 유럽 시장에서도 고전할 가능성이 높다고 판단한다. 사실상 기술적 이슈가 아닌 정치적 이슈로 판단해야 하기 때문이다. 2020년 4분기부터 미국, 2021년 1분기엔 인도, 2021년 하반기엔 유럽향 매출이 급증할 전망이어서 국내 네트워크장비 수출 업체들의 큰 수혜가 예상된다.

4) 디지털 뉴딜 본격화, 국내 통신사 CAPEX 규모 8조원 이상에서 유지될 전망

국내 디지털 뉴딜 크게 부각되는
양상, 올해 3분기부터 국내 투자 증가
예상, 정부/통신사 협업 하에
5G 생태계 조성에 나설 것으로 보여
5G 장비주에 긍정적

정부는 2020년 7월 디지털 뉴딜 정책을 통해 2025년까지 총 81조원을 투입하겠다는 계획을 밝혔다. 구체적으로 데이터 구축/개방/활용에 9조원, 5G/AI 융합 확산에 22조원, 5G AI 지능형 정부 사업에 13조원을 투입할 예정이다. 여기에 디지털 뉴딜 예산 배분을 담당하는 한국정보화진흥원에서는 보다 빠른 성과 도출을 위해 올해 디지털 뉴딜 5G 사업 계획을 별개로 발표하였다. 디지털 뉴딜 올해 예산안 8,548억원 중 정부 업무망/양자암호 등 5G 인프라 구축에 총 3,355억원을 사용할 예정이다.

정부의 디지털 뉴딜 정책은 결국 조기 스마트시티로의 진화를 통해 4차산업을 육성하고 국가 성장의 근간을 제공하겠다는 것이라고 볼 수 있다. 그렇다고 볼 때 가장 대표적인 수혜주는 5G 네트워크장비주라고 볼 수 있다. 정부가 5G 투자를 독려하여 AI/빅데이터/스마트팩토리/스마트시티/자율차로 이어지는 4차산업을 육성하고자 하는 목표를 삼고 있기 때문이다.

물론 정부가 5G 투자를 독려한다고 해서 실제 투자가 증가할 수 있는가라고 반문할 수도 있다. 하지만 현재 국내 통신 3사의 정책적 목표를 감안하면 5G 투자는 2022년까지도 높은 수준을 유지할 공산이 크다. 이러한 판단을 하는 근거는 1) 트래픽을 감안할 때 신규 주파수 투자가 지속적으로 전개되어야 하는 상황이고, 2) 5G가 IoT로 진화하기 위한 기술적/제도적인 준비가 원활하게 이루어지고 있으며, 3) 점차 5G IoT를 통한 B2B/B2G 비즈니스 모델이 윤곽을 드러내고 있어 통신사들이 20년만에 Q(가입자/디바이스)의 성장을 시도할 수 있는 상황이며, 4) 요금 규제가 완화되고 5G 육성론이 부각되는 양상이라 통신사 입장에서도 정부 정책에 적극 편승하는 것이 전략상 유리하기 때문이다.

그림 13. 5G 통신과 디지털 뉴딜 정책과의 연관 관계



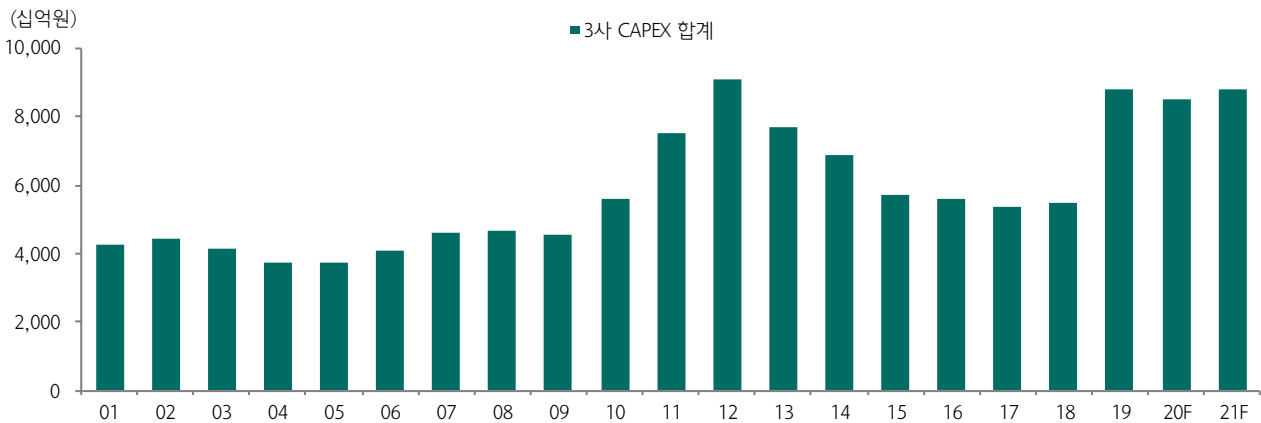
자료: 하나금융투자

단기 학내망/5G 공공망 투자 확대
예상, 다산네트웍스/KMW 수혜 기대

흥미로운 점은 최근의 코로나 19로 인한 언택트(비대면) 시대로의 진입, 이로 인한 트래픽 증가가 4차산업 조기 도입과 더불어 5G 투자를 촉진할 수 있다는 점이다. 그렇지 않아도 5G 상용화로 통신사들이 네트워크 투자를 늘려야 하는 상황에서 트래픽 증가는 5G 투자 확대 및 백홀/스위치 등 제반 네트워크 장비의 투자를 증가시킬 수 있기 때문이다. 이미 많은 기업들의 재택 근무, 근무지 다변화, 동영상 회의 및 재택 결제 시스템은 일상화되고 있으며 학교/학원들의 동영상 수업 역시 점차 확산되는 추세이다. 조만간 5G 가입자들의 인당 트래픽은 30GB를 넘어설 공산이 크며 머지 않아 3.5GHz 대역 고도화 및 추가 주파수 확보가 필요할 전망이다. 기존에 확보해 놓은 28GHz 대역에 대한 조기 투자 집행도 예상된다.

결국 트래픽 증가 속도, 네트워크장비 개발 진행 상황, 정부 규제 양상을 감안 시 IoT가 지원되는 진짜 5G 서비스가 2021년 내에 상용화될 가능성이 높아지고 있다. 5G SA(단독망) 시대로의 돌입, mmWave(초고주파수 대역)의 조기 사용 가능성이 높아지는 상황이다. 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. 수혜주로는 국내 3.5GHz 커버리지 확대에 따른 기지국 관련주인 KMW, 인빌딩 투자 확대 수혜주인 솔리드, 광케이블/학내망 투자 증대 및 초저지연 스위치 투자 수요 증가 수혜주인 다산네트웍스를 꼽을 수 있겠다.

그림 14. 국내 통신 3사 연간 CAPEX 합계 전망



자료: 하나금융투자

미국 화웨이 제재 지속될 시 2021년 화웨이 공급 차질로 인한 국내 기업 피해 가능성도 부인하기 어려운 상황, 하지만 하반기 이후엔 북미/일본/인도 중국 장비 배제 현상에 따른 국내 장비 업체 큰 수혜 가능성 부각될 듯

5) 화웨이 제재 더욱 심화되는 양상, 4분기 이후 국내 장비업체 큰 수혜 예상

최근 미국의 화웨이 제재가 더 심해지는 양상이다. 얼마 전까지만 해도 완화되지 않겠냐는 낙관론이 펼쳐지는 상황이었지만 트럼프 대통령이 미국 회사들의 핵심 부품 공급 중단 조치를 강화할 수 있다는 전망이 나오면서 극단적으로 중국 내 5G 투자에 문제가 발생할 수 있다는 우려가 생겨나고 있다.

하지만 총체적으로 보면 미국 화웨이 제재 조치로 인해 국내 네트워크장비 업체들은 큰 수혜를 받을 가능성이 높다. 물론 중국 화웨이/ZTE와 거래관계에 있는 RFHIC와 KMW가 일부 피해를 볼 수는 있을 것이다. 하지만 올해 하반기 이후엔 피해 폭보다 수혜 폭이 훨씬 더 클 전망이다. 중국에서 일부 피해를 볼 수는 있겠지만 친미 성향의 국가에선 더 수혜를 받을 수 있기 때문이다. 주가 측면에서는 중국 수혜 기대감이 사라진 지 오래된 데다가 중국 통신사들의 자국 장비 보호 정책으로 인해 KMW의 ZTE 매출은 당초 예상보다 오히려 호조세를 나타내고 있는 지라 신경 쓸 이슈는 아니라고 보여진다.

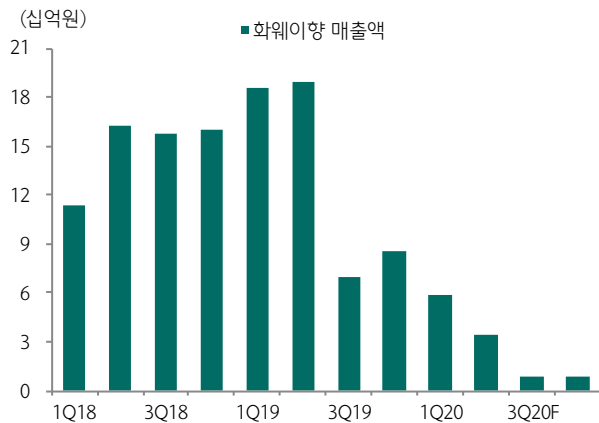
이미 미국, 일본, 캐나다, 호주에 이어 인도까지도 중국 장비 배제 움직임이 강한 상태이다. 현 시점에서는 국내 네트워크장비 업체들이 중국 시장에서 수혜를 받긴 어렵겠지만 올해 하반기 이후 미국/일본/인도/한국/영국/호주/캐나다 시장에서 큰 수혜를 받을 것이란 점에 주목할 필요가 있겠다. 중국 장비 배제 움직임으로 인해 국내 중소 네트워크장비 업체들의 삼성/노키아/에릭슨향 매출이 크게 증가할 수 있기 때문이다. 올해 상반기까지만 보면 중국 수출이 많은 반면 일본/미국/인도 수출 물량이 미미해 피해가 클 수 있다고 느낄 수 있지만 일본/미국/인도 매출 증가로 하반기 이후엔 수혜 폭이 훨씬 더 클 것이란 판단이다.

특히 유선장비 업체들의 경우엔 미국 화웨이 제재로 큰 수혜가 예상된다. 어차피 중국 매출이 미미한 상황이며 주요 수출 국가인 미국, 일본, 영국에서 유리한 경쟁 환경이 예상되고 국내 시장에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 화웨이 영향력이 커지고 있는 국내에서 미국 화웨이 제재는 향후 국내 통신 3사 및 학내망 수주에 긍정적 영향을 미칠 수 있다. 또 2020년 하반기~2021년 상반기 미국 백홀/스위치 투자, 미국/일본/유럽 관공서 네트워크장비 발주가 본격화될 시 수주에 긍정적 영향이 예상된다.

