

하나금융투자 2021년 전망 | 2020년 11월 11일

통신서비스/네트워크장비 Overweight

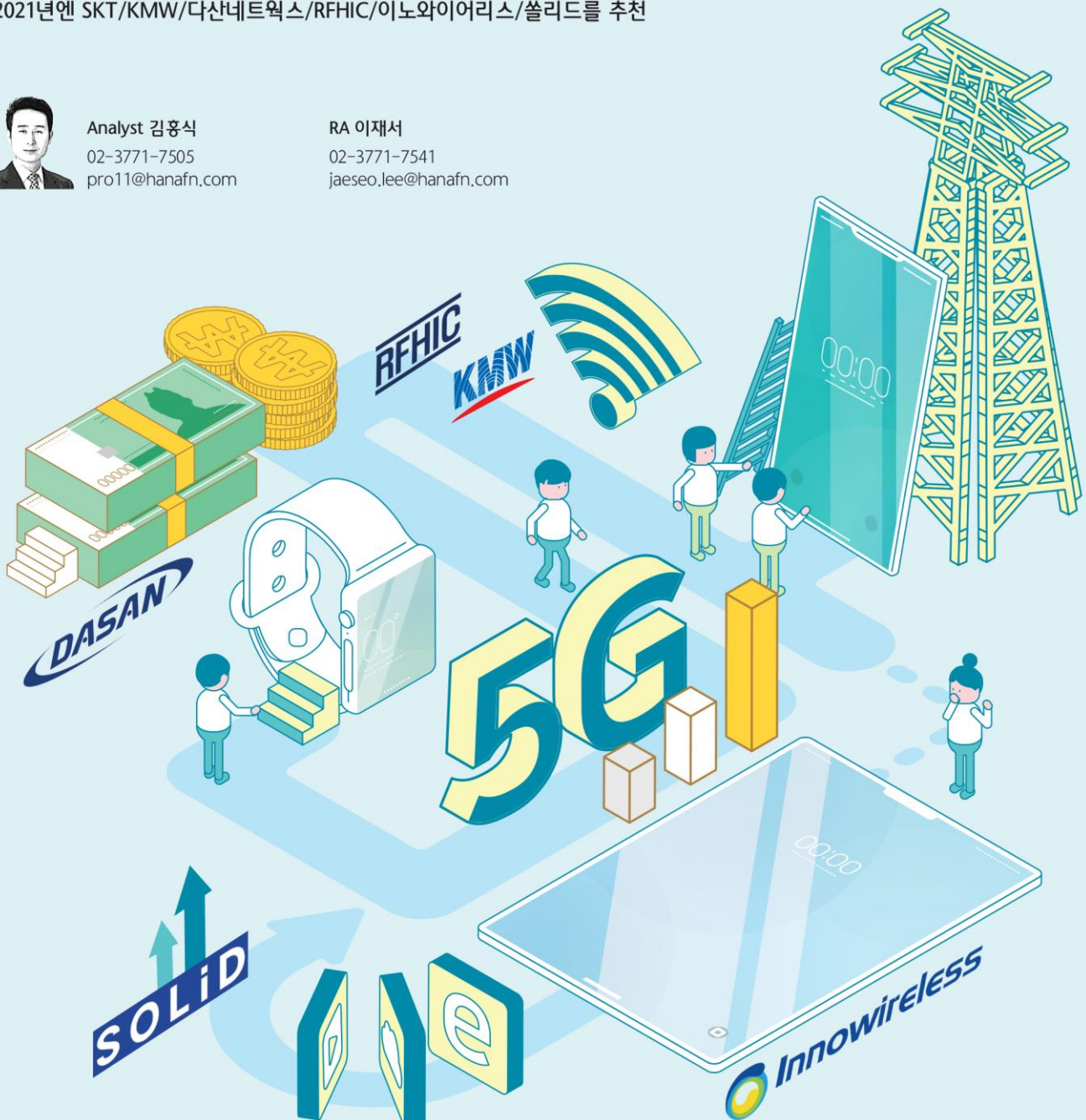
2021년 통신주 본격 상승, 5G 장비주 4차 랠리 진입 예상

- 주파수 할당 가격 인하 가정 시 2021년 통신 3사 영업이익 합계 19% 성장 전망
- 수출로 2021년 네트워크장비 업종 또 한번의 이익 성장 신화 기록할 전망
- 2021년엔 SKT/KMW/다산네트웍스/RFHIC/이노와이어리스/솔리드를 추천



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

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



CONTENTS

Summary	3
1. 2021년 통신서비스 업종 실적 전망 및 이슈 점검	4
1) 5G 보급률 40%로 확대, 이동전화 ARPU 6% 성장 전망	4
2) 통신사 마케팅비용 5% 증가에 그칠 전망	7
3) 주파수 재할당 가격 인하 유력, 감가상각비 예상보다 적을 수도	8
4) 통신 3사 연결 영업이익 합계 14% 증가 전망	11
5) 요금인가제 폐지, 대선 앞두고 요금인하 추진 어려울 전망	13
6) 유통구조 개편 본격화, 분리공시제도 도입 예상	15
7) 디지털 뉴딜 정책 추진, 2021년에 진짜 5G 조기 도입 예상	17
8) 통신사 망패권 강화, 5G 급행차선 도입 예상	19
9) 실적 개선/제도 정비로 통신사 리레이팅 기대	21
2. 2021년 네트워크장비 업종 실적 전망 및 이슈 점검	23
1) 5G 킬러 서비스보다는 최근의 트래픽 추이에 주목	23
2) 미국에 이어 인도, 유럽도 5G 투자에 나설 것으로 전망	26
3) 국내 5G 투자 재개, 2021년엔 유/무선 장비 업체 모두 수혜 예상	28
4) 화웨이 제재 지속될 것, 삼성/노키아/에릭슨 장비 공급업체에 관심 높여야	30
5) 바이든 정권 비대면 사회로 전환할 것, 네트워크장비주 더 큰 수혜 예상	33
6) 2021년부터 28GHz 투자 개시될 것이란 점에 주목	35
7) 인빌딩/유선 업체 수혜 본격화될 전망	38
8) Multiple 할증 필연적, 공급부족/IoT로의 진화 기대감 커질 것이기 때문	41
9) 1등 업체 비중확대에 주력해야 할 시점	43
3. 통신서비스 및 네트워크장비 업체 추천 종목 점검	46
1) 통신서비스 종목별 투자 매력도는 SKT>LGU+>KT 순	46
2) 네트워크장비 업종에선 KMW/RFHIC/이노와이어/다산네트웍스/솔리드 추천	48
Top Picks 및 관심종목	49
SKT (017670)	50
KMW (032500)	54
다산네트웍스 (039560)	58

2020년 11월 11일 | Equity Research

통신서비스/네트워크장비

2021년 통신주 본격 상승, 5G 장비주 4차 랠리 진입 예상

주파수 할당 가격 인하 가정 시 2021년 통신 3사 영업이익 합계 19% 성장 전망

2021년 통신서비스 산업은 오랜만에 의미 있는 실적 성과를 나타낼 전망이다. 이 동전화 APRU가 6% 성장하는 가운데 마케팅비용이 5% 증가하고 3G/4G 주파수 재할당 가격이 하락할 것임을 감안 시 2021년 연결 영업이익은 19%까지도 증가(기존 전망치는 14% 증가)할 수 있을 것으로 예상된다. 2022년 3월 대선을 앞둔 시기이지만 요금인가제 폐지로 요금인하 압력이 높지 않은 가운데 분리공시제도 도입 논의가 거세질 것으로 보여 규제 환경도 양호하다. 진짜 5G 시대가 조기에 도래할 것으로 보여 2021년에는 통신사 리레이팅 과정 전개가 예상된다.

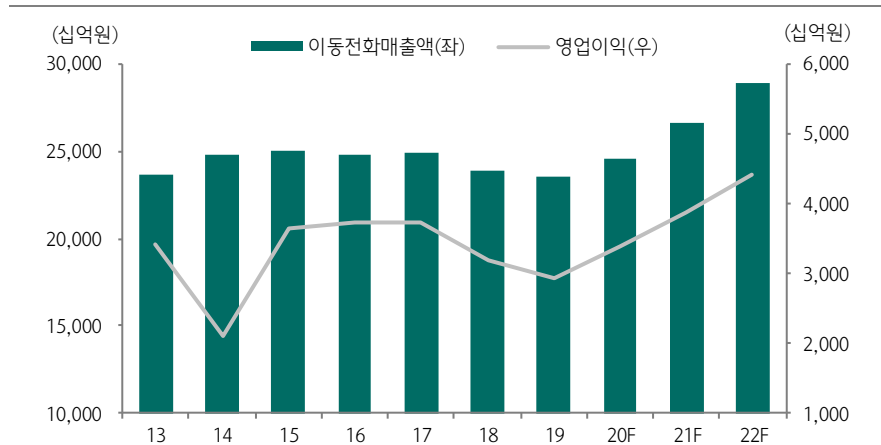
수출로 2021년 네트워크장비 업종 또 한번의 이익 성장 신화 기록할 전망

네트워크장비 업종은 2021년에도 폭발적인 증가 상승을 기록할 전망이다. 2021년엔 국내와 미국/일본/인도 지역 수출 성과가 실제 매출/이익 성과로 나타나면서 또 한번의 대단한 시세 분출이 예상된다. 2021년 상반기 대다수 국내 네트워크장비 업체들이 사상 최고 실적을 기록할 전망이며, 미국 수출 본격화와 더불어 인도 매출이 가세할 것으로 보여 일부 업체들의 경우 놀라운 실적 성과 도출이 기대된다. 삼성전자/노키아 벤더에 주목할 것을 권고하며 2021년엔 업체별 성과 차이가 두드러질 것이므로 각 장비군별로 1등 업체의 비중을 크게 늘릴 것을 추천한다.

2021년엔 SKT/KMW/다산네트웍스/RFHIC/이노와이어리스/솔리드를 추천

2021년 통신서비스업종 종목별 투자매력도를 SKT>LGU+>KT 순으로 평가한다. 통신/비통신 부문 모두 이익 성장 추세로 전환하는 가운데 지배구조개편/자회사 IPO 추진 본격화로 SKT가 투자 유망하다는 판단이다. 네트워크장비 업종에선 KMW/다산네트웍스/RFHIC/이노와이어리스/솔리드를 추천한다. 1등 업체, 미국/인도 수출 수혜주, 삼성/노키아 벤더, 스몰셀 및 인빌딩 1등 장비 업체, 유선 가입자 1위 업체로 2021년 투자 유망 종목을 선정하였다.

통신 3사 이동전화매출액 및 영업이익 합계 전망



자료: 하나금융투자

하나금융투자

2021년 전망

Overweight

Top Picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(11월9일)
SK텔레콤 (017670)	BUY	330,000원	225,500원
KT (030200)	BUY	35,000원	23,100원
LG유플러스 (032640)	BUY	18,000원	11,800원
케이엠더블유 (032500)	BUY	120,000원	69,400원
다산네트웍스 (039560)	BUY	18,000원	12,350원
알에프에이치아이씨 (218410)	BUY	60,000원	37,100원
솔리드 (050890)	BUY	12,000원	10,100원
이노와이어리스 (073490)	BUY	90,000원	57,900원



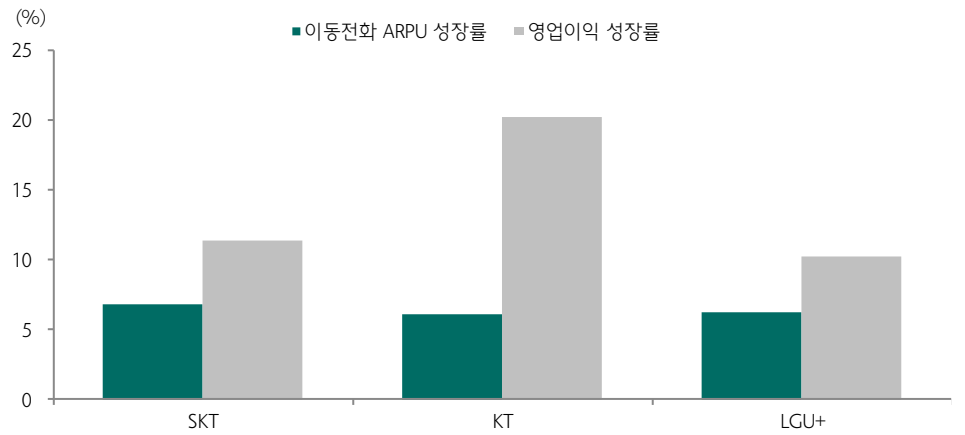
Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

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

Summary

2021년 통신 3사 영업이익합계 14% 성장 전망, 주파수 재할당 가격 인하 감안 시 19% 성장 전망, 이동전화 ARPU 6% 성장할 것이라 전망

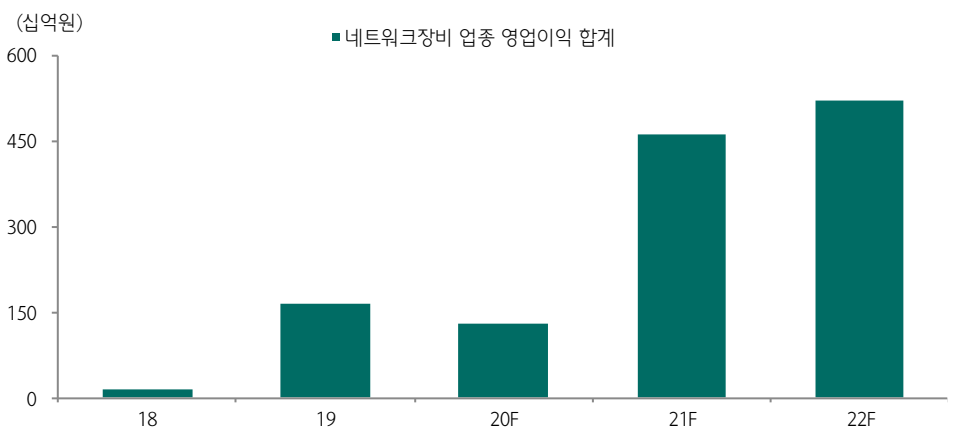
2021년 통신 3사 이동전화 ARPU 성장률 및 영업이익 성장률 전망



자료: 하나금융투자

네트워크장비 업종 2021년은 수출을 통해 영업이익이 폭발적으로 성장하는 원년이 될 것

국내 네트워크장비 5개사 영업이익 합계 전망



주: KMW/RFHIC/썬리드/이노와이어리스/다산네트웍스 합계임

자료: 하나금융투자

2021년 통신서비스 업종 Top Pick은 SKT, 네트워크장비 업종 추천 종목은 KMW/다산네트웍스/RFHIC/이노와이어리스/썬리드로 선정

2021년 통신/네트워크장비 투자 유망주 선정

- 1 SKT - 통신/비통신 모두 이익 성장 추세로 전환, 지배구조개편/자회사 IPO 추진 긍정적
- 2 KMW - 미국/인도 수출 기반으로 또 한번 이익 레벨업 예상
- 3 다산네트웍스 - 일본에 이어 미국에서 성과 낼 것, 디지털 뉴딜 대표 수혜주

자료: 하나금융투자

1. 2021년 통신서비스 업종 실적 전망 및 이슈 점검

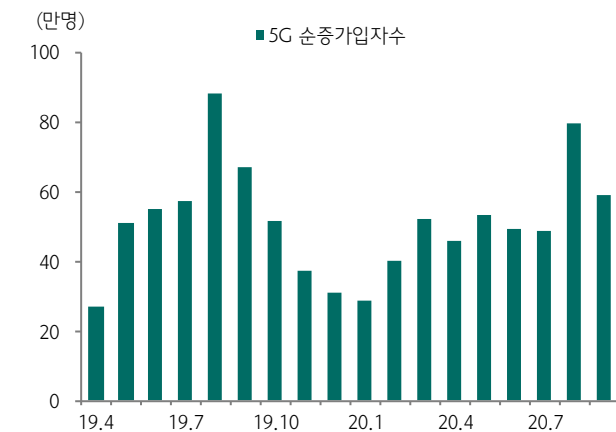
1) 5G 보급률 40%로 확대, 이동전화 ARPU 6% 성장 전망

2021년 국내 5G 가입자 3,000만명,
보급률 40%에 달할 전망

2021년 말 5G 보급률은 40%까지 확대될 전망이다. 2019년 8월 88만명까지 확대되었던 5G 순증 가입자수가 2020년 1월엔 29만명으로 급감하는 양상을 보였지만 2020년 8월 재차 80만명까지 확대되었고 2020년 10~11월엔 월 5G 순증 100만명까지 확대될 것으로 예상되기 때문이다. 결국 2020년 말 국내 5G 가입자수는 1,200만명을 넘어설 공산이 크며, 2021년 하반기엔 월 평균 5G 순증 가입자수가 150만명 이상에 달할 것임을 감안 시 2021년말 국내 5G 가입자수는 3,000만명에 육박할 것으로 예상된다.

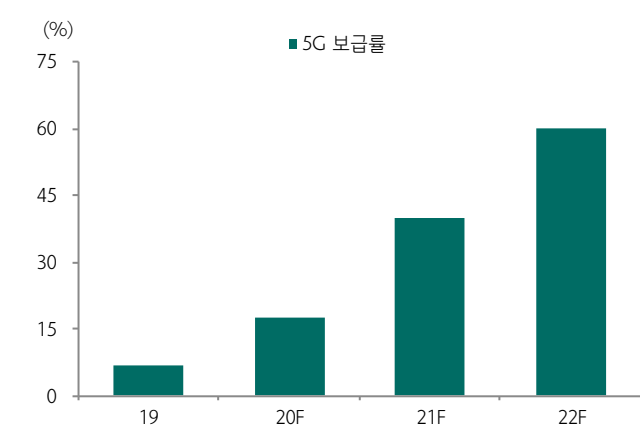
과연 2021년 5G 가입자가 많이 증가할 수 있을 것인가에 대해 회의적인 시각이 적지 않지만 월 평균 최소 100만명, 최대 160만명까지 5G 가입자 유치가 가능할 것으로 판단된다. 내년엔 단말기 교체 가입자 중 50~70%가 5G를 선택할 가능성이 높기 때문이다. 이러한 판단을 하는 이유는 첫째 신규 단말기 라인업이 대부분 5G로 구성될 것이며, 둘째 3.5GHz대역 5G 지방 커버리지 및 수도권 인빌딩 커버리지 확대가 이루어질 공산이 크고, 셋째 28GHz 대역을 지원하는 5G 단말기가 출시될 가능성이 높아 진짜 5G 상용화 기대감 선작용으로 5G 폰 구매 선호도 상승이 예상되며, 넷째 2020년 마케팅 수위조절에 나섰던 국내 통신사 CEO들이 취임 2년차인 2021년도에는 이동전화매출액 증가를 통한 이익 증가로 경영 전략을 수정할 가능성이 높기 때문이다.

그림 1. 통신 3사 월별 5G 순증 가입자 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 2. 통신 3사 합계 기준 연간 5G 보급률 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 3. 2021년 5G 보급률이 크게 확대될 가능성이 높은 이유

1	신규 단말기 라인업이 대부분 5G로 구성될 전망
2	3.5GHz 대역 5G 지방 커버리지 및 수도권 인빌딩 커버리지 확대 이루어질 전망
3	28GHz 대역을 지원하는 5G 단말기 출시, 진짜 5G 상용화 기대감으로 5G 폰 구매 선호도 상승
4	통신 3사 CEO 취임 2년차인 2021년도에는 매출액 증대로 경영 전략 수정 예상

자료: 하나금융투자

5G 가입자 ARPU 연간 8% 하락
감안해도 2021년 이동전화 ARPU
평균 6% 성장 예상, 5G 중저가
요금제 출시는 3G/4G 가입자들의
5G로의 이동을 촉진할 전망

5G 보급률이 40%로 확대될 것임을 감안하면 2021년 통신 3사 이동전화 ARPU는 평균 6% 성장이 예상된다. 5G 가입자 질 저하로 5G 가입자들의 평균 ARPU가 현재 5만원 수준에서 4.6만원 수준으로 8% 하락할 것을 가정해도 그렇다.

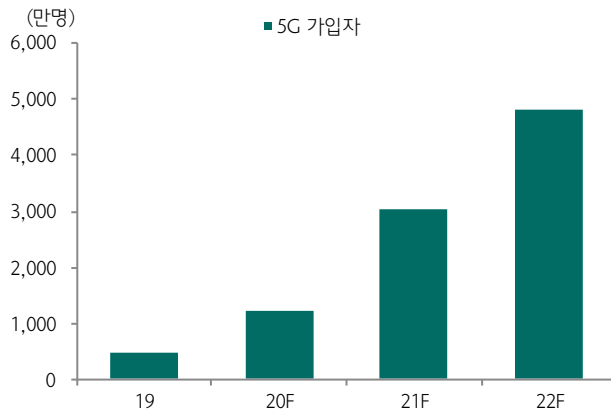
일부에선 5G 저가 요금제 출시로 인한 ARPU 하락을 걱정하는 데 실상은 그렇지 않다. 오히려 3G/4G 저가 요금제 가입자들의 5G로의 이동이 촉진되며 통신사 매출액이 증가할 가능성이 높아 보인다. 데이터 기본 제공 용량으로 볼 때 5G 고가 요금제 가입자들의 요금제 다운셀링이 발생할 가능성이 낮은 반면 5G로의 이동을 고민하고 있는 3G/4G 저가 요금제 가입자들의 5G로의 전환이 기대되기 때문이다. 현재 LTE 무제한을 제외하면 국내 3G/LTE 가입자들이 2~4만원대 요금제를 주로 사용하고 있음을 감안할 때 이번 5G 중저가 요금제 출시는 5G로의 이동에 따른 요금제 업셀링 및 통신사 이동전화 ARPU 상승의 또 하나의 계기가 될 것이란 판단이다.

표 1. KT 5G 저가 요금제 현황

요금제	월정액	데이터	음성	문자
5G 세이브	45,000원	5GB	집/이동전화 무제한 (+영상/부가통화 300분)	기본 제공
5G 슬림	55,000원	10GB	집/이동전화 무제한 (+영상/부가통화 300분)	기본 제공

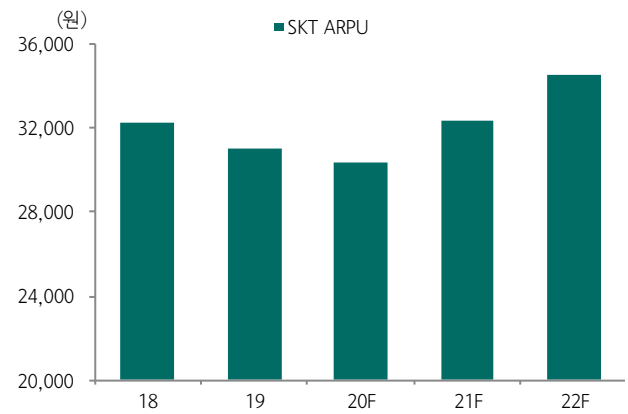
자료: KT, 하나금융투자

그림 4. 통신 3사 연간 5G 가입자 합계 전망



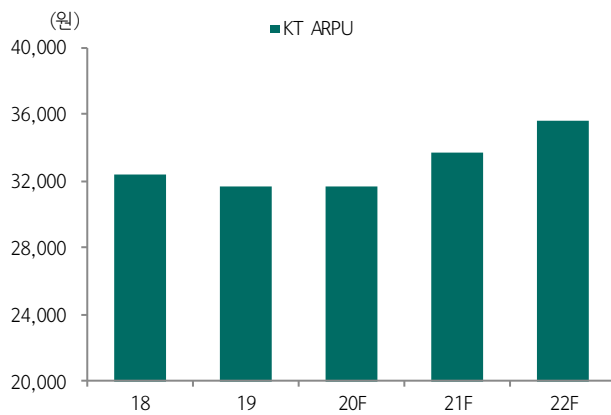
자료: 각사, 하나금융투자

그림 5. SKT 연간 이동전화 ARPU 전망



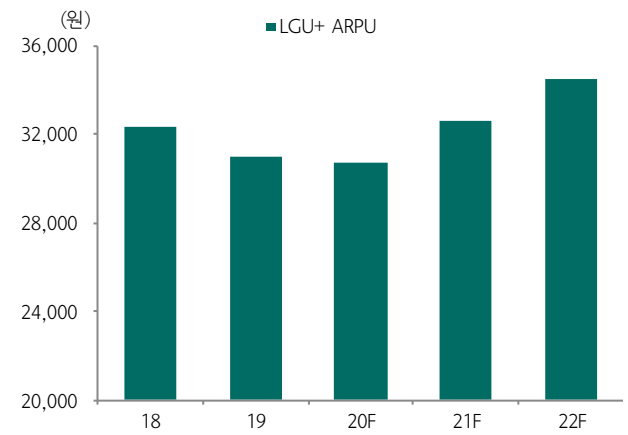
자료: SKT, 하나금융투자

그림 6. KT 연간 이동전화 ARPU 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 7. LGU+ 연간 이동전화 ARPU 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

2) 통신사 마케팅비용 5% 증가에 그칠 전망

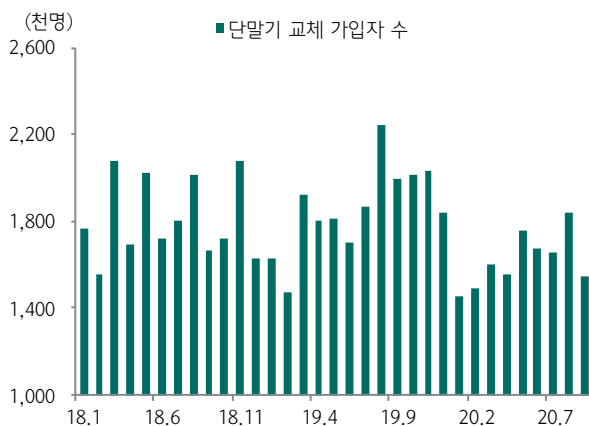
2021년 통신 3사 마케팅비용 합계
2020년 대비 5% 증가에 그칠 듯,
SAC/광고비 증가 요인 크지 않기
때문

반면 2021년 통신 3사 마케팅비용 합계는 금년대비 5% 증가에 그칠 전망이다. 5G 전략 단말기가 확대됨에 따라 전체 단말기 판매량은 다소 증가할 것이지만 인당획득비용(SAC)은 미미한 상승에 그칠 것으로 보이고 IFRS 15 회계에선 가입자유치비용의 경우 자산화하여 8개 분기 안분하는 처리 방식을 채택하고 있기 때문이다.

일회성비용으로 처리하는 광고선전비도 당분간은 하향 안정화될 가능성이 높다. 가장 큰 이유는 역시 코로나 19 사태 때문이다. 2021년 코로나 19 사태가 완전히 정상화되지 않는 한 정상적인 홍보활동이 제한적일 수 밖에 없고 통신사 일회성 마케팅비용 또한 2019년 수준으로 높아지기는 어렵다는 판단이다.

보수적으로 5G 가입자 순증 폭 확대에 따른 단말기 교체 가입자수(신규+기변+번호이동) 증가와 코로나 19 사태 완화에 따른 광고비 증가 가능성을 모두 고려해도 2021년 통신 3사 마케팅비용 합계는 8.6조원으로 2020년대비 4,500억원 증가에 그칠 것으로 예상된다.

