



[ 통신서비스/통신장비 ]

# 5G 워밍업 끝, 이제 달리기 시작

## Overweight (Maintain)

종목명	투자의견	목표주가
SK텔레콤(017670)	Buy	275,000원 (신규)
KT(030200)	Buy	32,000원 (신규)
LG유플러스(032640)	Buy	18,000원 (유지)
RFHIC(218410)	Buy	50,000원 (신규)
쏠리드(050890)	Buy	7,500원 (신규)
오이솔루션(138080)	Buy	53,000원 (신규)

# # CONTENTS

## [통신서비스/통신장비] 5G 워밍업 끝, 이제 달리기 시작

Investment Summary	3
<b>[통신서비스]</b>	6
Ⅰ. 이번 5G도 ARPU 상승이 추가 랠리 이끌 것	8
Ⅱ. 손에 잡히기 시작한 ARPU 상승의 근거들	10
Ⅲ. 5G 통신기술, 중장기 B2B 사업 기회 부여	26
Ⅳ. 실적 개선이 두드러지는 LG 유플러스를 Top pick 으로 제시	36
<b>[통신장비]</b>	38
Ⅰ. 국내 5G 관련 업사이클 지속	39
Ⅱ. 20년부터 가속화되는 해외 5G 투자	44
Ⅲ. 글로벌 경쟁력을 보유한 RFHIC 를 Top Pick 으로 제시	57
<b>[기업분석]</b>	59
SK 텔레콤(017670) / BUY / TP 275,000 원 (신규)	60
KT(030200) / BUY / 32,000 원 (신규)	72
LG 유플러스(032640) / BUY / 18,000 원 (유지)	84
RFHIC(218410) / BUY / 50,000 원 (신규)	90
쏠리드(050890) / BUY / 7,500 원 (신규)	96
오이솔루션(138080) / BUY / 53,000 원 (신규)	102

## Investment Summary

### [통신서비스]

#### 이번 5G도 ARPU 상승이 주가 밸리 이끌 것

20년 데이터 사용량 증가와 5G 가입자 확대에 따른 ARPU 상승이 통신 3사의 실적 개선으로 이어지면서 주가 상승을 견인할 것이다. 4G 상용화 당시 데이터 사용량 증가와 스마트폰 가입자 확대에 따라 ARPU가 상승하면서 통신서비스 업종의 주가는 28개월간 저점 대비 90% 상승한 경험이 있다. 5G 상용화 이후 데이터 사용량 증가폭이 확대되고 있으며 5G 보급형 단말기 출시가 5G 가입자 확대에 이어질 것으로 전망돼 20년부터 ARPU가 상승 구간에 진입할 것으로 판단한다. 고용량의 데이터를 필요로 하는 5G 콘텐츠 확산으로 5G 가입자의 무제한 요금제 비중은 4G(30%)보다 높은 64%에 이르고 있다. 또한, 5G 보급형 단말기 출시로 5G 가입자의 증가폭이 확대될 전망이다. 20년 출시 예정인 5G 단말기 중 절반인 4종이 국내 스마트폰 시장의 32%를 차지하는 60~100만원 가격대의 보급형 단말기로 출시될 예정이다. 20년 통신사 합산 영업이익은 전년동기대비 11% 증가할 것으로 전망되는 가운데 통신 3사의 EV/EBITDA는 3.3배로 저평가돼 통신서비스 업종에 대해 비중확대 의견으로 커버리지를 개시한다.

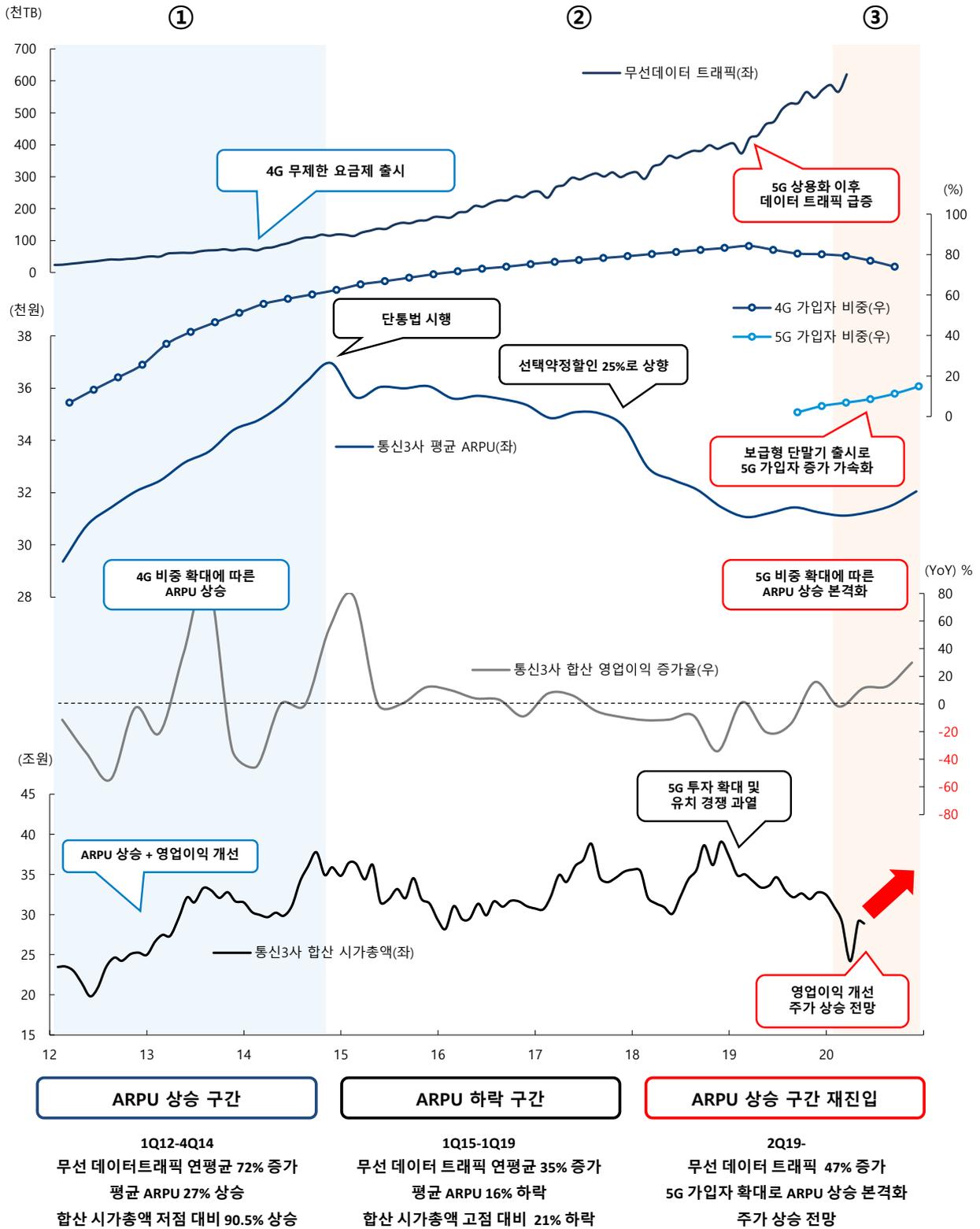
#### 5G 통신기술, 중장기 B2B 사업 기회 부여

중장기적으로 5G B2B 서비스가 통신서비스 업종을 견인할 것이다. 5G 상용화를 계기로 국내를 포함한 글로벌 통신사는 B2B 사업 영역 확장을 준비하고 있다. 글로벌 통신시장 규모는 19년 약 1.6조달러에서 26년 2.3조달러로 0.7조달러가 증가할 전망이다. 이 중 88%가 5G로 인한 새로운 B2B 비즈니스에서 창출될 것이기 때문이다. 5G 경제적 효과로 각국 정부도 5G B2B 서비스에 드라이브를 걸고 있으며 국내 통신 3사 역시 타 기업과의 협력을 통해 5G B2B 레퍼런스를 확보 중이다. 현재 국내 통신사의 B2B 매출 비중은 10% 수준으로 해외 통신사의 34% 대비 낮은 수준이다. 따라서 B2B 사업 확대가 ROIC 상승으로 이어지면서 해외 대비 디스카운트된 국내 통신사 Multiple 개선에 기여할 것이다.

### [통신장비]

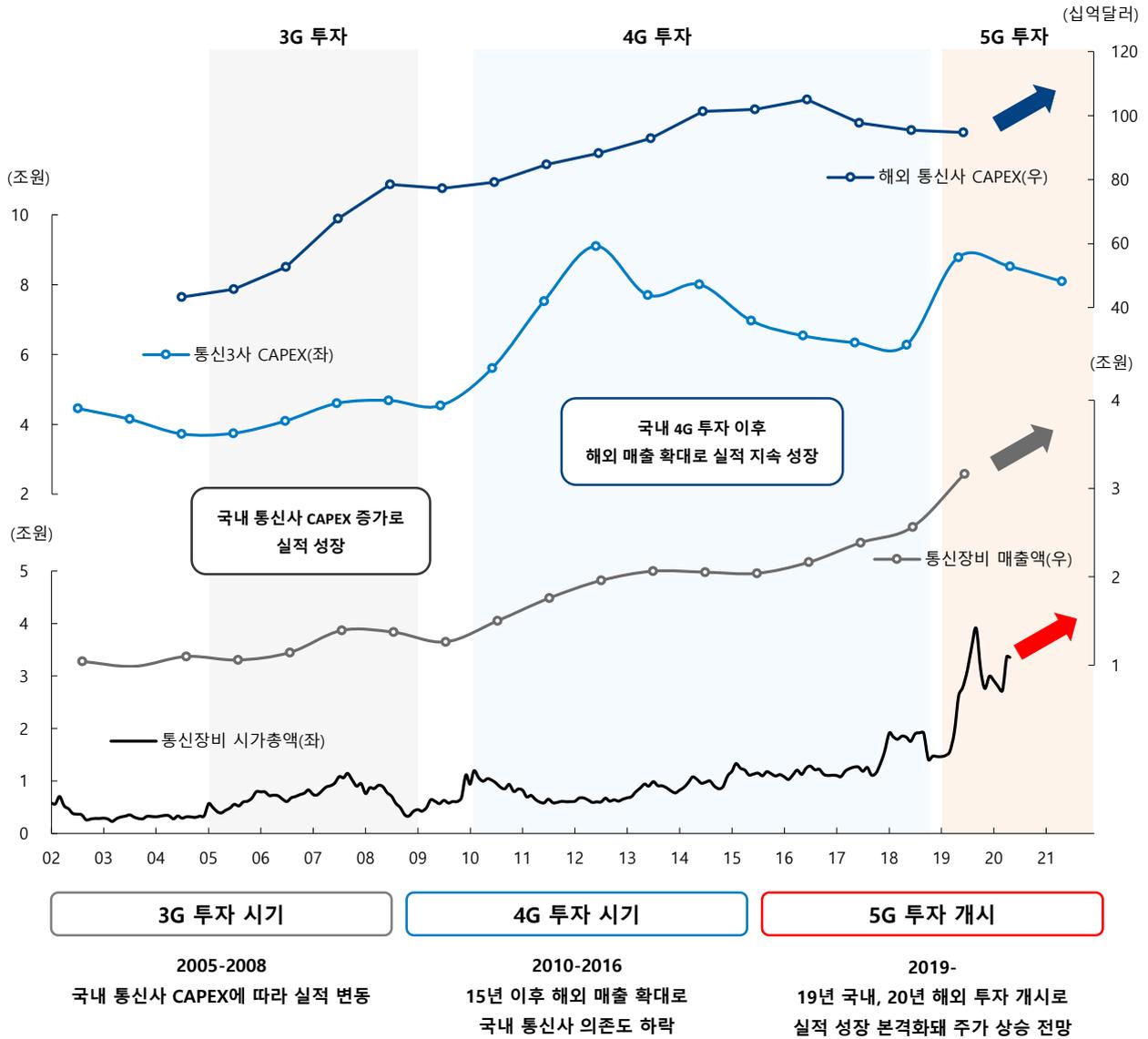
20년 국내외 5G 설비 투자가 본격화되기 때문에 통신장비 업종에 대한 비중 확대가 유효하다고 판단한다. 국내는 인빌딩 커버리지 중심으로 해외는 기지국 중심의 투자가 진행될 것이다. 국내의 경우 정부의 5G 품질 평가를 앞두고 있으며 연말까지 인빌딩 기지국 개통 건물수가 2,000여개로 확대될 전망이다. 해외는 중국 5G 설비투자가 19년 대비 300% 이상 증가하고 일본은 하반기부터 투자가 시작될 것이다. 또한, 미국은 Sub-6GHz 대역 주파수 할당 이후 21년부터 5G 투자가 본격적으로 확대될 전망이다. 국내외 통신사가 5G 투자에 나선 가운데 삼성전자의 글로벌 5G 장비시장 점유율이 상승하고 있다. 따라서 삼성전자 네트워크 사업부를 고객사로 보유한 RFHIC과 인빌딩 장비 업체인 솔리드의 수혜가 예상된다.