그림 15. 미중 무역 분쟁이 국내 네트워크장비 업체에 악재가 아닌 이유

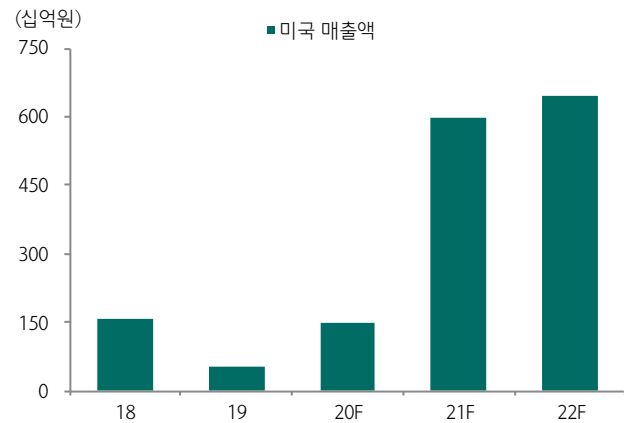
1	중국 화웨이/ZTE 매출 감소하는 대신 삼성/에릭슨/노키아매출 증대 예상
2	중국 매출 감소 예상되지만 미국/일본/영국/호주 등에서 매출 증가 예상
3	중국 내 M/S 하락 예상되지만 2019년 기저 낮아 올해 이후 영향 부정적이지 않음
4	국내에서도 중국 장비 업체 수용 어려워 국내 중소 네트워크장비 업체에게 유리

그림 16. RFHIC 분기별 화웨이 매출액 전망



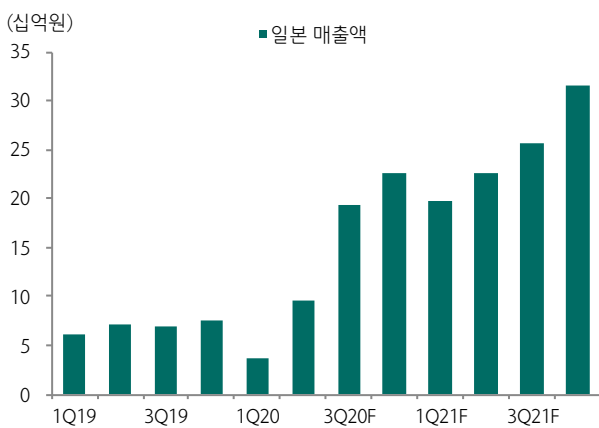
자료: RFHIC, 하나금융투자

그림 17. KMW 연간 미국 매출액 전망



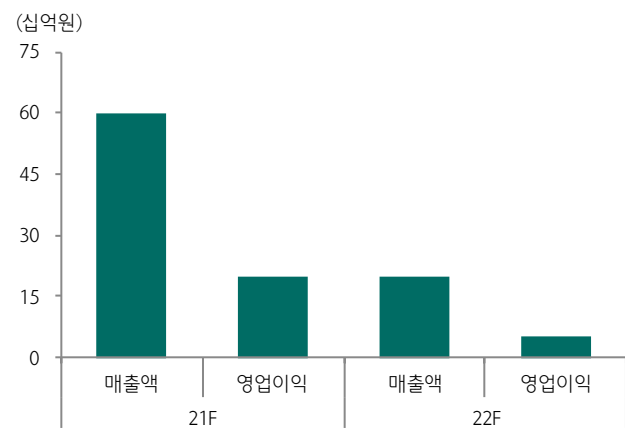
자료: KMW, 하나금융투자

그림 18. 다산네트웍스 일본 매출액 전망



자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 19. 솔리드 유럽 철도 중계기 예상 매출액/영업이익 기여도 전망



자료: 하나금융투자

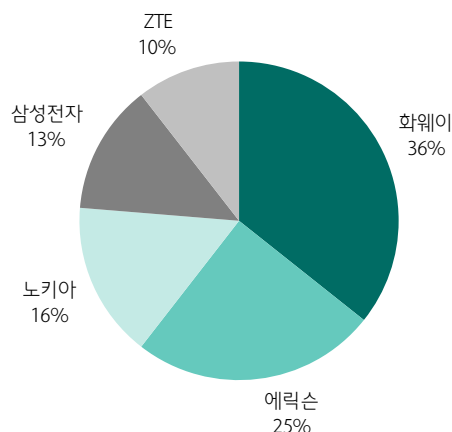
6) 삼성 약진, 노키아도 미국/인도에서 성과 도출 예상

금년 하반기 이후 삼성 대약진 예상,
시장 우려가 큰 노키아도 수주 성과
낼 듯, 관련 업체 주목해야

미국의 화웨이 제재가 당분간 지속될 가능성이 높음을 감안 시 금년도 하반기 이후 삼성전자의 대약진을 기대할 수 있을 것으로 보이며 노키아도 미국, 인도를 기반으로 시장 확대가 예상된다.

일부 투자자들의 경우 노키아가 미국/일본/인도 시장에서 수주에 실패할 가능성이 있다는 비관적인 전망을 내놓고 있지만 하나금융투자에서는 노키아가 올해 하반기 이후 내년도엔 미국/일본/인도를 기반으로 나름 선전할 것이라고 판단한다. 이러한 판단을 하는 이유는 1) 노키아가 2019년 무배당을 선언하면서까지 공격적인 5G 기술 개발 및 마케팅 확대에 나선 상황이고, 2) 친미 성향의 국가들이 중국 장비 배제 정책에 동참한다고 보면 어차피 선택할 수 있는 SI는 에릭슨, 노키아, 삼성 밖에 없으며, 3) 경쟁 유발 차원에서 대다수 글로벌 통신사들이 최소 2~3개의 업체를 5G 장비 공급처로 선정할 가능성이 높고, 4) 삼성과 에릭슨이 노키아를 인수하기엔 정서상/반독점 이슈상 어렵다는 점을 감안할 때 북미와 더불어 유럽 시장에서는 노키아 살리기에 나설 공산이 크기 때문이다.

그림 20. 5G 통신장비 시장 점유율 현황



주: 2020년 1분기 기준
자료: 델로로, 하나금융투자

그림 21. 미국/일본/인도 시장에서 노키아 수주 가능성이 높은 이유

- 1 2019년 이후 5G 기술 개발 및 마케팅 확대에 주력
- 2 친미 성향 국가 중국 장비 배제 유력한 상황
- 3 통신사당 최소 2~3개 이상의 장비 업체 선정
- 4 삼성/에릭슨의 노키아 인수 현실적으로 쉽지 않음
- 5 북미/유럽 국가들의 노키아 살리기 예상

자료: 하나금융투자

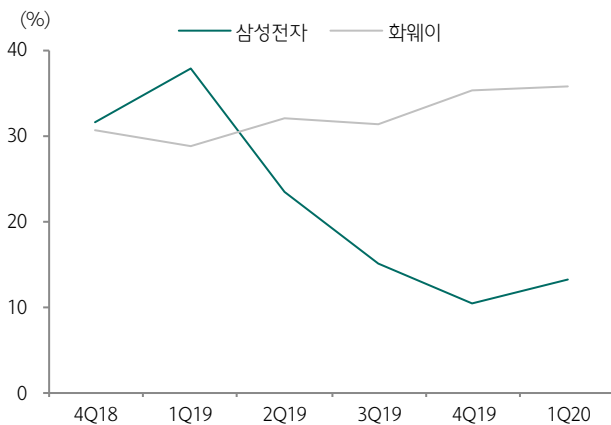
미국/일본/인도 시장에서
중국 장비 선정될 가능성 희박,
삼성/에릭슨/노키아 수혜 예상

삼성전자는 글로벌 SI중 가장 두드러진 성과가 예상된다. 앞서 언급한 노키아와 과거의 1등 에릭슨도 M/S 상승을 나타낼 전망이지만 삼성전자의 M/S 상승이 가장 클 것으로 예측된다. 올해 상반기 전세계 네트워크장비 업종은 코로나 19 여파로 당초 예상과 달리 극도의 매출 부진 양상을 나타냈으며, 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 미쳤다고 볼 수 있다.

하지만 하반기 이후엔 삼성전자의 대반전이 예상된다. 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 2020년 10월, 2021년 1월 정도는 되어야 의미있는 매출 규모가 될 전망이다. 코로나 19 여파로 당초 하나금융투자 예상보다는 3~4개월 정도 각국 투자가 지연되는 양상이기 때문이다.

삼성전자는 고주파수에서의 강점을 바탕으로 미국/일본/인도 시장에서 시장 확대에 나설 가능성이 높다. 2019년 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.

그림 22. 최근 삼성전자/화웨이 네트워크장비 M/S 추이



자료: 델로로, 하나금융투자

그림 23. 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

주파수 부족 현상 본격화될 전망,
3.5GHz 대역 본격 사용과 더불어
mmWave의 국지적 사용량
증가할 전망

7) 3.5GHz 대역 단계적 사용 확대, 2021년부터 28GHz 투자 개시 본격화될 전망

일부 투자자들이 네트워크장비 업종 실적에 대해 의문을 갖는 가장 큰 이유는 해외 수출에 대한 불확실성과 더불어 3.5GHz 대역의 전국망으로의 확대, 28GHz 대역 활용에 대한 확신이 적기 때문일 것이다. 하지만 하나금융투자에서는 트래픽 추이 및 기술 개발 동향을 감안하면 국내에서 3.5GHz 대역은 2022년 초 전국망 도입이 예상되며 28GHz 대역 투자는 2021년 초 이후 본격화될 공산이 크다고 판단한다.

최근 5G와 LTE 가입자들의 트래픽이 당초 예상치를 크게 상회하는 높은 수준으로 나타나고 있다. 무제한 데이터 요금제 및 코로나 19 영향이 가장 크다고 볼 수 있다. 통신사들의 신규 주파수 투자로 인한 트래픽 분산이 절대적으로 필요한 상황이다. 서서히 3.5GHz를 전국적으로 확대할 필요가 있겠으며 28GHz 대역은 광대역이지만 좁은 커버리지를 감안할 때 수도권 위주 밀집 지역 위주로 커버리지가 이루어질 가능성이 높아 보인다.

얼마 전 정부가 디지털 뉴딜 정책을 발표한 이후 통신 3사는 2021년 관공서 내부망에 가장 먼저 28GHz 대역 5G를 상용화하고 외부망은 3.5GHz와 연결할 예정이라고 언급한 바 있다. 아직은 초기 국면이지만 점차 초고주파수라고 불리는 mmWave의 시장 도입이 예상되며 향후 기술 발전과 트래픽 증가를 바탕으로 mmWave 사용 비중 상승이 예상된다.

일부에선 mmWave 본격 상용화로 국내 중소 네트워크 장비 업체들의 피해 가능성을 걱정하는데 사실상 국내 네트워크장비 업체들이 피해를 입을 가능성은 희박해 보인다. 오히려 수혜가 예상되는데 통신사 OPEX를 감안 시 28GHz 장비가 5G 커버리지의 메인이 되긴 어렵고, 28GHz 장비 커버리지 향상을 위해선 아웃소싱 비중이 증가할 가능성이 높기 때문이다.

특히 현 시점에서는 글로벌 SI들이 28GHz 대역 장비의 커버리지 향상을 시도할 때 현재 시스템 구조로 가능할 것인지를 냉정히 따져볼 필요가 있다. 현재 30~50m에 불과한 커버리지를 100m 이상으로 확대하려면 칩 형태로 구현하고 있는 현 제품보다 훨씬 퀄리티가 높은 제반 부품들이 포함될 확률이 높고 그 부품들은 모두 아웃소싱해야 할 가능성이 높기 때문이다. 28GHz 대역 장비가 보편화 되기 위해선 국내 중소형 네트워크장비 업체들의 아웃소싱 비중 상승이 불가할 것이란 판단이다.