그림 8. 통신 3사 단말기 교체가입자수(신규+기변+MNP)합계 추이



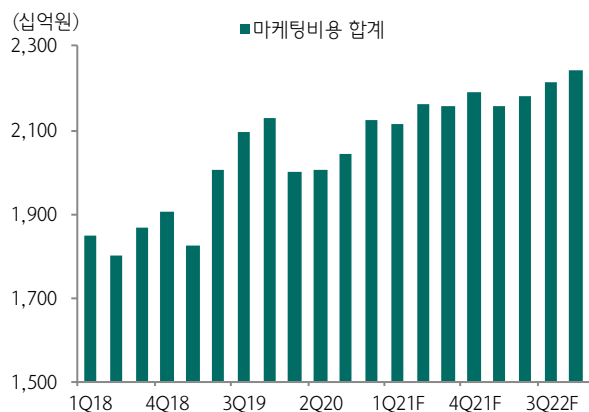
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 9. 통신사 IFRS 15 마케팅비용 회계 처리 방식



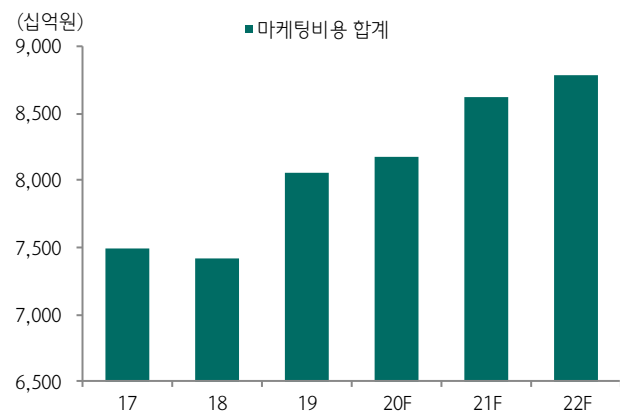
자료: 하나금융투자

그림 10. 통신 3사 분기별 마케팅비용 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 11. 통신 3사 연간 마케팅비용 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

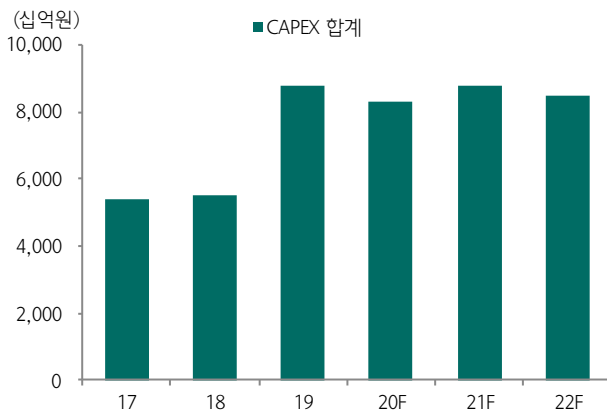
3) 주파수 재할당 가격 인하 유력, 감가상각비 예상보다 적을 수도

2021년 감가상각비 증가 폭 9%로
전망하나, 향후 7% 증가로
하향 조정할 수 있음을 미리 밝혀 둠

2021년 통신산업 유/무형 감가상각비는 5G 투자에 따른 과거 대비 높은 수준의 CAPEX 집행 및 사용 주파수 폭 증가를 감안할 때 증가가 불가피한 상황이다. 이에 따라 하나금융투자에서도 보수적으로 통신 3사 2021년 유/무형감가상각비 합계를 2020년대비 9% 증가한 10.7조원으로 예상하고 있다.

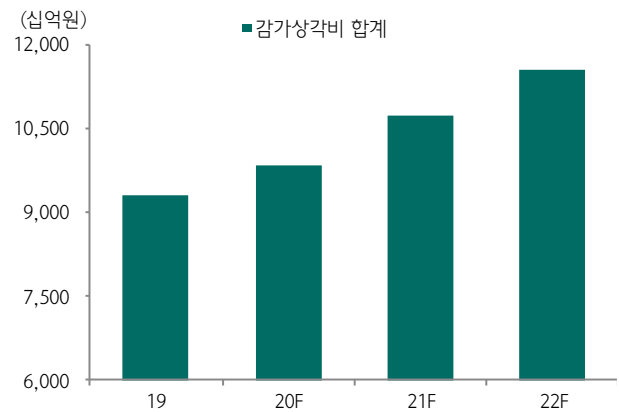
하지만 전반적으로 볼 때 당사 2021~2022년 감가상각비 추정치는 하향 조정될 가능성이 높다. 28GHz 상각에 따른 연간 주파수관련비용 1천억원 증가가 예상되나 3G/4G 재할당 가격이 큰 폭으로 하락할 가능성이 높아 2021년 가을 3.5GHz 추가 주파수 경매를 감안해도 주파수관련 무형자산상각비는 정체 또는 미미한 증가에 그칠 전망이다.

그림 12. 통신 3사 연간 CAPEX 합계 전망



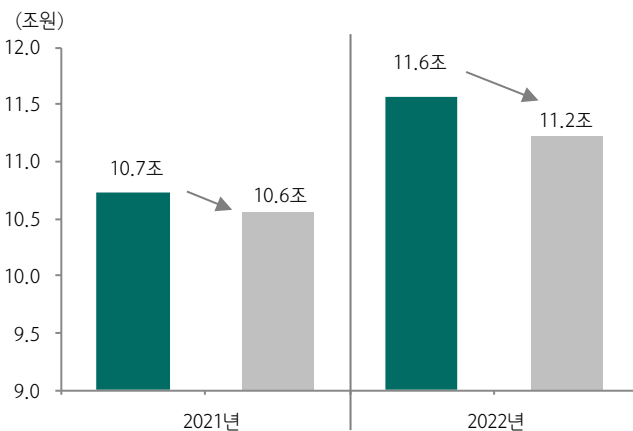
자료: 각사, 하나금융투자

그림 13. 통신 3사 연간 감가상각비 합계 전망



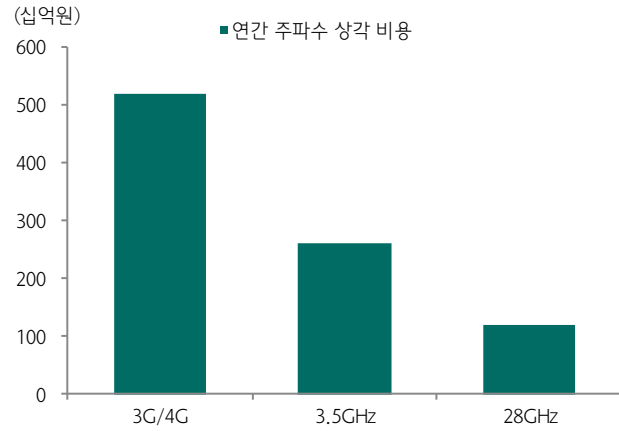
자료: 각사, 하나금융투자

그림 14. 3G/4G 주파수재할당에 따른 감가상각비 변화 예측



자료: 하나금융투자

그림 15. 세대별/대역별 연간 주파수 상각 비용



자료: 각사, 하나금융투자

3G/4G 주파수 재할당 가격 3조원
낮아지면 연간 3천억원에 달하는
비용 감소 기대, 5G 추가 경매
감안해도 주파수관련비용 증가
우려 제거

최근 통신사 주파수 재할당 이슈가 뜨거워지는 양상이다. SKT 95MHz, KT 95MHz, LGU+ 100MHz에 달하는 3G/4G 주파수가 2021년 6월 이용 기간이 만료됨에 따라 정부가 2020년 11월 재할당할 예정인데 이에 대한 정부와 통신사간 이견이 크기 때문이다. 언론 매체에 따르면 3G/4G 재할당 대가로 정부는 3.5조원을 주장하는 반면 통신 3사는 1.5조원 수준을 요구하고 있는 것으로 알려져 있다. SKT와 LGU+가 2G 주파수는 재할당 받지 않고 서비스를 종료할 것임을 감안 시 그렇다.

이번 3G/4G 주파수 재할당은 2022년 이후 실적에 중대한 영향을 미칠 수 있다. 10년 상각 임을 가정할 때 재할당 가격이 1조원 차이 나면 연간 1천억원에 달하는 주파수관련비용 증감이 나타날 수 있기 때문이다. 주파수 할당 가격이 3조원 낮아지면 통신산업 영업비용이 연간 3천억원 줄어 들 수 있는 셈이다.

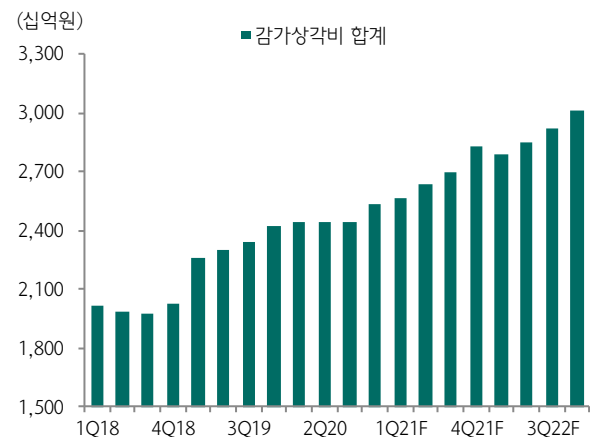
현재 트래픽 추이를 감안할 때 2021년 말 국내 3.5GHz 대역 주파수 추가 할당 가능성이 높은 것이 사실이다. 따라서 2022년엔 또 다시 통신사 감가상각비 부담이 커질 수 있다. 통신 3사 5G 총 주파수 할당 가격(경매 낙찰가)이 3조원만 되어도 연간 3천억원에 달하는 감가 상승이 나타날 수 있기 때문이다.

그림 16. 2020년 11월 사업자당 3G/4G 주파수 재할당 폭

	3G	4G	합계
SKT	20MHz	75MHz	95MHz
KT	20MHz	75MHz	95MHz
LGU+	x	100MHz	100MHz

자료: 각사, 하나금융투자

그림 17. 통신 3사 분기별 감가상각비 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

3G/4G 주파수 재할당 가격 높게 책정되긴 어려울 듯, 소비자 단체/국회 반대 입장인 데다가 통신사 일부 주파수 재할당 포기 가능성 있기 때문

하지만 다행히도 현재 논의되고 있는 3G/4G 주파수 재할당 예상 가격을 감안하면 2022년 이후 통신사 감가비 걱정을 할 필요는 없어 보인다. 총 경매가 5.2조원에 달했던 3G/4G 주파수 재할당 대가가 최대 3.5조원/최소 1.5조원에서 결정 날 것으로 보이고 현실적으로 볼 때 대략 2조원대로 정해질 전망이다.

이러한 판단을 하는 이유는 1) 매출액 기준으로 볼 때 3조원 수준은 너무 높다는 의견이 지배적이고, 2) 만약 통신사들이 일부 주파수 재할당을 포기할 경우 소비자 불편 및 불만이 증폭될 수 있으며, 3) 3G/4G 주파수 재할당 가격이 높게 산정될 경우 통신사들의 3G/4G 통신 요금 인하를 기대하기 어려워질 수 있고, 4) 과거 경매가를 주파수 가격 산정에 반영하는 방식에 대한 법적 근거가 부족하다는 의견을 무시할 수 없기 때문이다. 특히 과방위 소속 국회의원들이 최근 주파수 재할당 대가에 미래가치를 반영해야한다는 전파법 개정안을 발의한 상태여서 관심을 끈다. 3G/4G 재할당 가격을 높게 보기 어렵다는 의견이 국회에서 주를 이룰 공산이 크다.

결론적으로 3.5GHz 신규 주파수 취득비용만큼 3G/4G 주파수 재할당 비용이 낮아진다고 보면 28GHz 관련 비용인 연간 1천억원만큼 무형상각비 증가가 나타날 것이란 판단이다. 향후 주파수 재할당 이슈를 감안 시 2021년 통신 3사 유/무형 감가상각비 증가 폭이 7%로 하향 조정될 가능성이 있음을 밝혀 둔다.

그림 18. 2021년 하반기 이후 감가상각비 급증 가능성이 낮은 이유

1	매출액 기준으로 볼 때 3조원 수준은 너무 높다는 의견이 지배적임
2	만약 통신사들이 일부 주파수 재할당을 포기할 경우 소비자 불편 및 불만이 증폭될 수 있음
3	3G/4G 주파수 재할당 가격이 높게 산정될 경우 통신사들의 3G/4G 통신 요금 인하를 기대하기 어려워짐
4	과거 경매가를 주파수 가격 산정에 반영하는 방식에 대한 법적 근거가 부족하다는 의견을 무시할 수 없는 상황임

자료: 하나금융투자

4) 통신 3사 연결 영업이익 합계 14% 증가 전망

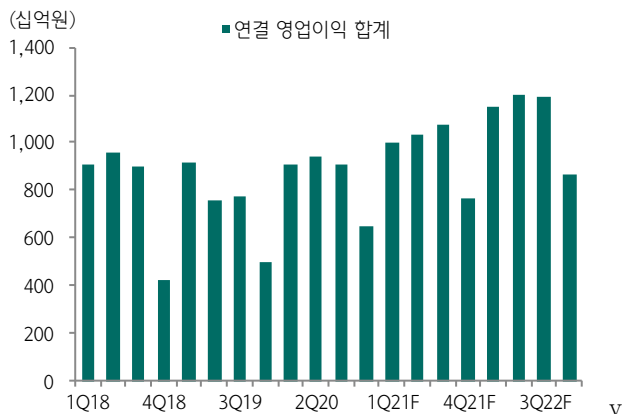
2021년 통신 3사 연결 영업이익
합계 14% 증가 예상, 3G/4G 재할당
가격 인하 가정 시엔 19% 성장 전망

향후 통신사 이동전화매출액과 마케팅비용/감가상각비를 모두 고려하면 2021년 통신 3사 영업이익합계는 2020년대비 14% 증가가 예상되며, 앞서 언급한 것처럼 3G/4G 재할당 가격이 인하된다면 연간 19%의 영업이익의 성장이 기대된다.

2020년 3분기까지 통신사 실적을 분석해 보면 당초 예상보다는 실적이 나쁘지 않았다. 올해 연초만 해도 금년도 통신산업 실적을 부정적으로 전망하는 투자자들이 많았음을 감안할 때 그렇다. 통신사 경영진들도 2020년 실적에 대해선 부정적인 시각이 많았다. 마케팅비용이 증가하는 상황에서 5G 가입자 성장 폭이 애매했기 때문이다.

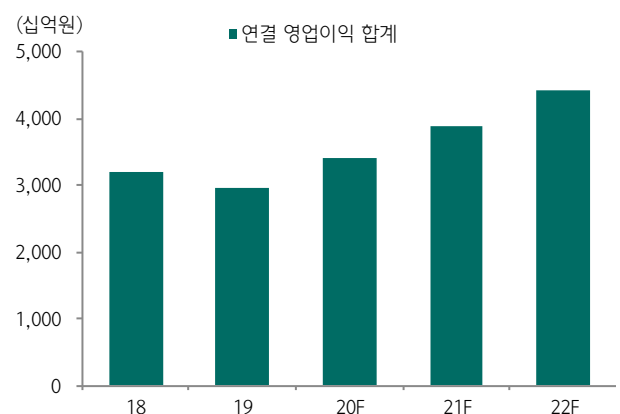
어쨌든 2020년 3분기까지 실적과 4분기 실적 흐름을 감안할 때 2020년 통신산업 영업실적은 당초 예상치를 크게 상회할 전망이다. 2020년 통신 3사 연결 영업이익 합계는 전년대비 15% 성장이 예상되며, 통신 3사 별도(통신부문) 영업이익 합계도 2020년 14% 증가가 기대된다. 분기별로는 이동전화매출액 증가와 더불어 장기 이익 성장 국면이 펼쳐질 것이란 판단이다.

그림 19. 통신 3사 분기별 연결 영업이익 합계 전망



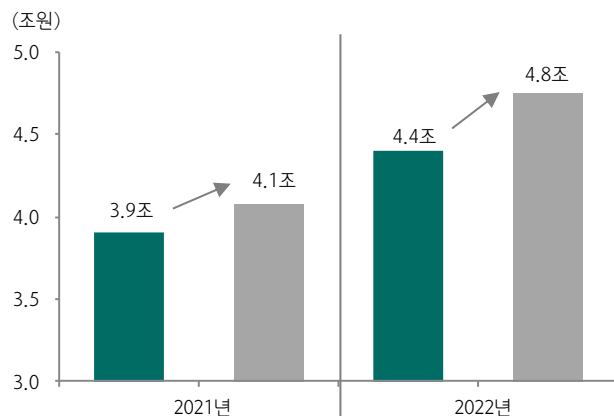
자료: 각사, 하나금융투자

그림 20. 통신 3사 연간 연결 영업이익 합계 전망



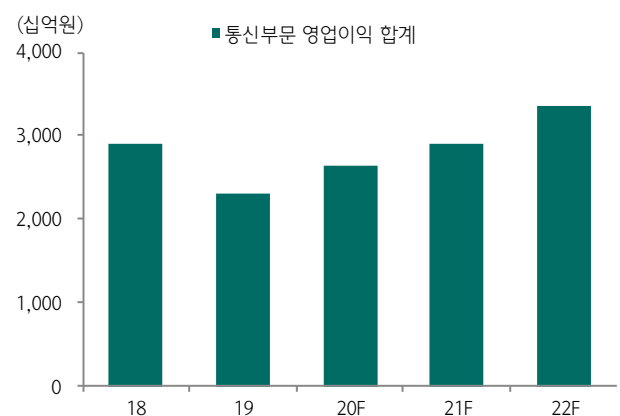
자료: 각사, 하나금융투자

그림 21. 주파수 재할당 가격 하락 시 3사 영업이익 합계 추정치 변동



자료: 하나금융투자

그림 22. 통신 3사 연간 통신부문 영업이익 합계 전망



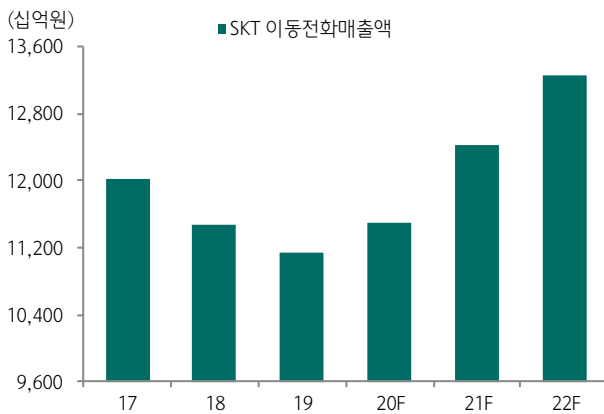
자료: 각사, 하나금융투자

2022년까지 통신산업 장기 실적
전망 낙관적, 이젠 빅사이클 도래
가능성에 대비해야

코로나 19로 인해 5G 가입자 유치에 차질을 빚으면서 당초 통신사 실적 우려가 컸지만 2020년 실적이 당초 예상보다 양호하게 나타날 전망이다. 2021년 실적은 당초 기대처럼 우수한 실적을 기록할 것으로 보인다. 5G 가입자 순증 폭 및 이동전화 가입자 성장률, 단말기 교체 가입자수 및 인당획득비용, CAPEX 추이 등을 감안할 때 그렇다. 특히 8월 이후 5G 가입자 순증 폭이 확대되는 양상을 나타내고 있어 기대를 갖게 한다. 마케팅비용 증가 폭이 제한적인 상황에서 이동전화매출액 전망을 밝게 해주고 있기 때문이다.

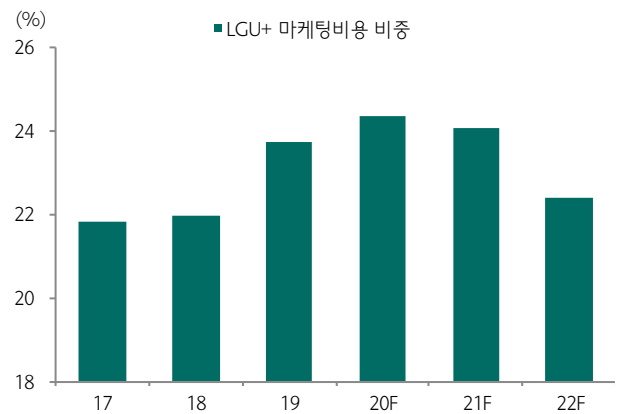
2022년까지 장기 실적 전망 역시 마찬가지이다. 서비스매출액과 마케팅비용 흐름이 현 추세를 유지할 공산이 크기 때문이다. 특별한 변수가 도출될 가능성이 낮은 상황임을 감안할 때 장기 빅사이클 도래 가능성을 염두에 두어야 할 것 같다.

그림 23. SKT 연간 이동전화매출액 추이 및 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 24. LGU+ 연간 서비스매출액대비 마케팅비용 비중 추이 및 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

요금인가제 폐지, 2020년 12월부터
유보신고제 시행, 정부 인위적 통신
요금 인하 현실적으로 어려워져

5) 요금인가제 폐지, 대선 앞두고 요금인하 추진 어려울 전망

1991년에 시작된 통신 요금인가제가 2020년 5월 20일 30년만에 폐지됐다. 통신 요금인가 제란 정부가 이동전화 시장에서 SKT, 유선전화 시장에서 KT의 요금을 인가하는 것인데 유선전화의 경우 그 의미가 퇴색됨에 따라 사실상 이동전화에서만 막강한 요금 규제 역할을 수행하고 있었다. 정부가 SKT 신규 요금 인가를 미루는 방식으로 통신 요금을 규제할 수 있었기 때문이었다. 당초 시작은 후발 사업자 보호를 위해 제정되었지만 현실적으로는 통신사 요금을 규제하는 수단으로 작용하였다.

결국 우여곡절 끝에 시민 단체의 반대에도 불구하고 요금인가제가 폐지되었다. 사업자간 자율적 경쟁을 막고 담합을 유도한다는 논란이 끊임없이 일어났고, 4차산업 혁명 시대를 맞이하여 연관 사업 발전에 부정적인 영향을 미칠 수 있으며, 서비스 불편을 겪는 것보다는 합리적 비용을 지불하는 것이 낫다는 의견이 지배적이었기 때문이었다.

2020년 12월부터는 유보신고제가 적용된다. 통신사 요금제 출시 이후 문제가 발생하면 시정 조치를 요구할 수 있는 제도인데 현실적으로 통신요금인하의 수단으로 사용될 가능성은 낮다. 통신사들이 요금을 크게 올리는 등 특별한 문제가 발생하지 않는다면 정부가 사후 규제할 명분이 없기 때문이다. 이젠 정부 주도로 통신 요금을 인하하긴 쉽지 않다. 통신사간 자율 요금 경쟁 시대로의 진입이 예상된다.

그림 25. 요금인가제 폐지가 통신산업에 미칠 영향

1	통신사간 서비스 및 요금 경쟁 가속화 전망
2	통신사간 요금제 담합 현실적으로 어려움, 다양한 요금 전략 예상
3	정부 통신 요금 간섭 현재보다 크게 줄어듦 전망
4	정부 주도 인위적 요금인하 아닌 사업자간 경쟁 통한 자율적 요금 인하 이루어질 전망

자료: 하나금융투자

ICT 육성 추세도 중요한 요금 정책
변수, 요금 규제 리스크 감소로
2021년 통신주 Multiple 상승 예상

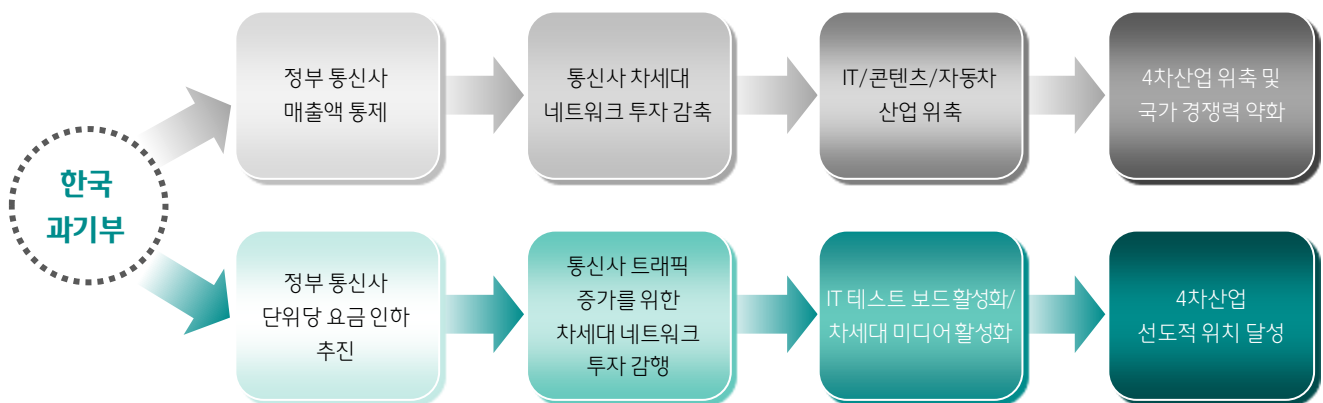
요금인가제 폐지는 적지 않은 파장을 몰고 올 전망이다. 특히 2022년 3월 대선을 앞두고 2021년 통신요금인하 이슈가 다시 불거질 가능성이 높는데 이젠 과거와는 다른 형태의 통신요금인하 논의가 이루어질 것으로 보인다. 현실적으로 정부가 통신사에 일방적으로 통신요금인하를 권고하기 어려운 상황이기 때문이다.

당초 투자가들의 우려와는 달리 통신 요금 규제 정책이 양호한 흐름을 나타내고 있다. 가장 큰 이유는 글로벌 ICT 육성론과 4차산업 패권 다툼 때문이다. 과거와 달리 통신은 IT와 플랫폼, 심지어 자동차 산업과도 연관성을 가진다. 이런 상황에서 정부가 통신사 매출액을 통제하는 정책을 펴기 어렵다. 통신 산업과 더불어 IT/플랫폼/자동차 산업 발전에 지장을 주기 때문이다. 이러한 이유로 2012년 이후 국내 통신 정책도 많은 변화가 나타나고 있다.

과거 새 정권이 들어서면 통신요금 인하가 관행적으로 이루어진 경우가 많았다. 인수위에서 추진하거나 정권 1~2년차에 요금인하 권고가 이루어졌다. 대선 공약으로 항상 통신요금 인하가 들어가고 공약 이행 차원에서 통신요금 인하 권고가 이루어졌으며 통신사들이 어쩔 수 없이 정부 권고를 수행하는 형태로 요금인하가 진행되었다.

하지만 이제는 상황이 달라졌다. 요금인가제 폐지로 정부의 인위적인 요금인하 권고가 어려워질 것이 자명하기 때문이다. 아마도 일방적인 통신 요금 인하를 요구하기 보다는 서비스품질, 소비자 편익, ICT 발전 방향 등을 종합적으로 고려한 정부/통신사간 통신요금 재점검 차원으로 통신 요금 정책이 진행될 가능성이 높다. 투자자 입장에서는 규제 리스크 감소에 따른 Multiple 상승을 기대할 수 있을 것으로 판단된다.

그림 26. 정부가 통신사 매출을 통제하는 정책을 펴기 어려운 이유



자료: 하나금융투자

6) 유통구조 개편 본격화, 분리공시제도 도입 예상

높은 단말기 가격은 폰 유통구조 개편 이슈 지속적으로 부각시킬 것, 분리공시제도 도입 가능성 높아져

최근 단통법 폐지 논란이 뜨겁다. 2014년 분리공시제라는 알맹이가 빠진 제도로 단통법이 시작되는 바람에 사실상 큰 효과를 거두지 못했는데 소비자들의 많은 불만을 남긴 채 현재 폐지 논의까지 이루어지고 있는 상황이다.

많은 투자자들이 단통법이 폐지되면 통신사에 부정적일 수 있다고 걱정하는데 실상은 그렇지 않다. 단통법의 핵심 조항인 선택약정요금할인 제도, 공시제도 및 과징금 부여 등은 전기통신사업법으로 이관해 유지할 계획이기 때문이다.