통신서비스 Investment Summary



자료: 각 사, Quantwise, 과학기술정보통신부, 하이투자증권

통신장비 Investment Summary



자료: Bloomberg, 각 사 Quantiwise, 하이투자증권

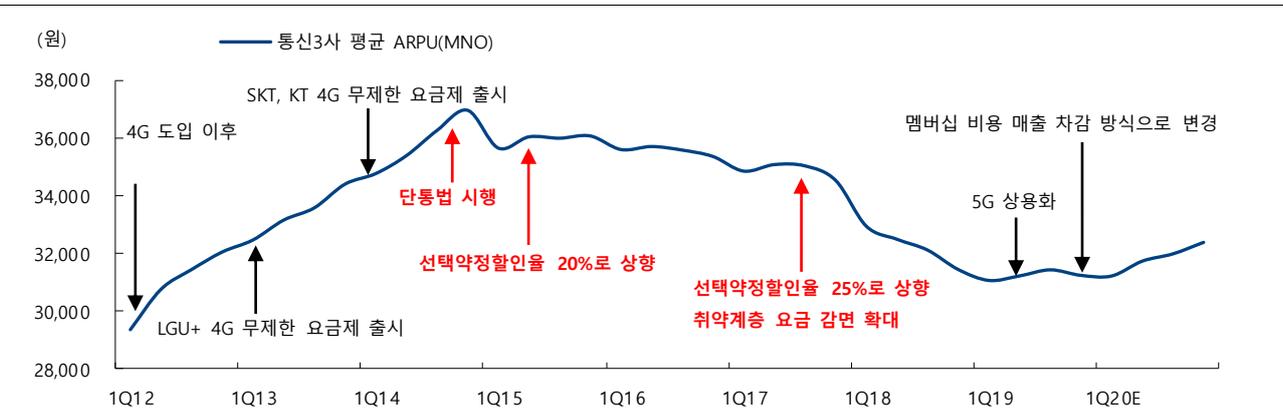
\*통신장비 업체 매출액은 케이엠더블유, 솔리드, 다산네트웍스, 코위버, 삼지전자 등 22개 업체 합산

## [통신서비스]

통신서비스 업종에 대해 비중확대 의견으로 커버리지를 개시한다. 그 근거는 첫째, 5G 가입자의 데이터 사용량 증가에 따른 고가 요금제 전환으로 통신사의 ARPU가 상승하고, 둘째, 20년부터 보급형 단말기를 포함한 5G 단말기 출시 확대로 5G 가입자수가 확대되고, 셋째, 20년 ARPU 상승에 따른 이익 개선을 감안시 통신사의 12M Fwd EV/EBITDA는 3.3 배로 저평가 구간이기 때문이다.

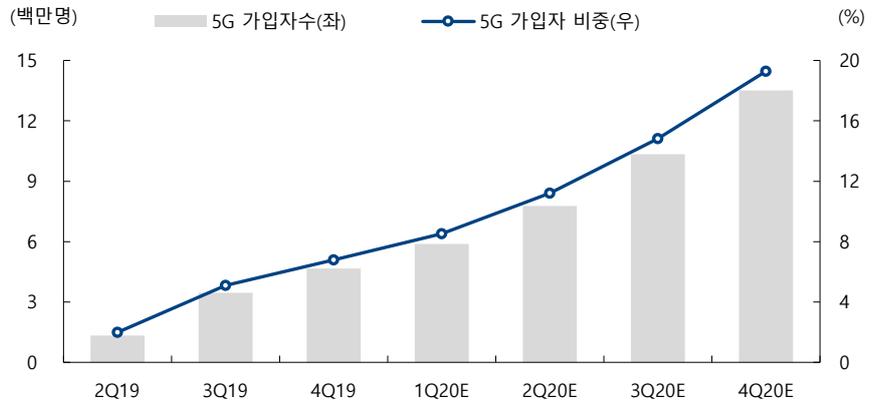
통신서비스 업종의 주가 랠리는 새로운 통신세대 도입으로 ARPU가 상승하는 구간에서 나타났다. 20년 말 5G 가입자는 전체 가입자의 19%(YoY +12.5%p)로 확대되고 통신사의 평균 ARPU는 32,090 원(YoY +2.7%)까지 상승할 것으로 전망한다[그림 1,2]. 5G 뿐만 아니라 4G 가입자의 데이터 사용량이 증가하고 2Q20부터 5G 보급형 단말기 출시가 예정되어 있기 때문이다. 또한, 중장기적으로 5G B2B 서비스가 통신서비스 업종의 성장을 견인할 것이다. 글로벌 통신시장은 26년까지 0.7 조달러가 증가할 전망인데, 이 중 88%가 5G로 인한 신규 B2B 비즈니스에서 창출될 것이다. 따라서 ARPU 상승에 따른 이익개선이 전망되는 가운데 통신 3사의 12M Fwd EV/EBITDA는 3.3 배로 저평가돼 밸류에이션이 매력적이다[그림 3].

그림1. 2020년 말 통신 3사 평균 ARPU 32,090 원 YoY +2.7% 전망



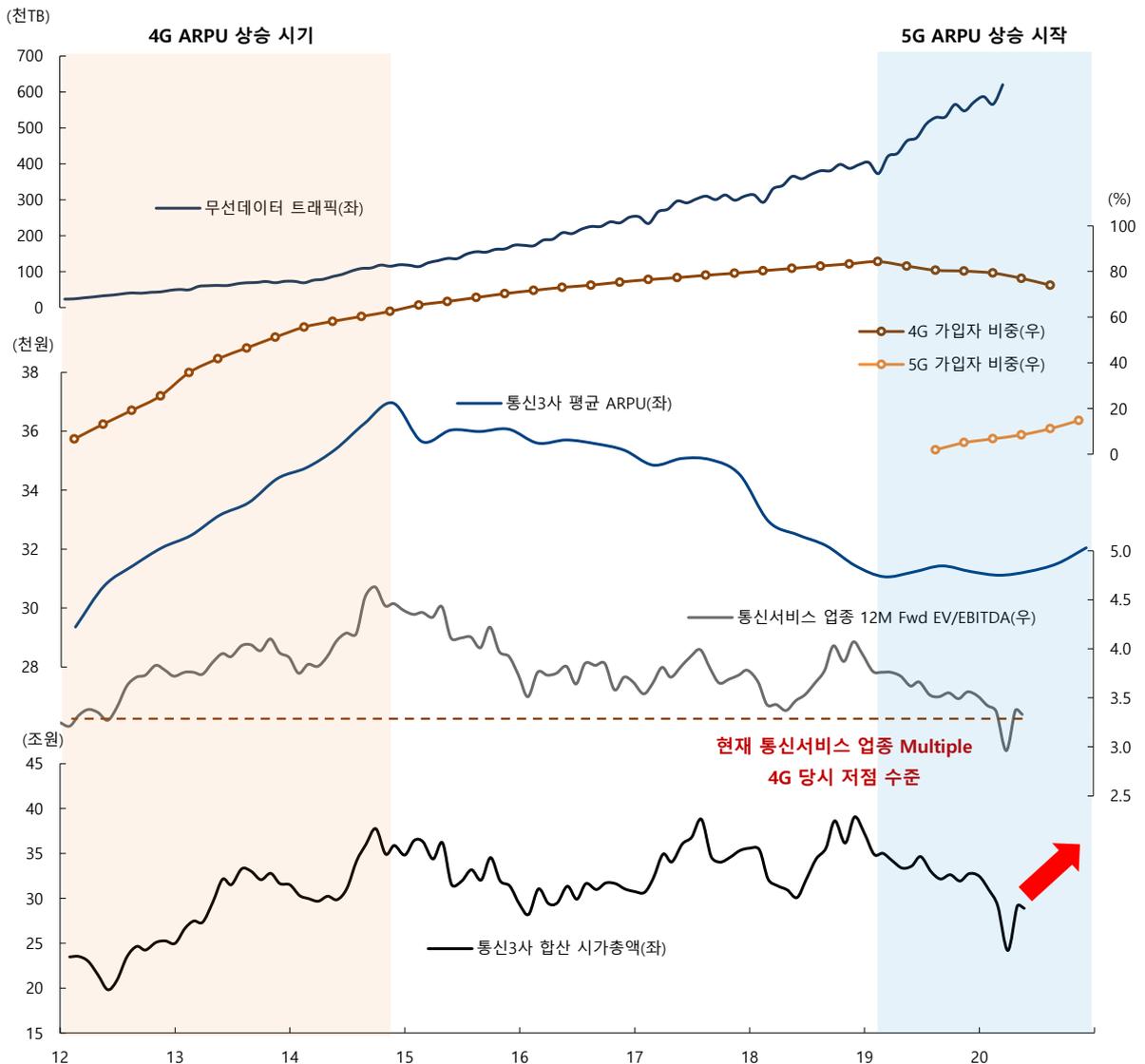
자료: 각 사, 하이투자증권

그림2. 2020년 말 국내 5G 가입자수 1,350만명, 5G 가입자 비중 19% 전망



자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권 추정

그림3. 통신서비스 업종의 12M Fwd EV/EBITDA는 3.3 배로 저평가 구간



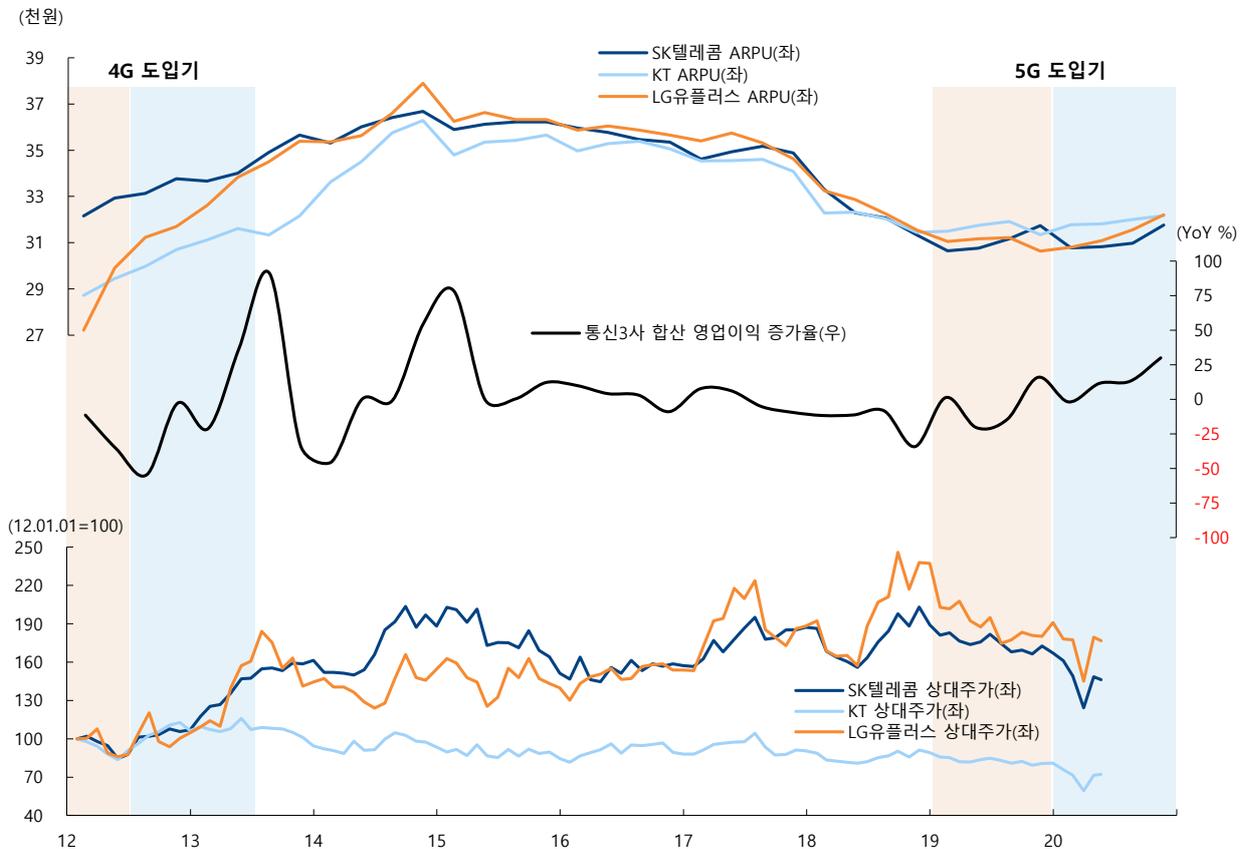
자료: 각 사, Quantiwise, 하이투자증권

## 1. 이번 5G 도 ARPU 상승이 주가 랠리 이끌 것

20년 국내 통신사 주가는 ARPU 상승 및 영업이익 개선으로 상승할 것으로 전망된다. [그림 4]을 통해 4G 상용화 당시의 ARPU와 통신사의 주가 변화를 살펴보면 ARPU는 데이터 사용량 증가로 데이터 중심의 요금제가 자리를 잡으면서 상승했던 반면 초기 주가는 상용화 초기의 설비 투자와 마케팅비용 증가가 비용 부담으로 전이되면서 하락했다. 하지만 이후 ARPU 상승에 따른 이익 개선이 확인되는 시점에서 주가는 저점 대비 90% 이상 상승했다.