그림 24. 28GHz 시대 도래가 네트워크장비주에 호재인 이유

- 1 28GHz 투자는 3.5GHz 조기 전국망 초래
- 2 커버리지 협소해 28GHz 전국망 구축 불가
- 3 28GHz 확장 위해선 아웃소싱 필요
- 4 IoT는 6GHz 대역 사용

자료: 하나금융투자

현재 국내 네트워크장비 업체
Multiple 낮을 이유 없음,
상상 외 할증 가능성 열어두고
주가 판단해야

8) Multiple 부담 없음, 2021년 진짜 5G 시대로 돌입할 것으로 예상되기 때문

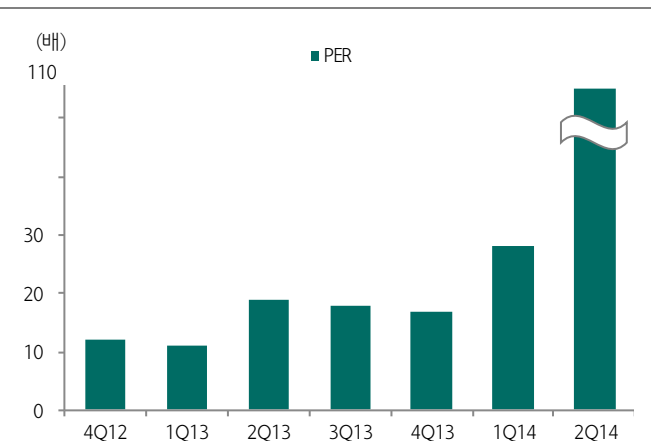
국내 네트워크장비 업체들이 높은 주가 상승을 기록함에 따라 Multiple에 대한 부담을 토로하는 투자자들이 적지 않다. 하지만 하나금융투자에서는 Multiple에 대한 부담을 떨쳐버리고 매수에 적극 가담할 것을 추천한다. 네트워크장비 업종 성격상 과거 Multiple이 낮게 형성된 적이 많지 않고, 향후 5G의 진화 과정을 추측해보면 네트워크장비 Multiple이 상향 조정될 가능성이 높기 때문이다.

역사적으로 보면 네트워크장비 업종 Multiple은 시장대비 높게 형성되었다. 가끔씩 상당히 높게 형성되는 경향도 선보였는데 그 이유는 1) 일반 전자 부품 회사와는 달리 굴지의 통신사들을 상대하므로 수년간에 걸친 레퍼런스 축적이 필수적이라 시장 진입 장벽이 대단히 높고, 2) 3G/LTE를 거치면서 상위 업체로 과점화되고 있는 데다가 공급업체 감소가 두드러진 상황이며, 3) 장비 수요가 트래픽에 연동하는 구조라 장기 안정적인 고성장이 예상되는 섹터이기 때문이었다.

특히 2020~2021년에는 네트워크장비 업종의 높은 Multiple 형성이 예상된다. 1) 현재 글로벌 수요/공급 상황을 감안할 때 2019년 국내에 이어 2020~2021년 수출 부문에서 시장 예상치를 상회하는 성과가 기대되고, 2) 2021년부터 국내를 시작으로 본격적인 IoT로의 진화를 통한 진짜 5G 시대가 펼쳐질 것으로 판단되기 때문이다.

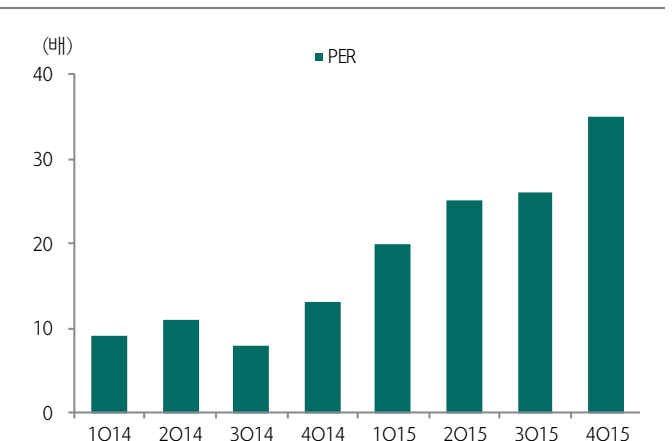
네트워크 진화 수준으로만 보면 당연히 3G/4G 도입 당시보다 높은 Multiple 형성이 가능할 것으로 보인다. 정부의 디지털 뉴딜 정책과 더불어 5G가 IoT의 핵심 인프라라는 인식이 확산될 것이기 때문이다. 여기에 Untact(비대면) 열풍도 5G 네트워크장비주 Multiple 할증에 적지 않은 도움이 될 전망이다. 과거 주가 버블이 형성되었던 시기엔 항상 기대 이상의 매출 성장 기대감이 깔려있었다. 시간이 지날수록 4차 산업의 중심에 5G가 있다는 인식이 확산되면서 5G 투자 활성화 및 5G 네트워크장비 산업 성장 기대감이 높아질 전망이다. 5G가 차세대 IoT를 실현시켜줄 핵심 네트워크이며 4차 산업의 싹틔줄이라는 인식이 점차 확산되면 상상 외 높은 Multiple 형성도 가능할 것이란 판단이다.

그림 25. KMW 흑자기간 분기별 PER 추이



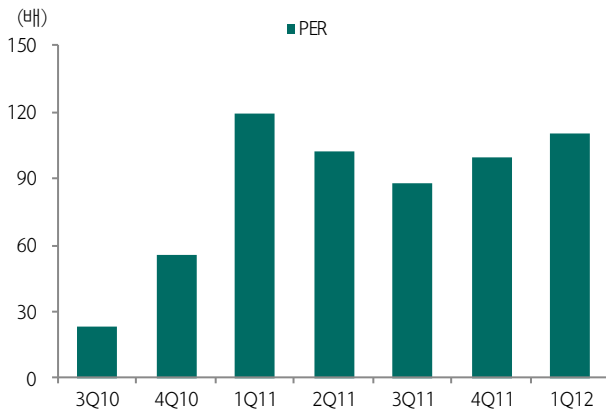
자료: Quantivise, 하나금융투자

그림 26. 쉐리드 흑자기간 분기별 PER 추이



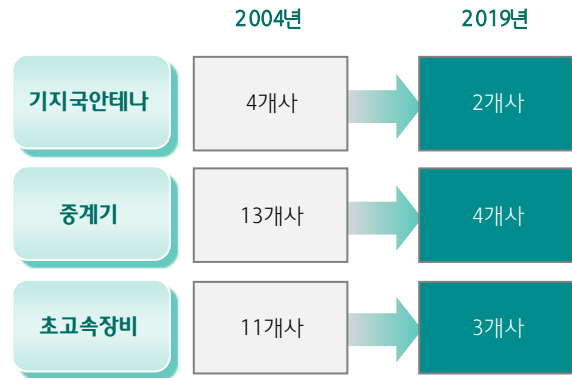
자료: Quantivise, 하나금융투자

그림 27. 다산네트웍스 흑자기간 분기별 PER 추이



자료: Quantivise, 하나금융투자

그림 28. 최근 15년간 국내 네트워크장비 업체 수 변화



자료: 하나금융투자

그림 29. 2021~2022년 5G 장비 공급 부족 발생 가능성이 높은 이유

- 1 미국/일본/중국/인도 동시 5G CAPEX 집행, 통신사 우선 공급 물량 확보에 나설 전망
- 2 글로벌 SI 숫자 감소, 국내 중소 네트워크장비 업체 수 급감
- 3 레퍼런스가 중요한 사업이라 검증되지 않은 업체는 시장 진입이 쉽지 않음, 최소 3년 이상 필요

자료: 하나금융투자

5G 네트워크장비 주도주는
미국/일본/인도에서 큰 성과 도출이
예상되는 기업,
삼성/에릭슨/노키아 벤더 선호

9) 미국/일본/인도/유럽 수출주가 향후 5G 장비 주도주가 될 가능성 높아

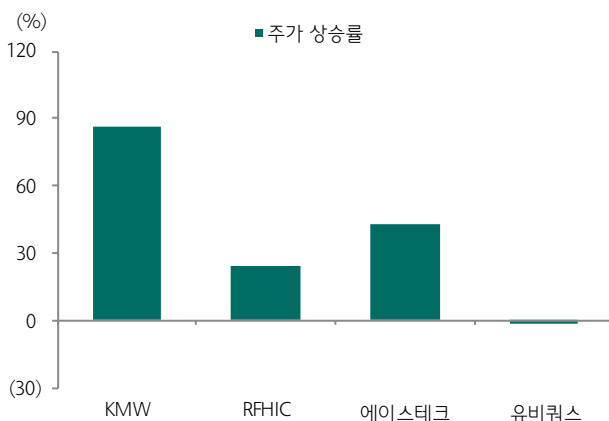
다만 현 시점에서는 국내 5G 네트워크장비 업체들의 예상 실적대비 주가 성과 정도에 대한 냉철한 분석이 필요할 것으로 판단한다. 올해 6월 말 이후 국내 네트워크장비 업체 대부분이 일본/미국 수출 성과 기대감으로 크게 상승한 바 있기 때문이다. 이제부터는 미국/일본/인도에서 제대로 수출 성과를 낼 업체, 실제 팔목할만한 수출 성과가 기대됨에도 불구하고 단기 주가 상승 폭이 그리 크지 않았던 종목군에 집중할 것을 권한다.

일부 투자자들은 9월 삼성전자의 버라이즌 8조원 장비 공급 공시를 보면서 나올 재료가 다 나온 것 아니냐는 의견을 피력하는데 하나금융투자에서는 이제부터 옥석가리기에 따른 종목별 차별화 장세가 나타날 수 있을 것으로 판단한다. 실제 미국/일본/인도에서 삼성, 에릭슨, 노키아 등을 발판으로 의미있는 수주 및 수출 성과를 나타내는 업체들은 추가적으로 탄력적인 주가 상승이 예상되는 반면 미미한 성과에 그치는 업체들은 주가가 정체 현상을 나타낼 것이라 판단이다.

2019년 1~4월 국내 네트워크장비 업체들은 내수 시장 기대감을 바탕으로 높은 주가 상승을 나타냈다. 실제로 국내 통신 3사는 2019년 CAPEX 가이드를 1월 5.6조원 수준에서 4월 8.5조원으로 52% 상향 조정하였고 국내 통신 3사 5G 투자 기대감으로 1~4월 무차별적인 국내 5G 장비주 상승이 이어졌다. 하지만 5월 이후엔 종목별 상이한 주가 패턴이 나타났다. 실제 국내 5G 투자 수혜가 나타난 종목들의 경우 9월까지 가파른 주가 상승이 이어진 반면 실적이 뒷받침되지 않은 업체들은 주가가 오히려 하락하는 현상이 나타나면서 뚜렷한 주가 차별화 양상이 나타났다.

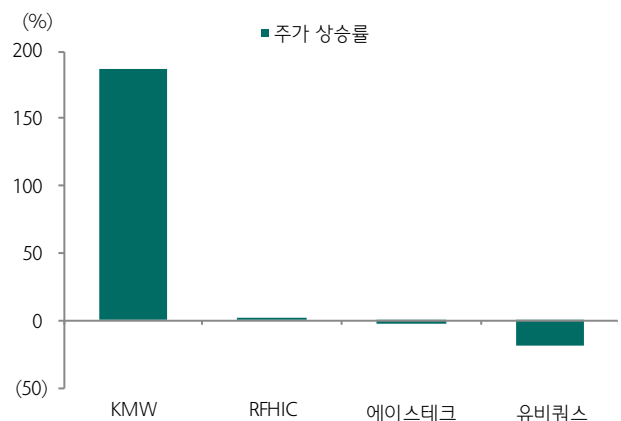
금년도 9~12월에도 작년 여름과 비슷한 현상이 나타날 공산이 크다. 모든 국내 네트워크장비 업체들이 미국/일본/인도에서 수출 성과를 내기 어렵고 일부 무선 기지국 장비 업체와 인빌딩, 유선 가입자/광 통신 업체들만이 성과를 낼 것이기 때문이다. 현 시점에서는 향후 성장할 미국, 일본, 인도 시장에서 글로벌 SI(삼성/에릭슨/노키아 등) 또는 직납으로 수출 성과를 현실적으로 낼 수 있는 업체에 집중할 필요가 있다는 판단이다.