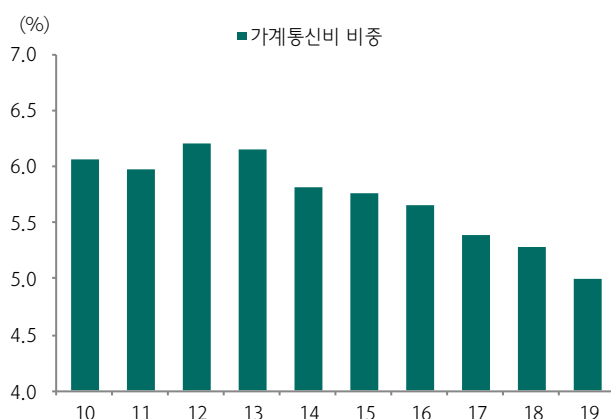
과거 많은 투자자들이 지원금 상한액을 폐지하면 통신사 마케팅비용이 급증할 수 있다고 걱정했지만 결과는 하나금융투자 예상대로 통신사 마케팅비용에 전혀 영향을 주지 못했다. 선택약정요금할인 폭이 25%나 되다 보니 이미 신형 프리미엄 폰 가입자들에게 너무 많은 보조금 투입이 이루어져 보조금을 선호하는 일반 가입자들에게 높은 지원금을 실을 여력이 없기 때문이었다. 한마디로 보조금 조절을 통한 가입자 유치가 쉽지 않아진 셈이다.

따라서 선택약정요금할인 제도가 없어지지 않는 한 단통법이 사라진다고 해도 통신사 마케팅 구조가 달라질 것은 없다. 이미 통신사들은 6년간 학습 효과를 거뒀다. 현 시점에서는 선택약정요금할인 제도가 없어지지 않는 한 단통법의 골조가 사라지기 어렵다는 점을 상기해 볼 필요가 있겠다.

이러한 가운데 21대 국회 개원 이후 분리공시제 도입 및 휴대폰 유통 시장 개편론이 급부상 중이다. 단통법 폐지 주장이 국회에서 나오는 가운데 정부/국회에서 분리공시제도와 더불어 단말기완전자금제 도입 논의가 동시에 본격화되고 있어 흥미롭다.

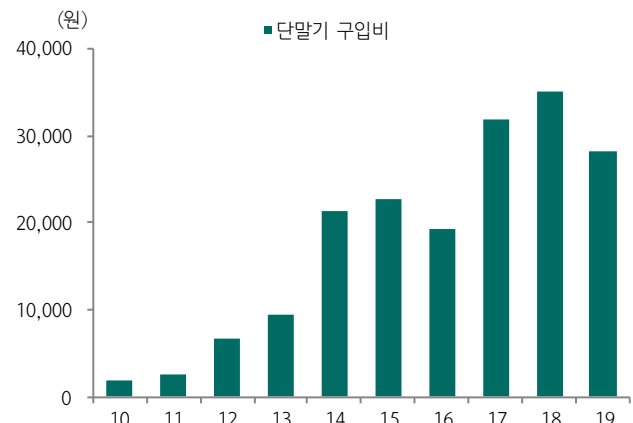
최근 다시 분리공시제/단말기완전자금제 도입이 논의되는 이유는 높은 단말기 가격/실질 통신비 부담이 여전히 시장의 핫 이슈이기 때문이다. 특히 2013년 이후 소비자출대비 가계통신비 비중은 지속적인 하락세를 나타낸 반면 단말기 구입비는 지속적으로 증가하고 있어 논란이 되고 있다. 2020년 요금인가제 폐지와 넷플릭스 규제 법안이 뜨거운 이슈였고 실제 국회에서 통과되었다고 보면 2021년엔 휴대폰 유통 구조 개편이 정부/국회를 중심으로 크게 부상할 가능성이 높다.

그림 27. 소비자출대비 가계통신비 비중 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 28. 단말기 구입비 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

분리공시제도 도입 시
통신사 불필요한 마케팅비용 지출
줄어들 수 있어 긍정적

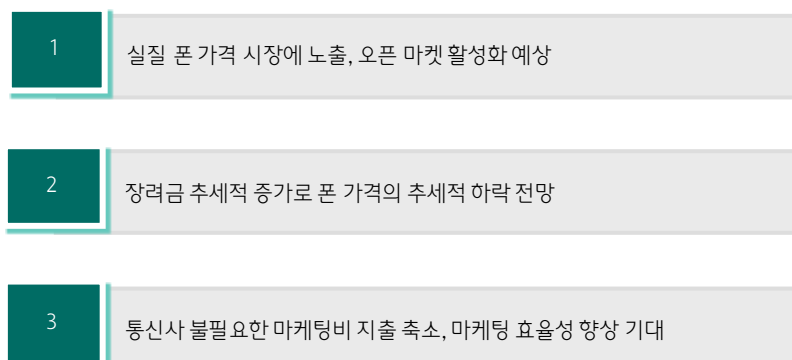
관심을 끄는 부분은 기존의 단통법보다 더 파괴력인 큰 분리공시제 도입 및 휴대폰 유통구조 개편이 이슈로 부상하고 있다는 점이다. 최근 한상혁 방통위원장이 분리공시제 재추진을 표명한 데다가 여당 국회의원들이 여전히 단말기완전자급제 추진 가능성을 언급하고 있어 관심을 높일 필요가 있다.

물론 분리공시제도는 삼성전자 등 제조업체들의 반발이 예상되고 단말기완전자급제 도입은 전국 휴대폰 유통 상인들의 강한 반발을 불러일으킬 공산이 크다. 하지만 그럼에도 불구하고 국회/정부가 도입을 추진하는 이유는 단말기 가격이 하락할 수 있다고 판단하기 때문이다.

현재 단말기완전자급제까지는 몰라도 분리공시제도가 도입될 가능성이 낮지 않은 상황인데 도입 시 큰 파장이 예상된다. 과거 단통법 도입 시 사실상 핵심 조항이었기 때문이다. 결국 제조사 판매장려금을 공시한다는 것이 핵심인데 이 경우 추세적인 단말기 가격 하락을 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 제조사 장려금이 폰 출시 후 확대되면 되었지 축소될 가능성이 낮고 휴대폰 실질 가격이 시장에 노출될 것이기 때문이다. 통신사 입장에선 분리공시제 도입 시 오픈 마켓 활성화와 더불어 폰 가격의 추세적인 하락을 기대할 수 있고 통신사 마케팅 효율성 향상이 기대되어 단통법 도입 이상의 큰 수혜를 입을 수 있을 것이란 판단이다.

하나금융투자에선 과거 여러 리포트를 통해 결국 통신요금인하 논쟁의 종결점은 단말기 유통 구조의 개편이 될 수 밖에 없다는 점을 거듭 밝힌 바 있다. 5G 투자 증대와 영업이익 감소로 통신사가 더 이상 요금인하를 추진할 여력이 없으니 이젠 정부와 유통이 그 부담을 떠안을 차례라는 것이다. 이미 정부는 주파수 할당 가격 인하에 나서고 있고 통신사에 5G 투자 세금 감면 혜택까지 부여 중이다. 이젠 마지막으로 유통이 바뀔 때이다. 단말기 유통 구조의 개편은 단말기 가격을 포함한 통신 요금에 예민한 한국에선 지속적으로 이슈가 될 수 밖에 없는 상황이라는 점을 인지할 필요가 있겠다.

그림 29. 분리공시제도 도입이 통신산업에 미칠 영향 점검



자료: 하나금융투자

정부 디지털 뉴딜 정책은
진짜 5G의 조기 도입에
큰 도움이 될 전망

7) 디지털 뉴딜 정책 추진, 2021년에 진짜 5G 조기 도입 예상

7/14일 정부가 한국판 뉴딜 정책을 발표하였다. 통신산업과 연관성이 높은 디지털 뉴딜에는 총 58조원을 투자해 일자리 90만개를 만들고, 데이터/네트워크/인공지능(AI) 연계 생태계를 강화하며, 디지털 비대면 산업 강화 및 사업간접자본(SOC) 디지털화를 추진할 계획이다.

구체적으로 초/중/고교에 고성능 와이파이를 100% 구축하고, 18개 스마트병원에 질환별 인공지능(AI) 정밀 진단이 가능한 체계를 갖추 예정이다. 도로/항만 등 국가 SOC 인프라 관리 시스템을 디지털화하고, 스마트시티/스마트산단 등 도시와 산단공간을 디지털화할 것으로 보인다. 또 물류 체계를 지능형 시스템으로 전환해 자율주행차/드론 등 신산업 발전의 토대를 마련하며, 1차, 2차, 3차 산업을 가리지 않고 전 산업 분야에 5G와 AI를 융합할 계획이다.

물론 한국판 뉴딜 정책을 아직 체감하기에는 선부른 감이 없지 않다. 하지만 분명한 것은 디지털 뉴딜의 기반에 5G 인프라가 위치해 있으며 데이터센터/인공지능과 연계되어 4차산업을 진흥하는 메커니즘으로 연결되어 있다는 점이다. 또 이번 정부 정책은 5G가 AI와 연결하여 자율차/스마트팩토리/스마트시티로의 진화를 추구한다는 점에서 기존의 하나금융투자의 예상과 거의 일치한다. 따라서 이제 정부의 디지털 뉴딜 정책에 관심을 높일 필요가 있겠다.

정부의 디지털뉴딜 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 갖고 있기 때문이다. 하지만 결국엔 통신사 역시 한국판 디지털 뉴딜 정책의 큰 수혜가 예상되므로 관심을 높일 필요가 있다. 5G 가입자수 증가에 따른 이동전화매출액 증가가 예상되는 데다가 5G가 IoT로 연결되면서 Q(디바이스/가입자) 증가와 더불어 새롭게 B2B/B2G 매출액 증가가 기대되기 때문이다. 스마트시티와 스마트팩토리가 대표적이다.

그림 30. 5G 통신과 디지털 뉴딜 정책과의 연관 관계



자료: 하나금융투자

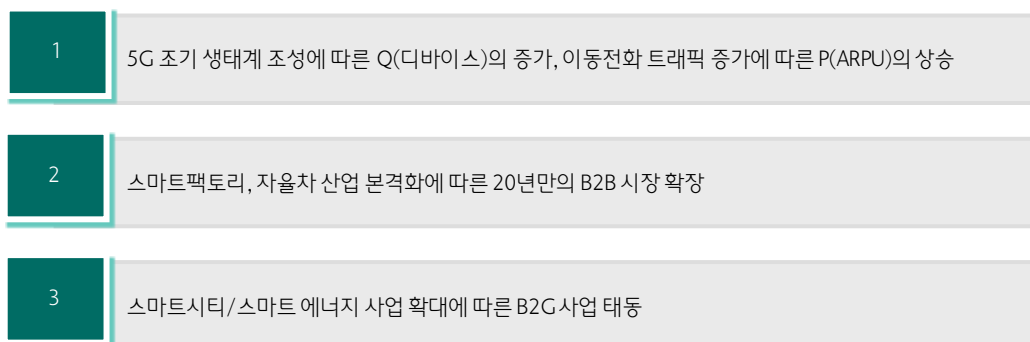
통신사 매출 창출 영역 기존 B2C에서 B2B/B2G로 확대되는 계기될 것

5G SA 네트워크부터는 사실상 휴대폰을 위한 네트워크라고 보기는 어렵다. 모든 사물을 네트워크에 연결하는 초연결이 가능하고 혁신적인 응답속도를 자랑하는 초저지연 기술이 적용되기 때문이다. 한마디로 휴대폰만을 지원하기엔 아까운 네트워크이며 IoT를 적용하기에 최적화된 네트워크라고 볼 수 있다. 결국 자율차/스마트팩토리/스마트시티에 적용이 가능하고 서비스 측면에서는 인공지능/빅데이터와 연결되는 네트워크라고 볼 수 있다.

하나금융투자에서는 2년전부터 5G는 결국 진보된 IoT를 실현하기 위한 네트워크라고 언급하고 있다. Short TTI 등 IoT를 위한 네트워크라고 판단할 수 있는 핵심 기술들이 다수 5G에 포진되어 있어서다. 빠른 전송 속도는 기본이고 5G는 IoT에 필수인 초연결, 초저지연, 저전력을 가능하게 한다. 따라서 진화된 IoT 서비스를 완벽하게 실현해줄 수 있는 최초의 네트워크라고 볼 수 있다.

2021년 이후 5G가 SA 시대로 접어들게 되면 사실상 신규 비즈니스를 통해 통신사들의 막대한 매출 창출이 가능할 것으로 보인다. B2C는 물론이고 B2B와 B2G 영역에서 5G 신규 매출이 급증할 전망이다. B2C에서는 자율차와 더불어 홀로그램/스마트워치/스마트글래스/스마트이어폰 등 웨어러블이 향후 신규 매출 창출원이 될 것으로 보이며 B2B에서는 스마트팩토리/드론/원격진료/스마트에너지가 오랜만에 통신사 매출 증대에 큰 기여를 할 것으로 기대된다. 5G 시대에는 정부를 대상으로 하는 B2G 비즈니스 모델까지 등장할 전망이다. 대표적으로는 스마트시티를 들 수 있다. 정부 주도의 인공지능형 도시에 5G 네트워크가 연동해 새로운 매출을 창출할 수 있을 것이란 판단이다.

그림 31. 통신주가 디지털 뉴딜 정책의 수혜주가 될 수 있는 이유



자료: 하나금융투자

8) 통신사 망패권 강화, 5G 급행차선 도입 예상

스마트폰 출시 이후 최근 10년 동안
통신사 망패권 강화 양상 뚜렷,
코로나 19로 트래픽 늘어 파장
확산 중, 이미 넷플릭스 규제 법안
통과된 상황이라는 점에 주목

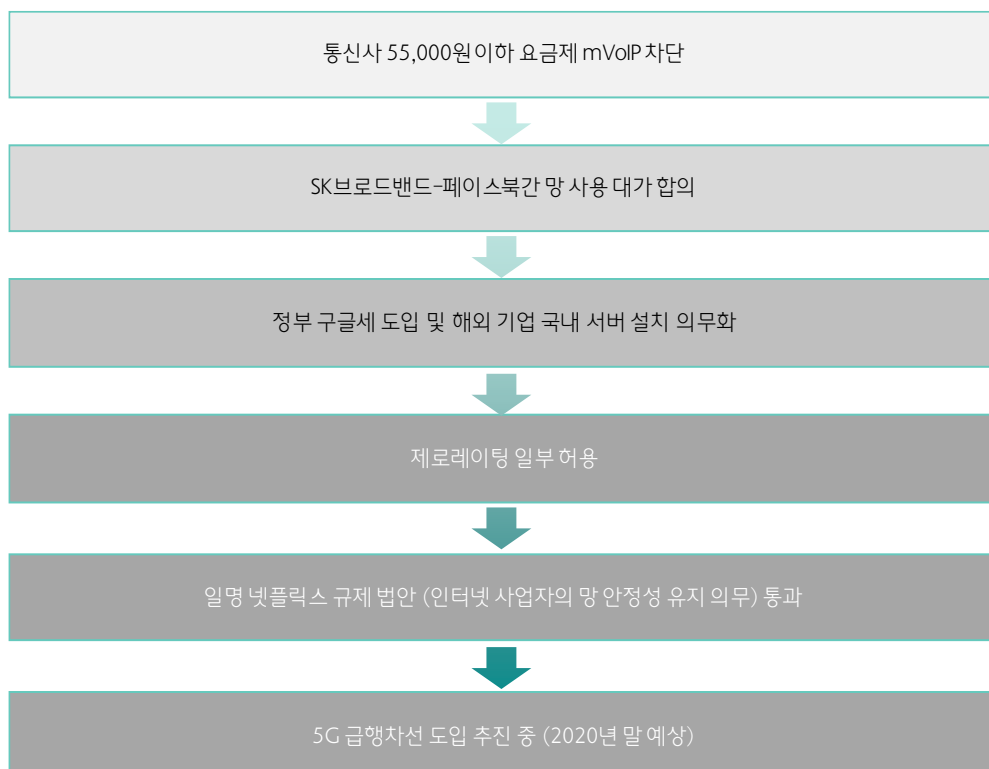
코로나 19 사태 발생 이후 전세계적으로 망중립성 원칙이 크게 변화하고 있다. 트래픽이 급증하면서 각국 규제 기관이 골치 아픈 상황에 직면했고 해외 플랫폼 업체들의 불성실 대응이 국가 기관의 민원 증가를 초래했기 때문이다. 국내에선 토종 플랫폼 업체 육성이라는 정책적 이슈가 더해지면서 망중립성 이슈가 급물살을 타는 상황이다.

최근 망중립성 문제는 국내뿐만 아니라 전세계적으로 큰 화두가 되고 있다. 2020년 2월 미국 워싱턴 DC 연방항소법원 전원합의체가 콘텐츠제공사업자, 15개 주 정부 및 시민 단체 등이 신청한 망 중립성 폐지에 대한 재심 신청을 기각했기 때문이다. 법적인 분쟁 요소는 미국 FCC가 망중립성을 폐지할 수 있는 권한이 있는지를 따지는 것이었는데 항소법원이 FCC가 권한이 있음을 인정하면서 이제 미국에서 망중립성은 사실상 폐지되었다.

여기에 코로나19 이슈는 활활 타오르는 망중립성 폐지 이슈에 기름을 붓는 역할을 수행 중이다. 인터넷 속도 저하가 전세계적인 빅 이슈로 부상하고 연일 보도되면서 미국에 이어 유럽에서 망중립성을 완화해야 한다는 목소리가 높아지고 있기 때문이다. 특히 구글의 유튜브와 넷플릭스가 결국 동영상 품질 다운그레이드를 결정하면서 망중립성 유지가 소비자들에게 어떠한 편의를 주는 것인지 회의적인 시각이 급부상 중이다. 전세계 통신 인프라를 확충하려면 사실상 통신사 망패권을 강화해주는 수 밖에 없다는 점에서 그렇다.

다소 엉뚱하게도 최근 코로나19 확산으로 인해 전세계 망중립성 정책이 변화의 기로에 서있다. 이미 글로벌 핫 이슈로 부상 중이며, 코로나19는 최근 미국의 망중립성 폐지와 더불어 글로벌 망중립성 재정립 및 통신사 망패권에 큰 변화를 가져올 전망이다.

그림 32. 3G 스마트폰/LTE 도입 이후 통신사 망패권 강화 사례 및 전망



일본 총무성에서 5G 급행차선 도입 논의, 진짜 5G 도입 본격화되면 국내 5G 급행 차선 도입 하용 전망

2020년 5월 20일 인터넷 사업자의 망 안정성 유지 의무 및 해외 인터넷사업자의 국내 이용자 의무를 강화하는 소위 넷플릭스 규제법이 국회를 통과하였다. 넷플릭스가 국내 방통위를 대상으로 벌인 소송전이 오히려 독이 되는 상황이며 결국 시간이 걸리겠지만 국내 통신사들이 구글/페이스북/넷플릭스로부터 망 사용 대가를 받게 될 전망이다. 더 나아가 빠르면 연내 5G 급행차선 허용이 예상된다. 일본이 5G 급행차선 허용에 적극적이기 때문이다. 통신사 망패권 강화가 본격화되는 양상이며 이는 곧 향후 5G 생태계에 조성에도 긍정적 영향을 미칠 공산이 커 관심을 높일 필요가 있겠다.

이미 미국에서의 망중립성 폐지는 국내뿐만 아니라 전세계적으로 엄청난 파장을 몰고 오고 있다. 1) 플랫폼 강국인 미국이 망중립성 폐지를 결정하였다는 점, 2) 5G 생태계 조성에도 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다는 점, 3) 구글세 도입 및 해외 기업 국내 서버 설치 의무화가 가속화될 전망이다라는 점, 4) 과거 미국의 규제가 세계 각국에 미치는 영향이 컸다는 점 때문이다.

물론 아직까지 정부는 공식적으로 망중립성을 폐지하지는 않고 있다. 하지만 소비자 혜택 증대/5G 육성 정책으로 정부가 입장을 선화하면서 이미 현 정부 스탠스는 통신사 망 패권을 인정해주는 방향으로 바뀌고 있다. 하반기로 예상되는 5G 급행차선 도입 논의에서 네트워크 슬라이싱을 통한 5G 급행차선을 허용하자는 쪽으로 결론이 날 가능성이 높아 기대를 갖게 한다.

만약 5G 급행차선이 허용된다면 통신주는 한 단계 주가가 레벨업될 공산이 크다. 통신사 망패권 강화를 통한 B2B/B2G 사업 모델 강화에 결정적 영향을 줄 수 있어 Multiple 확장과 연결될 가능성이 높기 때문이다.

아직 투자자들의 5G 급행차선 허용 기대감은 높지 않다. 하지만 최근 일본 총무성에서 5G 급행차선 허용을 검토하기 시작했다는 점에 주목할 필요가 있겠다. 전세계적으로 4차산업 육성 경쟁에 나서고 있는 상황에서 국내에서 먼저 검토한 5G 급행차선이 정치적 이슈로 늦게 도입될 경우 언론의 질타를 받을 가능성이 높기 때문이다. 하나금융투자에서는 올해 일본이 5G 급행차선을 허용하자는 목소리가 높아질 경우 국내 도입은 유력하다는 판단이다.

그림 33. 5G 급행차선 허용이 5G 통신정책협의회에서 결정될 경우 통신사 주가에 미칠 영향

1	Q의 성장/B2B 시장 성장에 따른 통신사 실적 향상 기대감 확산으로 통신주 장기 상승 국면 전개 예상
2	5G가 IoT로 확산되는 분위기 확산시 Multiple 확장으로 주가 큰 폭 상승 전망
3	IoT는 사실상 요금인가제 적용받지 않는 상황, 규제 탈피한 이익 성장 가능성에 투자자들 환호할 듯

자료: 하나금융투자

9) 실적 개선/제도 정비로 통신사 리레이팅 기대

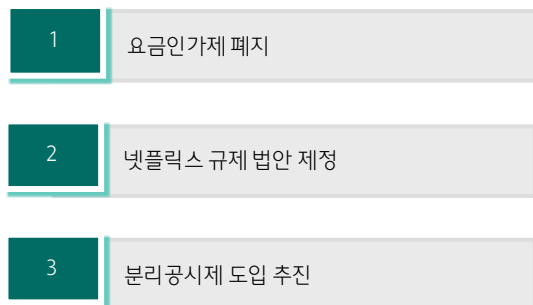
과거 통신사 실적이 좋아지면 규제 개선에 대한 주가 반영이 차후에 나타났다는 점에 주목

2020년 2분기 이후 요금인가제가 폐지되고 넷플릭스 규제 법안이 제정되는 등 통신사에 파격적인 규제 개선 방안이 마련되고 있지만 정작 통신주의 의미 있는 상승은 나타나지 않았다. 가장 큰 이유는 아직까지 통신사들의 실적 향상이 본격적으로 나타나지 않고 있기 때문이다.

하지만 통신사 실적 개선이 이제 본격화될 전망이어서 사정이 달라질 것으로 보인다. 통신사 실적이 좋아지고 성장 기대감이 높아질 때 항상 등장할 수 있는 악재가 인위적인 통신 요금 인하 권고와 망패권 문제인데 올해 이와 관련된 2가지 규제가 모두 제거되었기 때문이다. 여기에 연말엔 분리공시제 시행까지 이루어질 가능성이 높다. 폰 가격의 구조적인 하락과 더불어 통신사의 불필요한 마케팅비용 지출을 막아줄 것이어서 긍정적이다.

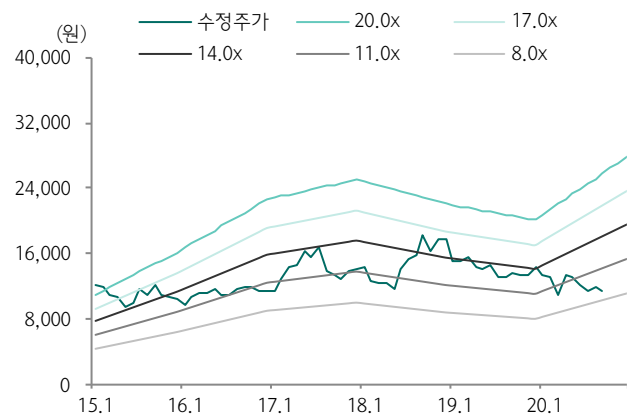
과거에도 규제 개선은 당장 통신사 주가에 반영되기 보다는 실적 향상이 본격화될 시 Multiple 향상으로 차후에 주가에 반영되는 경우가 많았다. 2020년 3분기부터 통신사 실적이 본격 개선됨을 감안 시 금년 연말 이후 통신주 리레이팅이 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

그림 34. 통신사 핵심 규제 변화 사항



자료: 하나금융투자

그림 35. LGU+ PER 밴드 추이



자료: Fnguide, 하나금융투자

진짜 5G의 조기 도입은 통신사
한 단계 높은 Multiple 적용을
가능하게 할 것으로 판단

2021년부터 진짜 5G 시대로의 진입이 예상된다는 점도 통신주 리레이팅 가능성을 높여주고 있다. 10월 5G 가입자 1,000만명 돌파가 예상되긴 하지만 아직까진 LTE와의 차별성이 높지 않은데 내년부터는 5G가 IoT로 진화하는 모습을 나타내면서 Q(디바이스)의 성장 기대감, B2B/B2G 비즈니스 확대 기대감이 커질 수 있기 때문이다.

특히 최근 정부가 디지털 뉴딜 정책 강화에 나서면서 5G 생태계 조성이 본격적으로 이루어질 가능성이 높아지고 있어 긍정적이다. C-ITS(차세대 지능형 교통 시스템) 구축, 자율자동차 보험의 등장, 스마트팩토리 협력 강화, AI 사업 협력, 5G 급행차선 도입 논의 본격화, 빅데이터 3법 처리, 5G 투자 세액 공제 혜택 부여, 2021년 28GHz 투자 본격 돌입 등이 대표적이다.

과거 많은 투자자들은 매출 성장 기대감이 높아질 시 통신주 Multiple이 크게 확장된 경험을 갖고 있다. 서서히 통신주 High multiple 적용을 고민해야 할 시점이라는 판단이다.

그림 36. 진짜 5G 도입 임박 징후

C-ITS(차세대 지능형 교통 시스템) 구축	5G 급행차선 도입 논의 본격화
자율자동차 보험의 등장	빅데이터 3법 처리
스마트팩토리 협력 강화	5G 투자 세액 공제 혜택 부여
AI 사업 협력	2021년 28GHz 투자 본격 돌입

자료: 하나금융투자

2. 2021년 네트워크장비 업종 실적 전망 및 이슈 점검

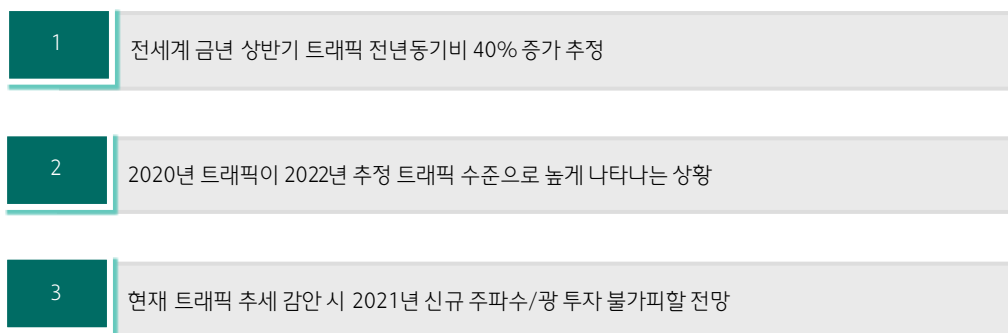
1) 5G 킬러 서비스보다는 최근의 트래픽 추이에 주목

현 시점에서 5G 장비주 투자자에게 중요한 것은 5G 킬러 서비스가 아니라 트래픽 추이라는 점에 유의

하나금융투자에서는 2020년 하반기부터 국내 네트워크장비 투자자들의 경우 5G 킬러 서비스를 따지기보다는 최근의 트래픽 상황을 감안한 통신사 CAPEX 전망을 염두에 둔 투자에 나설 것을 권하고 있다. 현 시점에서 중요한 건 '5G 서비스가 왜 필요하냐'가 아니고 '신규 주파수 투자가 필요한 상황인가'이기 때문이다. 통신주가 아닌 네트워크장비주 투자가 입장이라면 당연히 그렇다.