5G 초기 국면에서 국내 통신 업체들의 주가는 설비 투자 증가에 따른 감가상각비와 초기 가입자 유치를 위한 마케팅 경쟁 과열로 비용 부담이 시장 우려로 작용하며 19년 이후 부진했다. 하지만 20년부터는 ARPU가 5G 가입자 확대에 따라 상승하면서 통신사의 이익 개선으로 나타날 전망이다. 따라서 시장 투자자들이 비용에 대한 우려보다는 이익 성장에 주목하는 시점에 국내 통신사의 주가가 뚜렷한 상승세를 나타낼 것으로 판단한다.

그림4. 20년 통신사 ARPU 상승 및 영업이익 개선으로 주가 상승 전망

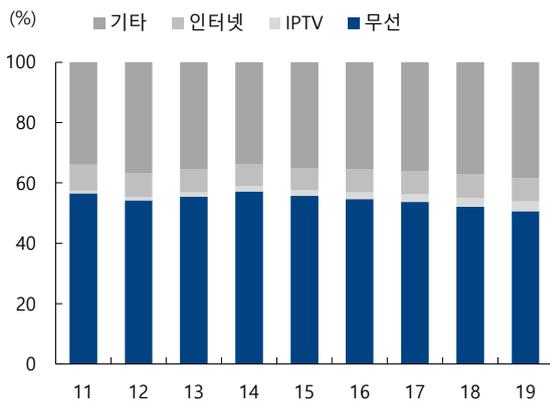


자료: 각 사, Quantwise, 하이투자증권

따라서 우리는 무선서비스 수익을 증가시킬 수 있는 ARPU 에 주목해야한다. 통신사의 서비스 수익 중 무선 부문이 여전히 가장 큰 비중을 차지하고 있기 때문이다. 통신사의 무선서비스 수익 비중은 19 년 기준 50.6%로 절반을 넘는다[그림 5]. 11 년 이후 IPTV, 커머스 등 사업 다변화에도 여전히 본업인 무선서비스의 실적 기여도가 절대적으로 높은 비중을 차지한다.

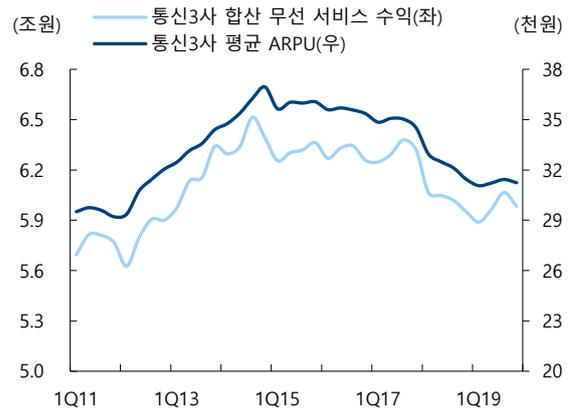
무선서비스 수익은 ARPU(P)와 가입자(Q)로 결정된다. 이 중 가입자(Q)인 휴대폰 가입자는 20 년 3 월 기준 5,616 만명(핸드셋 기준)으로 보급률이 100%를 넘어선 상태이다. 따라서 가입자 증가를 통한 유의미한 무선서비스 수익 성장은 힘들다. 결국 ARPU(P)의 상승이 통신사의 실적을 견인할 수 있다고 판단되는데[그림 6], 5G 상용화 이후 데이터 사용량이 증가하면서 고가 요금제 수요가 증가할 것으로 전망된다.

그림5. 통신사 합산 서비스 수익 중 무선 비중 50.6%



자료: 각 사, 하이투자증권

그림6. 무선서비스 수익의 핵심은 ARPU 상승



자료: 각 사, 하이투자증권

## II. 손에 잡히기 시작한 ARPU 상승의 근거들

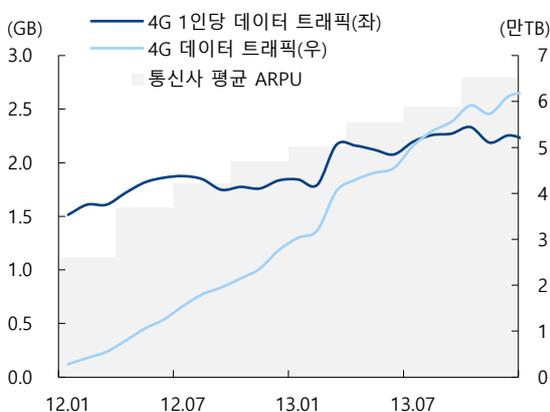
### 1-1. 데이터 사용량이 폭발적으로 증가하기 시작

국내 통신사들의 평균 ARPU 는 5G 가입자의 데이터 사용량 증가에 따른 고가 요금제 전환으로 상승할 것으로 전망한다. 그 이유는 고용량 데이터를 필요로 하는 5G 콘텐츠 확산으로 무제한 요금제 가입자 비중이 높게 형성되고 동시에 일반 요금제 가입자의 데이터 사용량도 증가하고 있기 때문이다. 4G 당시에도 데이터 사용량 증가가 ARPU 의 상승을 견인했으며 5G 상용화 이후에도 이와 유사한 모습이 나타나고 있다.

우선 4G 당시의 데이터 사용량과 ARPU 변화를 살펴보자. 4G ARPU 상승은 2 개 구간으로 나눌 수 있는데 1) 12-13 년 2G,3G 의 4G 전환, 2) 14 년 이후 데이터 사용량 증가에 따른 고가 요금제 전환이다. 12-13 년 4G 도입 초기에는 데이터 사용량은 4G 가입자 확대에 따라 연평균 364% 증가했으나 1 인당 데이터 트래픽은 연평균 22% 증가에 그쳤다. 즉 2G/3G 가입자가 4G 로 유입되면서 ARPU 가 상승한 것이다[그림 7].

14 년부터는 1 인당 데이터 사용량이 급격히 증가하기 시작해 18 년까지 연평균 29.4%의 높은 증가율을 보였다. 동시에 4G 무제한 요금제 가입자 비중은 1Q14 0.5%에서 5G 상용화 직전인 1Q19 에는 34.5%까지 확대됐다[그림 8]. 다만 ARPU 는 선택약정할인 제도 도입과 취약계층 요금감면으로 4Q14-1Q19 15.9% 하락한 것처럼 보이지만 이를 제거할 경우 무제한 요금제 가입자가 유입되면서 상승한 것으로 추정된다[그림 9].

그림7. 12-13년 4G 가입자 확대에 따른 데이터 트래픽 증가



자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

그림8. 14년 이후 데이터 사용 증가로 무제한 가입자 확대



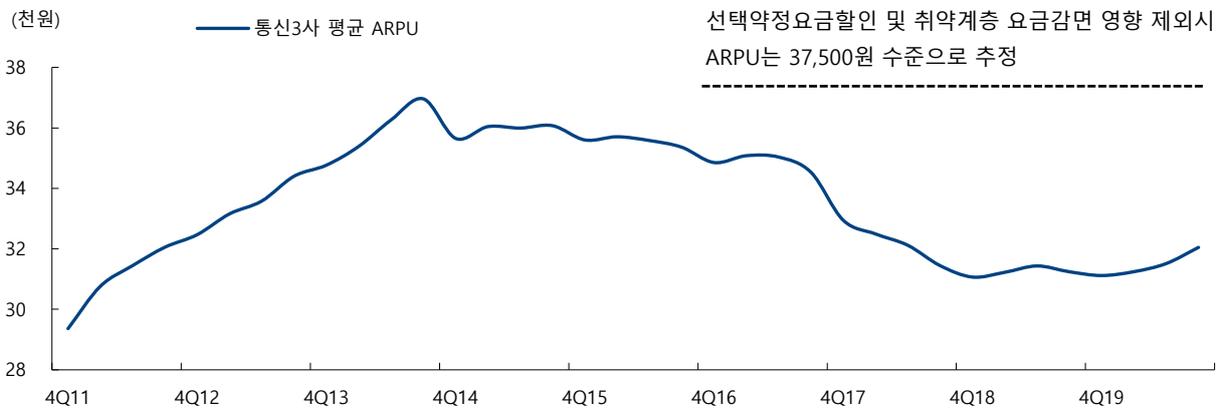
자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권 추정

표1. 선택약정제도 및 취약계층 요금 감면에 따른 ARPU 하락 영향 추정

선택약정 할인율	선택약정 비중	ARPU 하락율	취약계층 요금 감면	
25%	10%	2.5%	<b>요금 감면 대상</b>	
	20%	5.0%	기초연금수급자(18.07 시행)	189 만명 최대 11,000 원
	30%	7.5%	저소득층(17.12 확대 시행)	250 만명 최대 33,500 원
	40%	10.0%	<b>ARPU 하락 효과</b>	
	50%	12.5%	기초연금수급자	330 원
60%	60%	15.0%	저소득층	1,091 원
			<b>합계</b>	<b>1,421 원 4Q17 ARPU의 약 4%</b>

자료: 하이투자증권 추정

그림9. 선택약정할인 및 취약계층 요금감면 영향 제외시 통신사 평균 ARPU 약 37,500 원으로 추정

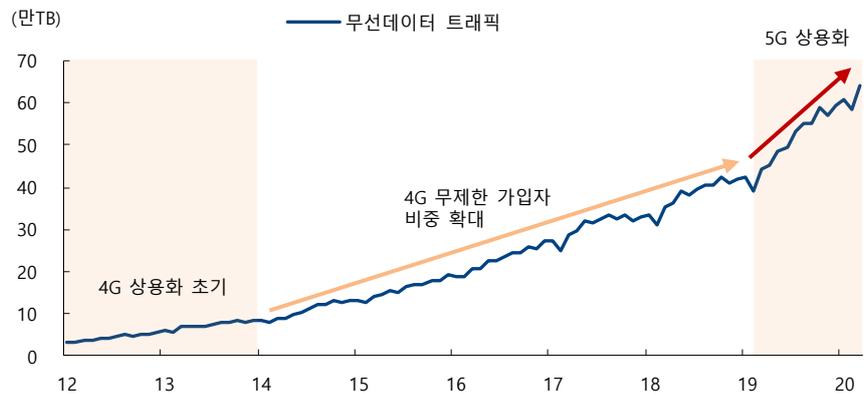


자료: 각 사, Quantwise, 하이투자증권

### 1-2. 데이터 사용량 증가로 무제한 요금제 쏠림 현상 지속

데이터 사용량 증가로 5G 무제한 요금제 가입자 비중이 4G 대비 높아질 전망이다. 20년 3월 무선 데이터 사용량은 5G 상용화 이후 12개월만에 47.4% 증가했다[그림 10]. 이는 17-18년 연평균 증가율인 25.8% 대비 빠른 속도다. 무선 데이터 사용량은 19년 4월 이후 19.9만 TB가 증가했는데 이 중 77%가 5G에서 발생했다. 과거 14년 데이터 사용량이 63.1% 급증했을 때 4G 무제한 요금제 가입자 역시 급격히 증가한 바 있다[그림 11]. 5G에서도 데이터 사용량이 급증하면서 무제한 요금제 가입자 비중이 64%로 4G 보다 34%p 높은 수준을 보이고 있다[그림 12].