그림 30. 2019년 1~4월 국내 네트워크장비 업체 주가 상승률 비교



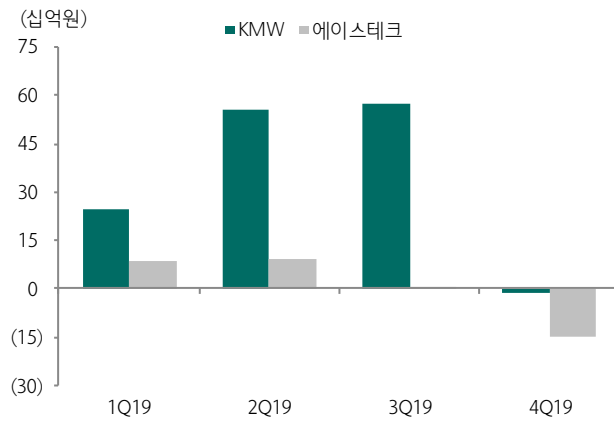
자료: Quantiverse, 하나금융투자

그림 31. 2019년 5~8월 국내 네트워크장비 업체 주가 상승률 비교



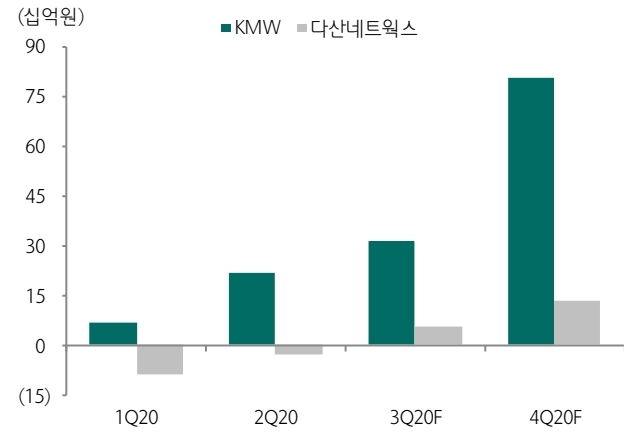
자료: Quantiverse, 하나금융투자

그림 32. KMW/에이스테크 2019년 분기별 영업이익 추이



자료: Quantivise, 하나금융투자

그림 33. KMW/다산네트웍스 2020년 분기별 영업이익 전망



자료: 각사, 하나금융투자

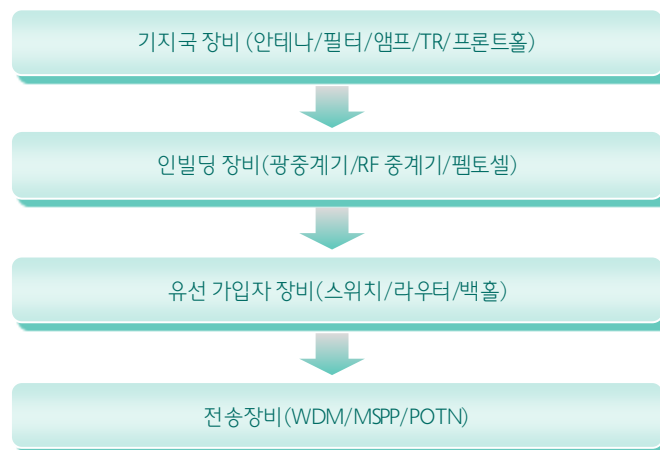
10) 무선은 수출주로 투자 국한, 유선 가입자/광 투자 관련주 장기 투자 유망

무선 기지국 업체는 이제 수출주로 국한해 투자, 유선 가입자/광케이블 업체 여전히 장기 투자 유망

투자 전략상 종목 선정에 있어서 이제부터는 무선 기지국 업체의 경우 미국/일본/중국/인도/유럽에서 수출 성과가 나타날 수 있는 장비 업체로 매수를 국한하고, 국내 인빌딩/유선 가입자/광 투자 업체에 관심을 높일 것을 권고한다. 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, 미국이 순차적으로 돌입할 것으로 예상된다. 꼭 5G만을 생각하지 않더라도 최근의 글로벌 모바일 트래픽 추이를 감안하면 그렇다. 코로나 19 영향으로 국내외 모든 국가들에서 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 가세하였다. 미국과 인도는 주파수 경매 종료 이후 본격적인 5G 투자에 나설 것으로 보인다.

그림 34. 통신사 신규 모바일 네트워크 투자 집행 순서



자료: 하나금융투자

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

유선 업체의 경우 사실상 국내 수혜는 2021년, 아직 주가 갈 길 멀었다는 판단

국내의 경우에도 인빌딩과 유선 가입자 장비 시장은 실제로 2020년 하반기 및 연말부터 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 국회/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. KT를 시작으로 인빌딩 투자가 진행 중이며 SKT/LGU+의 중계기 투자 증가가 예상된다.

유선의 경우엔 2020년 연말부터 점진적인 투자 증대가 예상된다. 2019년엔 프론트홀 위주였다면 2020년 연말 백홀 투자를 시작으로 2021년 스위치 투자까지 이어질 전망이다. 트래픽 증가에 대비한 투자로 변화가 필요하며, 2021년 연초 진짜 5G가 개시된다고 보면 2021년에는 초저지연 기술을 지원하는 스위치 보강이 필수적이기 때문이다.

길게 보면 광투자 증가를 기대한 포트폴리오 전략 설정도 적극 고민해볼 필요가 있다. 당장 미국에서도 FCC가 20조원 규모의 광 인프라 투자 계획을 발표하였다. 자금 조성 및 사업자 선정 후 구체적 사업 진행이 예상된다. 다산네트웍스와 더불어 대한광통신과 같은 광 케이블 업체들의 수혜가 예상된다.

그림 36. 5G 시대 인빌딩 투자가 많을 수 밖에 없는 이유

- 1 주파수 대역 높아질수록 직진성 강하고 실내 전파 침투 어려움, 인빌딩 투자 수요 증가 불가피
- 2 5G의 경우 조기 상용화로 기존에 5G Ready 장비 투입한 바 없음, 모두 신규로 투자해야 함
- 3 5G 가입자 유치 경쟁에서 네트워크 품질이 이슈로 급부상하는 상황

자료: 하나금융투자

그림 37. 2020년 유선 가입자 장비 업체들이 실적 호전 추세를 나타낼 가능성이 높은 이유

- 1 급격한 트래픽 증가로 백홀/스위치 용량 증설 요구
- 2 5G SA로 진화하기 위한 응답속도 향상 필요, 초저지연 스위치 구매 증가
- 3 과거 8~9년간 유선 가입자 장비 CAPEX 적었음

자료: 하나금융투자

11) 이젠 오히려 과거 5G 대장주가 저렴한 상황, 옥석 가리기 전개 예상

후발 5G 주자 단기 과도한 주가 상승 기록, 이젠 향후 수출 성과 두드러질 과거 5G 대장주에 재차 관심을 높일 것을 추천

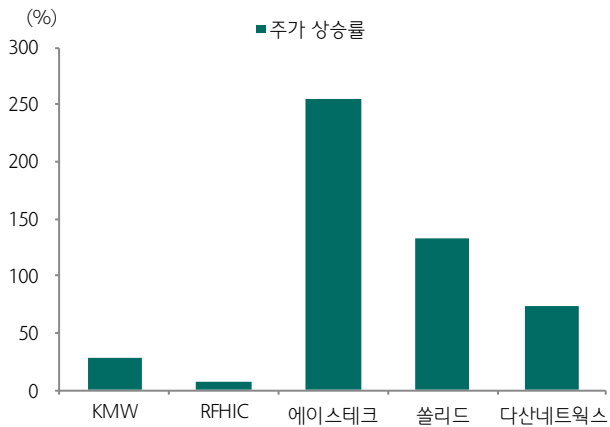
지난 해에 이어 올해도 대다수 국내 네트워크장비 업체들이 큰 폭의 주가 상승을 기록하였는데 최근 3개월 성과만 평가하면 2018~2019년 큰 폭의 주가 상승을 기록했던 과거 5G 대장주가 아닌 후발 5G 관련주들의 주가 상승 폭이 훨씬 높게 나타났다. 또 2019년 괄목할 만한 실적 호전 양상을 나타낸 업체보다는 작년까진 실적이 부진했지만 올해 하반기부터 실적 개선이 예상되는 업체들의 주가 성과가 우수하였다. 아마도 투자가들의 실적 기대감 차이가 주가 성과 차이로 나타났다고 볼 수 있다. 즉 지난 해 놀라운 실적을 기록했던 KMW의 경우엔 투자가들이 기대하는 분기 500억원대 이상의 영업이익 달성이 쉽지 않아 주가가 부진했던 반면 에이스테크의 경우엔 분기 100억원 수준의 영업이익 달성이 손쉬운 관계로 탄력적인 주가 상승을 나타낼 수 있었다.

그런데 이제부터는 조금 다른 주가 반응을 예상해야 할 것 같다. 2018~2019년 5G 대장주였던 KMW와 RFHIC가 각각 2020년 4분기와 2021년 1분기에 사상 최대 실적을 낼 가능성이 높아지고 있기 때문이다. 따라서 투자가들의 관심이 과거 5G 대장주로 옮겨갈 가능성이 높다. 밸류에이션상 부담을 떨쳐버리기 위해서다. 앞에서도 언급했지만 5G 네트워크 장비주의 경우 높은 Multiple은 당분간 인정될 수 있지만 거기엔 사상 최대치 실적 갱신이 이루어질 수 있다는 가정에 근거한다. 그렇지 않다면 곧 고평가 논란에 시달리게 될 수 있다.

그런데 올해 들어 주가가 급등한 5G 후발주의 경우엔 올해 하반기 실적은 크게 호전되었지만 낮은 기저에 기인한 바가 크다. 여기에 과거 5G 대장주 대비 향후 예상 Multiple이 낮지도 않다. 단기 주가 상승 부담이 큰 상황에서 사상 최대 실적을 지속할 것이란 확신이 떨어지게 되면 주가는 조정 국면으로 진입할 공산이 크다.

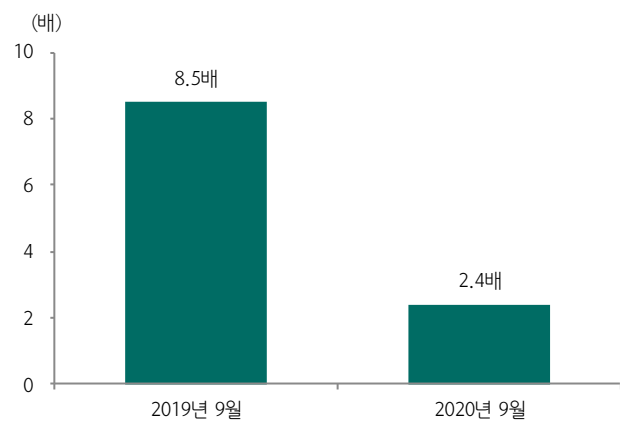
반면 과거 5G 대장주들의 경우엔 2019년 4분기부터 2020년 상반기까지 우여곡절을 거친 후 올해 4분기 이후 재차 작년 분기 사상 최대 실적을 뛰어넘는 실적을 기록할 가능성이 높아지는 상황이다. 여기에 단기 주가 상승 폭도 크지 않다. 장기 주가 상승 폭은 상대적으로 크지만 2019년 실적이 주가 상승으로 이어졌다고 봐야하며 2020년 4분기/2021년 1분기 다시 사상 최대 실적을 거둔다면 거기에 합당한 주가 상승이 추가로 나타나야 한다. 그런데 현재 KMW의 경우 이제 막 주가가 전 고점을 넘어간 상태이고 RFHIC는 아직 전 고점에도 도달하지 못했다. KMW와 RFHIC가 2020년 4분기/2021년 1분기 사상 최대 실적을 달성한다고 가정하면 과거 5G 대장주에 대한 투자가들의 상대적인 선호도가 다시 크게 높아질 것이란 판단이다.