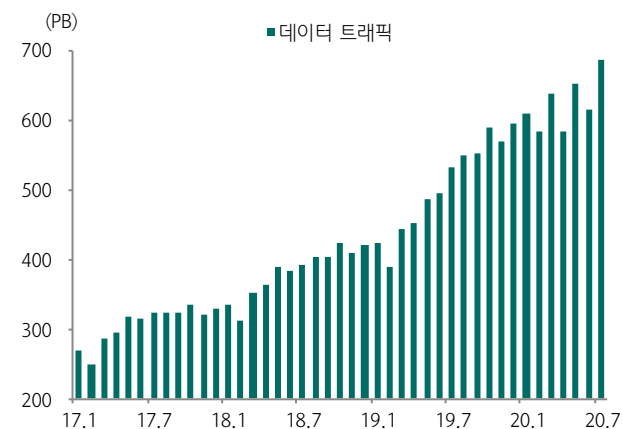
아직도 네트워크장비 업체 주주들의 경우 5G 이벤트에 집중하는 경향이 강하다. 하지만 이젠 5G가 아닌 트래픽 동향에 집중해야한다. 2019년만해도 신규 주파수 투자를 통한 5G 서비스 제공이 향후 매출 성장을 위한 선택의 문제였다면 2021년에는 신규 주파수 및 광 인프라 투자가 필수 사항으로 바뀔 공산이 크기 때문이다.

그림 37. 장비업체 투자자들이 5G 킬러 서비스가 아닌 트래픽 흐름에 주목해야 하는 이유



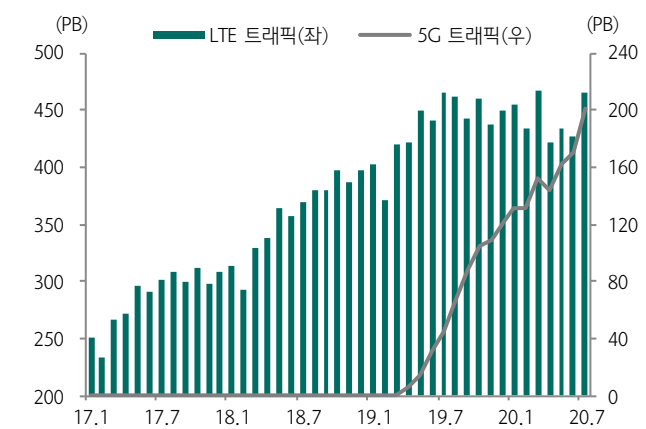
자료: 하나금융투자

그림 38. 국내 월간 데이터 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 39. 국내 월간 5G/LTE 총 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

코로나 19는 트래픽 증가를 초래,
글로벌 5G 조기 투자 필연적

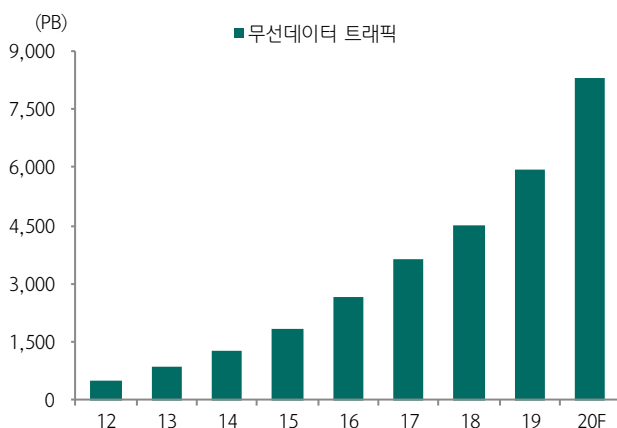
물론 국내외 글로벌 통신사들의 신규 주파수 투자는 5G로 이루어질 가능성이 높다. 이왕이면 5G 서비스 도입을 통한 요금제 업셀링, 차세대 서비스 대응이 통신사 입장에서 유리하기 때문이다. 단 중요한 것은 5G 킬러 서비스 부재와 상관없이 통신사들이 5G 투자에 나서야 한다는 점이다. 일부에선 5G 서비스 차별화 부재로 국내외 통신사들의 5G 투자가 지연될 수 있다고 주장하나 하나금융투자에서는 트래픽 증가가 5G 조기 투자를 이끌 것이란 판단을 지속한다.

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 크다.

흥미로운 점은 코로나 19 사태 발생으로 인해 비대면(Untact) 추세가 확산되고 있으며 이에 따른 트래픽 폭증이 수반되고 있다는 점이다. 물론 아직까진 전세계적인 코로나 19 확산으로 인해 네트워크장비 업체들의 피해가 더 큰 상황이다. 당초 예측보다 최소 3개월에서 5개월 이상 5G 투자 지연 현상이 발생하고 있어서다. 하지만 장기적으로 보면 네트워크장비 업체들의 수혜가 예상된다. 이젠 5G 신규 주파수 투자가 필연적이기 때문이다. 코로나 19 사태로 인한 비대면 추세 강화는 결국 트래픽 증가로 이어질 가능성이 높고 5G 신규 주파수 투자 및 광 투자 수요 증가를 이끌 전망이다. 국내 네트워크장비 업체에게는 긍정적인 영향이 기대된다.

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 40. 국내 연간 데이터 트래픽 추이 및 전망



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 41. 코로나 19가 통신/플랫폼 업계에 불러온 변화



자료: 하나금융투자

장기적으로 Untact 추세 확산,
트래픽 증가, 신규 주파수 투자,
5G 조기 도입으로 2021년 국내
네트워크장비 업체 큰 수혜 예상

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

- 1 코로나 19 사태 발생 이후 교육/엔터/업무용 동영상 트래픽 급증
- 2 비대면 추세 확산 중, 4차 산업 조기 육성 필요성 주장하는 목소리 높아지는 상황
- 3 4차 산업 육성을 위한 5G 조기 인프라 구축 필요성 증대, 국내의 경우 디지털 뉴딜 정책 추진

자료: 하나금융투자

연내 미국 통신사 5G 투자 개시
필연적인 상황, 늦어지고 있지만
지나친 우려는 경계할 필요 있어

2) 미국에 이어 인도, 유럽도 5G 투자에 나설 것으로 전망

2020년 국내 네트워크장비 업체들은 당초 하나금융투자 예상대로 수출 부문에서 어느 정도는 성과를 나타냈다. 장비 국산화 이슈에도 불구하고 크진 않지만 중국 매출액이 발생했으며 일본 통신사로의 매출도 하반기부터 본격화되었다. 미국에서 삼성이 8조원 규모의 버라이즌 향 5G 장비 공급 계약을 체결했다는 소식도 나왔다. 2019년 국내 시장에서 네트워크장비 업체들이 큰 수혜를 받았다면 2020년부터는 수출을 통해 국내 5G 네트워크장비 업체들이 수혜를 받을 것이란 하나금융투자의 예상이 어느 정도는 성과로 나타났다.

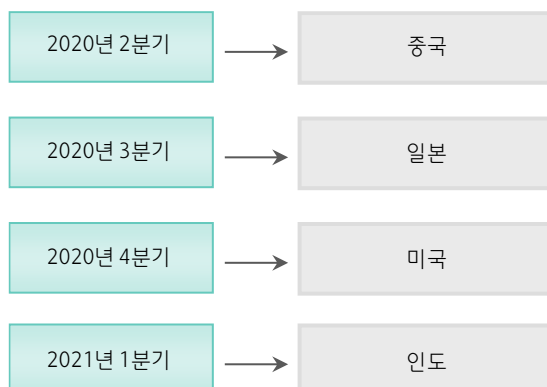
하지만 투자자들이 고대하는 중소 장비 업체들의 미국 수주 공시는 아직 나타나지 않고 있다. 인도 역시 주파수 경매 지연으로 수주 성과가 늦어질 전망이다. 아무래도 코로나 19로 인해 주파수 경매 및 CAPEX 일정이 지연된 탓이 크다.

그럼에도 불구하고 현 시점에서는 미국 시장에 대해 긍정적인 시각을 견지할 것을 권한다. 제반 상황을 감안 시 당분간 미국 통신사들이 5G 투자에 나서지 않을 것이라는 회의적인 시각을 가질 필요는 전혀 없다. 정상적으로는 2020년 12월, 최악의 경우에도 2021년초부터는 미국 통신사들의 5G 투자가 본격화될 것이기 때문이다.

이미 부품 쪽에서는 미미하지만 미국 수출 움직임이 감지되고 있다. 공급 일정을 감안 시 빠르면 12월부터는 1등 장비업체들을 중심으로 미국 수출이 본격화될 것으로 예상된다. 트래픽/주파수 경매 일정/아이폰 5G 출시도 변수다.

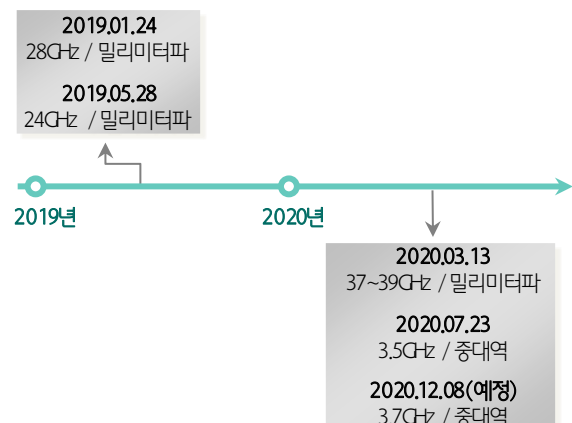
현재 미국도 트래픽 추이를 감안하면 신규 주파수에 대한 투자가 시급한 상황이다. 여기에 연말 3.7GHz 대역 주파수 경매가 예정되어 있다. 따라서 연말에는 미국 통신사들이 5G 투자에 나설 공산이 크다. 만약 미국 통신사들이 5G 투자에 소극적이라면 FCC가 주파수 경매를 12월에 강행하지 않을 수 있어서다. 3GHz 대역 주파수 확보가 필요한 버라이즌과 AT&T 입장에서는 반갑지 않은 경우라서 연내 5G 투자에 나설 공산이 커 보인다.

그림 43. 국내 네트워크장비 업종 주요 국가 수출 발생 시점 예측



자료: 하나금융투자

그림 44. 미국 5G 대역폭 경매 일정



자료: 하나금융투자

인도와 유럽향 5G 매출은 2021년 1분기와 하반기로 예상, 국내 중소 5G 장비 업체 2021년 진정한 수출 성과 나타낼 전망

여기에 아이폰 5G 출시도 변수가 될 수 있다. 버라이즌/T-Mobile이 2020년 2분기 컨퍼런스 콜을 통해 언급했듯이 아이폰 5G 출시 이후 5G 투자에 나설 것임을 언급했기 때문이다. 아무래도 아이폰 5G 우량가입자 유치 경쟁에 나설 수 밖에 없음을 감안하면 당연한 얘기인 것 같다. 12월부터는 5G 기지국 투자에 본격적으로 나설 것으로 판단된다.

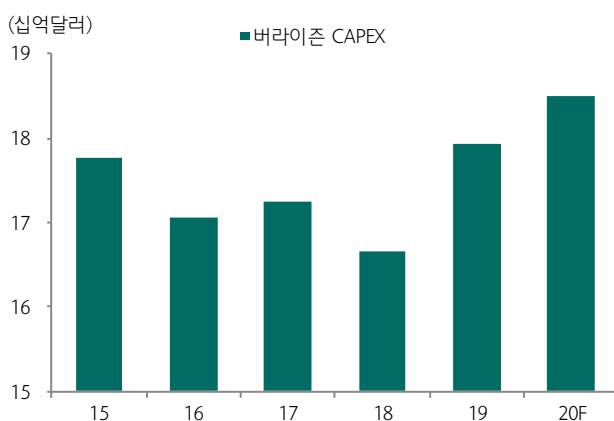
버라이즌이 삼성/에릭슨/노키아를 5G 장비 업체로 선정한 가운데 머지 않아 삼성/노키아/에릭슨 벤더인 국내 중소 장비업체들로부터 수주 소식이 들려올 것으로 보인다. 디시네트워크의 경우엔 후지쯔/노키아가 공급업체로 선정된 가운데 오픈랜 방식으로 일부 국내 중소 네트워크장비 업체 직납도 이루어질 것으로 보여 관련된 국내 납품업체의 큰 수혜가 예상된다.

인도 시장의 경우엔 아직 주파수 경매 일정이 확정되지 않아 단언할 수는 없지만 2020년 말 또는 2021년 초 주파수 경매가 이루어질 가능성이 높다는 점을 감안 시 빠르면 2021년 1분기부터 삼성전자/노키아/에릭슨을 통한 국내 네트워크장비 업체들의 매출 성과가 나타날 것으로 예상된다.

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

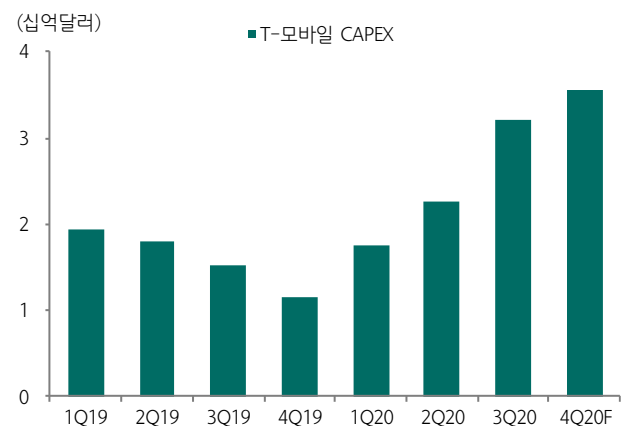
일부에선 화웨이가 CC 인증에 이어 국제보안보증을 통과함에 따라 중국업체들의 극적인 수주 가능성을 제기하지만 하나금융투자에선 미국/일본/인도 시장에서 중국업체들이 수주를 따낼 가능성은 희박하고 유럽 시장에서도 고전할 가능성이 높다는 판단을 지속한다. 사실상 기술적 이슈가 아닌 정치적 이슈로 판단해야 하기 때문이다. 2020년 연말부터 미국, 2021년 1분기 인도, 2021년 하반기 유럽향 매출이 본격화될 전망이어서 2021년에는 국내 중소 네트워크장비 업체들의 큰 수혜가 예상된다.

그림 45. 미국 버라이즌 연간 CAPEX 추이 및 전망



자료: 버라이즌, 하나금융투자

그림 46. 미국 T-모바일 분기별 CAPEX 추이 및 전망



자료: T-모바일, 하나금융투자

3) 국내 5G 투자 재개, 2021년엔 유/무선 장비 업체 모두 수혜 예상

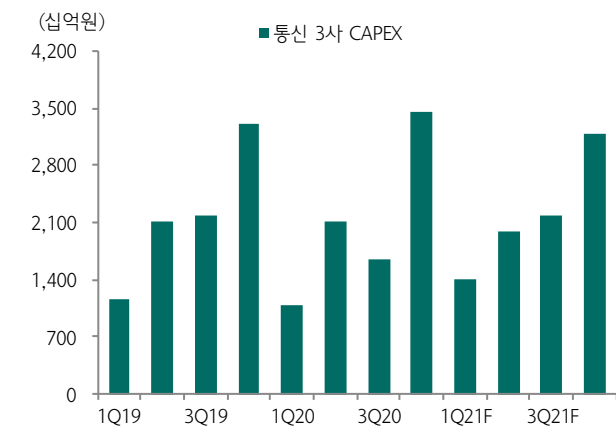
최근 국내 통신사 CAPEX 부진 양상,
하지만 5G 커버리지 이슈화되고 있어
2021년 재차 5G 투자 본격화 전망

최근 국내 통신 3사 투자가 부진하다. 단순히 분기별 통신사 CAPEX 추이로 보면 다소 애매한 상황이지만 실제 투자는 확실히 저조한 편이다. 세부 CAPEX를 공개하는 LGU+를 통해서 보면 대략적으로 감을 잡을 수 있는데, 특히 무선 네트워크 CAPEX 추이를 보면 잘 알 수 있다. 아무래도 코로나 19 사태 발생 및 5G 가입자 증가 폭 둔화로 인한 투자 지연이 최근 국내 통신 3사 투자 감소의 가장 큰 이유일 것 같다. 특히 이번 2020년 3분기 통신 3사 CAPEX는 놀라울 정도로 적게 집행되었다.

이에 따라 향후 네트워크장비 업체들의 국내 시장 침체를 우려하는 시각이 많다. 하지만 2021년 국내 통신 3사 CAPEX 합계는 8조원을 상회할 전망이다. 실제 집행하는 네트워크 CAPEX 규모도 2019년 수준에 달할 것으로 보인다. 최근 정부/통신사 경영진 코멘트에서 대략적으로 알 수 있고 국회/소비자단체/규제 상황을 감안해도 그렇다.

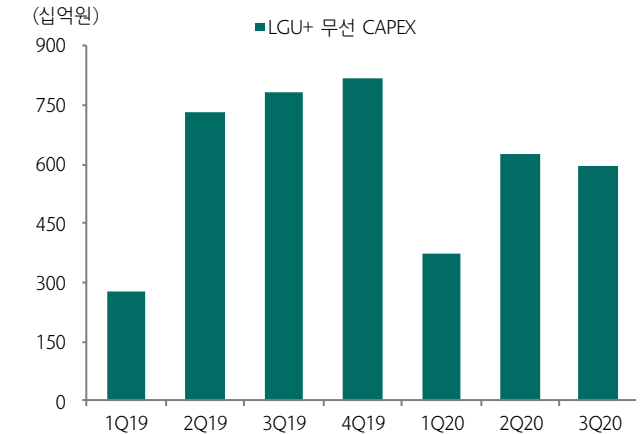
과기부/국회에 의하면 2020년 8월 기준 국내 LTE 대비 5G 기지국수 비율이 14%에 불과한 것으로 나타났다. 특히 서울/경기/6대 광역시에 편중된 커버리지가 문제점으로 지적되고 있는데, 경북/전남/충남/강원 지역의 5G 기지국당 가입자수가 서울 대비 2배 정도 많아 지방 5G 가입자들의 피해가 우려되고 있다. 여기에 5G 인빌딩 커버리지 부족은 지속적인 언론의 질타를 받고 있다. 심지어 5G 가입자 피해 보상 논의까지 이루어지고 있는 상황이다.

그림 47. 국내 통신 3사 분기별 CAPEX 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 48. LGU+ 분기별 무선 CAPEX 추이



자료: LGU+, 하나금융투자

국내 규제 상황, 사업자간 경쟁 상황, 트래픽 추세 감안 시 3.5GHz 조기 전국망 및 점진적 28GHz 인빌딩 커버리지 구축에 나설 전망

이러한 분위기라면 연말 국내 5G 기지국 투자 재개는 불가피해 보인다. 투자 지연이 지속될 경우 통신사에게 불리한 분위기가 조성될 수 있기 때문이다. 얼마전 통신 3사 CEO는 정부 디지털 뉴딜 정책에 적극 참여하겠다는 의사를 밝혔다. '실제 투자가 증가할까' 라고 반문할 수도 있겠지만 현재 국내 통신 3사의 정책적 목표를 감안하면 5G 투자는 2022년까지도 높은 수준을 유지할 공산이 커 보인다.

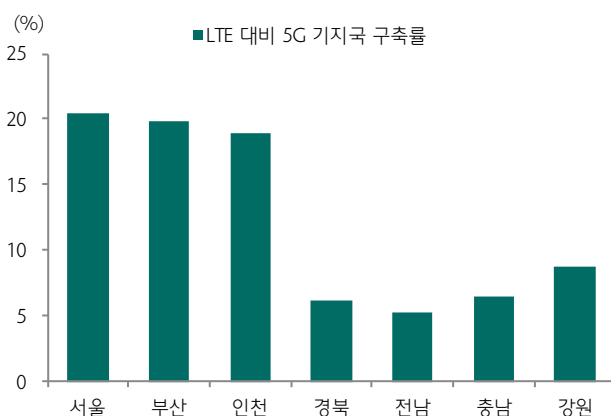
이러한 판단을 하는 근거는 1) 트래픽을 감안할 때 신규 주파수 투자가 지속적으로 전개되어야 하는 상황이고, 2) 5G가 IoT로 진화하기 위한 기술적/제도적인 정비가 원활하게 이루어지고 있으며, 3) 5G 전략 폰 다수 출시 및 사업자간 우량 가입자 유치 경쟁 심화로 5G 네트워크 품질 보완이 필요한 상황이고, 4) 요금 규제가 완화되고 5G 육성론이 부각되고 있어 통신사 입장에서 정부 정책에 적극 편승하는 것이 전략상 유리하기 때문이다.

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. 최근 트래픽을 감안하면 2021년 내 3.5GHz 주파수 포화 가능성이 제기될 가능성이 높고, 3.5GHz 대역 추가 주파수 할당 및 28GHz 대역에 대한 조기 투자 집행이 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. 2021년엔 트래픽 증가에 따른 3.5GHz 보완 투자 및 28GHz 투자 개시가 예상되고, 인빌딩 및 백홀/스위치 투자도 필요해 2021~2022년 매년 8조원 이상의 CAPEX 집행이 예상된다.

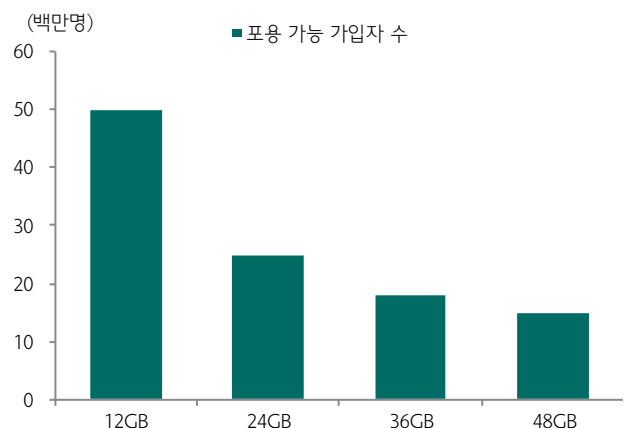
수혜주로는 국내 3.5GHz 커버리지 확대에 따른 기지국 관련주인 KMW, 28GHz 상용화 및 5G 인빌딩 투자 확대 수혜주인 솔리드/이노와이어리스, 광케이블/학내망 투자 증대 및 초저 지연 스위치 투자 수요 증가 수혜주인 다산네트웍스를 꼽을 수 있겠다.

그림 49. 국내 지역별 LTE 대비 5G 기지국 구축률



자료: 국회의원 김영식의원실, 과기부

그림 50. 인당 트래픽별 3.5GHz 대역 포용 가능 가입자 수



자료: 하나금융투자

미국 정권 교체에도 화웨이 제재는 지속될 것, 미국/일본/인도 시장에서 국내 중소 네트워크 장비 업체 큰 수혜 예상

4) 화웨이 제재 지속될 것, 삼성/노키아/에릭슨 장비 공급업체에 관심 높아야

미국의 화웨이 제재가 더 심해지는 양상이다. 얼마 전까지만 해도 완화되지 않겠냐는 낙관론이 펼쳐지는 상황이었지만 미국이 중국 장비를 사용하지 않으면 금융지원도 검토할 수 있다는 파격적 제안을 하면서 심지어 브라질을 비롯한 남미까지 중국 장비 배제 가능성이 확산되고 있다. 이젠 미국/일본에 이어 인도/남미까지 중국 장비 배제 움직임이 뚜렷하다.

향후 미국 정권 교체로 화웨이 제재 정책이 변경될 수 있다고 생각할 수 있지만 냉정히 판단할 때 달라질 것은 없다. 공화당/민주당 모두 4차산업 패권 경쟁에 대해 비슷한 견해이고 5G 인프라 투자가 중요하다는 입장이기 때문이다. 따라서 2021년 상반기 재고 소진으로 화웨이가 항복선언을 할 때까지는 미국의 화웨이 배제 정책은 지속될 것으로 보인다. 몇 달 동안 가만히 관망하고만 있어도 어차피 미국의 승리로 끝날 것이 뻔한데 괜히 문제를 만들 이유가 없어서다.

여기에 화웨이 관련해서는 트럼프와 바이든의 입장이 크게 다르지도 않다는 점에 주목할 필요가 있다. 2020년 2월 바이든 당선자는 화웨이 장비 사용 금지 지시 의사를 밝힌 바 있으며, 2013년 부통령 재직 당시 우리나라 정홍원 국무총리에게 LGU+가 화웨이 LTE 장비를 사용하는 것에 대해 우려를 표명한 바 있다. 사실상 화웨이 이슈와 관련해선 트럼프나 바이든이나 비슷하다고 볼 수 있다.

이렇듯 미국의 화웨이 제재는 지속될 전망이다. 물론 미국의 화웨이 제재는 중국 내수 시장을 기대하는 국내 중소장비업체에겐 부정적 영향을 미칠 수 있다. 중국 장비 국산화 이슈로 국내 업체들의 피해가 불가피하고 미국 회사들의 핵심 부품 공급 중단 조치가 강화될 경우 극단적으로 중국 내 5G 투자에 문제가 발생할 수 있기 때문이다.

하지만 중국 외 시장에선 미국 화웨이 제재 조치로 인해 국내 네트워크장비 업체들의 큰 수혜가 예상된다. 미국/일본/인도/유럽/남미 등지에서 수혜를 받을 것이기 때문이다. 이미 미국, 일본, 캐나다, 호주에 이어 인도까지도 중국 장비 배제 움직임이 강한 상태이다. 현 시점에서는 국내 네트워크장비 업체들이 중국 시장에서 수혜를 받긴 어렵겠지만 2020년 하반기부터 2022년까지 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.

그림 51. 국내 5G 장비업체들이 화웨이 제재로 수혜가 예상되는 이유

1	미국/일본/인도 시장에서 화웨이 배제
2	중국 외 시장에서 M/S 확대 추세
3	중소 장비 업체 중 삼성/노키아/에릭슨 벤더 많음
4	국내 시장에서도 화웨이 배제 양상

그림 52. 미국 화웨이 제재가 지속될 가능성이 높은 이유

1	공화당/민주당 모두 5G인프라 투자 중요 판단
2	중국과의 4차 산업 패권 경쟁에 모두 관심 높음
3	화웨이 부품 재고 곧 소진, 머지 않아 항복할 것
4	이미 많은 미국 IT 회사들이 고통 분담한 상태

노키아 벤더 다시 볼 필요 있다는 판단, M/S 하락은 불가피하겠지만 시장 우려와 달리 미국/유럽 시장에서 성과 나타낼 것이기 때문

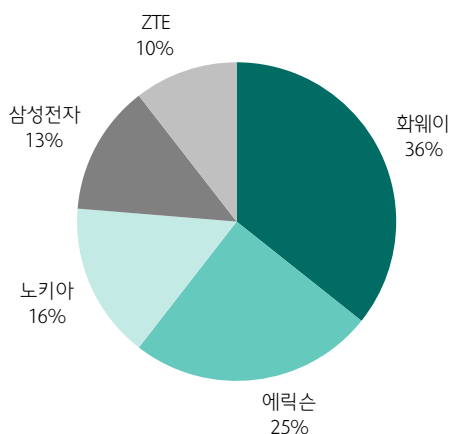
특히 유선장비 업체들의 경우엔 미국 화웨이 제재로 큰 수혜가 예상된다. 어차피 중국 매출이 미미한 상황이며 주요 수출 국가인 미국, 일본, 영국에서 유리한 경쟁 환경이 예상되고 국내 시장에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 화웨이 영향력이 커지고 있는 국내에서 미국 화웨이 제재는 향후 국내 통신 3사 및 학내망 수주에 긍정적 영향을 미칠 수 있다. 또 2021년 미국 백홀/스위치 투자, 미국/일본/유럽 관공서 네트워크장비 발주가 본격화될 시 수주에 긍정적 영향이 예상된다.