그림10. 5G 상용화 이후 1년만에 무선 데이터 트래픽 47.4% 증가



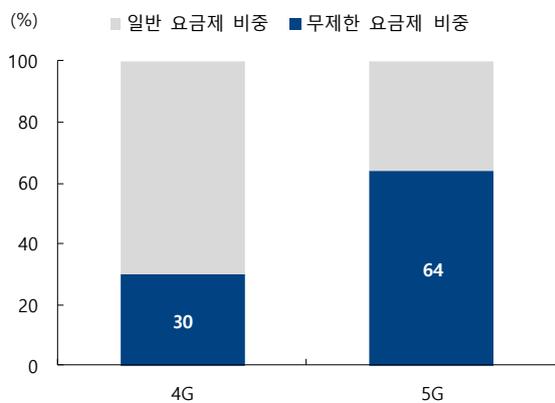
자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

그림11. 2014년 4G 무제한 요금제 가입자 확대로 데이터 트래픽 급증한 바 있음



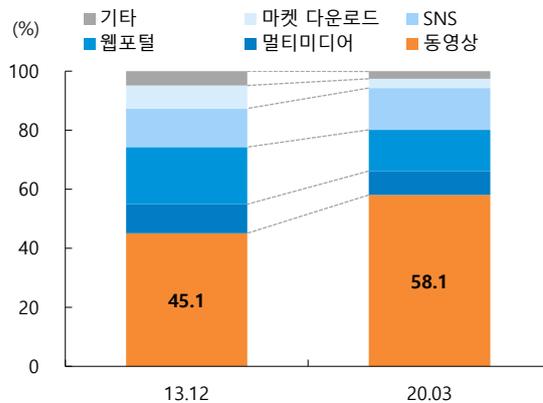
자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

그림12. 5G 가입자 중 무제한 요금제 비중 64%



자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권 추정

그림13. 동영상 콘텐츠의 데이터 트래픽 비중 58.1%



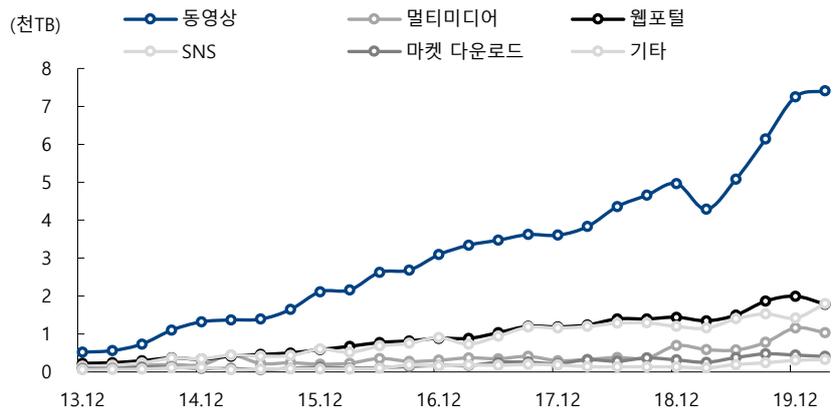
자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권 추정

### 1-3. 데이터 사용량 증가 이유 ①: 동영상 콘텐츠 확대

왜 5G 에서 무제한 요금제 가입자 비중이 높은 것일까? 그 이유는 데이터 트래픽을 유발하는 콘텐츠에 있다. 4G 당시 유튜브, 넷플릭스 등 동영상 스트리밍 서비스가 킬러 콘텐츠로 부상하면서 데이터 사용량 증가를 견인한 것과 같이 5G 에서도 기존 콘텐츠 대비 데이터 소모량이 약 150 배[그림 16]에 달하는 초고화질 동영상, AR/VR 서비스가 주요 콘텐츠로써 데이터 사용량 증가를 불러일으키고 있다.

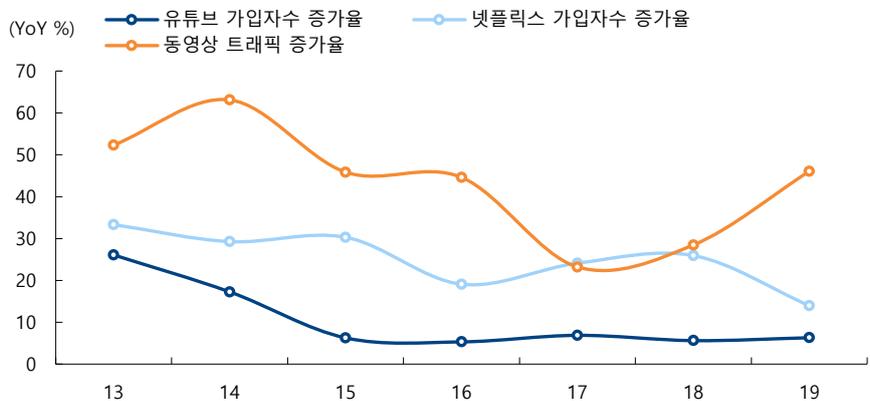
5G 콘텐츠가 데이터 사용량 증가폭을 확대하고 있다는 것은 1) 19 년 유튜브와 넷플릭스 가입자 증가율은 둔화됐으나 5G 상용화 이후 동영상 트래픽 증가율은 오히려 72.8% 증가했다는 점[그림 15], 2) [그림 17]과 같이 5G 가입자 비중이 8.5%(20 년 3 월 기준)에 불과한 상황에서 5G 가입자의 데이터 사용량 비중이 24.6%라는 점에서 알 수 있다.

그림14. 4G 상용화 이후 동영상 스트리밍 서비스가 데이터 트래픽 증가 견인



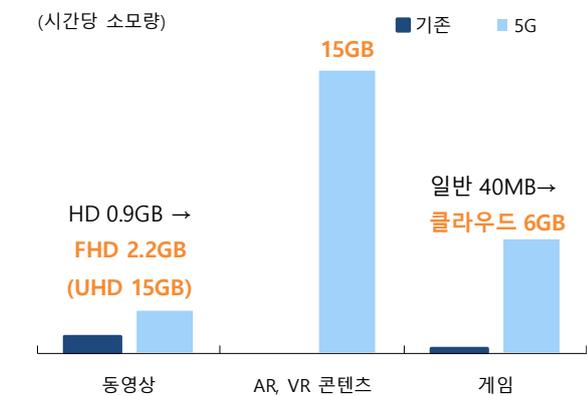
자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

그림15. 19년 유튜브, 넷플릭스 가입자 증가율 둔화, 동영상 트래픽 YoY +72.8%



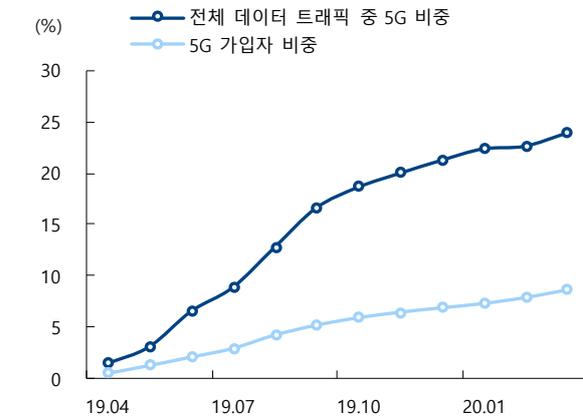
자료: Netflix, Statista, 과학기술정보통신부, 하이투자증권

그림16. 5G 콘텐츠의 데이터 사용량 기존 콘텐츠의 150 배



자료: 하이투자증권

그림17. 5G 가입자 비중 9% 불과, 데이터 트래픽 비중은 25%



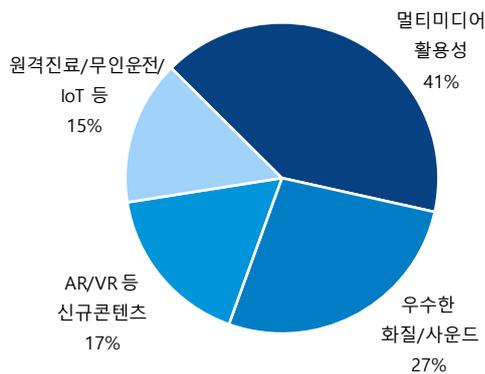
자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권 추정

1-4. 데이터 사용량 증가 이유 ②: 클라우드 게임

당사는 5G ARPU 상승을 이끌 킬러 콘텐츠로 글로벌 테크 자이언트 업체들이 뛰어 들고 있는 클라우드 게임 서비스에 주목하고 있다. 앞서 서술한 초고화질 동영상, AR, VR 등 신규 서비스가 데이터 사용량 증가를 견인하고 있지만 소비자의 기대에는 미치지 못하고 있다. 아직까지 양과 질이 부족하기 때문이다. 결국 데이터 사용량 증가를 촉진시킬 수 있는 확실한 5G 킬러 콘텐츠가 필요한 상황이다.

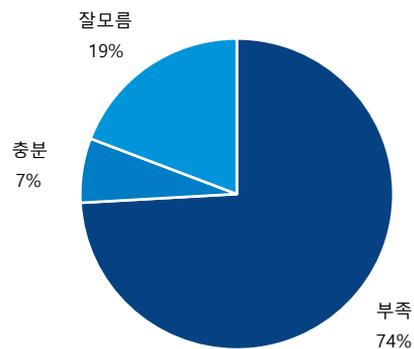
5G 에서의 새로운 스트리밍 서비스인 클라우드 게임에 주목하는 이유는 1) AR, VR 대비 기존의 PC/콘솔 게임을 기반으로 하고 있어 콘텐츠 확보에 유리하고, 2) PC/콘솔 게임을 모바일로 옮겨오는 N스크린화 때문이다.

그림18. 멀티미디어, AR, VR 등을 5G 서비스에서 가장 기대



자료: 언론, 하이투자증권

그림19. AR, VR 콘텐츠의 다양성 부족



자료: 트렌드모니터, 하이투자증권

그림20. 4G 킬러 콘텐츠: 동영상/음악 스트리밍 → 5G 킬러 콘텐츠: 클라우드 게임 서비스



자료: 하이투자증권

이를 위해 통신 3 사는 3Q19 부터 해외 기업과 제휴, 협력을 통해 클라우드 게임서비스를 준비 중이다. SK 텔레콤은 콘솔게임 엑스박스과 클라우드 서비스 Azure 를 보유한 MS 의 xCloud 의 시범 서비스를 19 년 10 월부터 제공 중이고, KT 는 대만의 스트리밍 솔루션 기업인 유비투스과 손잡고 5G 스트리밍 게임을 20 년 3 월부터 오픈 베타 서비스 중이다. LG 유플러스는 GPU 기업인 엔비디아와 제휴하고 지포스 나우를 지난 1 월부터 정식 출시해 서비스하고 있다[표 2].

국내 통신사-글로벌업체가 제휴하는 이유는 풍부한 콘텐츠 외에 통신사 5G 인프라와 글로벌 업체의 클라우드 및 소프트웨어 기술력에 있다. 2014 년부터 서비스 중인 대표적인 클라우드 게임 소니의 PS Now 는 통신 인프라 및 클라우드 기술 한계로 일부 국가에서 PC, 자체콘솔로 한정된 플랫폼에서만 지원했다. 하지만 5G 가 가진 초고속, 초저지연성의 기술적 특징과 클라우드 기술 발전으로 모바일 환경에서도 원활한 플레이가 가능해지면서 클라우드 게임이 5G 킬러 콘텐츠로 부상할 것이다.

표2. 주요 클라우드 게임 서비스 비교

서비스명	마이크로소프트 xCloud	엔비디아 Geforce Now	유비투스 5G 스트리밍게임	소니 Playstation Now	구글 Stadia
국내 제휴 통신사	SK 텔레콤	LG 유플러스	KT	-	-
국내 서비스 현황	19.10 시범서비스	20.01 정식 출시	20.03 오픈베타	미정	미정
지원 플랫폼	안드로이드	PC, Mac, 안드로이드, IPTV	안드로이드	PS4, PC	PC, 스마트폰, 크롬캐스트
요금	미정	프리미엄 12,900 원 (5G 가입자 무료) 베이직 무료	구독형 예정	월 9.99 달러	프로 - 월 9.99 달러 베이스 - 무료
게임구매	미정	별도 구매	구매 없음	구매 없음	개별 구매
지원 게임수	80 여개	200 여개	80 여개	800 여개	20 여개
특징	자체 콘솔 보유로 게임 수급 유리 자체 클라우드 Azure 로 안정적 서비스 가능	기존 Steam 에 보유한 게임 가능	자체 플랫폼	자체 콘솔 보유로 게임 수급 유리	유튜브와 연계 예정 자체 클라우드사업 영위

자료: 각 사, 하이투자증권

당사의 시나리오별 분석에 따르면 클라우드 게임이 5G 킬러 콘텐츠로 안착할 경우 국내 통신사의 ARPU 가 1,000 원 이상 상승하는 효과를 가져올 것으로 추정된다 [표 3].

클라우드 게임의 가장 높은 잠재력을 가진 콘솔게임 이용자수는 국내 게임인구 3,000 만명의 20%인 600 만명이다. 따라서 국내 콘솔 게임 이용자가 클라우드 게임으로 유입되고 월정액 요금이 해외 클라우드 게임 서비스 수준인 10,000 원 전후로 책정된다고 가정하면 클라우드 게임으로 발생하는 수익은 연간 7,169 억원에 이를 것으로 전망된다. 이를 근거로 국내 핸드셋 가입자수가 5,600 만명인 점을 고려해 추산한 ARPU 증가 효과는 1,067 원으로 통신사의 평균 ARPU(19년 말 31,240 원)가 약 3% 상승하는 효과를 기대할 수 있다.

또한, 클라우드 게임은 콘솔/PC 게임을 기반으로 스마트폰, 태블릿, IPTV 등 다양한 단말기를 통해 구동되기 때문에 향후 PC 및 모바일 게임 유저도 잠재 이용자로 볼 수 있다. 이 부분을 감안한다면 ARPU 상승폭은 더욱 확대될 수 있다. 따라서 클라우드 게임을 통한 데이터 트래픽 유발로 국내 통신사는 고가 요금제 가입자 확대와 추가적인 수익 창출이 가능할 것이다.