그림 38. 2020년 6~8월 국내 네트워크장비 업체 주가 상승률 비교



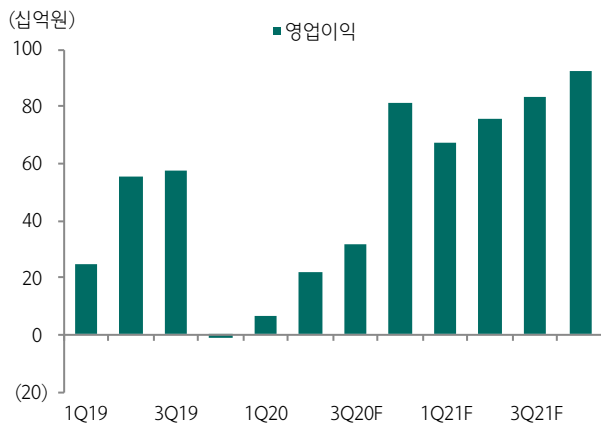
자료: Quantivise, 하나금융투자

그림 39. 2019년 9월/2020년 9월 에이스테크 대비 KMW 시가총액 수준



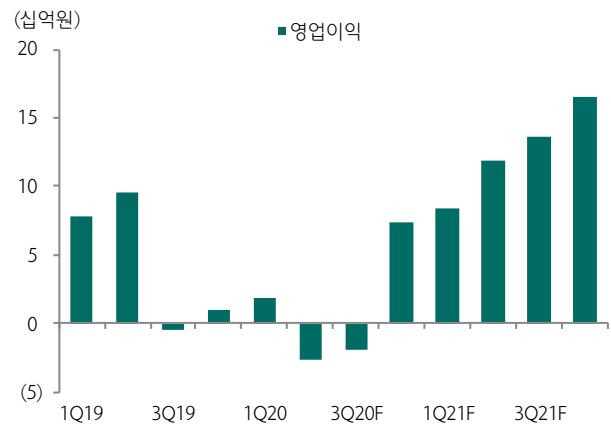
자료: Quantivise, 하나금융투자

그림 40. KMW 분기별 연결 영업이익 전망



자료: KMW, 하나금융투자

그림 41. RFHIC 분기별 연결 영업이익 전망



자료: RFHIC, 하나금융투자

국내 네트워크장비 업종 내
Top Picks로는 KMW와 RFHIC를
선정, 향후 예상되는 실적 흐름 대비
주가 저평가된 상황이기 때문

12) 과거 대장주인 KMW/RFHIC 아직도 현저히 저평가, 장/단기 투자 유망 평가

최근 실적 흐름 및 전망, 주가 선반영도로 볼 때 현 시점에서는 과거 5G 대장주인 KMW(매수/목표가 12만원)와 RFHIC(매수/목표가 6만원)에 집중할 것을 권고한다. 이러한 판단을 하는 이유는 1) KMW가 올해 4분기, RFHIC가 내년 1분기에 의미있는 실적 기록이 예상되는 데 반해 단기 주가 상승 폭이 크지 않았고, 2) 향후 개화되는 미국/일본/인도/유럽 시장에서 2020년 하반기 이후 가장 큰 수혜가 예상되며, 3) 전세계 네트워크장비 시장에서 주목할만한 M/S 향상이 기대되는 삼성전자의 주력 협력업체이고, 4) 전세계 통신사들의 3.5GHz 대역 주파수 사용 증가에 따른 수혜가 예상되며, 5) 시장 내 지위가 확고하여 매출처 확보에 대한 우려가 없고, 6) 향후 공급 부족 발생 가능성이 높아 Multiple 확장이 용이할 것으로 판단되기 때문이다.

물론 국내 5G 네트워크장비 업종 내 대다수 업체들의 주가가 향후 지속적인 상승세를 나타낼 것이며, KMW/RFHIC 외에도 후발 무선 기지국 업체, 인빌딩 및 스몰셀 업체, 유선 가입자 장비 및 광 케이블 업체, 백본망 업체들의 주가 상승 시도가 예상된다. 하지만 상대적으로 이제부터는 과거의 대장주인 KMW와 RFHIC의 탄력적인 주가 반등이 기대된다. 향후 주력으로 떠오를 미국, 인도, 그리고 삼성전자를 통해 가장 두드러진 실적 개선 양상을 나타낼 것으로 예상되는 데다가 단기 주가 상승 부담이 적기 때문이다.

그림 42. KMW와 RFHIC를 하반기 이후 Top Picks로 제시하는 이유

1	의미있는 이익 성장이 예상되는 데 반해 단기 주가 상승 폭이 크지 않았음
2	메인으로 떠오를 미국/일본/인도/유럽 시장에서 2020년 하반기 이후 가장 큰 수혜가 예상
3	전세계 네트워크 장비 시장에서 주목할만한 M/S 향상이 기대되는 삼성전자의 주력 협력업체임
4	전세계 통신사들의 3.5GHz 대역 주파수 사용 증가에 따른 수혜 예상
5	시장 내 지위가 확고, 매출처 확보에 대한 우려가 없음
6	향후 공급 부족 발생 가능성이 높아 Multiple 확장이 용이할 전망

자료: 하나금융투자

Top Picks

케이엠더블유 (032500)

25

RFHIC (218410)

29

2020년 9월 15일

케이엠더블유(032500)

5G 국가대표급 장비 업체, 이젠 섹터 내 주도주로 재부상할 것

매수/TP 12만원 유지, 조정 시 마다 매수 추천

KMW에 대한 투자 의견을 매수로 제시하며 RFHIC와 함께 국내 네트워크장비 업체 내 Top Picks로 선정한다. 추천 사유는 1) 2020년 4분기부터 2021년까지 미국/일본/인도/유럽 시장에서의 5G 투자 본격화를 바탕으로 괄목할만한 이익 성장을 지속할 전망이다, 2) 삼성/노키아에 이어 에릭슨/후지쯔를 매출처로 확보하였고 일본 라쿠텐과 미국 디시네트웍에는 오픈랜 방식으로 직납이 예상되어 국내 5G 네트워크장비 업체를 대표할만한 업체로서 두각을 나타낼 것이며, 3) 최근 10년간 5G 기지국 장비 업체 수 변화, 높은 시장 진입 장벽, 필터/안테나/시스템장비 부문에서의 압도적인 성과, 향후 실적 흐름을 감안하면 아직도 현저한 저평가라고 판단되기 때문이다. 12개월 목표가는 기존의 12만원을 유지한다. 4Q Forward EPS를 이전 수준으로 유지하였기 때문이다.

주력인 미국/일본/인도 시장 개화에 주목

올해 상반기 KMW 실적은 컨센서스에 부합했지만 작년 대비 부진한 모습을 보였다. 중국 ZTE로의 필터 매출이 나뉘어 양호했지만 무엇보다 국내 통신 3사 5G 투자 부진으로 국내 매출이 크게 감소한 데다가 일본/미국 수출이 지연되는 양상을 나타냈기 때문이었다. 하지만 2020년 하반기 이후엔 점진적인 실적 개선을 나타내고 특히 4분기부터 내년 상반기까지는 괄목할만한 이익 성장 추세를 나타낼 전망이다. 사실상 KMW의 주력 시장인 일본/미국 시장이 각각 3분기와 4분기에 5G 투자가 본격화된 가운데 2021년 1분기엔 인도 시장에서 5G 투자가 개시될 것으로 판단되기 때문이다. 9월 미국 FCC에서는 3.5GHz 대역 주파수 경매 결과를 발표하였다. 총 낙찰가를 감안하면 버라이즌이 30MHz, 디시네트웍이 15MHz를 확보했을 것으로 추정된다. 이에 따라 미국 통신사들의 본격적인 장비 발주가 예상된다. 인도 시장의 경우엔 앞에서 언급한 것처럼 아직 주파수 경매 일정이 확정되지 않아 단언할 수는 없다. 하지만 늦어도 11월 이전엔 주파수 경매가 이루어질 가능성이 높다는 점을 감안하면 빠르면 올해 연말부터 매출 성과가 나타날 전망이다. 무엇보다 KMW 매출처인 삼성전자/노키아/에릭슨/후지쯔가 우수한 주주 성과를 내고 있어 기대를 갖게 한다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 120,000원 | CP(9월11일): 85,500원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	888.44
52주 최고/최저(원)	86,600/41,550
시가총액(십억원)	3,404.7
시가총액비중(%)	0.99
발행주식수(천주)	39,820.9
60일 평균 거래량(천주)	1,494,508.4
60일 평균 거래대금(십억원)	108.6
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	10.15
김덕용 외 1인	35.48

주가상승률	1M	6M	12M
절대	7.8	72.7	20.3
상대	4.4	15.8	(14.7)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	702.8	1,093.8
영업이익(십억원)	126.7	228.8
순이익(십억원)	96.8	185.3
EPS(원)	2,575	4,527
BPS(원)	7,909	12,436

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	296.3	682.9	752.4	1,578.9	1,731.6
영업이익	십억원	(26.2)	136.7	141.1	318.1	354.5
세전이익	십억원	(29.8)	129.4	145.7	318.7	355.6
순이익	십억원	(31.3)	102.7	114.4	248.6	277.4
EPS	원	(927)	2,652	2,872	6,243	6,965
증감율	%	적지	흑전	8.30	117.37	11.56
PER	배	(11.89)	19.27	29.77	13.70	12.28
PBR	배	4.77	9.39	10.20	5.85	3.96
EV/EBITDA	배	(27.26)	14.30	22.28	10.22	8.55
ROE	%	(45.51)	67.76	41.55	54.27	38.47
BPS	원	2,311	5,444	8,381	14,624	21,589
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

다양한 매출처를 기반으로
수출 부문에서 괄목할만한 성과
나타낼 것, 특히 시스템 장비 성과에
주목

삼성/노키아/에릭슨/후지프로 매출 급증 예상, 직납도 크게 증가할 것

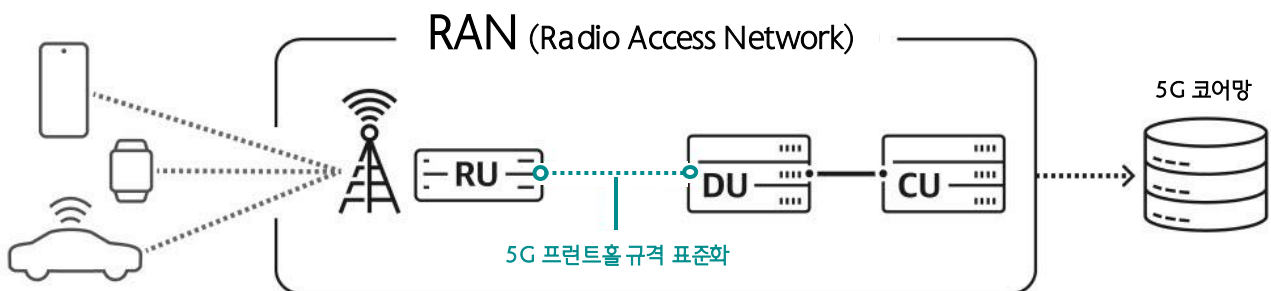
9월 삼성전자가 8조원 가량의 미국 버라이즌향 네트워크장비 공급 계약을 체결하였다고 공시하였다. 알려진 바에 따르면 버라이즌 벤더 내 M/S는 에릭슨 50%, 삼성전자 35%, 노키아 15%이다. KMW는 현재 에릭슨에 필터를 공급 중이며 삼성전자와 노키아엔 필터와 더불어 시스템 장비도 모두 납품 중이다.