제반 상황을 감안할 때 현 시점에서는 삼성/노키아 벤더에 주목할 필요가 있다. 미국의 화웨이 제재가 당분간 지속될 가능성이 높음을 감안 시 2020년 4분기 이후 삼성전자의 대약진을 기대할 수 있을 것으로 보이며 노키아도 미국, 인도를 기반으로 시장 확대가 예상되어서다.

일부 투자자들의 경우 노키아가 미국/일본/인도 시장에서 수주에 실패할 가능성이 있다는 비관적인 전망을 내놓고 있지만 하나금융투자에서는 노키아가 2020년 4분기부터 2021년까지 미국/일본/인도를 기반으로 나름 선전할 것이라고 판단한다. 물론 예전만큼은 아니지만 말이다. 현재 투자자들의 기대감이 너무 낮은 상황이라는 점을 역으로 공략할 필요가 있다.

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 53. 5G 통신장비 시장 점유율 현황



주: 2020년 1분기 기준
자료: 델로, 하나금융투자

그림 54. 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

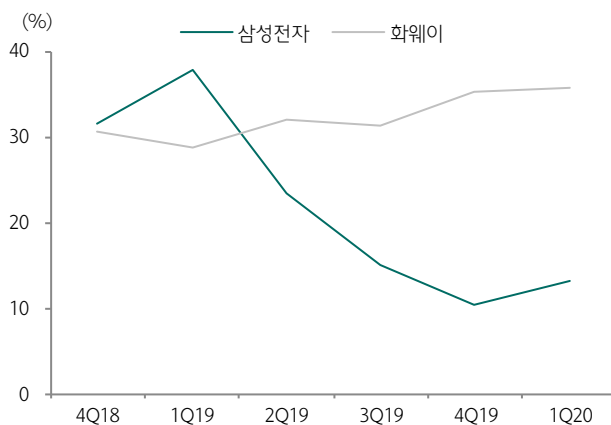
2020년 극도로 부진했던 삼성전자는 고주파수를 기반으로 2021년 북미/인도 시장에서 대단한 성과 낼 것, 삼성전자 벤더 중 주가 덜 오른 종목에 관심 필요

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 2020년도 말 이후엔 삼성전자의 대반전이 예상된다. 일본에 이어 전세계 최대 시장인 미국, 새롭게 떠오르는 인도 시장에서 삼성전자가 잘할 것임을 감안하면 그렇다. 물론 일본 시장은 2020년 하반기 들어서야 5G 투자가 시작되는 양상이며 미국과 인도 시장은 각각 2020년 12월, 2021년 3월 정도는 되어야 의미 있는 매출 규모가 될 전망이다. 코로나 19 여파로 대다수 국가들이 당초 하나금융투자 예상보다는 4~5개월 정도 투자가 지연되는 양상이기 때문이다.

삼성전자는 고주파수에서의 강점을 바탕으로 미국/일본/인도 시장에서 시장 확대에 나설 가능성이 높다. 2020년 삼성 이재용 부회장은 네트워크장비 M/S 20% 달성을 목표로 제시한 바 있다. 2021년도에는 삼성전자 경영진들이 주력 시장인 미국/일본/인도 시장을 통해 기필코 M/S를 크게 상승시킬 가능성이 높다는 판단이다.

그림 55. 최근 삼성전자/화웨이 네트워크장비 M/S 추이



자료: 델로로, 하나금융투자

그림 56. 2021년 삼성전자 벤더에 주목해야 하는 이유

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

자료: 하나금융투자

5) 바이든 정권 비대면 사회로 전환할 것, 네트워크장비주 더 큰 수혜 예상

바이든 코로나 19 퇴치에 주력할 것,
결국 비대면 사회로의 전환을 위해
5G 및 인터넷 네트워크 투자 강화할
것으로 예상, 실질 수혜는 더 클 수도

최근 '바이든 당선으로 미국 5G 및 네트워크 투자 정책이 달라질까?' 라는 투자가들의 궁금증이 큰 상황이다. 결론부터 말하자면 바이든 당선으로 미국 5G 및 네트워크 투자 정책이 크게 달라질 것은 없다는 판단이다. 일부에선 워낙 트럼프 대통령이 5G 및 네트워크 인프라 투자를 강하게 밀어붙였기 때문에 다소 약해지는게 아니냐고 우려하지만 전혀 그렇지 않다. 실질적으로는 네트워크 투자가 더 촉진될 것이며 이를 위해 망중립성 원칙에 변화 없이 당사자간 원만한 해결을 표방할 가능성이 높고 화웨이 제제는 지속될 것이란 판단이다.

결국 시장 우려와는 달리 민주당 바이든 당선이 5G 장비주엔 긍정적 결과가 미칠 것으로 예상되고, 막연한 기대만 컸던 트럼프 정권 당시보다 실질적으로는 더 큰 수혜가 예상되는데 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

첫째 5G 및 네트워크 투자는 오히려 더 강화될 공산이 크다. 가장 큰 이유는 코로나 19 때문이다. 현재 민주당과 바이든은 코로나 19로 차별화를 시도 중이다. 당연히 코로나 19 박멸에 심혈을 기울일 공산이 큰데 그러려면 비대면 강화는 필수적이다. 따라서 빨리 네트워크 품질을 향상시켜야 한다. 그래야 언택트 시대로 전환할 수 있기 때문이다. 현재 미국은 코로나 19 상황임에도 불구하고 인터넷 인프라 부족으로 학교 교육 및 제반 관공서 업무 등이 비대면(온라인) 위주로 제대로 진행되지 못하고 있다. 따라서 광 투자 강화를 통한 인터넷 서비스 보편화, 신규 주파수 투자를 통한 모바일 트래픽 증가 문제 해결에 나설 공산이 크다. 이러한 이유로 바이든도 5G 및 네트워크 투자를 강조한 바 있다.

둘째 망중립성 원칙이 바뀔 가능성은 낮다. 물론 이론적으로는 FCC 위원 중 민주당 위원이 3명으로 많아져 표결에 부치면 역무 규정을 변경할 수 있고 이 경우 오바마 시절처럼 망중립성 원칙을 강화할 수는 있다. 하지만 현실적으로 시행하기 어렵다. 인터넷 인프라 투자에 부정적인 영향을 줄 수 있으며 현재 코로나 19 시국이기 때문이다. 8년 전과 지금은 많이 다르다. 망중립성을 그리 부르짖던 유럽 국가들도 이제 망중립성 원칙을 주장하기는커녕 네트워크 투자 촉진을 위한 규제 개선을 촉구하기 시작했다. 특히 코로나 19로 인해 2020년 초 이후엔 네트워크 투자를 촉진할 수 있는 방안이 강구되어야 한다는 목소리가 드높다. 이러한 상황에서 미국이 예전으로 돌아가긴 어려울 전망이다.

셋째 미국의 중국 화웨이 제제는 지속될 가능성이 높다. 바이든 입장에서도 4차 산업이 중요할 수 밖에 없는데 현재 잘 진행되고 있는 상황을 굳이 변경할 이유가 전혀 없기 때문이다. 2021년 상반기에 화웨이 네트워크장비 재고가 소진된다고 보면 현 상태를 유지하여 화웨이 항복 선언을 받아 낼 가능성이 높다. 어차피 2021년엔 대다수 전세계 주요 통신사들의 5G 장비 공급사 선정 작업이 종료될 것이고 벤더로 선정 시 6G 도입 전까지는 큰 장비 교체 및 변동 이슈가 없다. 따라서 시간이 갈수록 네트워크장비 시장에서의 화웨이 위상은 크게 약화될 수 밖에 없다. 화웨이가 3.5GHz 대역 5G 시장에서 기술적인 경쟁력을 갖고 있었다는 점을 감안하면 더욱 그렇다. 미국의 당초 목표처럼 화웨이 위상 약화를 통한 4차산업 패권 경쟁 강화는 이미 성공이 임박한 상황이며, 2022년 이후에도 로열티, 보조금, 관세, 중국의 화웨이 및 자국 장비 보호 정책을 지속적으로 지적하고 압박할 공산이 커 보인다. 미국의 화웨이 제제를 비롯한 4차산업 패권 경쟁은 바이든 정권 출범으로 끝이 난 것이 아니라 이제 본격적인 시작 단계로 진입했다는 판단이다.

표 2. 미국 바이든/트럼프 정책 비교

	바이든	트럼프
세금	- 법인세율 현행 21%에서 28%로 인상 - 개인 소득세 최고세율 39.6% 재도입	- 법인세율 21% 유지 - 개인 소득세율 10%~37% 유지
환경·인프라	4년간 친환경에너지 관련 인프라에 2조달러 투자	도로, 교량 등 사회간접자본에 1조달러 투자
Buy America	연방정부 4,000억달러 미국산 제품 서비스 구매	대중 관세부와 등 보호무역주의 지속
노동	연방 최저임금 시간당 15달러로 인상	연방 최저임금 시간당 7.25달러로 유지
복지	3~4살 유아에 대한 보편적 교육 - 중산층 8,000억달러 세액 공제를 통한 보육 지원	관련부문 감세, 시설 지원
첨단기술	4년간 5G, AI 등에 3,000억달러 투자	5G 추진에 보조금 지급 및 규제 완화
무역	- 무역 협상시 인권 · 노동 · 환경 관련 기준 핵심적으로 포함 - 환율조작국에 대해 모든 수단을 동원한 조치 - 동맹국과 합세, 중국과 더욱 강한 위치에서 협상	- TPP 철회 지속 - 대중 무역 기술 투자 전쟁 지속 - EU 와 무역분쟁 확대 가능성

자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 57. 바이든 당선이 국내 5G 장비주에 호재라고 판단하는 이유

- 1 코로나 19로 네트워크 인프라 투자가 중요해져 현 망중립성 체계를 변경하기 어려움
- 2 언택트 시대 강조로 5G투자 및 광인프라 투자는 여전히 강화될 공산이 큼
- 3 중국 화웨이 얼마 못 버틸 것, 제재 지속될 가능성이 높음

자료: 하나금융투자

6) 2021년부터 28GHz 투자 개시될 것이란 점에 주목

어차피 28GHz 전국망은 현실적으로 불가한 상황, 정부/통신사가 이제 28GHz 투자에 나서겠다는 것만으로도 호재로 봐야

2020년 가을 국감에서 과기부 장관이 28GHz 전국망은 현실적으로 어려우며 스몰셀 위주, B2B 서비스를 먼저 고려 중이라고 언급하면서 향후 5G 투자에 대한 투자자들의 우려가 큰 상황이다. 하지만 이러한 과기부 장관의 발언은 현실을 직시한 시기 적절한 언급이라고 평가한다. 28GHz는 커버리지가 협소해 전국망을 구성하려면 엄청난 기지국 수를 필요로 하는데 CAPEX도 문제지만 막대한 관리 비용이 큰 부담 요인이기 때문이다. 따라서 향후 기술의 발달로 28GHz 커버리지 확대가 이루어지지 않는 한 전국망은 당연히 불가하다.

오히려 현 시점에서는 2022년 초 3.5GHz 전국망을 구축할 것이고 2020년 말부터 28GHz 대역 투자에 나설 것이라고 정부/통신 3사가 언급한 데 더 주목해야 할 것 같다. 냉정히 따져볼 때 과기부 발언은 호재라는 판단이다. 어쨌든 2020년 말 이후 28GHz 투자 개시를 코멘트했고 통신 3사도 올해 연말부터 28GHz대역 주파수 상각에 나설 것으로 언급했기 때문이다. 결국 2020년 12월부터는 28GHz대역 장비가 단 1개라도 가동에 들어간다는 얘기인데 당연히 호재가 아닐 수 없다.

그림 58. 28GHz 전국망 구축이 당분간 쉽지 않은 이유

- 1 검증된 28GHz 대역 장비 적고 품질 낮음, 추가 물량 투입 통한 성능 향상 절실
- 2 커버리지가 좁아 많은 기지국 필요, 막대한 CAPEX 소요
- 3 기지국 증가시 임대료 증가 등 관리비용 부담 증가
- 4 28GHz 커버리지가 확대되어야 현실적으로 전국망 가능

자료: 하나금융투자

2022년 상반기 3.5GHz 전국망 완료와 더불어 2021년엔 mmWave라고 불리는 28GHz 대역 본격 투자에 돌입할 전망, 28GHz는 트래픽이 많은 수도권 인빌딩 위주로 먼저 쓰여질 전망

하나금융투자에서는 28GHz는 커버리지가 협소해 전국망 구성이 어렵다는 의견을 2년전부터 제시해왔다. 엄청난 기지국 수를 필요로 해 CAPEX도 문제지만 통신사 입장에서 막대한 관리 비용이 들어서다. 여기에 올해에는 미국 버라이즌이 28GHz대역 상용화에 난항을 겪은 바 있다. 통화 성공률이 5%에 불과하다는 조사 결과 발표도 있었다. 이러한 상황이라고 보면 올해 연말부터 28GHz대역이 상용화된다는 것만으로도 호재이며 기대를 갖기에 충분하다는 판단이다.

트래픽 추이 및 기술 개발 동향을 감안하면 국내에서 3.5GHz 커버리지는 2022년 상반기까지 지속될 수 밖에 없고, 28GHz 대역 투자는 2021년부터 본격적인 투자에 들어가 B2B에 먼저 적용되고 이후 B2C 서비스에 나설 전망이다. 아마도 2021년 1분기 28GHz 스몰셀 출시를 계기로 투자가 활성화될 것 같다.

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

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 예상된다.

그림 59. 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

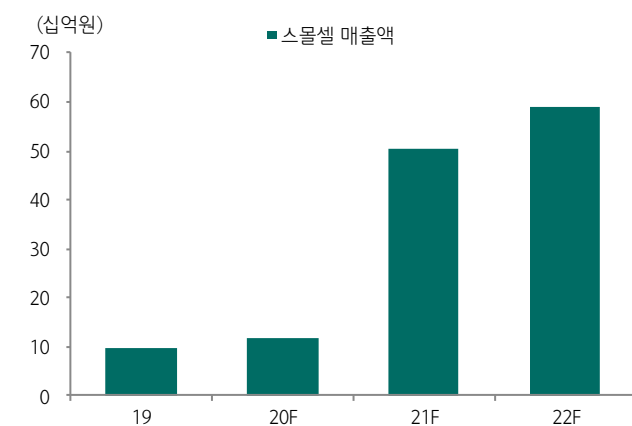
28GHz 대역 투자 본격화를
국내 중소 네트워크장비 업체에
부정적으로 보긴 어려울 듯,
이노와이어리스와 같은 업체는
큰 수혜를 볼 것이고 아웃도어에서
28GHz 장비 사용이 활성화되려면
글로벌 SI와 국내 중소 장비 업체들의
협력이 불가피하기 때문

일부에선 mmWave 본격 상용화로 국내 중소 네트워크 장비 업체들의 피해 가능성을 걱정하는데 사실상 국내 네트워크장비 업체들이 피해를 입을 가능성은 희박하다. 오히려 수혜가 예상된다. 최근 논란이 되고 있듯이 통신사 OPEX를 감안 시 28GHz 장비는 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. 글로벌 SI 자체적으로만 하긴 어렵다는 얘기다.

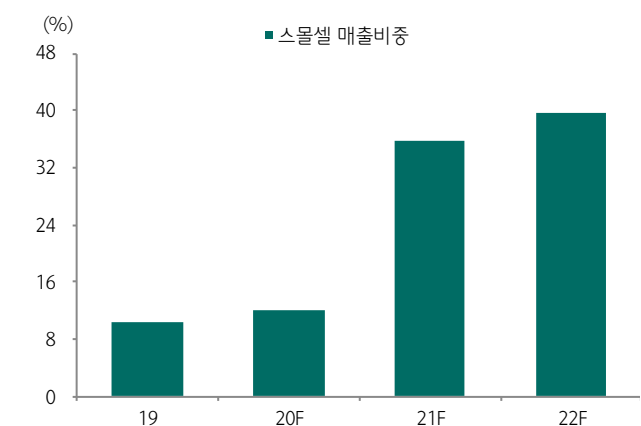
아직은 28GHz 시대의 도래가 피부에 와닿지는 않지만 2021년 3월 28GHz대역을 지원하는 스몰셀이 출시되면 적지 않은 시장 파장이 예상된다. 물론 품질이 이슈이고 본격 상용화는 2021년 하반기 이후이겠지만 주가에 미치는 영향은 지대할 것으로 보인다. 커버리지 반경을 감안할 때 28GHz대역은 인빌딩 트래픽 분산용으로 사용될 공산이 큰 데 국내에선 이노와이어리스를 제외하면 마땅한 업체가 없기 때문이다. 일부 외산업체(에어스팬네트웍스)가 진입한다고 해도 이노와이어리스의 국내 M/S가 70%를 상회할 것으로 보여 28GHz 상용화의 최대 수혜주가 될 전망이다.

그림 60. 이노와이어리스 스몰셀 매출액 전망



자료: 이노와이어리스, 하나금융투자

그림 61. 이노와이어리스 스몰셀 매출비중 전망



자료: 이노와이어리스, 하나금융투자

2021년도엔 무선 장비주의 경우 미국/인도에서 의미 있는 성과를 낼 수 있는 삼성/노키아/에릭슨 벤더 중 1등 업체에 투자를 국한할 것을 권고

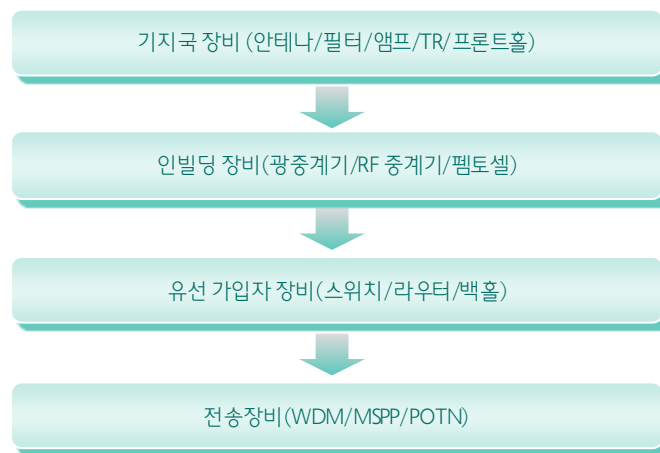
7) 인빌딩/유선 업체 수혜 본격화될 전망

2021년엔 아무래도 무선 기지국 장비 업체보다는 인빌딩/유선 업체에 대한 투자가 부담이 없을 것으로 보인다. 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 2021년에 2020년보다는 나아진다고 해도 2019년보다 더 증가할 가능성은 높지 않다. 따라서 무선 장비 업체들의 경우엔 미국/일본/인도에서 제대로 수출 성과를 낼 업체, 실제 팔목할만한 수출 성과가 기대됨에도 불구하고 단기 주가 상승 폭이 그리 크지 않았던 종목에 집중할 필요가 있다. 수출 성과가 미진한 종목의 경우 전고점 돌파도 어려울 수 있기 때문이다.

옥석가리기에 따른 종목별 차별화 장세가 나타날 수 있으므로 이제부터 무선 장비 업체들의 경우엔 1등 업체에 집중해야 한다. 미국/일본/인도에서 삼성, 에릭슨, 노키아 등을 발판으로 향후 의미 있는 수주 및 수출 성과를 나타내는 업체들은 연말부터 탄력적인 주가 상승을 나타낼 것으로 예상되는 반면 미미한 성과에 그치는 업체들은 주가 상승 탄력이 떨어질 수 있어서다.

그림 62. 통신사 신규 모바일 네트워크 투자 집행 순서



자료: 하나금융투자

그림 63. 통신사 CAPEX 증가에 따른 국내 네트워크장비 수혜군 전망

2019년	국내용 안테나/필터/프론트홀 관련주
2020년	일본/미국 수출 관련주, 삼성 관련주
2021년	미국/인도에서 성과 낼 업체, 스몰셀/인빌딩/유선 가입자 업체

자료: 하나금융투자

반면 인빌딩/유선 업체는
아직 5G 수혜를 못 본 상황이라
투자 위험 낮다는 판단,
인빌딩/스몰셀 업체 이제 수혜 볼 것

반면 인빌딩 및 유선 가입자 장비 업체들의 경우엔 2021년 대다수 업체들이 신고가에 도전할 것으로 보여 부담이 적다. 사실상 2021년엔 국내를 시작으로 시장이 열릴 것으로 예상되기 때문이다. 그 동안 국내 통신사들이 무선 기지국 투자에만 열을 올려 정작 커버리지 및 트래픽 처리에 중요한 건물 내 및 백홀/스위치 투자에 소홀하였고 인빌딩/유선업체들은 사실상 5G 수혜를 보지 못했다.

하지만 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. 이제 KT를 시작으로 인빌딩 투자가 시작되었고 2021년엔 SKT/LGU+의 중계기 투자 증가가 예상된다.

그림 64. 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

2021년 백홀 및 스위치 투자 증가 불가피, 미국을 비롯해 전세계 각국 대규모 광 투자 예고하고 있어 유선 가입자 장비 큰 수혜 예상

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

여기에 트래픽 동향을 감안 시 2021년도엔 전세계적으로 광 투자 열풍이 불 것으로 예상된다. 길게 보면 광투자 증가를 기대한 포트폴리오 전략 설정을 적극 고민해볼 필요가 있다. 미국에서는 이미 FCC가 20조원 규모의 광 인프라 투자 계획을 발표하였다. 자금 조성 및 사업자 선정 후 구체적 사업 진행이 예상된다. 다산네트웍스와 같은 FTTH 업체들의 수혜를 기대해볼만하다.

그림 65. 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

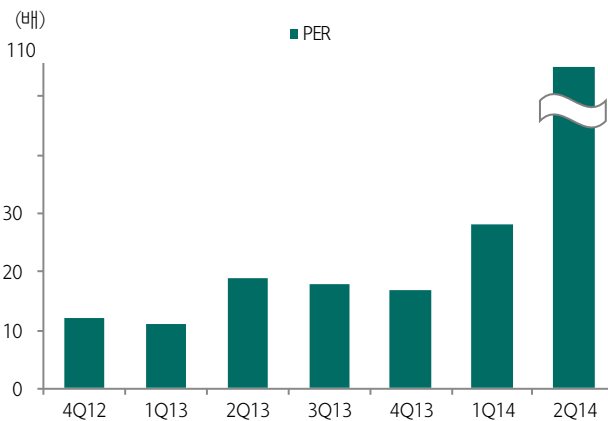
8) Multiple 할증 필연적, 공급부족/IoT로의 진화 기대감 커질 것이기 때문

네트워크장비 업종은 시장 진입 장벽 높고 성수기에 폭발적인 성과를 내는 관계로 일반적으로 높은 Multiple을 형성

최근 3년간 국내 네트워크장비 업체들이 높은 주가 상승을 기록함에 따라 Multiple에 대한 부담을 토로하는 투자자들이 적지 않다. 하지만 하나금융투자에서는 Multiple에 대한 부담을 떨쳐버리고 이제라도 단기 조정 국면이 나타난 현 시점에 적극 매수할 것을 추천한다. 네트워크장비 업종 성격상 과거 Multiple이 낮게 형성된 적이 많지 않고, 향후 5G의 진화 과정을 추측해보면 네트워크장비 Multiple이 상향 조정될 가능성이 높기 때문이다.

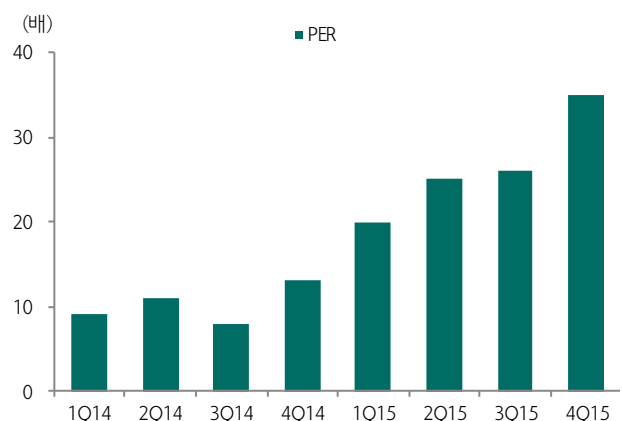
역사적으로 보면 네트워크장비 업종 Multiple은 시장대비 높게 형성되었다. 가끔씩 상당히 높게 형성되는 경향도 선보였는데, 그 이유는 1) 일반 전자 부품 회사와는 달리 굴지의 통신사들을 상대하므로 수년간에 걸친 레퍼런스 축적이 필수적이라 시장 진입 장벽이 대단히 높고, 2) 3G/LTE를 거치면서 상위 업체로 과점화되고 있는 데다가 공급업체 감소가 두드러진 상황이며, 3) 장비 수요가 트래픽에 연동하는 구조라 장기 안정적인 고성장이 예상되는 섹터이기 때문이었다.

그림 66. KMW 흑자기간 분기별 PER 추이



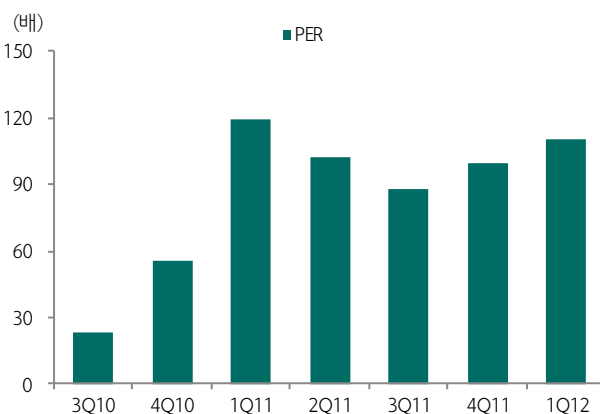
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 67. 솔리드 흑자기간 분기별 PER 추이



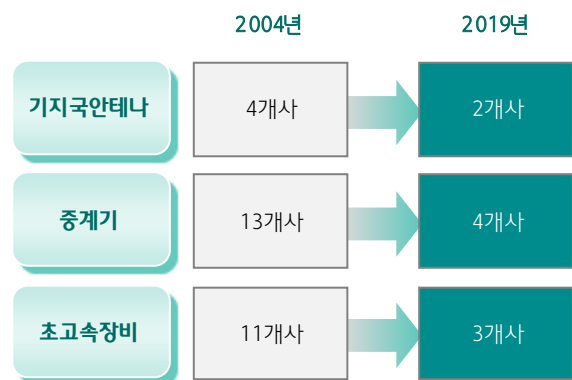
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 68. 다산네트웍스 흑자기간 분기별 PER 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 69. 최근 15년간 국내 네트워크장비 업체 수 변화



자료: 하나금융투자

2021년 전세계적으로 공급 부족 양상을 나타낼 것이고, 진짜 5G로의 진화 기대감 높아질 것이란 점 감안하면 상상외 높은 Multiple 형성도 가능할 것으로 판단

특히 2021년에는 국내 네트워크장비 업종의 높은 Multiple 형성이 예상된다. 1) 현재 글로벌 수요/공급 상황을 감안할 때 2019년 국내에 이어 2020년 말을 시작으로 2021년엔 본격적으로 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 70. 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

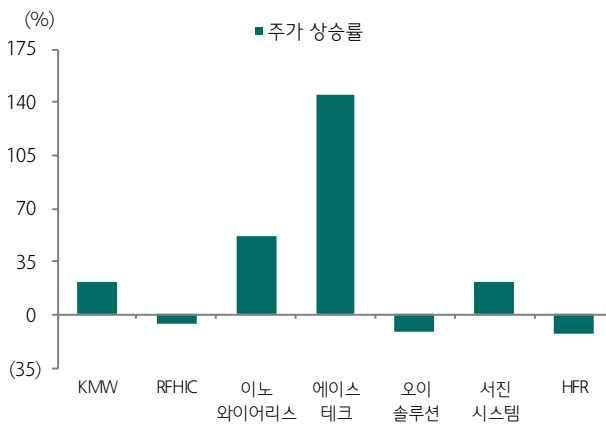
9) 1등 업체 비중확대에 주력해야 할 시점

2020년엔 미국 진출 기대감으로 후발 5G 장비주 높은 주가 상승을 기록, 특히 삼성전자 벤더 큰 폭 주가 상승, 실적보단 기대감이 작용

2019년에 이어 2020년에도 대다수 국내 네트워크장비 업체들이 큰 폭의 주가 상승을 기록하였다. 9월 중순 이후 10월 말까지 후발사업자들의 낙폭이 큰 상태이고 최근엔 선발사업자의 경우에도 20~30% 수준의 주가 하락을 나타낸 상황이지만 여전히 연간으로 보면 높은 주가 상승을 기록 중이다.