표3. 클라우드 게임 침투율 시나리오별 ARPU 상승 효과

주요 가정(백만명)		게임 분야별 이용률	
2020년 국내 인구수	51.8	모바일	90%
15세 이상 인구 비중	88%	PC	64%
전체 게임 이용률	66%	콘솔	20%
게임 인구 추정	29.9	아케이드	12%

클라우드 게임 침투율	5%	10%	20%	30%	40%	50%
가입자수(백만명)	1.5	3.0	6.0	9.0	11.9	14.9
연간 수익(십억원)	179	358	717	1,075	1,434	1,792
ARPU 상승 효과(원)	267	533	1,067	1,600	2,134	2,667

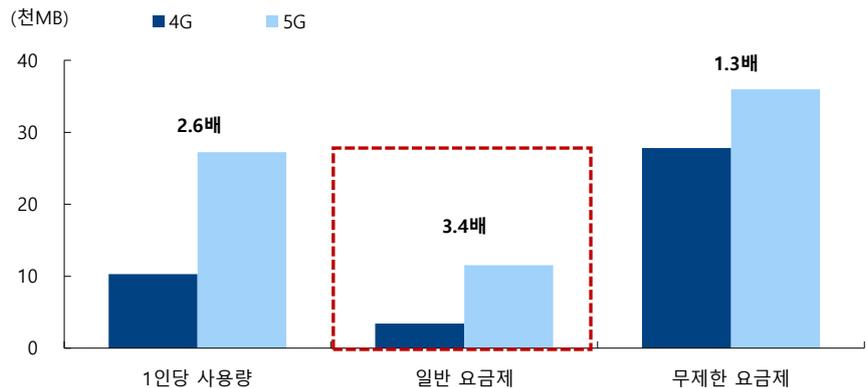
자료: 대한민국 게임백서, 하이투자증권 추정

### 1-5. 일반 요금제 가입자들의 고가 요금제 전환 가속화

5G 콘텐츠로 인한 데이터 사용량 증가는 일반 요금제 가입자의 고가 요금제 전환으로도 이어질 것으로 전망한다.

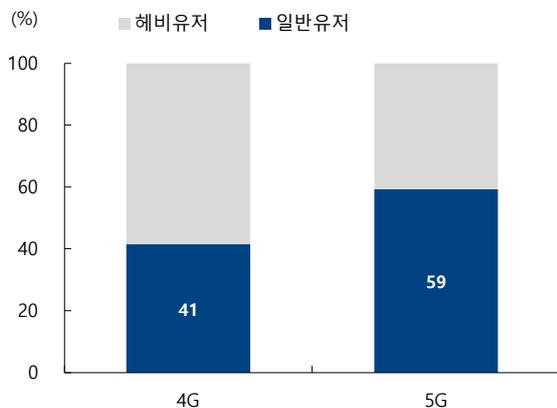
[그림 21]을 보면 5G 의 가입자는 4G 보다 2.6 배 더 많은 데이터를 사용한다. 이중 일반 요금제의 경우 5G 는 4G 의 3.4 배로 데이터 사용량이 무제한 요금제 가입자보다 더 큰 폭으로 증가한다는 것을 알 수 있다. 또한, 일반 유저의 데이터 사용량이 전체에서 차지하는 비중은 5G 가 59%로 4G(41%) 대비 높다[그림 22]. 이는 5G 데이터 사용량이 일부 헤비 유저에 집중된 것이 아닌 가입자 전반에 걸쳐 증가하고 있다는 것을 증명한다. 따라서 증저가 요금제 영역에 머무르던 소비자들의 고가 요금제 전환이 활발히 이루어지고 있다는 점을 확인할 수 있다.

그림21. 4G와 5G의 1인당 데이터 사용량 비교



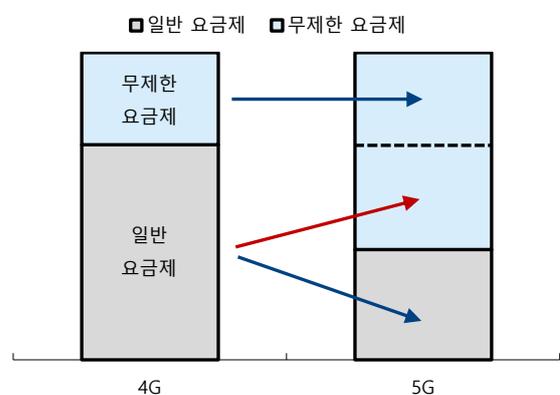
자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

그림22. 5G 데이터 트래픽 내 일반 유저 비중 59%



자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권 추정  
\*헤비유저: 데이터 사용량 상위 10% 가입자

그림23. 4G 일반 가입자의 데이터 사용 증가로 5G 고가 요금제 전환



자료: 하이투자증권

### 1-6. 패러다임 변화에 따른 5G 맞춤형 요금제 출시

통신 3 사도 데이터 사용량 증가에 맞춰 ARPU 를 높일 수 있는 5G 요금 정책을 수립했다. 대표적으로 무제한-일반 요금제간의 데이터 제공량 격차를 크게 두었다. 또한, 기존 4G 요금제에서의 100-200GB 데이터를 제공하는 일반 요금제를 무제한 요금제로 통합했다. 통신사별 동일 요금제로 전환시 평균 요금은 SK 텔레콤 11,500 원, KT 15,167 원, LG 유플러스 11,143 원이 상승한다.

4G 의 1 인당 데이터 사용량도 10.3GB(YoY +20.7%)로 두 자릿수 성장세가 지속되고 있어 향후 5G 전환시 ARPU 상승에 긍정적이다. 현재 통신 3 사가 출시한 5G 요금제 중 가장 저렴한 요금제의 경우 8-9GB 의 데이터를 제공하고 있다. 반면 이와 비슷한 가격대의 4G 요금제는 데이터 제공량이 3-4GB 에 불과하기 때문에 4G 가입자의 5G 유입시 고가 요금제로의 전환이 지속될 것으로 예상된다.

표4. 통신 3 사 5G 요금제 무제한 구간 확대

통신사	요금제		월정액		데이터		공유데이터/테더링				
	5G	4G	5G	4G	5G	4G	5G	4G			
SK 텔레콤	플래티넘	T 플랜 맥스	125,000	100,000	무제한	무제한	각 50GB	40GB/30GB			
	프라임	T 플랜 스페셜	89,000	79,000		150GB+속도제한	각 30GB	각 20GB			
	스탠다드	에센스	75,000	69,000	200GB+속도제한	100GB+속도제한	각 20GB	각 15GB			
	슬림	안심 4G	55,000	50,000	9GB+속도제한	4GB+속도제한	기본 데이터 한도 내	각 2.5GB			
KT	슈퍼플랜 프리미엄 Plus	데이터 ON 프리미엄	130,000	89,000	무제한	무제한	100GB	50GB			
	슈퍼플랜 스페셜 Plus		110,000				50GB				
	슈퍼플랜 스페셜		100,000				50GB				
	슈퍼플랜 베이직 Plus		90,000				20GB				
	슈퍼플랜 베이직	데이터 ON 비디오	80,000	69,000			100GB+속도제한		20GB	기본데이터 한도 내	
	5G 슬림	데이터 ON 톱	55,000	49,000			8GB+속도제한		3GB+속도제한	기본데이터 한도 내	
LG 유플러스	시그니처	데이터 105	130,000	105,000	무제한	무제한	각 60GB	나눠쓰기 100GB			
	프리미어 슈퍼		115,000				각 50GB				
	프리미어 플러스	데이터 88	105,000	88,000			테더링 50GB		나눠쓰기 40GB		
	프리미어 레귤러	데이터 78	95,000	78,000			나눠쓰기 50GB		나눠쓰기 15GB		
	스마트		85,000				나눠쓰기 20GB				
	스탠다드	데이터 69	75,000	69,000			150GB+속도제한		150GB+속도제한	나눠쓰기 10GB	나눠쓰기 11GB
	라이트	데이터 59	55,000	49,000			9GB+속도제한		3.5GB+속도제한	-	-

자료: 각 사, 하이투자증권

그림24. 4G 1인당 데이터 트래픽 10.3GB 로 5G 전환시 고가 요금제 유입 지속

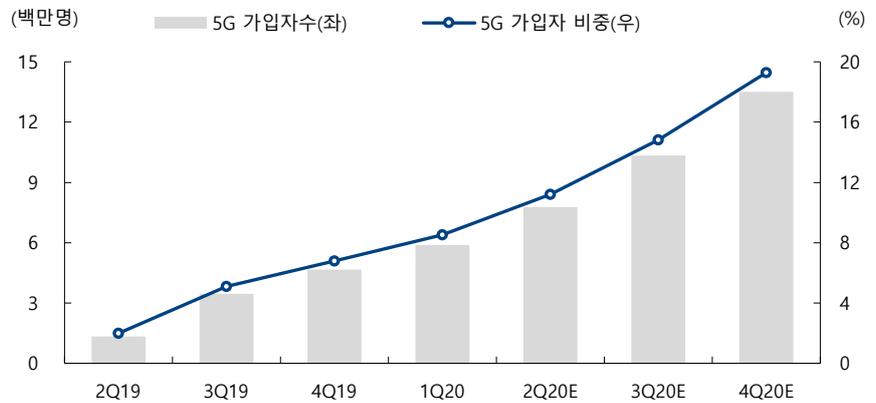


자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

### 2-1. 5G 단말기, 본격적으로 출시 시작

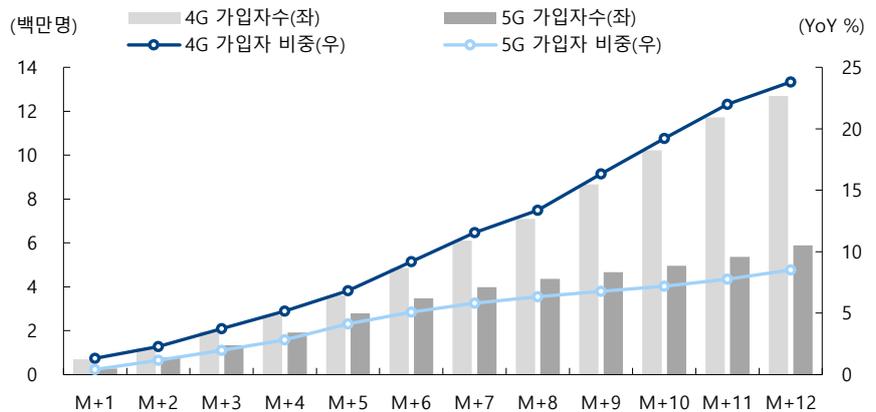
국내 통신 3사 합산 5G 가입자수는 19년 말 467만명에서 20년 말 1,350만명으로 증가해 전체 가입자의 19%(YoY +12.2%p)를 차지할 것으로 전망한다[그림 25]. 이 같은 확산세는 5G 보급형 단말기 및 애플의 아이폰 5G 모델 출시에 기인한다. 국내 스마트폰 가입자 비중은 92%로 포화 상태이다. 따라서 5G 가입자는 단말기 교체 주기에 맞춰 점진적으로 증가할 가능성이 높을 것으로 판단되며 올해 하반기에 집중되어 있는 각 업체별 신규 스마트폰 출시 계획을 살펴볼 필요가 있다.

그림25. 2020년 말 국내 5G 가입자수 1,350만명, 5G 가입자 비중 19% 전망



자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권 추정

그림26. 4G 및 5G의 상용화 이후 12개월간 가입자수 및 비중 추이



자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권 추정

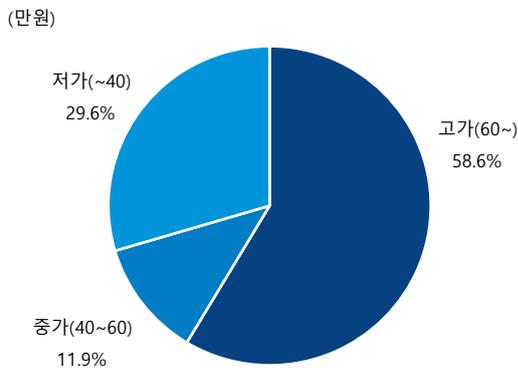
### 2-2. 플래그십 이어 2Q20 보급형 출시 본격화

2Q20 부터 5G 보급형 단말기 출시가 본격화될 전망이다. 이는 5G 신규 가입자수 증가폭을 이끌 중요한 변곡점이 될 수 있다. 당사가 보급형 단말기 출시에 주목하는 이유는 국내 스마트폰 시장에서 60~100 만원 가격대의 스마트폰이 32%를 차지하며 가장 큰 비중을 차지하고 있기 때문이다[그림 27,28].

5G 모뎀칩의 출시 일정과 국내 스마트폰 출시 주기를 바탕으로 추정해보면 20년에는 19년(6종)보다 증가한 최소 8종 이상의 5G 단말기가 출시될 것으로 예상된다[표 5]. 이중 5G 보급형 단말기는 4~5종으로 50~90만원의 다양한 가격대로 분포돼 5G 가입자 유입으로 이어질 것이다. 또한 국내 보급형 5G 스마트폰 모델에 채택될 것으로 추정되는 삼성의 Exynos 980, 퀄컴의 Snapdragon 765G, Mediatek의 Dimensity 800 등 5G SOC가 1Q20부터 상용화되기 시작했다.