위성방송사업자에서 이동전화사업자로 변신 중인 미국의 디시네트워크는 주파수를 확보한 가운데 이번에 라이선스까지 취득하면서 곧 이동전화서비스 제공을 앞두고 있다. 이미 후지프가 공급 물량을 확보한 가운데 삼성/에릭슨/노키아의 수주 경쟁이 치열한 상황이며 일부는 오픈랜 방식을 적용할 것으로 보인다. 디시네트워크가 소프트웨어를 담당/협력할 업체도 지정한 상황이기 때문이다. 현재 KMW는 디시네트워크에 안테나/필터를 직접 공급할 것이 유력한 가운데 후지프/삼성/노키아 등을 통한 장기 공급이 예상된다. 아마도 올 여름 일본 라쿠텐에 KMW가 직납했던 것과 비슷한 형태가 될 전망이다.

고무적인 부분은 4분기 이후 미국 시장에서 시스템장비 매출이 크게 확대될 것이며 미국/일본 시장을 중심으로 직납 매출도 점진적 증가가 예상된다는 점이다. 에릭슨은 필터 매출만 발생하겠지만 노키아와 더불어 삼성전자에도 시스템장비(MMR) 공급이 예상되기 때문이다. 시스템장비는 대당 500~700만원선으로 엄청난 고가장비이다. 현 추세라면 올해 KMW 시스템장비 매출은 60%에 육박할 전망이다.

여기에 통신사 직납 비중도 점진적 확대가 예상된다. 일본 라쿠텐에 이어 미국 디시네트워크도 직납이 크게 늘 것이기 때문이다. 오픈랜 방식이 활성화될 경우 특화된 소프트웨어와 하드웨어를 동시에 공급하면서 고마진을 취하던 글로벌 SI 입장에서 기회는 상실될 수 있는 반면 하드웨어 부문에서 강점을 갖고 있는 KMW와 같은 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. 신설 통신사 및 네트워크의 큰 변화를 시도할 통신사를 통한 KMW 기회 창출이 기대된다.

그림 1. 오픈 랜 개념도



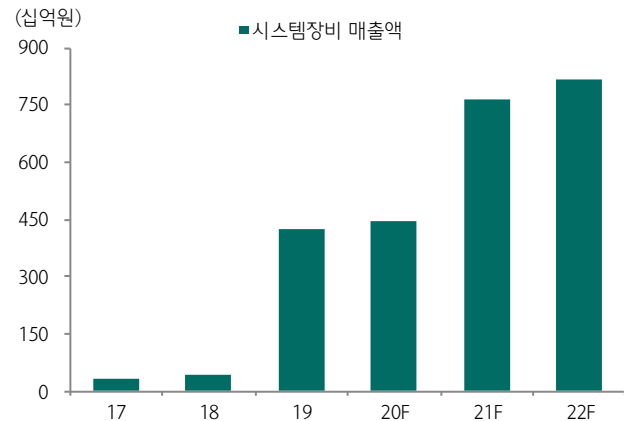
자료: 전자신문, 하나금융투자

그림 2. KMW 매출처 현황



자료: KMW, 하나금융투자

그림 3. KMW 연간 시스템장비 매출액 전망



자료: KMW, 하나금융투자

표 1. KMW의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	77.5	127.2	168.1	379.6	335.1	378.2	414.2	451.4
영업이익	6.6	22.0	31.6	80.9	66.9	75.4	83.3	92.5
(영업이익률)	8.5	17.3	18.8	21.3	20.0	19.9	20.1	20.5
세전이익	15.2	18.6	31.1	80.8	66.8	75.5	83.4	93.0
순이익	13.0	11.9	24.9	64.6	52.1	58.9	65.1	72.5
(순이익률)	16.8	9.4	14.8	17.0	15.5	15.6	15.7	16.1

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: KMW, 하나금융투자

경쟁업체 주가 감안 시 현저히
저평가된 상황,
또 한 번 기대 이상의 실적 성과
나타내며 높은 Multiple 형성 예상

고평가 논란은 이해 부족에서 유발, 높은 Multiple 형성 가능할 전망

아직도 KMW의 Multiple 수준이 높은 것 아니냐고 반문하는 투자자들이 적지 않다. 하지만 하나금융투자에선 오히려 낮다고 평가한다.

이러한 평가를 하는 이유는 1) 일반 전자 부품 회사와는 달리 굴지의 통신사들을 상대하므로 수년간에 걸친 레퍼런스 축적이 필수적이어서 시장 진입 장벽이 대단히 높으며, 2) 현재 필터 수급을 감안할 때 공급부족인 상황인데다가 KMW가 전세계 필터 생산에서 차지하는 비중이 적지 않으며, 3) 높은 산업 성장률과 더불어 M/S 상승 추세이고, 4) 업계 1위 사업자이며, 5) 글로벌 SI 중 화웨이를 제외한 4개 업체(에릭슨, 노키아, 삼성, ZTE)를 매출처로 확보하고 있고, 6) 가파른 매출 성장을 나타내고 있기 때문이다.

최근 수출 기대감이 작용하면서 사실상 큰 수혜를 기대하기 어려운 업체들 조차도 주가가 크게 오른 상태이다. KMW은 국내 어느 업체보다도 수출 부문에서 탁월한 성과 도출이 예상된다. 5G 장비주 중에선 가히 국가대표급이라고 봐도 무리가 아닐 정도다. 현재 국내 네트워크장비 업체 평균 PER과 경쟁 지국 업체 Multiple을 감안하면 KMW는 여전히 절대 저평가 상태에 머물러 있다는 판단이다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	296.3	682.9	752.4	1,578.9	1,731.6
매출원가	236.0	465.1	333.6	943.9	1,036.1
매출총이익	60.3	217.8	418.8	635.0	695.5
판매비	86.5	81.1	277.8	316.9	341.0
영업이익	(26.2)	136.7	141.1	318.1	354.5
금융손익	(3.4)	(8.2)	1.8	0.4	1.0
종속/관계기업손익	0.1	1.1	0.3	0.3	0.1
기타영업외손익	(0.2)	(0.2)	2.4	(0.1)	0.0
세전이익	(29.8)	129.4	145.7	318.7	355.6
법인세	1.5	26.8	31.3	70.1	78.2
계속사업이익	(31.3)	102.7	114.4	248.6	277.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(31.3)	102.7	114.4	248.6	277.4
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(31.3)	102.7	114.4	248.6	277.4
지배주주지분포괄이익	(30.2)	104.4	117.0	248.6	277.4
NOPAT	(27.6)	108.4	110.8	248.1	276.5
EBITDA	(16.6)	145.6	153.9	332.1	369.4
성장성(%)					
매출액증가율	45.46	130.48	10.18	109.85	9.67
NOPAT증가율	적지	흑전	2.21	123.92	11.45
EBITDA증가율	적전	흑전	5.70	115.79	11.23
영업이익증가율	적지	흑전	3.22	125.44	11.44
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	11.39	117.31	11.58
EPS증가율	적지	흑전	8.30	117.37	11.56
수익성(%)					
매출총이익률	20.35	31.89	55.66	40.22	40.17
EBITDA이익률	(5.60)	21.32	20.45	21.03	21.33
영업이익률	(8.84)	20.02	18.75	20.15	20.47
계속사업이익률	(10.56)	15.04	15.20	15.75	16.02

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(927)	2,652	2,872	6,243	6,965
BPS	2,311	5,444	8,381	14,624	21,589
CFPS	(229)	4,144	4,000	8,462	9,407
EBITDAPS	(492)	3,761	3,865	8,341	9,276
SPS	8,781	17,638	18,896	39,650	43,485
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(11.89)	19.27	29.77	13.70	12.28
PBR	4.77	9.39	10.20	5.85	3.96
PCR	(48.14)	12.33	21.38	10.10	9.09
EV/EBITDA	(27.26)	14.30	22.28	10.22	8.55
PSR	1.26	2.90	4.52	2.16	1.97
재무비율(%)					
ROE	(45.51)	67.76	41.55	54.27	38.47
ROA	(12.85)	29.31	22.90	32.89	25.46
ROIC	(21.84)	49.61	35.35	55.15	46.92
부채비율	217.21	96.99	71.27	61.38	44.10
순부채비율	43.82	22.52	(6.05)	(9.17)	(33.63)
이자보상배율(배)	(4.09)	24.10	37.65	72.62	79.19

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	173.1	313.3	434.3	787.6	1,080.2
금융자산	54.1	50.0	144.3	180.0	416.8
현금성자산	53.6	49.6	143.7	178.9	415.6
매출채권	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
재고자산	52.3	73.6	81.1	170.1	185.8
기타유동자산	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
비유동자산	100.4	113.7	137.4	152.3	158.7
투자자산	5.1	7.9	8.7	17.2	18.7
금융자산	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	88.0	97.7	119.8	126.5	132.2
무형자산	3.1	3.5	3.8	3.1	2.5
기타비유동자산	4.2	4.6	5.1	5.5	5.3
자산총계	273.5	427.0	571.7	939.9	1,238.9
유동부채	163.0	179.2	181.0	273.2	290.1
금융부채	90.8	90.1	91.8	93.8	94.8
매입채무	66.1	70.0	77.1	161.8	176.7
기타유동부채	6.1	19.1	12.1	17.6	18.6
비유동부채	24.3	31.0	56.8	84.2	89.0
금융부채	1.1	8.8	32.3	32.8	32.9
기타비유동부채	23.2	22.2	24.5	51.4	56.1
부채총계	187.3	210.3	237.9	357.4	379.1
지배주주지분	86.2	216.8	333.7	582.3	859.7
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	5.4	5.4	5.4
이익잉여금	(41.4)	61.4	175.8	424.4	701.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	86.2	216.8	333.7	582.3	859.7
순금융부채	37.8	48.8	(20.2)	(53.4)	(289.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(37.4)	(3.7)	99.6	62.1	257.0
당기순이익	(31.3)	102.7	114.4	248.6	277.4
조정	2	4	0	1	1
감가상각비	9.6	8.9	12.8	14.0	14.9
외환거래손익	(3.4)	4.4	(1.5)	0.0	0.0
지분법손익	0.7	(1.1)	0.2	0.0	0.0
기타	(4.9)	(8.2)	(11.5)	(13.0)	(13.9)
영업활동 자산부채변동	(24.1)	(148.6)	(19.4)	(200.5)	(35.2)
투자활동 현금흐름	(21.9)	(17.8)	(33.4)	(29.5)	(21.4)
투자자산감소(증가)	0.7	(2.8)	(0.7)	(8.5)	(1.5)
자본증가(감소)	(20.4)	(14.2)	(31.9)	(20.0)	(20.0)
기타	(2.2)	(0.8)	(0.8)	(1.0)	0.1
재무활동 현금흐름	90.1	17.5	23.8	2.5	1.1
금융부채증가(감소)	17.8	7.0	25.2	2.5	1.1
자본증가(감소)	59.6	25.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	12.7	(14.9)	(1.4)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	31.1	(4.2)	94.1	35.1	236.7
Unlevered CFO	(7.7)	160.4	159.3	337.0	374.6
Free Cash Flow	(58.3)	(21.6)	66.3	42.1	237.0

2020년 9월 15일

RFHIC(218410)

이제 2018년과 같은 탄력적인 주가 상승 나타낼 전망

매수/TP 6만원 유지, 서서히 주도주로서의 면모 갖출 것

RFHIC에 대한 투자 의견을 매수로 제시하며, KMW와 함께 국내 네트워크장비 업종 내 Top Picks 의견을 제시한다. 추천 사유는 1) 삼성전자로의 매출액 증가에 힘입어 2020년 4분기부터 괄목할만한 이익 증가 양상이 나타날 전망이고, 2) 수출 증가로 인한 실적 회복 기대감이 아직 주가에 제대로 반영되지 않았으며, 3) 극단적으로 화웨이 매출 중단 상황이 장기간에 걸쳐 진행된다고 해도 향후 실적 흐름 및 주가에 큰 영향을 줄 것 같지 않고, 4) 미국 3.5GHz 주파수 경매 종료로 곧 미국 통신 3사향 GAN TR 매출이 구체화될 것으로 예상되며, 5) 고주파수 사용 본격화, 기지국/중계기 TR 시장 과점화 양상이 RFHIC의 Multiple 상향 조정을 이끌 것으로 판단되기 때문이다. 4Q Forward EPS를 이전 수준으로 유지함에 따라 목표가는 기존의 6만원을 유지한다. 향후 실적 흐름 및 고주파수 이슈 부상을 감안할 때 서서히 2018~2019년 주도주로서의 위상이 다시 회복될 가능성이 높다는 판단이다.