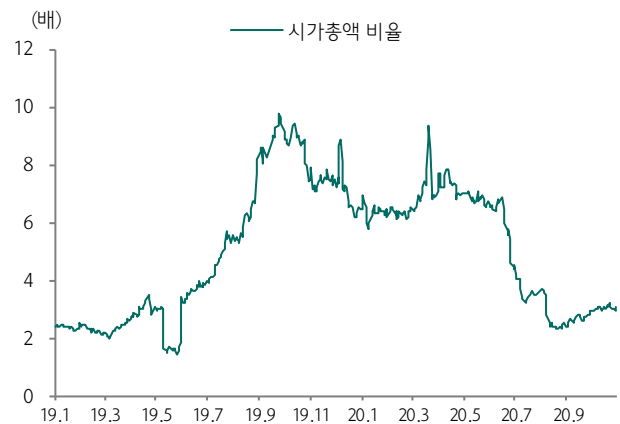
그런데 올해만 보면 실적 성과보다는 기대감으로 주가가 오른 종목이 많았고 특히 1등 업체보다는 2~4등 업체들의 주가 상승 폭이 상대적으로 컸다. 아직까진 5G로 수혜를 보지 못했지만 일본/미국을 기반으로 큰 수혜를 볼 것이란 기대감이 작용했으며 노키아보단 삼성전자 벤더들의 주가 상승 폭이 두드러졌다. 아무래도 기존 성과가 적었던 업체들이 기저 효과로 인해 실적이 좋아질 확률이 높고 이러한 기대감이 주가에 선반영된 것이라고 볼 수 있다.

그림 71. 2020년 국내 네트워크장비 업체 주가 상승률 비교



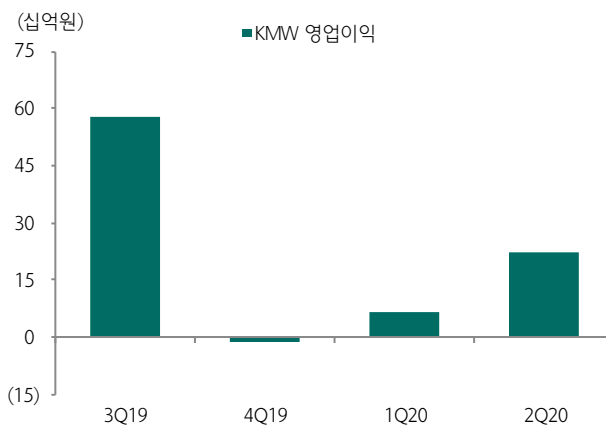
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 72. 에이스테크 대비 KMW 시가총액 비율 추이



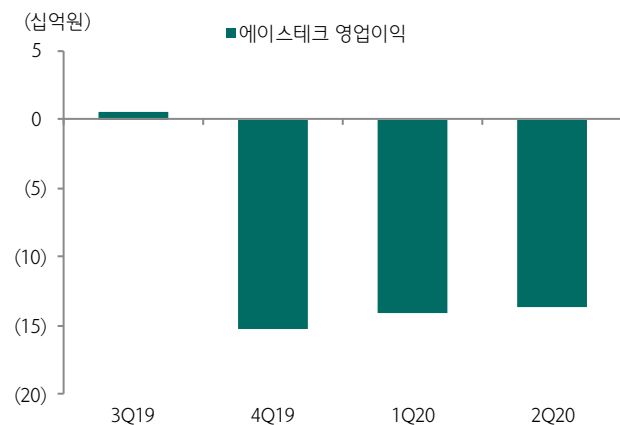
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 73. KMW 분기별 영업이익 추이



자료: KMW, 하나금융투자

그림 74. 에이스테크 분기별 영업이익 추이



자료: 에이스테크, 하나금융투자

현 시점에서는 1등 업체와 2~3등
업체간 시가총액 격차 줄어들었다는
점에 주목, 1등 업체 집중 공략해야

그런데 이제부터는 조금 다른 주가 반응을 예상해야 할 것 같다. 앞서 언급한 것처럼 일본/미국/인도에서 수출 성과가 의미 있게 나타나기 어렵고 인빌딩/유선 가입자 업체도 아니라면 사실상 탄력적인 주가 상승을 보여주지 못할 수도 있기 때문이다. 최근 주가 낙폭이 큰 무선 장비 후발업체 및 내수 위주 업체들의 경우엔 최악의 상황을 가정하면 전고점 돌파가 어려울 수도 있을 것 같다. 단순히 소량의 미국/일본 시장에서의 매출만 가지고는 높은 주가 상승을 설명하기 어려울 수 있기 때문이다.

당연한 얘기지만 국내 대다수 5G 장비 업체가 미국에서 수주를 받는다고 해도 매출 시점과 매출액 규모는 큰 차이가 날 수 있으며 이익 격차는 매출 격차보다 2~3배 이상도 날 수 있다. 그렇게 되면 1등 업체와 2~3등 업체간 시가총액은 예상보다 많이 벌어질 수도 있다. 대다수 투자자들은 EPS를 근거로 시가총액을 판단하기 때문이다.

결국 11월 중순 이후 국내 네트워크장비 업체들이 하반기 실적 부담을 떨쳐버리고 2021년 실적 기대감으로 재차 반등에 성공한다면 후발 낙폭과대주보다는 1등 업체 위주로 반등이 나타날 가능성이 높다. 1등 업체들이 미국에서 먼저 매출 성과를 나타낼 가능성이 높고 규모에서도 2~3등 업체와 차이를 나타낼 것이기 때문이다.

따라서 시가총액 차이가 크지 않다면 당연히 1등 업체를 매수하는 것이 유리하다. 2~4등 업체의 경우 향후 미국 수출 규모 및 이익 성과에 따라 올해 9월 전고점을 돌파하기 어려운 상황이 발생할 수 있지만 1등 업체의 경우엔 2021년 무난히 신고가 경신이 가능할 것으로 판단되기 때문이다.

그림 75. 2~3등 업체보다 1등 업체 투자 성과가 우수할 것으로 판단하는 이유

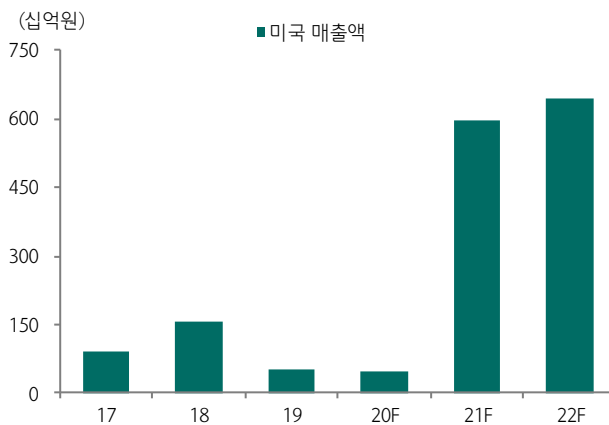
1	1등 사업자와 2~3등 사업자간 시가총액 격차 축소
2	수출 시기 및 물량 측면에서 1등 사업자와 2~3등 사업자간 차이 발생 불가피
3	벤더 선정은 이미 주가에 반영, 물량 차이로 주가 결정될 것
4	투자자들은 매출이 아닌 이익 수준으로 적정 시가총액을 판단

자료: 하나금융투자

중요한 것은 미국 통신사 벤더 선정이 아니라 물량 규모, 1등 사업자 위주로 포트폴리오 재편해야 할 시점

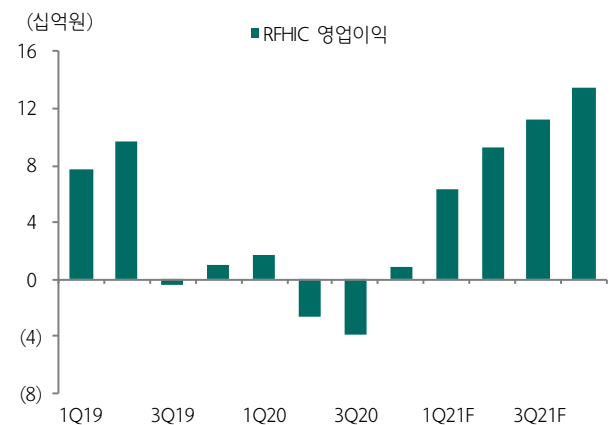
매출처, 매출 지역, 아이템 측면에서 1등 업체와 2~3등 업체는 분명히 차이가 존재한다. 그럼에도 불구하고 금년 6~8월 후반 5G 장비 업체들의 과도한 주가 상승은 선발사업자와 후발사업자간 과도한 시가총액 격차 축소를 가져왔다. 2019년 10배까지 벌어졌던 KMW와 에이스테크간 시가총액 격차는 2배까지 좁혀졌다가 최근 다시 벌어지고 있는 상황이다. 향후 수출 성과를 바탕으로 재차 KMW와 에이스테크간 시가총액 격차 확대가 예상된다. 재차 1등 사업자 위주로 포트폴리오를 압축할 필요가 있겠다.

그림 76. KMW 연간 미국 매출액 전망



자료: KMW, 하나금융투자

그림 77. RFHIC 분기별 연결 영업이익 전망



자료: RFHIC, 하나금융투자

3. 통신서비스 및 네트워크장비 업체 추천 종목 점검

1) 통신서비스 종목별 투자 매력도는 SKT>LGU+>KT 순

2021년 통신서비스 업종 종목별 투자 매력도를 SKT>LGU+>KT 순으로 제시, 실적 흐름 양호할 것이고 재료 많기 때문

2021년 통신서비스 업종 종목별 투자 매력도를 SKT>LGU+>KT 순으로 제시하며, 업종 Top Pick을 SKT로 선정한다.

SKT는 2020년 3분기 이후 통신/비통신 부문에서 모두 개선된 실적을 나타낼 것으로 예상되는 가운데 최근 높은 5G 순증 가입자 M/S를 보여주고 있어 주가 상승에 대한 기대감을 높여주고 있다. 상대적으로 이동전화 APRU 측면에서 우수한 면모를 드러낼 것이기 때문이다. 더불어 성장성이 높은 자회사 IPO에 나서 시장 가치를 드러냄과 동시에 2021년 하반기 지배구조개편을 통해 시가총액 증대를 모색할 것이란 점도 긍정적이다. 2021년 중간/기말 배당 증가가 예상된다는 점을 감안 시 안정적인 계단식 주가 상승세가 향후 2년간 펼쳐질 가능성이 높다는 판단이다.

LGU+는 비록 Top Pick으로 제시하지는 않지만 현 가격대에선 한번쯤 베팅 해볼 것을 권한다. 물론 아직까진 화웨이 장비 수급 이슈에 대한 지나친 투자자들의 우려가 부담스러운 것은 사실이다. 하나금융투자에선 실제 화웨이 리스크가 크지 않으며 해결 방안이 충분히 존재하고 주가 반영이 과도한 상황이라고 지속적으로 언급하고 있지만, 여전히 투자 심리는 좋지 않은 편이다. 하지만 현 시점/주가 수준에선 LGU+에 다소 공격적으로 접근할 필요가 있다. 왜냐하면 현 주가 수준에선 추가적인 하락 폭이 크게 나타나기 어렵고, 향후 점차 투자자들이 화웨이 리스크에서 벗어나 발표되는 실적에 주목하기 시작한다면 의외로 높은 주가 상승을 기록할 가능성이 높기 때문이다.

KT의 경우엔 2021년에도 주도주가 되긴 어렵겠지만 통신산업 실적 호전에 따른 상승 분위기에 동참할 가능성이 높아 주가가 장기 우상향 기초가 유지될 수 있을 것으로 판단한다. 2020년 영업이익 턴어라운드와 더불어 2021년에도 매출 성장을 기반으로 장기 이익 성장 구도로 진입할 것으로 예상되고 가격 메리트가 커 향후 수급만 개선된다면 의외로 높은 주가 상승도 기대된다. 강한 하방 경직성을 확보한 가운데 점진적 주가 상승을 나타낼 것으로 예상되므로 절대 수익을 추구하는 투자자라면 현 가격대 매수를 적극 추천한다. 2020년 5월 CEO 투자가 미팅에서 언급된 내용들을 체크하면서 주가가 지속 상승할 것이란 판단이다.

표 3. 통신업종 종목별 투자매력도 순위

순위	종목명	주가(11/9)	21년 예상 주가 밴드	P/E	P/B	평가 사유
1	SKT	225,500원	210,000~400,000원	9.7	0.7	• 주주이익환원 규모 증가/자회사 IPO 기대감 상승 중
2	LGU+	11,800원	11,000~20,000원	7.2	0.6	• 화웨이 이슈 감안해도 실적대비 주가 너무 낮은 상황
3	KT	23,100원	22,000~35,000원	6.9	0.4	• 신임 CEO 경영 정책 방향 긍정적, 단 자회사는 부담 요인

주: 2021년 예상 실적 기준
자료: 하나금융투자

표 4. 통신 3사 투자 환경상 긍정적/부정적 요인 점검

구분	긍정적 요인	부정적 요인
SKT	- 장기 5G 도입으로 인한 매출 성장으로 큰 폭의 수혜 예상 - 자회사 실적 개선 본격화되는 양상, 장기 주주이익환원 증대 지속 전망 - 원스토어/캡스 2021년도 IPO 예정, 자회사 가치 감안 시 절대 저평가 - 요금인가제 폐지, 분리공시제 도입 추진 등 규제 상황 긍정적	- 정부/정치권/언론 눈치보기로 지배구조개편 추진 지연 상황 5G 킬러 서비스 부재, 5G 기대감 저하 5G 커버리지 낮아 보급률 급격히 증가하기 어려운 상황 - 하이닉스 이익 높지 않아 올해/내년 기준 PER 낮지 않은 편
KT	- 이동전화/초고속/미디어 등 기존 사업 ARPU 성장 통한 실적 향상 추진 - 신임 CEO 인건비 등 제반 영업비용 증가 강력한 통제 기대 - 실질 자산가치대비 시가총액 너무 적은 상황 - 올해 배당금 최소한 작년 수준 유지 후 향후 증가 패턴 기대	- 본사 실적 개선되나 자회사 실적 부진 양상 - 스카이라이프 CATV 인수 추진 부담 - 낮은 ROE로 높은 자산가치 크게 부각되기엔 역부족 - 신임 CEO 성과 나타내려면 다소 시간 걸릴 듯
LGU+	- 통신 3사 중 통신부문에서 가장 높은 이익 성장 기록할 전망 - 향후 실적 흐름/역사적 Multiple 감안하면 PER 수준 낮은 편 - CEO/CFO 연임, 경영진 성장 감안 시 수익성 위주 정책 펼 전망 - 장기적으로 보면 CATV 가입자들의 매출 증가 요인 발생 기대	- 미국 화웨이 거래 중단 권고에 따른 부담 큰 상황 - 마케팅비용 통제 한계, 감가상각비 증가 불가피한 상황 - 자금 소요 여전히 많은 상황, 단기 재무구조 악화 불가피 - 매출액 성장을 저하, 낮은 5G 순증 가입자 M/S
종합평가	실적 좋아지고 있고 장/단기 호재 풍부하며 수급 개선 예상되는 SKT가 3사 중 가장 투자 유망한 것으로 평가	

자료: 하나금융투자

표 5. 통신업종 종목별 투자 의견

구분	투자이견	목표가 (12개월)	사유
SKT	매수	330,000원	5G 도입 수혜 예상되며, 규제 양호해 장기 실적 전망 낙관적, 자회사 실적 개선 본격화 양상
KT	매수	35,000원	실질 자산가치대비 절대 저평가 상황, 2020년엔 연결 영업이익 증가 전환 예상
LGU+	매수	18,000원	M/S 상승, 장기 안정적 이익 성장 지속될 전망, 경영진 연임으로 수익성 위주 정책 펼칠 것

주: 1) 종목 투자 등급은 1. 매수, 2. 중립, 3. 비중축소, 2) 투자이견은 향후 12개월 기준

자료: 하나금융투자

2) 네트워크장비 업종에선 KMW/RFHIC/이노와이어/다산네트웍스/솔리드 추천

2021년 네트워크장비 업종 투자 유망
종목은 1등 업체 위주로 선정하며,
KMW/RFHIC/이노와이어리스/
다산네트웍스/솔리드를 추천

2021년 네트워크장비 업종 투자 유망 종목으로는 KMW/RFHIC/이노와이어리스/다산네트웍스/솔리드를 추천한다. 앞서 언급한 것처럼 1등 업체, 미국/인도 수출 수혜주, 삼성/노키아 벤더, 스몰셀 및 인빌딩 1등 장비 업체, 유선 가입자 1위 업체로 2021년 투자 유망 종목을 선정하였다. Top Pick 및 관심종목에서 따로 다룰 KMW와 다산네트웍스를 제외한 RFHIC, 이노와이어리스, 솔리드에 대한 추천 사유는 다음과 같다.

먼저 RFHIC는 2020년 4분기에 영업이익/순이익 흑자 전환이 예상되고 고대했던 미국 수출이 2021년 말부터 본격화될 것으로 보여 향후 실적 흐름을 감안하면 충분히 높은 주가 상승을 기대할 만하다. 2021년엔 삼성전자/노키아향 매출액이 큰 폭 증가할 것이어서 장기 실적 전망도 밝다. 무엇보다 최근 전세계적으로 3GHz 대역 이상에서 주파수 경매가 이루어지고 있는데, 곧 통신사들이 3GHz 대역 이상에서 5G 서비스에 나설 것으로 보여 고주파수에서 강점을 가지고 있는 RFHIC의 큰 수혜가 예상된다.

이노와이어리스는 28GHz 스몰셀 상용화 시점이 구체화되는 양상이고 고대했던 5G 스몰셀 수출 성과가 곧 나타날 것으로 보여 탄력적인 주가 반등이 예상된다. 여기에 최근 경쟁 상황도 양호하다. 커버리지 반경을 감안할 때 28GHz대역은 인빌딩 트래픽 분산용으로 사용될 공산이 큰 데 국내에선 마땅한 경쟁업체가 없기 때문이다. 일부 외산업체(에어스팬네트웍스)가 진입한다고 해도 국내 M/S가 70%를 상회할 것으로 보여 28GHz 상용화의 최대 수혜주가 될 것이란 판단이다.

솔리드는 최근 상황은 좋지 못하다. 2020년 3분기에 이어 4분기에도 적자 발생 가능성이 존재하며 유럽 관공서 수주도 지연되고 있기 때문이다. 하지만 현 가격에선 적극 매수로 대응할 필요가 있겠다. 2020년 실적은 당초 예상보다 부진하나 2021년도엔 국내 통신 3사 중계기 투자가 본격화되면서 괄목할만한 실적 개선이 기대되기 때문이다. 여기에 글로벌 SI와 미국 동반 진출하면서 미국 DAS 수출 물량 증대도 예상된다. SKT의 중계기 파트너사이고 SKT가 수상 경력을 갖고 있다는 점을 감안 시 시점이 문제이지 유럽 관공서 중계기 수주 가능성도 높다. 향후 실적/재료를 감안하면 투자 유망하다.

표 6. 네트워크장비 업종 투자 유망 종목

종목	투자이견	목표주가	PER(21년)	현재 시가총액	2021년 최대 시가총액	추천 사유
KMW	매수	120,000원	10.9	2.7조원	6.0조원	• 일본/미국/인도 수출 물량 증대로 재차 실적 호전 전망
다산네트웍스	매수	18,000원	10.0	0.4조원	0.7조원	• 일본 통신사 수출 물량 증대, 국내 공공부문 공급 증가 기대
RFHIC	매수	60,000원	25.2	0.9조원	1.6조원	• 삼성전자 통해 미국/인도 성과 기대, 고주파수 투자 수혜 예상
이노와이어리스	매수	90,000원	17.5	0.4조원	0.7조원	• 28GHz 시대 본격 도래, 일본/인도/국내 스몰셀 매출 본격화 전망
솔리드	매수	12,000원	23.2	0.5조원	0.8조원	• KT에 이어 SKT 중계기 매출 본격화 전망, 미국 수출 전망 밝아

주: 11월 9일 종가 기준

자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

SKT (017670)	50
KMW (032500)	54
다산네트웍스 (039560)	58

2020년 11월 11일

SK텔레콤(017670)

2021년 호재 만발, 기대 이상의 수익률 달성도 가능할 듯

장기 이익 성장 추세로 진입 중, 매수/TP 33만원 유지

SKT에 대한 투자의견 매수, 목표가 33만원을 유지하며, 통신 서비스 업종 Top Pick으로 제시한다. 추천 사유는 1) 2020년 하반기 이후 본격적인 이익 성장 추세로의 진입이 예상되고, 2) 2021년 물적분할을 통한 지배구조개편, 자회사 상장 추진이 기대되며, 3) 넷플릭스법 시행에 이어 2021년 분리공시제 도입 가능성이 높아지고 있어 망패권 강화 및 마케팅 효율성 증대가 예상되고, 4) 자회사 배당금 유입분 증가, 통신부문 이익 증가로 장기 DPS 상승이 예상되기 때문이다.

낙관적으로 보면 내년 연결 영업이익 16% 증가도 가능해

SKT 2021년 실적 전망은 밝다. 연결 영업이익 11% 증가가 예상된다. 이동전화 ARPU가 증가 전환할 것이기 때문이다. 특히 최근 5G 순증가입자수가 큰 폭으로 증가하는 모습을 나타내고 있어 긍정적이다. 현 추세대로 움직인다면 2021년 SKT 이동전화매출액은 8% 성장도 가능해 보인다. 여기에 마케팅비용 급증 가능성도 낮다. 2020년 가입자유치비용이 낮게 유지됨에 따라 IFRS 회계 특성상 자산화되는 마케팅비용 증가 폭이 크지 않을 것이기 때문이다. 만약 SKT 3G/4G 주파수 재할당 가격이 1조 미만으로 낮아진다면 2021년 SKT 연결 영업이익은 16%까지 성장이 가능할 것으로 예상된다.

2021년 하반기 지배구조개편/자회사 IPO 추진 전망

2021년 SKT의 가장 큰 이슈는 지배구조 개편 추진 가능성이라고 볼 수 있다. 2022년 3월 20대 대통령 선거가 치뤄진다고 보면 2021년 하반기엔 SKT 지배구조개편이 추진될 가능성이 높기 때문이다. SKT 분할은 인적분할보다 물적분할로 추진될 전망이다. 중간지주사 체제로 전환하고 모바일 사업부문을 분할(100% 자회사)하여 중간 지주사 아래에 하이닉스, 브로드밴드와 동일하게 위치시킬 것으로 보인다. 만약 SKT가 물적분할을 시도한다면 SKT 시가총액은 크게 증가할 전망이다. 무엇보다 2021년 원스토어 1조원, ADT캡스 3조원, 2022년 11번가 4조원, SK브로드밴드 5조원, 2025년 T맵 모빌리티 5조원 규모로 IPO가 진행될 예정이기 때문이다. 당연히 기업 가치 재평가 논란이 생겨날 것으로 예상된다. 여기에 배당금 증가도 기대할 수 있다. 향후 M&A를 중간지주사가 담당할 가능성이 높아 기업 분할 후엔 SKT 모바일과 하이닉스의 배당 성향 증가로 SKT(중간지주사)의 배당금 증가가 예상되기 때문이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 330,000원 | CP(11월9일): 225,500원

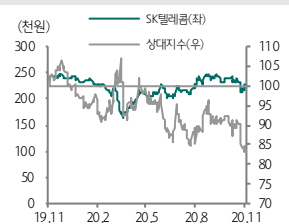
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,447.20
52주 최고/최저(원)	248,500/165,500
시가총액(십억원)	18,208.2
시가총액비중(%)	1.09
발행주식수(천주)	80,745.7
60일 평균 거래량(천주)	401,995.4
60일 평균 거래대금(십억원)	95.4
20년 배당금(예상, 원)	10,000
20년 배당수익률(예상, %)	4.58
외국인지분율(%)	34.31
주요주주 지분율(%)	
SK 외 4인	26.78
국민연금공단	11.41
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(6.0) 8.9 (6.8)
상대	(8.2) (13.4) (18.6)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	18,549.1	19,505.5
영업이익(십억원)	1,278.4	1,432.7
순이익(십억원)	1,416.6	1,874.9
EPS(원)	17,354	23,012
BPS(원)	331,243	345,636

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	16,874.0	17,743.7	18,427.4	19,340.8	20,400.2
영업이익	십억원	1,201.8	1,110.0	1,272.8	1,416.7	1,633.1
세전이익	십억원	3,976.0	1,162.7	1,758.2	2,437.4	3,011.3
순이익	십억원	3,127.9	889.9	1,370.4	1,882.3	2,324.2
EPS	원	38,738	11,021	16,972	23,312	28,784
증감율	%	20.31	(71.55)	54.00	37.36	23.47
PER	배	6.96	21.60	13.37	9.74	7.89
PBR	배	0.89	0.78	0.71	0.68	0.65
EV/EBITDA	배	6.45	5.57	5.05	4.93	4.61
ROE	%	15.52	3.92	5.83	7.65	8.98
BPS	원	302,806	305,327	318,956	332,463	350,552
DPS	원	10,000	10,000	10,000	12,000	12,000



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

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

2021년 연결 영업이익 11% 증가 전망, 주파수 가격 인하 시엔 16% 성장 예상

3G/4G 주파수 재할당가격 인하
감안하면 2021년 SKT 연결 영업이익
16% 증가도 가능할 전망

2020년 SKT 실적은 당초 우려보다는 양호하게 발표될 전망이다. 코로나 19 여파 및 5G 투자 축소, 상반기 전략폰 부재로 인한 5G 가입자 유치 저조로 이동전화매출액 증가 폭이 소폭에 그칠 전망이다. 마케팅비용 역시 1% 증가에 그칠 것으로 판단되기 때문이다. 아무래도 광고비 감소 및 인당획득비용(SAC) 하락 영향이 가장 크다고 볼 수 있겠다. 이에 따라 2020년 감소 우려가 컸던 SKT 별도(통신부문) 영업이익은 전년대비 2% 성장이 예상된다.

2021년 실적 전망은 더 밝다. 연결 영업이익이 11% 증가가 예상된다. 무엇보다 이동전화 ARPU가 증가 전환할 것으로 판단되기 때문이다. 특히 최근 5G 순증가입자수가 큰 폭으로 증가하는 모습을 내고 있어 긍정적이다. 현 추세대로 움직인다면 2021년 SKT 이동전화매출액은 8% 성장이 가능해 보인다. 여기에 마케팅비용 급증 가능성도 낮다. 단말기 교체 가입자수(신규+기변+번호이동 가입자수)가 증가하겠지만 2020년 가입자유치비용이 낮게 유지됨에 따라 IFRS 회계 특성상 자산화되는 마케팅비용 증가 폭이 크지 않을 것이기 때문이다. 여기에 코로나 19가 종식되지 않는 한 광고비가 크게 올라오기도 어려워 2021년 SKT 마케팅비용은 전년대비 5% 증가에 그칠 전망이다.

만약 SKT 3G/4G 주파수 재할당 가격이 1조 미만으로 낮아진다면 2021년 SKT 연결 영업이익은 16%까지 성장이 가능할 것으로 예상된다. 연간 1,000억원 이상의 주파수관련비용이 줄어들 수 있기 때문이다.