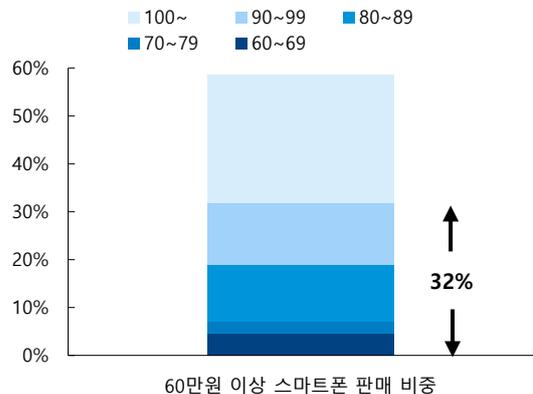
하반기는 전통적인 IT 성수기이다. 올해 3분기에는 삼성전자 갤럭시 노트 20가, 4분기에는 애플의 첫 5G 단말기인 아이폰 12(가칭)가 순차적으로 출시될 예정이기 때문에 3Q20 이후 통신사들의 가입자수 확대의 변곡점이 될 것으로 전망된다 [그림 29,30].

그림27. 스마트폰 시장은 60만원 이상 가격대 중심으로 형성



자료: 박광온의원실, 방송통신위원회, 하이투자증권

그림28. 60~100만원 스마트폰이 가장 큰 비중 차지



자료: 박광온의원실, 방송통신위원회, 하이투자증권

표5. 5G SOC 출시 일정

분류	기업	제품	공개	상용화
5G SOC	Qualcomm	Snapdragon 765G	1Q19	4Q19
	Huawei	Kirin 990 5G	3Q19	4Q19
	Mediatek	Dimensity 1000L	4Q19	4Q19
	Samsung	Exynos 980	3Q19	1Q20
	Mediatek	Dimensity 1000	4Q19	1Q20
	Huawei	Kirin 820 5G	1Q20E	2Q20E
	Mediatek	Dimensity 800	4Q19	2H20E
	Qualcomm	Snapdragon 6-	3Q19	2H20E

자료: 하이투자증권 추정

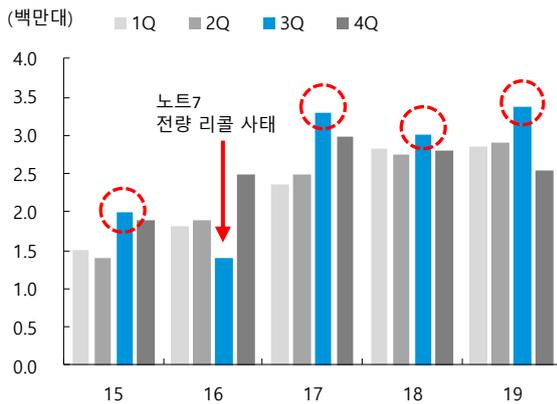
표6. 5G 단말기 출시 예상 라인업

2019년	가격	2020년	가격
갤럭시 S10 256G	1,397,000	갤럭시 S20	1,248,500
LG V50	1,199,000	갤럭시 A51	572,000
갤럭시노트 10	1,248,500	갤럭시 A71	60만원 전후 예상
갤럭시 A90	899,800	LG VELVET	899,800
갤럭시 폴드	2,398,000	갤럭시 노트 20	125만원 전후 예상
V50S	1,199,000	갤럭시 폴드 2	200만원 전후 예상
		갤럭시 A90	90만원대 예상
		아이폰 12	90-150만원

자료: 하이투자증권 추정

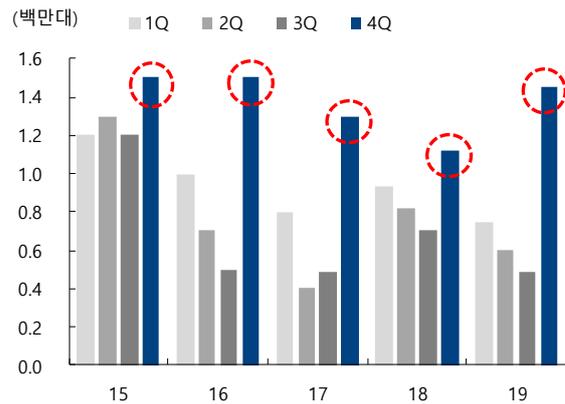
\*음영은 신규로 출시되는 5G 단말기

그림29. 삼성 최대 성수기는 갤럭시 노트가 출시되는 3분기



자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림30. 4Q20 애플의 5G 아이폰 출시 예정



자료: Counterpoint, 하이투자증권

### 2-3. 데이터 사용량 동일시 5G 전환으로 ARPU 상승

보급형 5G 단말기 출시 본격화는 5G 중저가 요금제에 기반한 ARPU 상승에 긍정적인 것으로 판단한다. 통신 3사는 현재 50,000 원대의 5G 일반 요금제를 출시했다. 4G 대비 요금이 5,000~6,000 원 인상됐지만 1GB 당 데이터 요금은 오히려 4G 대비 30~50% 저렴해졌다[표 7]. 이를 바탕으로 추론해보면 향후 통신 3사의 일반 요금제가 추가적으로 출시되더라도 데이터 사용량 증가에 맞춰 현재 일반 요금제와 비슷한 수준의 요금 인상이 가능할 것으로 전망한다.

표7. 5G 일반 요금제는 가격 인상과 더불어 데이터 제공량이 대폭 확대돼 ARPU 상승에 기여할 전망

SK 텔레콤			KT			LG 유플러스		
5G		4G	5G		4G	5G		4G
슬림	요금제	T 플랜 안심 4G	5G 슬림	요금제	데이터 ON 특	5G 라이트	요금제	데이터 49
55,000	월정액	50,000	55,000	월정액	49,000	55,000	월정액	49,000
9GB+ 속도제한	데이터	4GB+ 속도제한	8GB+ 속도제한	데이터	3GB+ 속도제한	9GB+ 속도제한	데이터	3GB+ 속도제한
6,111	1GB 당 데이터 요금	12,500	6,875	1GB 당 데이터 요금	16,333	6,111	1GB 당 데이터 요금	16,333
무제한	음성/문자	무제한	무제한	음성/문자	무제한	무제한	음성/문자	무제한

자료: 각 사, 하이투자증권

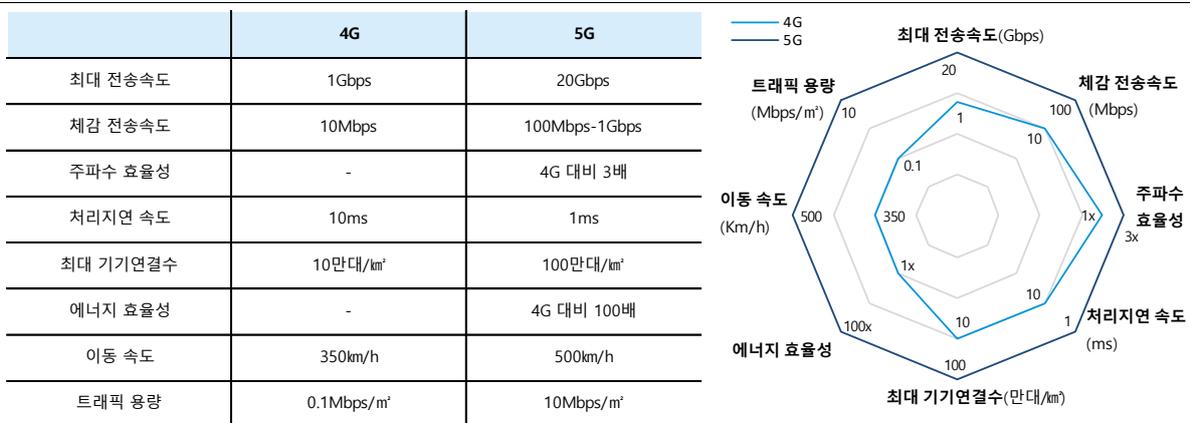
### III. 5G 통신기술, 중장기 B2B 사업 기회 부여

#### 1-1. 5G 기술을 통해 IoT, V2X, 스마트팩토리 사업 가능

중장기적으로 5G 와 연계된 B2B 은 통신서비스 업종의 성장을 견인할 수 있는 또 다른 기대 요인이다. 5G 의 기술적 특징으로 IoT, V2X, 스마트 팩토리, 스마트시티 등 다양한 산업간 융합이 가능할 것으로 예상되기 때문이다.

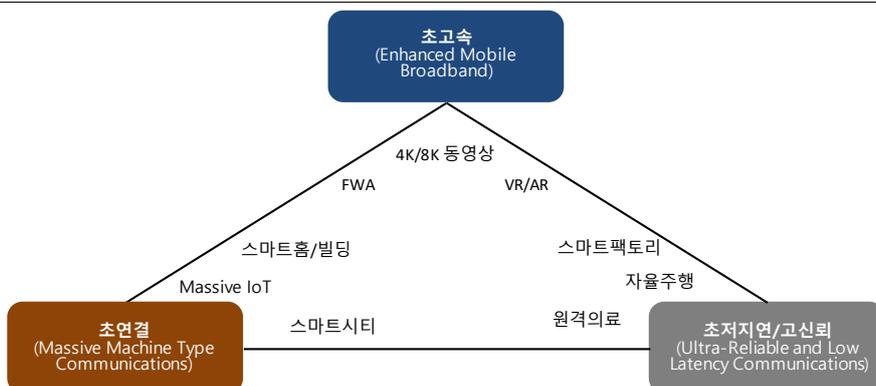
우선 5G 의 기술적 특징을 알아보자. 5G 에서 전송 속도의 향상은 기존 통신세대의 발전과 같은 맥락이지만 초연결, 초저지연에서 기존 통신세대의 진화와 달라진다. 처리지연 속도가 4G 의 10 분의 1 수준으로 줄어들고 최대 기기 연결수는 10 배로 증가한다. 또한 에너지 효율성이 4G 보다 100 배 향상된다. 이는 초저지연 /고신뢰성을 바탕으로 자율주행, 스마트팩토리, 원격의료의 가능해지고 초연결성과 높은 에너지 효율성을 기반으로 대량의 IoT 기기가 연결되면서 스마트시티, 스마트홈/빌딩이 가능해진다는 뜻이다.

그림31. 4G 및 5G 성능 비교



자료: ITU, 하이투자증권

그림32. 5G의 초연결, 초저지연/고신뢰 기술적 특징이 통신사의 B2B 비즈니스 확장



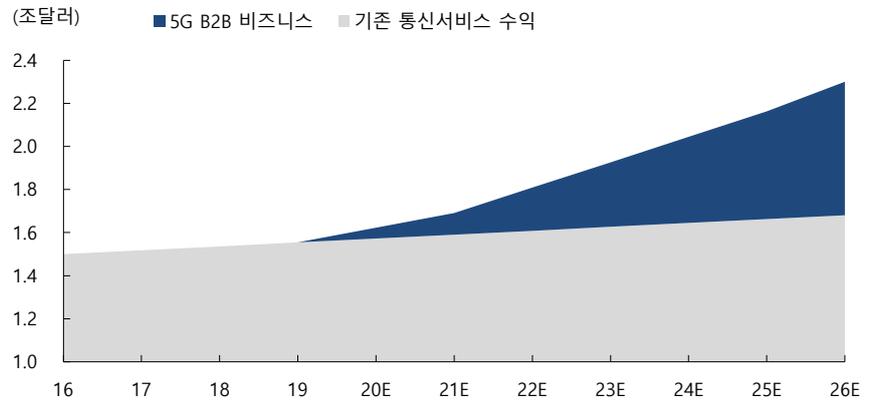
자료: 삼정 KPMG 경제연구원, GSMA, 하이투자증권

따라서 향후 통신사들은 B2B 사업을 통해 성장할 것으로 예상된다. Ericsson 은 글로벌 통신서비스 업종의 수익이 19 년 약 1.6 조달러에서 26 년 2.3 조달러로 0.7 조달러가 증가하고 이 중 88%인 6,190 억달러가 스마트 팩토리, 스마트시티, 자율주행 등 5G 로 인해 새롭게 발생하는 B2B 비즈니스에서 창출될 것으로 전망하고 있다[그림 33,34].

각국의 정부도 5G B2B 서비스가 유발할 경제적 효과에 주목하고 강력하게 드라이브를 걸고 있다[표 8]. IHS 에 따르면 35 년 5G 로 유발되는 글로벌 경제 효과가 총 13.2 조달러에 달할 전망이다[그림 35]. 특히 제조업(4.7 조달러), 공공서비스 (1.2 조달러)에서 경제적 효과가 두드러질 것으로 전망된다.