삼성전자의 미국/인도 성과에 주목할 시점

7~8월 여타 5G 네트워크장비 종목과는 달리 RFHIC 주가는 지지부진한 양상을 지속하였다. 2분기에 이어 3분기 실적도 부진할 것으로 예상된다는 점이 주가 상승의 발목을 잡았지만 역시 가장 큰 이유는 화웨이 매출 부진에 따른 금년도 실적 부진 우려 때문이었다. 특히 미/중 무역 분쟁이 심화되는 가운데 화웨이가 장비 국산화 전략을 펼치면서 RFHIC의 피해 발생에 대한 우려가 커졌다. 당장 화웨이가 자국업체 물량 반입을 늘리는 가운데 길게 보면 화웨이의 5G 장비 생산 차질 가능성까지 부각되었기 때문이다. 하지만 이제 삼성전자/노키아를 통한 RFHIC 미국/인도 수출 물량 증가 가능성에 주목할 필요가 있다. 2020년 4분기 이후엔 삼성전자와 노키아를 기반으로 RFHIC가 한 단계 레벨업된 실적을 달성할 가능성이 높기 때문이다. 현재 삼성전자는 RFHIC를 미국 시장 M/S 성장의 전략적 파트너로 사실상 설정한 상태이다. 고주파수 전략에서 중요한 역할을 수행할 업체이기 때문이다. 노키아 역시 현재 RFHIC의 벤더 등급 상향을 검토 중이다. 당장은 어둡지만 길게 보면 RFHIC만큼 투자 전망이 밝은 업체도 없을 것이라 판단이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 60,000원 | CP(9월11일): 44,000원

Key Data

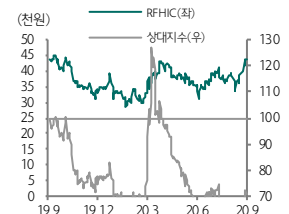
KOSDAQ 지수 (pt)	888.44
52주 최고/최저(원)	45,350/28,450
시가총액(십억원)	1,049.3
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	23,847.6
60일 평균 거래량(천주)	703,162.3
60일 평균 거래대금(십억원)	27.4
20년 배당금(예상, 원)	200
20년 배당수익률(예상, %)	0.54
외국인지분율(%)	4.78
조석수 외 9인	37.77

주가상승률	1M	6M	12M
절대	13.5	19.1	(0.2)
상대	9.9	(20.2)	(29.2)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	112.6	231.1
영업이익(십억원)	13.6	47.9
순이익(십억원)	14.4	44.1
EPS(원)	585	1,784
BPS(원)	8,744	10,421

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	108.1	107.8	86.3	227.8	270.6
영업이익	십억원	26.7	17.9	4.5	50.3	60.5
세전이익	십억원	27.2	20.3	7.0	51.4	62.0
순이익	십억원	24.1	20.0	6.6	43.4	52.3
EPS	원	1,081	857	277	1,819	2,193
증감율	%	286.07	(20.72)	(67.68)	556.68	20.56
PER	배	22.76	43.00	158.84	24.19	20.06
PBR	배	3.53	4.41	5.20	4.37	3.64
EV/EBITDA	배	16.21	34.25	76.83	12.33	9.65
ROE	%	17.22	11.22	3.30	19.69	19.85
BPS	원	6,976	8,357	8,458	10,078	12,072
DPS	원	200	200	200	200	200



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

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

트래픽 증가로 고주파수 사용 불가피, RFHIC의 진가 곧 나타날 것

트래픽 증가로 인한 고주파수 대역
활용 불가피, 점차 RFHIC의 진가
나타날 것

앞에서도 언급했지만 코로나 19 사태 발생 이후 전세계적으로 트래픽 폭증 양상이 지속되면서 통신사들의 고민이 커지고 있다. 가입자들의 트래픽이 당초 예상치를 크게 상회하는 높은 수준으로 나타나고 있는데 당초 네트워크장비 업체들의 예상보다 2년 빠른 수준의 트래픽이 현재 발생 중이다. 이러한 이유로 통신사들의 신규 주파수 투자로 인한 트래픽 분산이 절대적으로 필요한 상황으로 치닫고 있다.

2019년 국내 통신 3사가 3.5GHz를 기반으로 5G 서비스를 개시했지만 현재 3GHz 대역 이상에서 기지국 형태의 5G 서비스를 시작한 통신사업자는 그리 많지 않다. 대다수 국가들이 600~900MHz, 2.1~2.6GHz 대역에서 5G 서비스를 시작한 상태이며 미국 버라이즌이 28GHz 대역을 기반으로 5G 서비스를 시작했지만 통화 성공률이 5%에도 미치지 못하는 상황이다. 현재까지 3GHz 주파수 대역 이상에서 그래도 의미있는 커버리지를 구축한 글로벌 통신사는 국내 통신 3사에 불과한 실정이다.

하지만 2020년 말부터는 3~6GHz 대역과 고주파수 대역의 주파수 활용이 점차 커질 것으로 보인다. 미국뿐만 아니라 영국, 프랑스 등 유럽 각국이 3.3~3.9GHz 대역 주파수 경매에 본격적으로 나서고 있으며, 실제로 트래픽을 감안할 때 신규 주파수 공급 문제가 이슈화 되는 양상이기 때문이다.

RFHIC는 3GHz 대역의 주파수 투자 증가 시 어느 업체보다도 수혜가 큰 상황이다. GAN TR에 특화된 업체이기 때문이다. 2019년 국내 투자 붐이 지나가고 RFHIC는 당초 예상보다 긴 실적 부진 양상을 진행 중이다. 가장 큰 이유는 일부 통신사/제조사들이 기술적 난이도가 높은 3GHz 대역 보다는 저주파수에서의 5G 상용 서비스 개시를 더 선호했으며 심지어 3.5GHz 대역에서 강점이 있는 화웨이조차도 이러한 추세에 합류했기 때문이다.

하지만 분명히 3GHz 대역 미만의 주파수 활용엔 한계가 있다. 어느 국가나 주파수 재분배에서 난항을 겪을 가능성이 높기 때문이다. 트래픽이 증가하면서 점차 고주파수의 활용은 불가피한 선택이 될 수 밖에 없다. 2021년엔 고주파수 활용도 증가에 따른 전세계적인 Gan TR 채택이 불가피할 것이란 판단이다.

표 1. RFHIC의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	20.6	14.7	16.9	34.1	44.7	52.5	59.6	71.0
영업이익	1.8	(2.7)	(1.9)	7.3	8.4	11.8	13.6	16.5
(영업이익률)	8.7	(18.4)	(11.2)	21.4	18.8	22.5	22.8	23.2
세전이익	2.7	(1.7)	(1.6)	7.6	8.6	12.1	13.9	16.8
순이익	2.4	(0.8)	(1.4)	6.4	7.2	10.2	11.7	14.3
(순이익률)	11.6	(5.5)	(8.0)	18.7	16.1	19.4	19.7	20.1

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

과거 사례 감안하면 높은 Multiple 적용은 당연, 아직도 갈 길 멀다

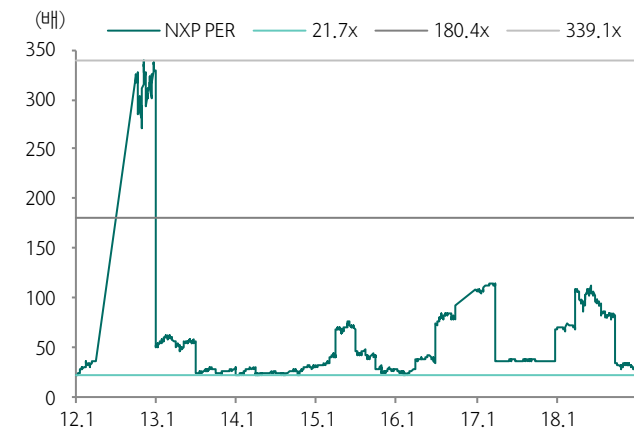
공급 부족 현상 쉽게 나타날 수 있는
업종, 상상 외 Multiple 형성도
가능할 전망

앞서 언급한 KMW와 더불어 RFHIC의 경우에도 Multiple 논쟁이 뜨겁다. 특히 RFHIC의 경우엔 2017년 말 하나금융투자에서 커버리지를 개시한 이후 높은 PER에 대한 지적에서 벗어난 적이 별로 없을 정도이다.

하지만 사실상 이는 특이한 업종 환경에 대한 이해 부족에서 비롯된다. RFHIC가 속한 네트워크장비 TR 부품 산업의 경우 사실상 공급 부족 이슈가 자주 발생할 수 있는 산업이다. 웨이퍼 수급도 문제일뿐더러 TR 업체들의 생산 능력도 제한적이기 때문이다. 이러한 관계로 과거 2012~2013년 중국 LTE 투자가 본격화되면서 엄청난 공급 부족 현상이 발생하였고 이에 따른 관련 업체들의 Multiple 확장 현상이 뚜렷하게 나타났다. 말 그대로 물건이 없어서 못 팔 정도이고 통신사들이 재고 확보에 혈안이 되어 있었던 상황이었기 때문이다.

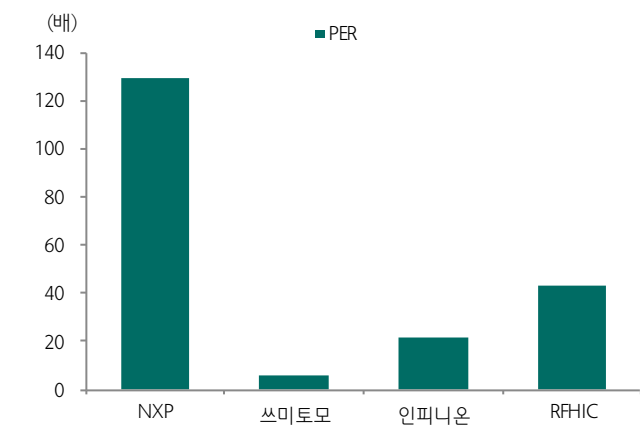
특히 RFHIC가 속한 Gan TR의 경우엔 더욱 그러한 현상이 나타날 수 있다. 1등 업체인 NXP가 사업 다각화를 시도하면서 네트워크장비 TR 분야에 그리 주력하지 않고 있고 중국 업체들이 아직 Gan TR에서 그리 큰 성과를 나타내지 못하고 있기 때문이다. 결국 일본 쓰미토모와 RFHIC의 경쟁 구도가 예상되는데 한꺼번에 많은 통신사들이 3.5GHz 투자에 돌입할 경우 공급 부족 현상 발생에 따른 상상 외 Multiple 확장 국면 연출이 예상된다. 삼성전자가 RFHIC를 북미 진출의 핵심 파트너로 꼽은 이유도 이와 무관하지 않은 듯하다.