표 1. SKT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

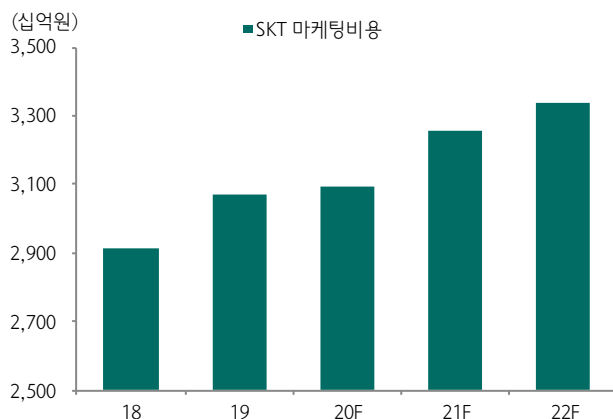
(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	4,450.4	4,602.8	4,730.8	4,643.4	4,689.8	4,804.4	4,879.4	4,967.1
영업이익	302.0	359.5	361.5	249.8	356.5	364.6	392.2	303.4
(영업이익률)	6.8	7.8	7.6	5.4	7.6	7.6	8.0	6.1
세전이익	370.0	548.3	521.8	318.1	428.1	567.8	758.3	683.3
순이익	309.4	427.2	386.9	246.9	330.6	438.2	585.4	528.1
(순이익률)	7.0	9.3	8.2	5.3	7.0	9.1	12.0	10.6

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

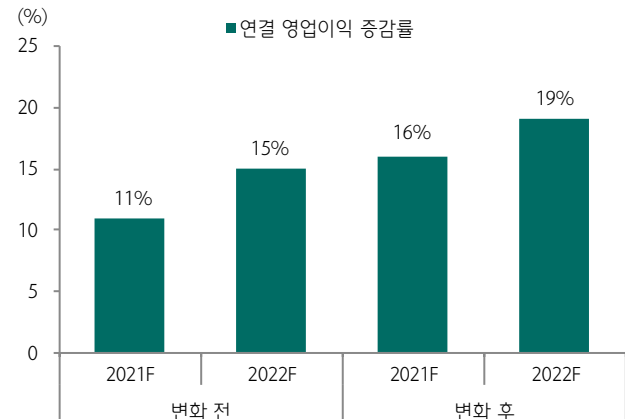
자료: SKT, 하나금융투자

그림 1. SKT 연간 마케팅비용 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 2. 주파수 재할당 가격 변화에 따른 SKT 연결 영업이익 증감률



자료: SKT, 하나금융투자

2021년 하반기 SKT 물적분할 통한 지배구조 개편,
원스토어/ADT캡스부터 IPO 추진
전망, 기업 가치 증가 예상

2021년 하반기 지배구조개편 추진, 자회사 IPO 개시로 주가 재평가 받을 것

2021년 SKT의 가장 큰 이슈는 뭐니뭐니해도 지배구조 개편 추진 가능성이라고 볼 수 있다. 2022년 3월 9일 20대 대통령 선거가 치뤄진다고 보면 2021년 하반기엔 SKT 지배구조개편이 추진될 가능성이 높다. 아무래도 지배구조개편 추진 자체가 이슈가 될 가능성이 높기 때문이다.

물론 SKT 분할은 인적분할보단 물적분할로 추진될 가능성이 높다. 인적분할의 경우 정부/국회 인가 등의 복잡한 문제가 발생할 가능성이 높고, 차후 대주주의 공개 매수 부담도 존재하기 때문이다. 또 물적분할보다는 인적분할이 노이즈를 만들 가능성이 높다. 투자자들이 대주주가 인적분할을 통해 지분을 상승을 시도할 가능성이 높다고 판단할 것이기 때문이다. 정작 대주주는 노이즈를 만들면서 지배구조를 개편할 생각이 없는 상황인데도 말이다.

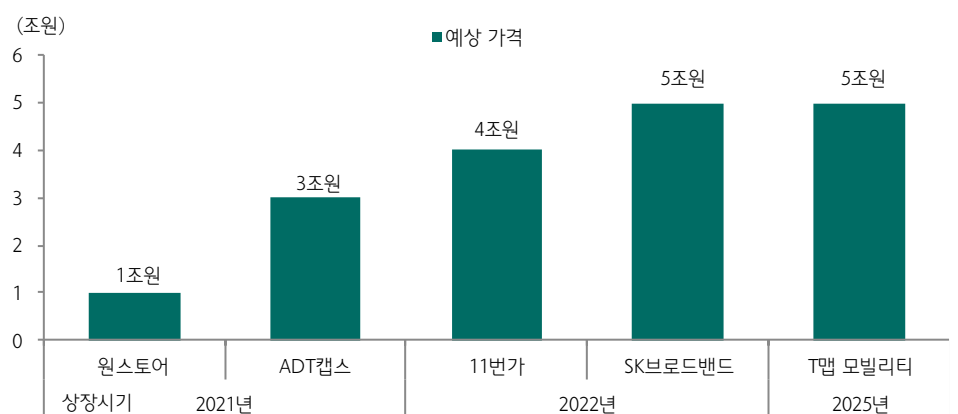
현재 최태원 회장이 사장단에게 기업가치(시가총액) 증대를 강하게 요구하고 있음을 감안할 때 SKT는 물적분할을 추진할 가능성이 높아 보인다. 중간지주사 체제로 전환하고 모바일 사업부문을 분할(100% 자회사)하여 중간 지주사 아래에 하이닉스, 브로드밴드와 동일하게 위치시킬 가능성이 높다.

만약 SKT가 물적분할을 시도한다면 SKT 시가총액은 크게 증가할 전망이다. 무엇보다 2021년 원스토어 1조원, ADT캡스 3조원, 2022년 11번가 4조원, SK브로드밴드 5조원, 2025년 T맵 모빌리티 5조원 규모로 IPO가 진행될 예정이기 때문이다. 당연히 기업 가치 재평가 논란이 생겨날 것으로 예상된다.

여기에 배당금 증가도 기대할 수 있다. 향후 M&A를 중간지주사가 담당할 가능성이 높아 기업 분할 후엔 SKT 모바일과 하이닉스의 배당 성향 증가로 SKT(중간지주사)의 배당금 증가가 예상되기 때문이다.

일부에선 SK(주)와 SKT(중간지주) 합병 추진 시 불리함을 걱정하나, 단기 합병 가능성이 희박한 데다가 지속적인 자사주 매입, 신주발행주식수 최소화가 추진될 가능성이 높아 리스크는 크지 않다.

그림 3. SKT 자회사 상장 시기 및 가격 전망



자료: SKT, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	16,874.0	17,743.7	18,427.4	19,340.8	20,400.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	16,874.0	17,743.7	18,427.4	19,340.8	20,400.2
판매비	15,672.2	16,633.7	17,154.5	17,924.1	18,767.1
영업이익	1,201.8	1,110.0	1,272.8	1,416.7	1,633.1
금융손익	(128.8)	(287.8)	(200.7)	(107.1)	(107.2)
종속/관계기업손익	3,270.9	449.5	777.8	1,296.9	1,654.4
기타영업외손익	(367.9)	(109.1)	(91.7)	(169.1)	(169.0)
세전이익	3,976.0	1,162.7	1,758.2	2,437.4	3,011.3
법인세	844.0	300.7	378.6	560.6	692.6
계속사업이익	3,132.0	861.9	1,379.6	1,876.8	2,318.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3,132.0	861.9	1,379.6	1,876.8	2,318.7
비지배주주지분 손익	4.1	(28.0)	9.2	(5.5)	(5.5)
지배주주순이익	3,127.9	889.9	1,370.4	1,882.3	2,324.2
지배주주지분포괄이익	3,000.5	892.3	1,627.6	1,858.2	2,295.7
NOPAT	946.7	822.9	998.7	1,090.9	1,257.5
EBITDA	4,486.1	5,045.8	5,385.9	5,541.7	5,758.1
성장성(%)					
매출액증가율	(3.69)	5.15	3.85	4.96	5.48
NOPAT증가율	(21.11)	(13.08)	21.36	9.23	15.27
EBITDA증가율	(6.23)	12.48	6.74	2.89	3.90
영업이익증가율	(21.79)	(7.64)	14.67	11.31	15.27
(지배주주)순이익증가율	20.31	(71.55)	53.99	37.35	23.48
EPS증가율	20.31	(71.55)	54.00	37.36	23.47
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	26.59	28.44	29.23	28.65	28.23
영업이익률	7.12	6.26	6.91	7.32	8.01
계속사업이익률	18.56	4.86	7.49	9.70	11.37

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	38,738	11,021	16,972	23,312	28,784
BPS	302,806	305,327	318,956	332,463	350,552
CFPS	58,219	64,560	72,296	82,612	89,721
EBITDAPS	55,558	62,490	66,702	68,631	71,311
SPS	208,977	219,748	228,215	239,527	252,648
DPS	10,000	10,000	10,000	12,000	12,000
주가지표(배)					
PER	6.96	21.60	13.37	9.74	7.89
PBR	0.89	0.78	0.71	0.68	0.65
PCFR	4.63	3.69	3.14	2.75	2.53
EV/EBITDA	6.45	5.57	5.05	4.93	4.61
PSR	1.29	1.08	0.99	0.95	0.90
재무비율(%)					
ROE	15.52	3.92	5.83	7.65	8.98
ROA	8.25	2.05	3.02	4.00	4.78
ROIC	5.22	3.87	4.50	4.78	5.44
부채비율	89.58	95.46	88.24	86.32	83.04
순부채비율	32.55	39.61	36.77	35.85	31.24
이자보상배율(배)	3.91	2.79	4.62	9.56	11.01

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	7,958.8	8,102.3	8,390.5	8,554.1	9,343.7
금융자산	2,806.6	2,360.5	2,907.5	2,838.2	3,624.1
현금성자산	1,506.7	1,270.8	2,004.2	1,857.6	2,655.6
매출채권	2,008.6	2,231.0	2,199.7	2,353.0	2,454.4
재고자산	288.1	162.9	208.0	222.5	232.1
기타유동자산	2,855.5	3,347.9	3,075.3	3,140.4	3,033.1
비유동자산	34,410.3	36,509.3	37,864.0	39,208.3	40,200.2
투자자산	13,562.2	14,401.9	15,369.0	16,363.3	17,020.1
금융자산	750.4	1,016.7	1,277.1	1,288.8	1,296.6
유형자산	10,718.4	12,334.3	12,731.8	13,056.8	13,381.8
무형자산	8,452.1	7,815.6	8,071.4	8,066.4	8,051.4
기타비유동자산	1,677.6	1,957.5	1,691.8	1,721.8	1,746.9
자산총계	42,369.1	44,611.6	46,254.5	47,762.4	49,543.9
유동부채	6,847.6	7,787.7	7,061.5	7,268.8	7,464.4
금융부채	1,488.5	1,766.0	1,621.5	1,631.5	1,639.3
매입채무	381.3	438.3	383.6	410.4	428.0
기타유동부채	4,977.8	5,583.4	5,056.4	5,226.9	5,397.1
비유동부채	13,172.3	14,000.4	14,620.3	14,858.8	15,012.7
금융부채	8,591.8	9,635.6	10,321.0	10,396.9	10,439.9
기타비유동부채	4,580.5	4,364.8	4,299.3	4,461.9	4,572.8
부채총계	20,019.9	21,788.1	21,681.8	22,127.6	22,477.1
지배주주지분	22,470.9	22,956.8	24,057.3	25,148.0	26,608.6
자본금	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9
자본조정	(2,260.8)	(1,909.4)	(1,697.4)	(1,697.4)	(1,697.4)
기타포괄이익누계액	(373.4)	(329.6)	(51.1)	(51.1)	(51.1)
이익잉여금	22,144.5	22,235.3	22,845.3	23,936.0	25,396.6
비지배주주지분	(121.6)	(133.3)	515.3	486.8	458.2
자본총계	22,349.3	22,823.5	24,572.6	25,634.8	27,066.8
순금융부채	7,273.7	9,041.1	9,035.0	9,190.1	8,455.1

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	4,332.6	3,986.1	5,501.9	6,139.3	6,749.0
당기순이익	3,132.0	861.9	1,379.6	1,876.8	2,318.7
조정	117	396	424	414	414
감가상각비	3,284.3	3,935.8	4,113.1	4,125.0	4,125.0
외환거래손익	(0.4)	0.4	(1.1)	0.0	0.0
지분법손익	(3,270.9)	(449.5)	(407.9)	0.0	0.0
기타	104.0	(3,090.7)	(3,280.1)	(3,711.0)	(3,711.0)
영업활동 자산부채변동	25.9	(836.3)	(114.4)	127.0	294.9
투자활동 현금흐름	(4,047.7)	(3,582.5)	(3,939.8)	(5,569.7)	(5,127.8)
투자자산감소(증가)	(2,831.4)	(839.7)	(967.1)	(994.3)	(656.9)
자본증가(감소)	(2,734.1)	(3,357.4)	(3,941.0)	(4,450.0)	(4,450.0)
기타	1,517.8	614.6	968.3	(125.4)	(20.9)
재무활동 현금흐름	(238.3)	(636.8)	(836.6)	(716.3)	(823.2)
금융부채증가(감소)	2,269.1	1,321.3	540.9	85.9	50.9
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,801.3)	(1,239.4)	(646.1)	(10.6)	(10.5)
배당지급	(706.1)	(718.7)	(731.4)	(791.6)	(863.6)
현금의 증감	49.0	(235.9)	733.4	(146.6)	798.0
Unlevered CFO	4,700.9	5,213.0	5,837.6	6,670.6	7,244.6
Free Cash Flow	1,540.2	610.2	1,556.0	1,689.3	2,299.0

2020년 11월 11일

KMW(032500)

2021년에는 수출 성과를 바탕으로 시가총액 6조원에 도전할 것

매수/12개월 목표가 12만원 유지, 또 한번의 신화 쓸 전망

KMW에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표주가 12만원을 유지한다. 또 2021년 국내 네트워크장비 업종 내 Top Pick으로 선정한다. 추천 사유는 1) 2020년 하반기 실적이 당초 기대에 미치지 못할 전망이나 2021년까지 장기 분기별 이익 증가 흐름은 유지될 전망이고, 2) 미국 수주 지연 상황이나 2020년 말부터는 서서히 버라이즌/디쉬네트워크향 매출 발생이 예상되며, 3) 2021년 상반기 인도, 2021년 하반기 유럽이 5G 투자에 나설 전망이어서 이에 따른 수혜가 기대되며, 4) 2~4등 업체와는 달리 미국 시장에서 의미 있는 성과를 낼 것인데 매출 지연 실망감으로 단기 주가가 과도하게 하락한 상황이기 때문이다. 투자자들의 시각이 2021년도로 이동하는 11월 말부터는 주가가 본격 상승 시도할 가능성이 높으므로 투자 전략상 좀 더 길게 보고 주가 하락 시 마다 적극적으로 분할 매수에 나설 것을 권고한다.

수출 동향 감안 시 2021년엔 사상 최대 실적 달성 유력

2021년 KMW 실적 전망은 밝다. 2020년 말부터는 고대했던 미국 수출이 개시될 전망이고, 2021년 상반기 인도, 2021년 하반기 유럽 수출이 본격화될 것이기 때문이다. 국내 통신 3사 5G 투자도 앞에서 언급했듯이 2021년도에는 2020년보다는 증가가 예상된다. 일부에서는 미국 수출이 2021년 2분기 이후로 연기될 수 있다는 부정적인 의견을 피력하는데 사실상 가능성이 희박하다. 트래픽과 주파수 경매 일정 때문이다. 미국 수출이 2020년 말부터는 개시될 전망이며, KMW가 2021년 분기별/연간 사상 최대 실적을 달성할 가능성은 유력하다는 판단이다.

성과 차이로 2~4등 업체와 시가총액 격차 크게 벌릴 것

지금부터 미국/인도 시장에서 5G 장비 사업자간 수주 물량 확보 및 매출 성과에 따라 업체별 주가가 달라질 수 있다는 점에 주목해야 한다. 그런데 KMW의 경우 다양한 매출처/주파수에 대응이 가능해 투자 유망하다는 판단이다. 600MHz~3.5GHz에 달하는 다수의 주파수 대역, 삼성/노키아/에릭슨/직납 등 다양한 매출 경로, 필터/안테나/시스템 등 다양한 제품을 통해 미국/인도 시장에서 대량의 수주가 가능하기 때문이다. 이익 성과 차이로 KMW와 2~4등 업체간 시가총액 격차가 다시 크게 벌어질 가능성에 대비해야 할 것 같다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 120,000원 | CP(11월9일): 69,400원

Key Data

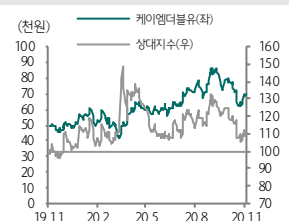
KOSDAQ 지수 (pt)	851.21
52주 최고/최저(원)	86,600/41,550
시가총액(십억원)	2,763.6
시가총액비중(%)	0.83
발행주식수(천주)	39,820.9
60일 평균 거래량(천주)	1,067,416.1
60일 평균 거래대금(십억원)	81.9
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	8.60
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 1인	35.48

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(10.7)	10.7	39.5
상대	(8.5)	(11.3)	8.9

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	581.2	1,125.5
영업이익(십억원)	99.7	246.1
순이익(십억원)	80.2	194.2
EPS(원)	2,014	4,886
BPS(원)	7,410	12,223

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	296.3	682.9	573.4	1,578.9	1,731.6
영업이익	십억원	(26.2)	136.7	102.0	318.1	354.5
세전이익	십억원	(29.8)	129.4	106.6	318.7	355.6
순이익	십억원	(31.3)	102.7	83.1	248.6	277.4
EPS	원	(927)	2,652	2,087	6,243	6,965
증감율	%	적지	흑전	(21.30)	199.14	11.56
PER	배	(11.89)	19.27	32.73	10.94	9.81
PBR	배	4.77	9.39	8.99	4.94	3.28
EV/EBITDA	배	(27.26)	14.30	24.78	8.60	7.10
ROE	%	(45.51)	67.76	32.01	58.25	40.21
BPS	원	2,311	5,444	7,596	13,839	20,804
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

2021년엔 수출 성과를 바탕으로 다시 놀라운 실적 기록할 전망

미국 수출 2020년 말부터는 개시될
전망, 2021년 분기별/연간 사상 최대
실적 달성 가능성은 유력한 상황,
주가 조정 받은 현 시점이
매수 적기로 판단

2020년 9월 중순 이후 최근까지 KMW를 비롯한 5G 장비주들이 주가 하락세를 면치 못하고 있다. 최근 2개월간 주가 하락 폭이 30%에 달한다. KMW의 주가 하락 원인은 2020년 3분기 실적 부진에 이어 4분기 실적도 당초 기대치에 미치지 못할 것이란 전망과 함께 일부 투자자들이 미국 수출 지연으로 2021년 상반기까지도 KMW 실적 부진이 이어질 수 있다는 우려를 표했기 때문이다.

하지만 2021년 KMW 실적 전망은 밝다. 2020년 말부터는 고대했던 미국 수출이 개시될 전망이고, 2021년 상반기 인도, 2021년 하반기 유럽 수출이 본격화될 것이기 때문이다. 국내 통신 3사 5G 투자도 앞에서 언급했듯이 2021년도에는 2020년보다는 증가가 예상된다.

일부에서는 미국 수출이 2021년 2분기 이후로 연기될 수 있다는 부정적인 의견을 피력하는데 사실상 가능성이 희박하다. 트래픽과 주파수 경매 일정 때문이다. 현재 미국은 트래픽 폭 증으로 네트워크 상황이 심각하다. 네트워크 보강 또는 신규 주파수 투자가 필연적인 상태다. 여기에 규제 이슈도 존재한다. 버라이즌/디쉬네트워크가 연내 3.5GHz 대역에 투자를 하지 않을 경우 2020년 12월로 예정된 주파수 경매가 연기될 가능성이 존재하기 때문이다. 이는 3.7GHz 대역이 꼭 필요한 버라이즌 뿐만 아니라 AT&T도 원하지 않는 스토리일 것이다.

아이폰 5G 출시도 변수다. 이미 T-Mobile이 스프린트와 합병해 우량 가입자 유치 경쟁에 뛰어들기 시작했고, 위성방송사업자인 디쉬네트워크가 드디어 이동전화 사업에 가세했기 때문이다. 결국 5G 가입자 유치를 통한 미국 통신사간 우량 가입자 유치 경쟁이 시작된다고 보면 2020년 말 미국 통신사들이 5G 투자에 돌입할 가능성이 높다는 판단이다.

하나금융투자에서는 당초 2020년 4분기에 KMW가 사상 최대 실적을 기록할 것으로 전망했다가 2021년 상반기로 사상 최대 실적 달성 시점을 늦춰 전망한 바 있다. 하지만 이에 실망할 필요는 없다. 이미 KMW 주가에 반영된 상태이고 11월 말 이후엔 대다수 투자자들의 시각이 2021년로 이동할 것이기 때문이다. 시점의 문제이지 결국엔 KMW가 분기별/연간 사상 최대 실적을 낼 가능성이 높다는 점을 감안하면 현재 가격 수준에서는 큰 기회를 제공하고 있다는 판단이다.

아직은 좀 더 지켜봐야 하겠지만 버라이즌과 달리 AT&T와 T-Mobile은 2020년 4분기부터 CAPEX 증가를 언급하고 있다. 2021년 KMW가 분기/연간 사상 최고 실적을 달성할 가능성이 높은 상황이다. 보다 긴 관점에서 적극 매수에 동참할 것을 권유한다.

표 1. KMW의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	77.5	127.2	139.1	229.6	335.1	378.2	414.2	451.4
영업이익	6.6	22.0	24.6	48.8	66.9	75.4	83.3	92.5
(영업이익률)	8.5	17.3	17.7	21.3	20.0	19.9	20.1	20.5
세전이익	15.2	18.6	24.1	48.7	66.8	75.5	83.4	93.0
순이익	13.0	11.9	19.3	39.0	52.1	58.9	65.1	72.5
(순이익률)	16.8	9.4	13.9	17.0	15.5	15.6	15.7	16.1

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: KMW, 하나금융투자

다양한 매출처로 2~4등 업체와 실적 차별화 전망, 시가총액 격차 커질 것

2~4등 업체보다는 1등 업체인 KMW 비중 적극 늘릴 것을 추천, 이제부터 이익 성과 차이로 다시 KMW와 후발사업자간 시가총액 격차 다시 벌어질 것이기 때문

지금부터는 5G 장비 사업자간 수주 물량 확보 및 매출 성과에 따라 업체별 주가가 달라질 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 그런데 KMW의 경우 다양한 매출처와 주파수에 대응이 가능해 투자 유망하다. 600MHz~3.5GHz에 달하는 다수의 주파수 대역, 삼성/노키아/에릭슨/직납 등 다양한 매출 경로, 필터/안테나/시스템 등 다양한 제품을 통해 미국 통신 4개사로부터 대량의 수주가 가능하기 때문이다. 2021년 상반기 이슈화될 인도 시장 역시 별반 다르지 않다. 삼성/노키아/에릭슨이 벤더로 선정된다고 보면 그렇다.

앞서 언급했지만 무선장비 업체들의 경우 2021년도엔 1등 사업자와 2~4등 업체간 시가총액이 다시 크게 벌어질 수 있는 상황이다. 따라서 업체별 매출/이익 성과가 상당히 중요하다. 그렇다고 보면 KMW 주주들의 경우 상대적으로 안전한 편이다. 2~4등 업체의 경우 향후 미국/인도 수주 규모에 따라 2020년 9월 전고점을 돌파하기 어려운 상황이 발생할 수도 있지만 KMW의 경우엔 그럴 가능성이 희박하기 때문이다.

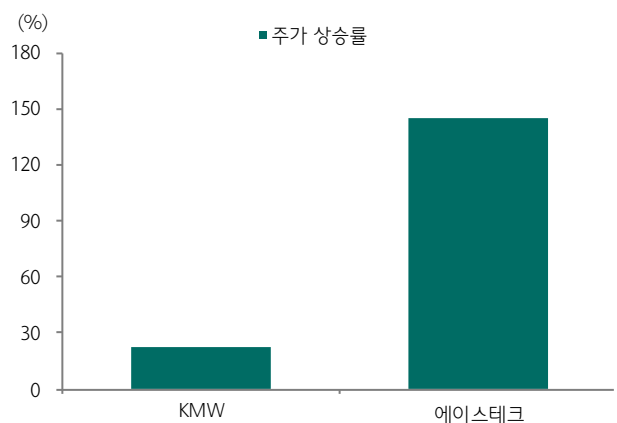
이미 대다수 5G 장비업체 주가에 미국 수출 기대감은 충분히 반영된 상태다. 향후 인도 지역 수출 기대감이 커질 수 있지만 인도 시장은 미국과 달리 모든 업체들이 진출하기가 쉽지 않다. 따라서 인도 수혜 기대감으로 주가가 오를 종목은 제한적이다. 결국 5G 장비 업체간 물량 싸움, 이익 정도가 향후 업체별 주가를 좌우할 공산이 큰 데 이익 발생 규모에서 선발/후발 간 차이가 심화될 것임을 감안하면 당연히 KMW가 유리하다. 특히 금년 들어 2~4등 업체와 KMW간 시가총액 격차가 줄어든 상황이라 더욱 그렇다. 단기 낙폭과 상관없이 2~4등 업체보단 1위 사업자인 KMW 비중 늘리기 및 종목 교체에 주력할 것을 권고한다.