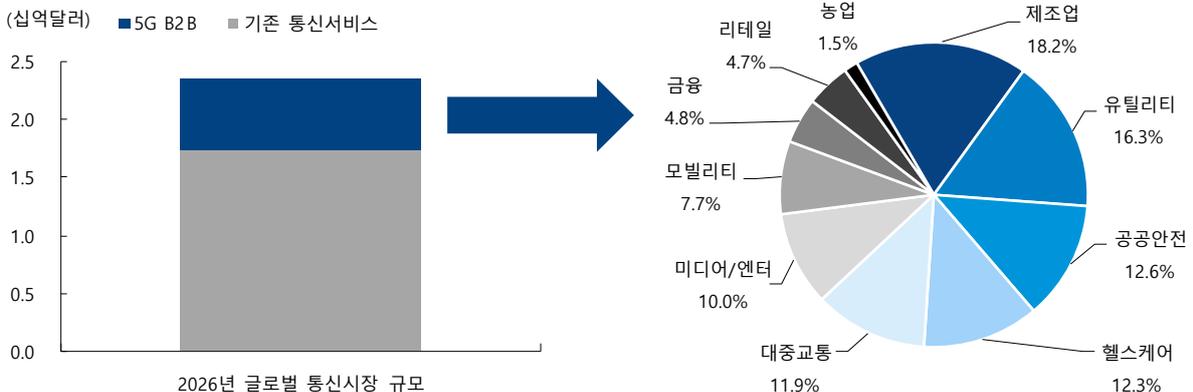
국내 정부는 5G+전략산업 육성을 통해 스마트공장, 스마트시티, 자율주행차 등을 핵심서비스로 제시하고 이와 관련된 산업생산액을 22 년 13 조원, 26 년에는 75 조원까지 확대할 계획이다.

그림33. 19-26년 글로벌 통신서비스 업종의 성장 중 88%가 5G B2B 비즈니스에서 창출



자료: Ericsson, 하이투자증권

그림34. 2026년 5G B2B 시장 규모 6,190 억달러, 이중 제조업 비중 18.2% 전망



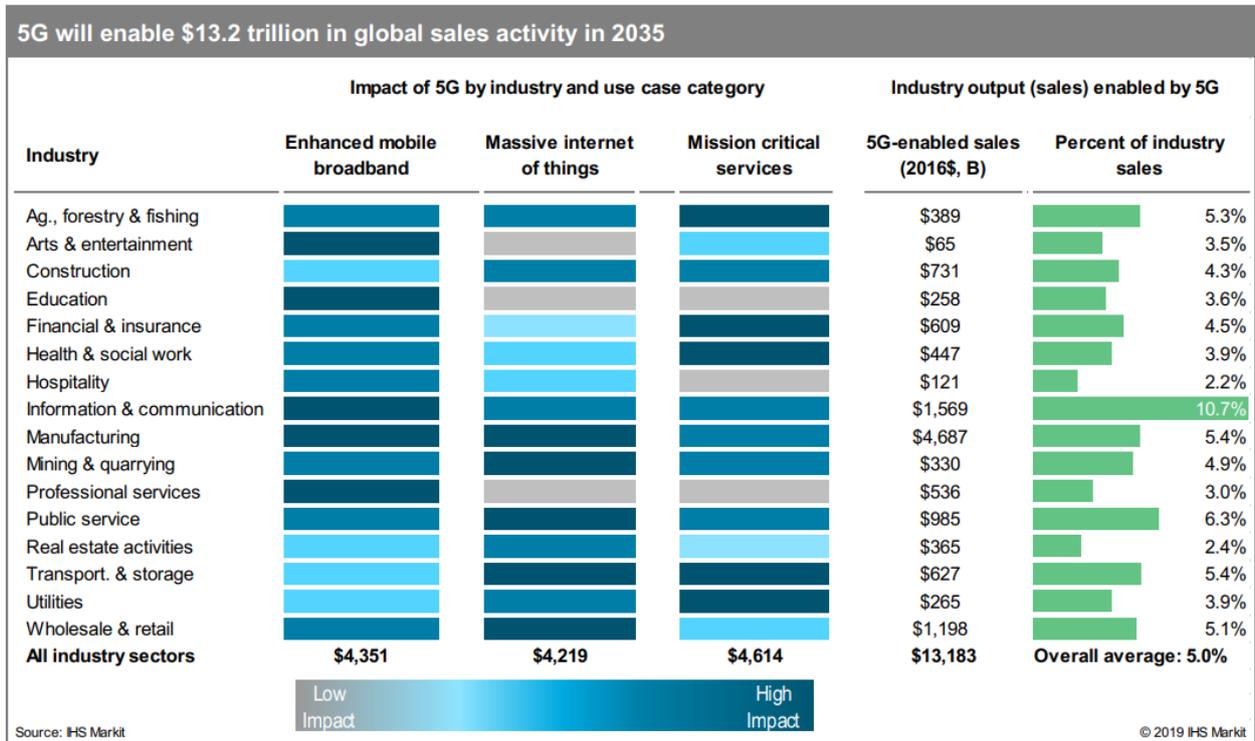
자료: Ericsson, 하이투자증권

표8. 세계 각국이 민관 협력을 통해 신규 비즈니스 모델 발굴 추진 중

국가	주요 내용
한국	스마트공장, 자율주행차, 스마트시티, 디지털 헬스케어 등 5대 핵심서비스 지정하고 활성화 지원
중국	30개 도시에 세계 최대 규모의 5G 테스트베드를 구축 중, 송안신구 지역에서 5G 인프라 기반 스마트시티 건설
일본	5GMF(Mobile Forum) 내에서 스마트시티, 자율주행차, 원격진료, 물류, 미디어 분야 등 종합실증실험 추진
EU	스마트시티, 미디어, 제조, 헬스, 공공안전, 자율주행, 교통, 물류 등에 대해 13개국(38개 도시)에서 63개 시범사업 추진

자료: ETRI, 하이투자증권

그림35. 5G로 인한 산업별 경제 효과 및 규모 전망

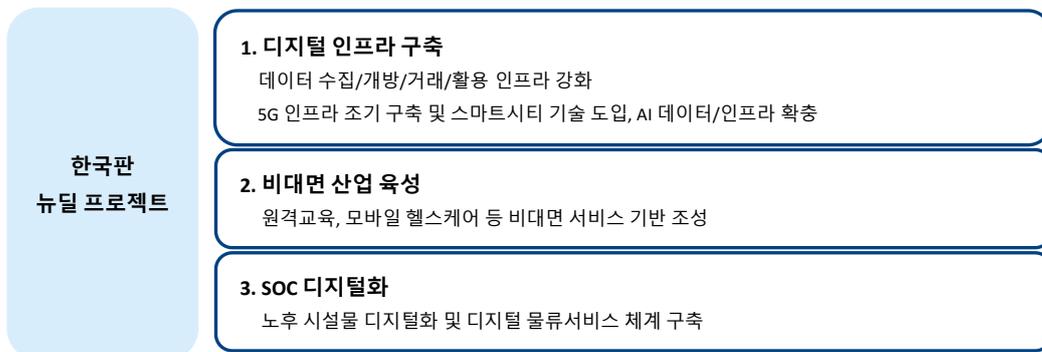


자료: IHS Markit, 하이투자증권

최근 코로나 19 로 인해 소비, 물류, 유통, 제조 분야 등 모든 산업에서 언택트가 주목을 받고 있는 가운데 5 월 7 일 정부에서 발표한 ‘한국판 뉴딜’이 5G B2B 사업의 마중물 역할을 할 것으로 예상된다[그림 36]. 이번 한국판 뉴딜은 비대면화-디지털화에 방점을 찍고 공공, 산업, 의료 등 다양한 분야의 데이터화와 5G 를 비롯한 네트워크 인프라 구축을 우선적으로 추진할 예정이다. 이는 우리가 익히 알고 있는 전 산업에서의 디지털 트랜스포메이션 가속화를 의미한다.

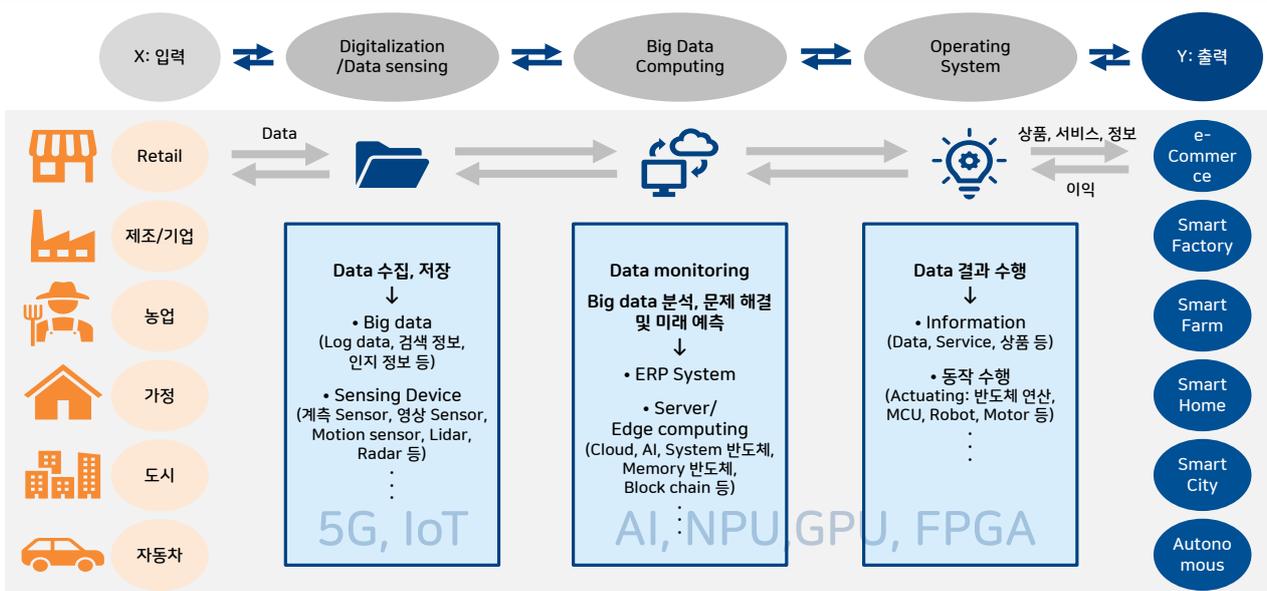
[그림 37]과 같이 디지털 트랜스포메이션은 리테일부터 제조, 농업, 가정, 도시에 이르기까지 모든 산업이 방대한 데이터로 수집되고 저장된 후 분석 통해 판단을 내리게 되는 ‘Data 수집→Think→Act’의 과정을 거치게 된다. 그리고 이 과정에서 5G 는 데이터가 전송되는데 필수 기반 기술이 될 것이다.

그림36. 5G B2B 사업의 마중물이 될 한국판 뉴딜 정책



자료: 기획재정부, 하이투자증권

그림37. 디지털 트랜스포메이션 변화에서 발생하는 수많은 데이터를 처리하기 위해서는 5G 가 기반 기술이 될 것



자료: 하이투자증권

### 1-2. 한발 빨랐던 해외 통신사들의 B2B 사업 행보

기존에도 B2B 사업을 활발하게 진행했던 해외 통신사들의 경우 제조업, 모빌리티 등 다양한 산업군과의 제휴를 통해 5G B2B 서비스를 발굴하고 있다[표 9]. 미국 AT&T는 삼성전자와 손잡고 미국 오스틴에 위치한 반도체 공장에 5G 이노베이션 존을 구축하고 있으며, Verizon은 Corning과 기계간 통신과 재고 추적 등 생산성 향상에 초점을 맞춘 스마트 팩토리를 준비하고 있다. 일본의 경우 NTT Docomo가 도요타와 총 2,000억엔을 상호 출자해 스마트시티 건설을 추진중이며 SoftBank는 자율주행, V2X 등 모빌리티 분야에 집중하고 있다. 이탈리아의 경우 5G를 활용한 공공보안, 원격 도시감시 등 스마트시티 서비스를 추진하고 있다.

표9. 해외 통신사 5G B2B 사례

국가	통신사	협력사	내용
미국	AT&T	삼성전자	미국 오스틴 반도체 공장에 5G 이노베이션 존 구축
	Verizon	Corning	기계간 실시간 통신, 재고 추적, 자율유도차량 등 지원
일본	NTT Docomo	도요타	총 2,000억엔 상호 출자해 스마트시티 건설 추진
		신일본주금솔루션스	AR, VR 기술을 이용해 생산 현장 기기 원격조작 지원
		종합경비보장	5G를 활용해 수집한 대용량 데이터 분석으로 범죄 미연 방지
		Nokia / OMRON	자율주행 로봇을 이용한 유연한 생산라인 구축
		고마쓰	5G를 통해 건설 및 광산기계 원격제어
	SoftBank	어드밴스드모빌리티	오지마을에서 자율주행버스 운행
		Subaru	C-V2X 적용 사례에 대한 공동연구
	KDDI	NEC	5G 건설기계 적용해 원격건설 품질향상
이탈리아	텔레콤이탈리아	트리노시	5G 활용해 공공보안, 원격 도시감시 등 스마트시티 서비스 제공
중국	China Mobile	Haier / Huawei	AI+5G 공장 구축, 생산협업, 품질관리, 데이터 기반의 시뮬레이션 등
	China Unicom	Ericsson	칭다오에 5G 스마트 항구 구축, 운반장비 등 자동제어, 무인차량 및 크레인 등 원격제어
	China Telecom	Bluetron / ZTE	5G 네트워크 슬라이싱, 엣지 컴퓨팅으로 스마트 팩토리 구축

자료: ETRI, 하이투자증권

### 1-3. 국내 통신사, B2B 사업 본격 개시

국내 통신사들의 기존 B2B 매출 비중은 10% 수준으로 해외(34%) 대비 낮았지만 5G 에서는 빠른 B2B 시장 선점을 통해 이러한 격차를 축소할 것으로 예상된다. 특히 올해 하반기 5G B2B 서비스에 필요한 28GHz 커버리지 구축 및 5G SA 상용화가 계획되어 있다는 점도 새로운 비즈니스 상용화가 단기 내에 구체화될 수 있다는 것을 의미한다.