그림 2. RFHIC의 경쟁사인 미국 NXP의 과거 PER 추이



자료: 블룸버그, 하나금융투자

그림 3. 글로벌 네트워크 TR 업체 PER 비교



주: 2019년 실적/연말 주가 기준

자료: 블룸버그, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	108.1	107.8	86.3	227.8	270.6
매출원가	61.4	68.2	56.7	149.7	177.8
매출총이익	46.7	39.6	29.6	78.1	92.8
판매비	20.0	21.6	25.1	27.8	32.3
영업이익	26.7	17.9	4.5	50.3	60.5
금융손익	(0.0)	2.1	2.2	1.1	1.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	0.3	0.4	0.0	0.0
세전이익	27.2	20.3	7.0	51.4	62.0
법인세	1.8	0.2	0.5	7.7	9.3
계속사업이익	25.4	20.2	6.5	43.7	52.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	25.4	20.2	6.5	43.7	52.7
비지배주주지분 손이익	1.3	0.2	(0.1)	0.3	0.4
지배주주순이익	24.1	20.0	6.6	43.4	52.3
지배주주지분포괄이익	24.4	20.3	6.7	42.1	50.7
NOPAT	25.0	17.8	4.1	42.8	51.4
EBITDA	30.2	22.8	9.4	54.0	63.9
성장성(%)					
매출액증가율	74.07	(0.28)	(19.94)	163.96	18.79
NOPAT증가율	233.33	(28.80)	(76.97)	943.90	20.09
EBITDA증가율	174.55	(24.50)	(58.77)	474.47	18.33
영업이익증가율	229.63	(32.96)	(74.86)	1,017.78	20.28
(지배주주)순이익증가율	295.08	(17.01)	(67.00)	557.58	20.51
EPS증가율	286.07	(20.72)	(67.68)	556.68	20.56
수익성(%)					
매출총이익률	43.20	36.73	34.30	34.28	34.29
EBITDA이익률	27.94	21.15	10.89	23.71	23.61
영업이익률	24.70	16.60	5.21	22.08	22.36
계속사업이익률	23.50	18.74	7.53	19.18	19.48

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,081	857	277	1,819	2,193
BPS	6,976	8,357	8,458	10,078	12,072
CFPS	1,423	1,076	318	2,102	2,480
EBITDAPS	1,358	980	396	2,266	2,678
SPS	4,852	4,626	3,619	9,552	11,347
DPS	200	200	200	200	200
주가지표(배)					
PER	22.76	43.00	158.84	24.19	20.06
PBR	3.53	4.41	5.20	4.37	3.64
PCFR	17.29	34.25	138.36	20.93	17.74
EV/EBITDA	16.21	34.25	76.83	12.33	9.65
PSR	5.07	7.97	12.16	4.61	3.88
재무비율(%)					
ROE	17.22	11.22	3.30	19.69	19.85
ROA	12.37	8.07	2.43	13.14	12.78
ROIC	25.78	19.63	7.07	336.74	(1,463.55)
부채비율	43.11	20.72	29.97	46.80	44.84
순부채비율	(42.09)	(50.66)	(83.13)	(93.59)	(95.33)
이자보상배율(배)	17.88	15.97	21.65	203.65	200.55

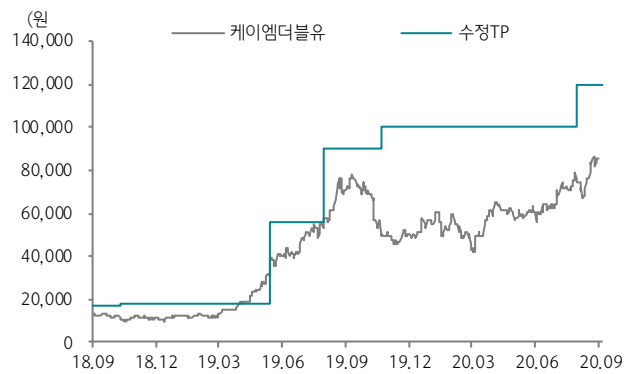
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	178.2	190.9	224.3	314.7	374.4
금융자산	101.8	122.2	199.4	263.1	315.0
현금성자산	80.6	109.5	180.2	223.2	269.0
매출채권	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
재고자산	47.3	52.1	0.2	0.4	0.5
기타유동자산	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
비유동자산	56.1	69.4	59.0	62.4	67.1
투자자산	8.3	15.9	9.8	20.4	23.5
금융자산	0.0	6.5	9.8	20.4	23.5
유형자산	40.5	45.3	41.6	35.1	37.2
무형자산	5.5	5.4	4.7	4.2	3.7
기타비유동자산	1.8	2.8	2.9	2.7	2.7
자산총계	234.3	260.2	283.3	377.1	441.5
유동부채	43.7	42.6	62.0	111.3	125.9
금융부채	7.5	12.3	16.9	17.9	18.4
매입채무	12.6	15.7	23.6	49.1	56.5
기타유동부채	23.6	14.6	21.5	44.3	51.0
비유동부채	26.9	2.1	3.3	9.0	10.8
금융부채	25.4	0.7	1.3	4.8	6.0
기타비유동부채	1.5	1.4	2.0	4.2	4.8
부채총계	70.6	44.7	65.3	120.2	136.7
지배주주지분	156.6	199.1	201.1	239.7	287.2
자본금	11.2	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	60.8	86.9	87.0	87.0	87.0
자본조정	0.4	0.4	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	0.1	0.5	0.9	0.9	0.9
이익잉여금	84.0	99.5	101.3	139.9	187.5
비지배주주지분	7.1	16.5	16.9	17.2	17.6
자본총계	163.7	215.6	218.0	256.9	304.8
순금융부채	(68.9)	(109.2)	(181.2)	(240.4)	(290.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	48.1	27.1	70.5	71.2	63.0
당기순이익	25.4	20.2	6.5	43.7	52.7
조정	1	0	0	0	0
감가상각비	3.5	4.9	5.0	3.7	3.4
외환거래손익	0.2	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(2.7)	(4.9)	(4.8)	(3.7)	(3.4)
영업활동 자산부채변동	15.9	3.5	59.6	23.7	6.9
투자활동 현금흐름	(29.6)	(8.3)	(0.5)	(27.9)	(14.2)
투자자산감소(증가)	(4.6)	(7.6)	6.1	(10.6)	(3.1)
자본증가(감소)	(7.1)	(8.9)	(0.5)	3.4	(5.0)
기타	(17.9)	8.2	(6.1)	(20.7)	(6.1)
재무활동 현금흐름	26.0	10.2	0.6	(0.2)	(3.1)
금융부채증가(감소)	14.7	(19.9)	5.2	4.5	1.7
자본증가(감소)	8.5	26.8	0.2	0.0	0.0
기타재무활동	3.9	7.8	(0.0)	0.1	0.0
배당지급	(1.1)	(4.5)	(4.8)	(4.8)	(4.8)
현금의 증감	44.6	29.0	70.6	43.0	45.8
Unlevered CFO	31.7	25.1	7.6	50.1	59.1
Free Cash Flow	40.6	18.1	70.0	71.2	58.0

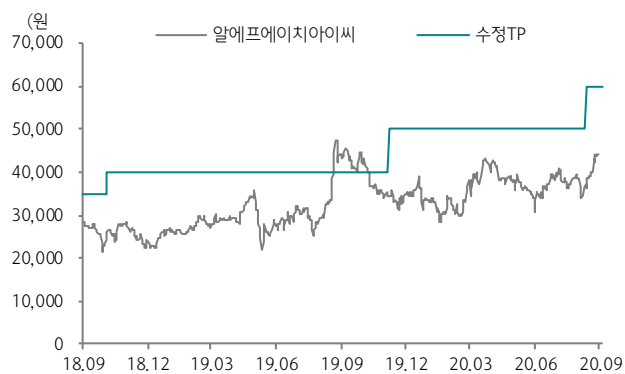
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

케이엠더블유



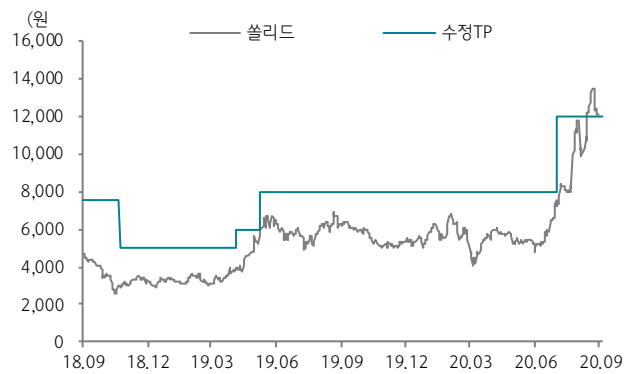
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.14	BUY	120,000		
19.11.5	BUY	100,000	-42.74%	-20.70%
19.8.14	BUY	90,000	-25.31%	-13.67%
19.5.28	BUY	56,000	-19.44%	-1.07%
18.10.25	BUY	17,500	-17.05%	79.43%
18.1.2	BUY	16,912	-28.70%	-16.71%

알에프에이치아이씨



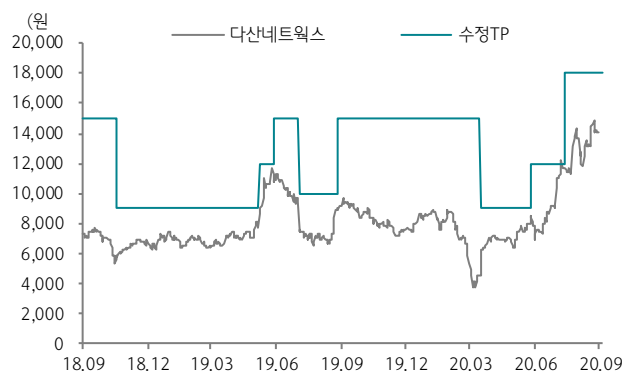
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.26	BUY	60,000		
19.11.21	BUY	50,000	-27.93%	-13.20%
19.10.18	1년 경과		-	-
18.10.18	BUY	40,000	-25.69%	18.50%
18.5.29	BUY	35,000	-26.93%	-17.00%

솔리드



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
20.7.17	BUY	12,000		
20.5.22	1년 경과		-	-
19.5.22	BUY	8,000	-28.77%	-13.75%
19.4.18	BUY	6,000	-23.45%	-5.83%
18.11.5	BUY	5,000	-33.80%	-21.70%
17.12.15	BUY	7,500	-40.90%	-23.60%

다산네트웍스



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
20.7.27	BUY	18,000		
20.6.9	BUY	12,000	-25.47%	2.08%
20.3.30	BUY	9,000	-21.93%	-10.67%
19.9.10	BUY	15,000	-47.57%	-35.33%
19.7.17	Neutral	10,000	-27.58%	-10.00%
19.6.11	BUY	15,000	-31.63%	-24.67%
19.5.21	BUY	12,000	-14.17%	-2.92%
18.10.31	BUY	9,000	-24.03%	-10.56%
17.11.27	BUY	15,000	-55.03%	-44.93%

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	91.79%	8.21%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 09월 16일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 9월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 9월 16일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.