그림 1. KMW 매출처 현황

삼성전자	시스템 장비, 필터
노키아	시스템 장비, 필터
ZTE	필터
에릭슨	필터

자료: KMW, 하나금융투자

그림 2. KMW와 에이스테크 연초 이후 주가 상승률 비교



자료: Quantiwise, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	296.3	682.9	573.4	1,578.9	1,731.6
매출원가	236.0	465.1	296.2	943.9	1,036.1
매출총이익	60.3	217.8	277.2	635.0	695.5
판매비	86.5	81.1	175.2	316.9	341.0
영업이익	(26.2)	136.7	102.0	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	106.6	318.7	355.6
법인세	1.5	26.8	23.5	70.1	78.2
계속사업이익	(31.3)	102.7	83.1	248.6	277.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(31.3)	102.7	83.1	248.6	277.4
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(31.3)	102.7	83.1	248.6	277.4
지배주주지분포괄이익	(30.2)	104.4	85.7	248.6	277.4
NOPAT	(27.6)	108.4	79.5	248.1	276.5
EBITDA	(16.6)	145.6	114.8	332.1	369.4
성장성(%)					
매출액증가율	45.46	130.48	(16.03)	175.36	9.67
NOPAT증가율	적지	흑전	(26.66)	212.08	11.45
EBITDA증가율	적전	흑전	(21.15)	189.29	11.23
영업이익증가율	적지	흑전	(25.38)	211.86	11.44
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(19.08)	199.16	11.58
EPS증가율	적지	흑전	(21.30)	199.14	11.56
수익성(%)					
매출총이익률	20.35	31.89	48.34	40.22	40.17
EBITDA이익률	(5.60)	21.32	20.02	21.03	21.33
영업이익률	(8.84)	20.02	17.79	20.15	20.47
계속사업이익률	(10.56)	15.04	14.49	15.75	16.02

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(927)	2,652	2,087	6,243	6,965
BPS	2,311	5,444	7,596	13,839	20,804
CFPS	(229)	4,144	3,018	8,462	9,407
EBITDAPS	(492)	3,761	2,883	8,341	9,276
SPS	8,781	17,638	14,400	39,650	43,485
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(11.89)	19.27	32.73	10.94	9.81
PBR	4.77	9.39	8.99	4.94	3.28
PCFR	(48.14)	12.33	22.63	8.07	7.26
EV/EBITDA	(27.26)	14.30	24.78	8.60	7.10
PSR	1.26	2.90	4.74	1.72	1.57
재무비율(%)					
ROE	(45.51)	67.76	32.01	58.25	40.21
ROA	(12.85)	29.31	17.65	34.93	26.22
ROIC	(21.84)	49.61	27.55	58.34	46.92
부채비율	217.21	96.99	70.25	64.86	45.76
순부채비율	43.82	22.52	(11.28)	(4.00)	(31.12)
이자보상배율(배)	(4.09)	24.10	27.09	73.04	79.77

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	173.1	313.3	379.4	756.2	1,048.9
금융자산	54.1	50.0	158.2	148.6	385.5
현금성자산	53.6	49.6	157.8	147.5	384.2
매출채권	51.6	178.5	149.9	412.7	450.6
재고자산	52.3	73.6	61.8	170.1	185.8
기타유동자산	15.1	11.2	9.5	24.8	27.0
비유동자산	100.4	113.7	135.5	152.3	158.7
투자자산	5.1	7.9	6.8	17.2	18.7
금융자산	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
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	515.0	908.5	1,207.5
유동부채	163.0	179.2	161.5	273.2	290.1
금융부채	90.8	90.1	91.8	93.8	94.8
매입채무	45.0	53.8	45.2	124.3	135.7
기타유동부채	27.2	35.3	24.5	55.1	59.6
비유동부채	24.3	31.0	51.0	84.2	89.0
금융부채	1.1	8.8	32.3	32.8	32.9
기타비유동부채	23.2	22.2	18.7	51.4	56.1
부채총계	187.3	210.3	212.5	357.4	379.1
지배주주지분	86.2	216.8	302.5	551.1	828.4
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	144.5	393.1	670.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	86.2	216.8	302.5	551.1	828.4
순금융부채	37.8	48.8	(34.1)	(22.1)	(257.8)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(37.4)	(3.7)	111.7	18.7	257.0
당기순이익	(31.3)	102.7	83.1	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)	24.1	(243.9)	(35.2)
투자활동 현금흐름	(21.9)	(17.8)	(31.5)	(31.5)	(21.4)
투자자산감소(증가)	0.7	(2.8)	1.1	(10.4)	(1.5)
자본증가(감소)	(20.4)	(14.2)	(31.9)	(20.0)	(20.0)
기타	(2.2)	(0.8)	(0.7)	(1.1)	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)	108.2	(10.3)	236.7
Unlevered CFO	(7.7)	160.4	120.2	337.0	374.6
Free Cash Flow	(58.3)	(21.6)	78.5	(1.3)	237.0

2020년 11월 11일

다산네트웍스(039560)

2021년은 실적 호전 본격화에 재료도 많아 2만원 돌파도 가능할 듯

2021년 유선 투자 개막, 매수 및 TP 18,000원 유지

다산네트웍스에 대한 투자 의견을 매수, 12개월 목표주가를 18,000원으로 유지하며, 2021년 네트워크장비 업종 내 Top Pick으로 제시한다. 추천 사유는 1) DZS 실적이 양호한 흐름을 지속하고 있고, 2) 주력인 일본 매출 흐름이 견조한 상태이며, 3) 국내 학내망/공공 와이파이 부문에서의 수주 가능성이 높아 정부 디지털 뉴딜 정책의 실질적인 수혜주로 급부상할 것이고, 4) DZS 경영진 교체 및 글로벌 SI와의 협력을 바탕으로 2021년에는 미국 시장에서 의미 있는 성과 도출이 예상되기 때문이다.

일본과 더불어 미국/국내 성과 예상, 2021년 실적 전망 밝아

2021년엔 일본 수출이 올해 3분기보다는 못하지만 연간으로는 2020년대비 1.5배 수준의 매출을 기록하는 가운데 미국과 국내 매출이 정상화 국면을 걸으면서 전반적으로 영업이익이 급증하는 패턴을 나타낼 전망이다. 최근 다산네트웍스의 미국 법인인 DZS는 경영진을 대거 교체하며 통신사/대형 CATV 업체 진출을 모색 중이다. 버라이즌, 컴캐스트, 노키아, 지멘스 등에서 활동 경력이 있는 임원진들이 대거 합류하고 스톡옵션을 부여받음에 따라 2021년엔 미국 성과를 기대할 만하다. 최근 글로벌 SI와 미국 시장 동반 진출 가능성이 높아지고 있는 점도 큰 호재다. 국내 시장도 오랜만에 활기를 띠 전망이다. 국내 10G급 초고속인터넷망 구축, 트래픽 증가로 인한 백홀 투자도 이슈이지만 5G IoT 시대로 진화하기 위한 초저지연 스위치 투자, 디지털 뉴딜에 기반한 공공망, 학내망 투자가 본격화될 것으로 보여 긍정적이다.

초저지연스위치와 학내망 투자 이슈화될 것

2021년에는 실적 전망도 밝지만 재료 측면에서도 다산네트웍스가 주식 시장을 뜨겁게 달굴 공산이 크다. 2021년에는 진짜 5G로 진화하는 원년이 될 것으로 예상되는 데 IoT가 지원되는 5G 시대엔 초저지연 스위치 역할이 절대적이기 때문이다. 정부의 디지털 뉴딜 정책도 흥미롭다. 현재로선 다산네트웍스가 디지털 뉴딜 정책의 최초/최대 수혜주가 될 가능성이 높아서다. 현재로선 디지털 뉴딜 관련 자금을 집행하는 한국정보화진흥원(NIA), 서울시 서울 네트워크(S-Net) 사업, 교육청 등에서 스위치/AP 수주를 받을 것이 유력한 상황이다. 다산네트웍스가 실질적인 디지털 뉴딜 관련주로 급부상할 가능성이 높아 관심을 높일 필요가 있겠다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 18,000원 | CP(11월9일): 12,350원

Key Data

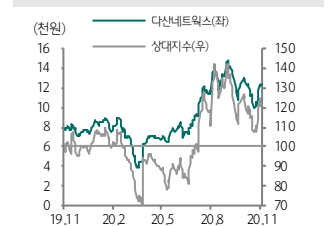
KOSDAQ 지수 (pt)	851.21
52주 최고/최저(원)	14,850/3,755
시가총액(십억원)	432.5
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	35,020.7
60일 평균 거래량(천주)	1,376,694.0
60일 평균 거래대금(십억원)	17.9
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	1.18
주요주주 지분율(%)	
다산인베스트 외 3인	22.74

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(3.9)	73.7	54.4
상대	(1.6)	39.2	20.5

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	402.8	610.5
영업이익(십억원)	(0.1)	50.7
순이익(십억원)	(3.5)	42.8
EPS(원)	69	1,219
BPS(원)	4,828	6,076

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	356.8	446.6	402.8	610.5	676.9
영업이익	십억원	12.2	(0.2)	(0.1)	50.7	58.9
세전이익	십억원	(22.0)	(6.3)	(1.8)	50.3	58.5
순이익	십억원	(26.1)	1.6	2.3	42.7	49.7
EPS	원	(913)	52	68	1,219	1,419
증감율	%	적지	흑전	30.77	1,692.65	16.41
PER	배	(7.55)	156.92	180.15	10.05	8.63
PBR	배	1.40	1.57	2.51	2.01	1.63
EV/EBITDA	배	15.39	31.53	27.55	6.28	5.43
ROE	%	(20.04)	1.10	1.39	22.90	21.36
BPS	원	4,929	5,181	4,879	6,098	7,518
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

2020년 일본 수출로 실적 개선, 2021년은 미국/국내 매출로 이익 급증 예상

2020년 일본을 통한 실적 개선을
이룩했다면 2021년엔 일본과 더불어
미국과 국내를 통한 이익 급증
양상을 나타낼 전망

2020년 다산네트웍스는 기대치에 미치지지는 못했지만 확실한 턴어라운드 양상을 보여주었다. 일회성비용을 제거한 연결 영업이익 기준으로는 100억원 이상을 기록할 것으로 추정되기 때문이다. 특히 하반기만 보면 일회성비용제거 기준 연결 영업이익이 120억원에 달해 뚜렷한 실적 호전 양상을 나타낼 전망이다. 일본 수출이 다시 본격화되었기 때문인데, 2020년 다산네트웍스의 일본 수출액은 700억원에 육박하고 영업이익 기여도는 170억원에 달할 것으로 보인다. 결국은 당초 예상대로 올해 다산네트웍스의 실적 호전 사유는 일본 시장 호조로 귀결될 가능성이 높아졌다.

2021년의 경우엔 일본 수출이 올해 3분기보다는 못하지만 연간으로는 2020년대비 1.5배 수준의 매출을 기록하는 가운데 미국과 국내 매출이 정상화 국면을 걸으면서 전반적으로 영업이익이 급증하는 패턴을 나타낼 것으로 예상된다. 특히 미국 DZS와 독일 키마일 관련 일회성비용이 올해 대부분 반영됨에 따른 외견상 이익 증가 폭은 더욱 크게 나타날 전망이다. 2021년 연결 영업이익이 500억원에 달할 것으로 예상되는 반면 일회성비용을 포함할 경우 2020년 다산네트웍스의 연결 영업이익이 BEP 수준에 그칠 것으로 판단되기 때문이다.

최근 다산네트웍스의 미국 법인은 경영진을 대거 교체하며 통신사/대형 CATV 업체 진출을 모색하고 있다. 일본을 비롯한 아시아 매출액이 살아나고 있지만 정작 DZS 인수 목적인 미국 시장이 아직 궤도에 오르지 못했고 M/S로 정체 양상이기 때문이다. 하지만 최근 코로나 19 영향으로 중단되었던 미국 광 투자가 트래픽 증가를 이유로 다시 본격화되는 움직임을 나타내고 있다. 여기에 글로벌 SI와의 미국 동반 진출 가능성이 언급되는 양상이다. 2021년 미국 시장은 재차 다산네트웍스를 뜨겁게 만들 것으로 보인다. 일부에서는 미국이 2021년 이후 2조원 규모의 유선 가입자 설비 구축에 나설 것이라 추측이 나오고 있다.

국내 시장도 오랜만에 활기를 띠 전망이다. 국내 10G급 초고속인터넷망 구축, 트래픽 증가로 인한 백홀 투자도 이슈이지만 5G IoT 시대로 진화하기 위한 초저지연 스위치 투자, 디지털 뉴딜에 기반한 공공망, 학내망 투자가 빅 이슈가 될 것으로 보인다. 국내 공공부문 매출액은 200억원 이상, 기여 영업이익은 50억원에 달할 전망이다. 통신사 초저지연 스위치 투자는 인터넷 속도 향상을 위한 스위치 투자와 맞물려 2021년 하반기 이후 가시화될 것으로 예상된다.

표 1. 다산네트웍스의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	67.5	95.2	126.8	113.3	134.3	143.2	155.2	177.8
영업이익	(8.8)	1.5	2.4	4.7	8.7	11.4	13.2	17.4
(영업이익률)	(13.0)	1.6	1.9	4.1	6.5	8.0	8.5	9.8
세전이익	(13.7)	5.2	2.2	4.6	8.6	11.3	13.1	17.3
순이익	(7.9)	4.4	1.8	3.9	7.3	9.6	11.1	14.7
(순이익률)	(11.6)	4.7	1.4	3.4	5.4	6.7	7.2	8.3

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

2021년 초저지연스위치 투자,
공공/학내망 투자 빅 이슈로
부상할 것이란 점에 주목

2021년에는 스위치 장비 수요 증가 이슈화될 것이란 점에 유의해야

2021년에는 실적 전망도 밝지만 재료 측면에서도 다산네트웍스가 주식 시장을 뜨겁게 달굴 공산이 커 보인다. 2021년에는 진짜 5G로 진화하는 원년이 될 것으로 예상되는 데 IoT가 지원되는 5G 시대엔 초저지연 스위치 역할이 절대적이기 때문이다. 진짜 5G가 상용화되면 응답 속도의 혁신은 필수적이다. 그래야 5G 자율차와 스마트팩토리가 사고 없이 무난히 돌아갈 수 있기 때문이다. 아직 시장이 개화되지는 않았지만 제반 일정을 감안할 때 2021년 하반기에는 SKT를 중심으로 초저지연 스위치 시장이 태동할 것이란 판단이다.

정부의 디지털 뉴딜 정책도 흥미롭다. 현재로선 다산네트웍스가 디지털 뉴딜 정책의 최초/최대 수혜주가 될 공산이 크기 때문이다. 정부의 디지털 뉴딜 정책 발표 이후 실질적인 수혜 업체 찾기에 투자자들이 분주한 상황이다. 냉정히 따져볼 때 통신사 투자 집행분을 제외한 정부 자체 투자 집행으로 수혜를 볼 업체들이 그리 많지 않기 때문이다. 결국 관공서 5G 사내망 및 학교 학내망 구축, 공공 와이파이 투자 관련 업체들의 수혜가 예상되는데, 가장 빠른 성과를 나타낼 업체는 아마도 다산네트웍스일 가능성이 높다. 실제 디지털 뉴딜 관련 자금을 집행하는 한국정보화진흥원(NIA), 서울시 서울 네트워크(S-Net) 사업, 교육청 등에서 스위치/AP 수주를 받을 가능성이 높기 때문이다. 다산네트웍스가 실질적인 디지털 뉴딜 관련주로 급부상할 가능성이 높아 관심을 높일 필요가 있겠다.

그림 1. 다산네트웍스가 디지털 뉴딜 정책의 실질 최초/최대 수혜주가 될 것으로 판단하는 근거

1	교내 학내망, 공공 와이파이로 정부 자금 우선 집행 전망
2	비대면(Untact) 시대로의 진입, 교육 인프라 중요성 부각 중
3	교육청, 지자체, NIA 등에서 과거 수주 경험 많음
4	산업 특성상 국산화장비 육성 이슈 큰 편

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	356.8	446.6	402.8	610.5	676.9
매출원가	235.4	296.9	256.1	382.4	422.8
매출총이익	121.4	149.7	146.7	228.1	254.1
판매비	109.2	149.9	146.7	177.4	195.2
영업이익	12.2	(0.2)	(0.1)	50.7	58.9
금융손익	(8.2)	(3.6)	(1.3)	(0.2)	(0.2)
종속/관계기업손익	(8.8)	(3.7)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
기타영업외손익	(17.3)	1.2	(0.1)	0.0	0.0
세전이익	(22.0)	(6.3)	(1.8)	50.3	58.5
법인세	1.2	3.1	2.8	7.5	8.8
계속사업이익	(23.3)	(9.4)	(4.6)	42.8	49.7
중단사업이익	(1.5)	(0.1)	1.1	0.0	0.0
당기순이익	(24.8)	(9.5)	(3.5)	42.8	49.7
비지배주주지분 손익	1.3	(11.2)	(5.8)	0.1	0.0
지배주주순이익	(26.1)	1.6	2.3	42.7	49.7
지배주주지분포괄이익	(25.6)	(5.5)	9.5	78.2	91.0
NOPAT	12.9	(0.3)	(0.3)	43.1	50.1
EBITDA	17.4	11.7	15.7	69.9	84.4
성장성(%)					
매출액증가율	16.30	25.17	(9.81)	51.56	10.88
NOPAT증가율	흑전	적전	적지	흑전	16.24
EBITDA증가율	128.95	(32.76)	34.19	345.22	20.74
영업이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	16.17
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	43.75	1,756.52	16.39
EPS증가율	적지	흑전	30.77	1,692.65	16.41
수익성(%)					
매출총이익률	34.02	33.52	36.42	37.36	37.54
EBITDA이익률	4.88	2.62	3.90	11.45	12.47
영업이익률	3.42	(0.04)	(0.02)	8.30	8.70
계속사업이익률	(6.53)	(2.10)	(1.14)	7.01	7.34

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(913)	52	68	1,219	1,419
BPS	4,929	5,181	4,879	6,098	7,518
CFPS	817	737	532	2,006	2,420
EBITDAPS	610	380	472	1,996	2,410
SPS	12,497	14,444	12,091	17,433	19,329
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	(7.55)	156.92	180.15	10.05	8.63
PBR	1.40	1.57	2.51	2.01	1.63
PCFR	8.43	11.07	23.03	6.11	5.06
EV/EBITDA	15.39	31.53	27.55	6.28	5.43
PSR	0.55	0.56	1.01	0.70	0.63
재무비율(%)					
ROE	(20.04)	1.10	1.39	22.90	21.36
ROA	(7.32)	0.39	0.48	7.58	7.10
ROIC	9.53	(0.15)	(0.14)	21.43	19.54
부채비율	118.46	95.24	105.63	131.38	131.14
순부채비율	17.24	15.67	(1.88)	0.57	6.21
이자보상배율(배)	3.83	(0.03)	(0.04)	12.68	12.99

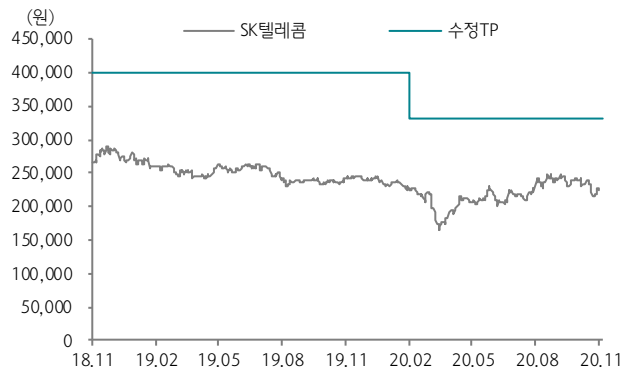
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	248.2	294.4	297.1	426.3	477.7
금융자산	66.7	70.5	89.4	114.1	132.1
현금성자산	41.2	44.7	65.9	78.5	92.6
매출채권	97.1	138.2	125.8	190.7	211.4
재고자산	46.4	45.5	41.4	62.7	69.6
기타유동자산	38.0	40.2	40.5	58.8	64.6
비유동자산	117.8	159.1	186.2	216.4	279.3
투자자산	38.7	50.6	48.1	66.5	72.4
금융자산	8.7	22.5	22.6	27.8	29.4
유형자산	43.6	60.4	88.0	96.6	142.4
무형자산	9.2	20.2	22.9	26.2	37.4
기타비유동자산	26.3	27.9	27.2	27.1	27.1
자산총계	366.0	453.5	483.3	642.8	757.0
유동부채	172.4	143.7	167.9	264.6	320.3
금융부채	75.8	61.4	33.7	59.4	92.1
매입채무	53.3	49.0	64.7	101.6	113.7
기타유동부채	43.3	33.3	69.5	103.6	114.5
비유동부채	26.1	77.5	80.4	100.4	109.2
금융부채	19.8	45.5	51.3	56.3	60.3
기타비유동부채	6.3	32.0	29.1	44.1	48.9
부채총계	198.5	221.2	248.3	365.0	429.5
지배주주지분	129.6	160.5	165.1	207.8	257.5
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)	(23.9)	(23.9)	(23.9)
기타포괄이익누계액	(0.4)	(6.0)	(3.9)	(3.9)	(3.9)
이익잉여금	(49.4)	(49.3)	(46.8)	(4.1)	45.6
비지배주주지분	37.9	71.8	69.9	70.0	70.0
자본총계	167.5	232.3	235.0	277.8	327.5
순금융부채	28.9	36.4	(4.4)	1.6	20.3

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(4.5)	(29.1)	83.8	43.4	69.6
당기순이익	(24.8)	(9.5)	(3.5)	42.8	49.7
조정	5	3	2	2	3
감가상각비	5.2	11.9	15.8	19.2	25.5
외환거래손익	(1.5)	0.1	(1.1)	0.0	0.0
지분법손익	9.8	(0.9)	(0.3)	0.0	0.0
기타	(8.5)	(8.1)	(12.4)	(17.2)	(22.5)
영업활동 자산부채변동	(27.0)	(51.1)	66.0	(18.6)	(5.6)
투자활동 현금흐름	(0.2)	(23.3)	(35.1)	(61.5)	(92.3)
투자자산감소(증가)	17.0	(11.9)	2.6	(18.4)	(5.9)
자본증가(감소)	(1.7)	(3.1)	(36.4)	(23.0)	(65.0)
기타	(15.5)	(8.3)	(1.3)	(20.1)	(21.4)
재무활동 현금흐름	10.4	55.4	(25.9)	30.7	36.7
금융부채증가(감소)	(6.7)	11.3	(21.9)	30.7	36.7
자본증가(감소)	22.8	27.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(5.7)	16.3	(4.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	10.8	3.5	21.2	12.6	14.1
Unlevered CFO	23.3	22.8	17.7	70.2	84.8
Free Cash Flow	(6.3)	(32.2)	47.2	20.4	4.6

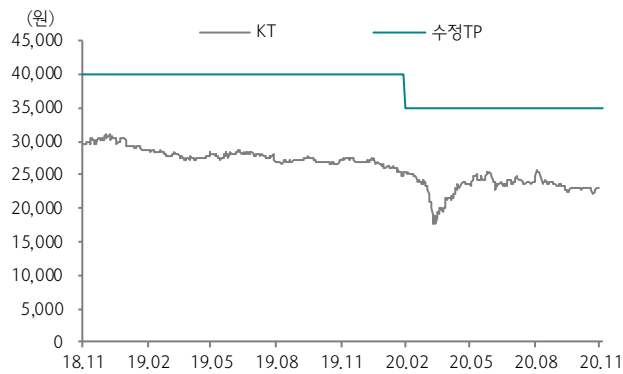
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



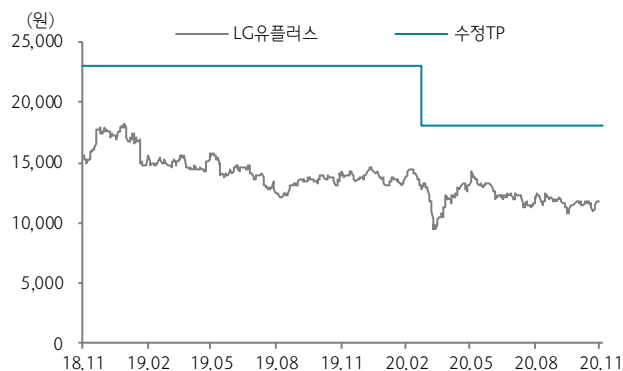
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.9	BUY	330,000	-	-
19.10.30	1년 경과			
18.10.30	BUY	400,000	-36.11%	-27.63%

KT



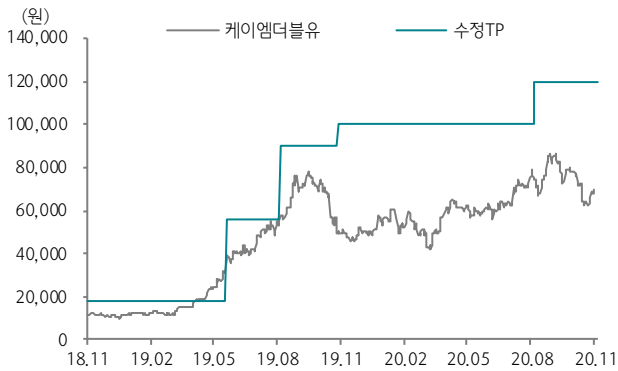
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.7	BUY	35,000	-	-
18.11.9	1년 경과			
17.11.9	BUY	40,000	-28.41%	-21.75%

LG유플러스



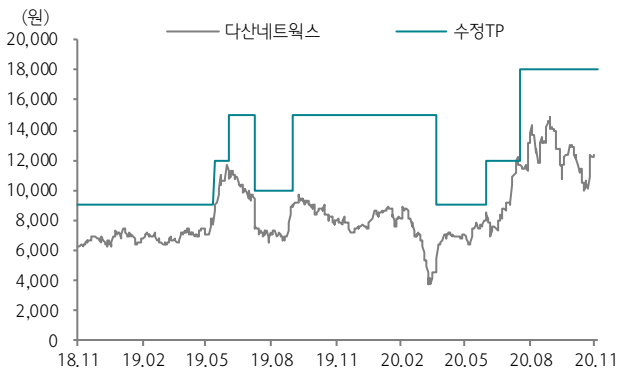
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.3	BUY	18,000	-	-
19.8.20	1년 경과			
18.8.20	BUY	23,000	-32.71%	-20.43%

케이엠더블유



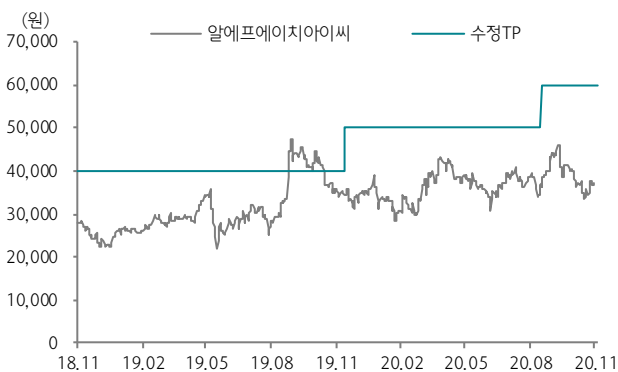
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.14	BUY	120,000		
19.11.5	BUY	100,000	-42.74%	-20.70%
19.8.14	BUY	90,000	-25.31%	-13.67%
19.5.28	BUY	56,000	-19.44%	-1.07%
18.11.15	BUY	17,500	-14.57%	79.43%
18.1.2	BUY	16,912	-29.26%	-16.71%

다산네트웍스



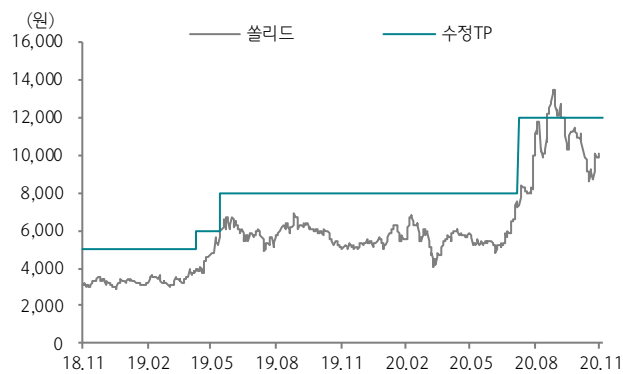
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.27	BUY	18,000		
20.6.9	BUY	12,000	-25.47%	2.08%
20.3.30	BUY	9,000	-21.93%	-10.67%
19.9.10	BUY	15,000	-47.57%	-35.33%
19.7.17	Neutral	10,000	-27.58%	-10.00%
19.6.11	BUY	15,000	-31.63%	-24.67%
19.5.21	BUY	12,000	-14.17%	-2.92%
18.10.31	BUY	9,000	-24.03%	-10.56%

알에프에이치아이씨



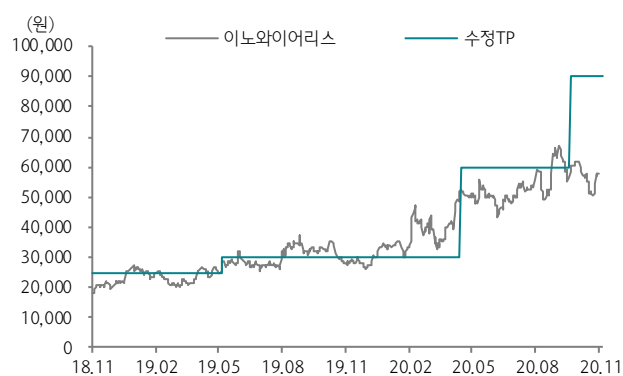
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.26	BUY	60,000		
19.11.21	BUY	50,000	-27.93%	-13.20%
19.10.18	1년 경과		-	-
18.10.18	BUY	40,000	-25.69%	18.50%

솔리드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			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%

이노와이어리스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.9.28	BUY	90,000	-	-
20.4.23	BUY	60,000	-11.44%	11.50%
19.5.15	BUY	30,000	8.68%	72.67%
18.12.6	1년 경과		-	-
17.12.6	BUY	25,000	-24.79%	-0.40%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 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	92.19%	7.81%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 11일

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
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 11월 11일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조연 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%이하)
- M&A의 중개·주선·대리·조연 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%초과)
- B업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보종·배서·담보제공·채무인수 등 채무이행 직·간접 보장 법

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.