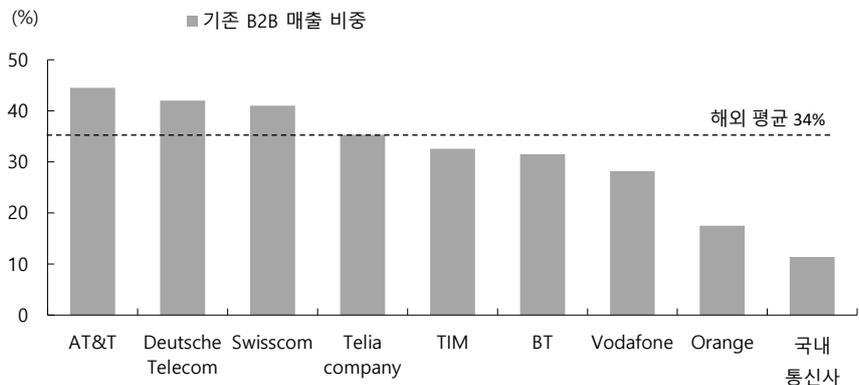
국내 통신 3 사는 계열사와의 협력 외에도 타 기업과의 협력을 통해 레퍼런스를 확보하고 5G B2B 사업을 본격적으로 개시하기 위해 준비 중이다[표 10]. SK 텔레콤은 삼성중공업, 보쉬렉스로스코리아 등과 협력하고 있으며, KT 는 53 개 고객사와 150 여가지의 5G B2B 모델을 발굴했다. LG 유플러스는 부산항만공사, 서호전기 등과 스마트항만 관련 사업을 추진하고 있다.

표10. 국내 통신사, 5G B2B 비즈니스 추진 현황

SK 텔레콤	5G 스마트팩토리 얼라이언스(5G-SFA) 참여
	삼성중공업과 5G 기반 모형 선박 운항
	보쉬렉스로스코리아와 IIoT 솔루션 및 데이터 분석 사업 업무협약 체결
	SK 하이닉스에 5G 망 구축하고 MEC 기반 스마트 팩토리 추진 중
KT	현대중공업그룹과 스마트 팩토리 고도화 협력 강화
	삼성 SDS, 신성이엔지와 신성이엔지 스마트 팩토리 사업 MOU 체결
	유도그룹, 스튜디오 3S 코리아와 스마트팩토리 솔루션 공동개발 MOU 체결
	현대중공업그룹과 스마트 팩토리 고도화 협력 강화
LGU 유플러스	현대건설과 스마트건설/건설자동화 기술개발 및 사업화 협약 체결
	부산항만공사, 서호전기 등과 부산항 5G 스마트항만 실증사업 진행
	5G 스마트 팩토리 제공 대상 대기업→중소기업 확대
	중소벤처기업진흥공단과 5G 기반 스마트공장배출터 실증 적용 위한 업무 협약
	두산인프라코어와 5G 기반 무인 건설기계 기술 개발
무인자동화 로봇 개발 기업 포테닛과 5G 스마트항만 물류 자동화 사업 MOU 체결	

자료: 하이투자증권

그림38. 국내외 통신사의 기존 B2B 매출 비중

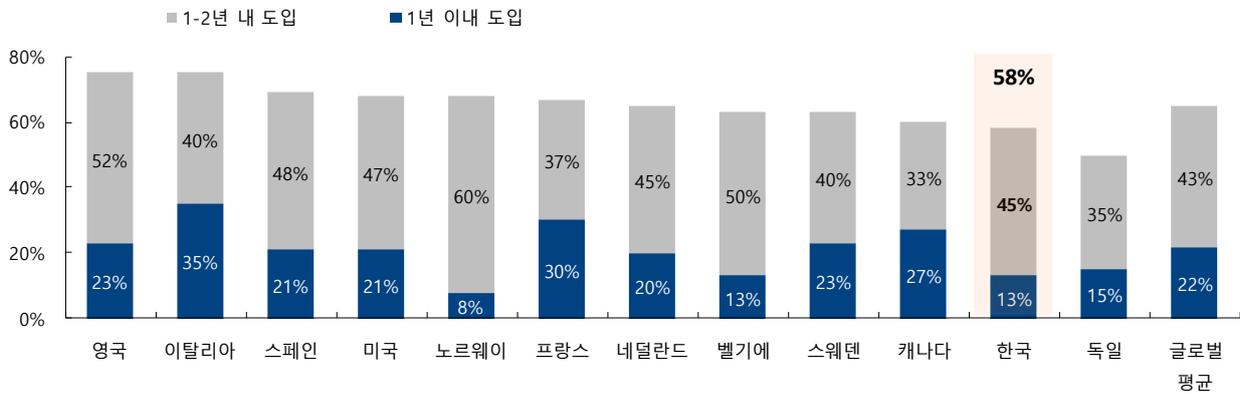


자료: Accenture, 하이투자증권

5G B2B 사업 중에서도 단기적으로 가시성이 높은 분야는 스마트 팩토리이다. 국내 주요 대기업의 58%가 2년 내 스마트 팩토리를 도입할 것으로 파악된다[그림 39].

실제로 SK 텔레콤은 계열사인 SK 하이닉스에 5G 망을 구축하고 MEC 기반의 스마트 팩토리를 구축했으며 LG 유플러스는 5G 를 활용한 LG 전자의 소재 생산기술원 공장 구축 경험을 보유하고 있다. 또한, 국내 스마트 팩토리 관련 기술은 선도 국가인 미국, 독일과의 격차가 3년 이내[표 11]이며 통신분야에서는 사실상 글로벌 최고 수준의 기술을 보유하고 있어 5G B2B 사업 내 가장 빠르게 성장할 것으로 전망된다.

그림39. 국내 주요 대기업의 58%가 향후 2년 내 스마트 팩토리 도입 계획



자료: Capgemini, 하이투자증권

표11. 국내 스마트팩토리 관련 기술 미국/독일과의 격차 3년 이내

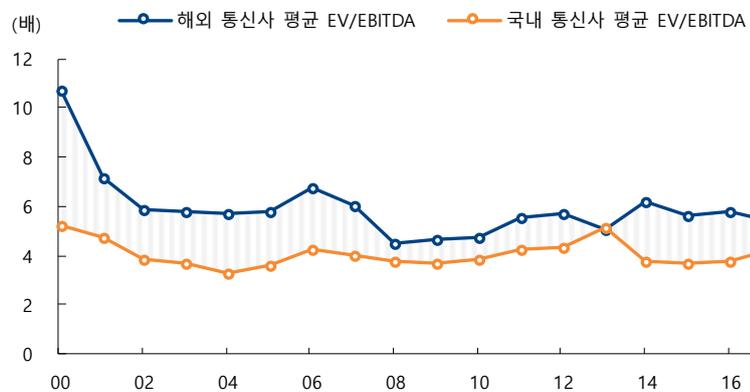
	애플리케이션		플랫폼	장비/디바이스			
	공장운영 시스템	비즈니스	클라우드, 보안 등	제어시스템	IoT	통신	생산현장 (로봇, 3D 프린팅 등)
최고기술 보유국가	미국	미국	미국	독일	미국	미국	미국
국내 상대기술 수준(%)	71.6	86.8	67.9	67.2	74	93.2	72.8
국내 상대기술 격차(년)	2.7	1.1	2.7	3.3	2.4	0.1	2.1

자료: 산업통산자원부, 하이투자증권

## 2. 국내의 통신사들의 밸류에이션 갭 축소될 것

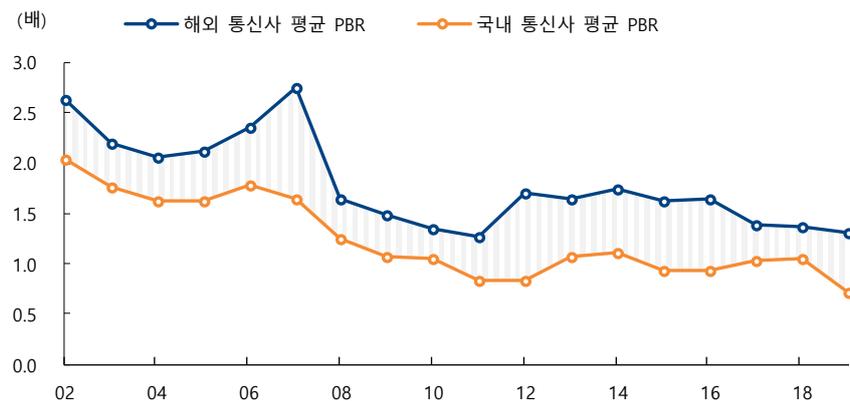
국내 통신사들의 5G B2B 사업 확장은 매출처 다변화와 이익률 측면에서 국내 통신 3 사의 Multiple 디스카운트 해소의 핵심이 될 것이다. 19 년 국내 통신사의 평균 EV/EBITDA 및 PBR 은 각각 3.3 배, 0.7 배로 해외 통신사 5.3 배, 1.3 배 대비 상당히 저평가되어 있다[그림 40,41]. 사업영역이 B2C 에 치우쳐져 있기 때문이다. 따라서 향후 국내 통신사들의 B2B 로의 사업 영역 확대로 매출처가 다변화되고 이익률이 상승한다면 이와 같은 밸류에이션 갭은 축소될 것으로 판단한다.

그림40. 2019년 국내 통신사 평균 EV/EBITDA 3.3 배로 해외 5.3 배 대비 저평가



자료: Bloomberg, Quantiwise, 하이투자증권

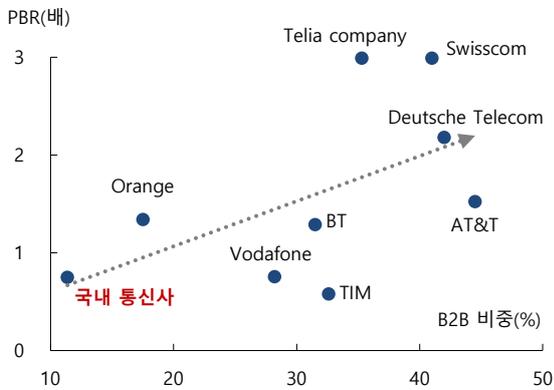
그림41. 2019년 국내 통신사 평균 PBR 0.6 배로 해외 1.3 배 대비 저평가



자료: Bloomberg, Quantiwise, 하이투자증권

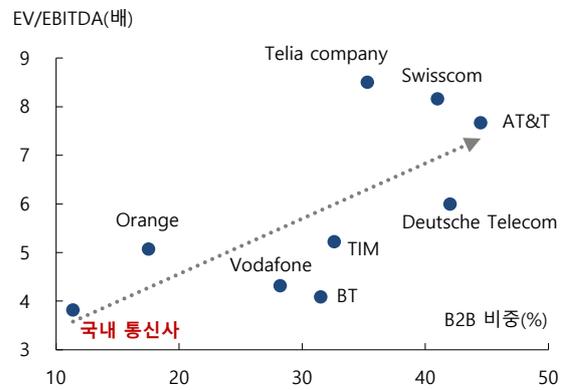
[그림 42-44]를 보면 통신사들의 Multiple 과 B2B 매출 비중, 영업이익률과 B2B 매출 비중 간에는 양의 상관관계가 있는 것으로 나타난다. 현재 국내 통신사의 B2B 매출 비중은 10%로 해외 통신사의 33.8% 대비 낮다. 국내 통신사들은 20년 하반기부터 28GHz 커버리지 구축과 5G SA 상용화를 계획하고 있다는 점에서 5G B2B 비즈니스 출시를 통한 빠른 시장 선점이 가능할 것이다. 중장기적으로 국내 통신사는 B2B 매출 비중을 해외 수준으로 확대하게 되면 안정적인 수익 창출을 확보하고 [그림 41-43]에서 국내 통신사의 위치가 우상향할 것으로 전망된다.

그림42. 글로벌 통신사의 EV/EBITDA와 B2B 매출 비중 관계



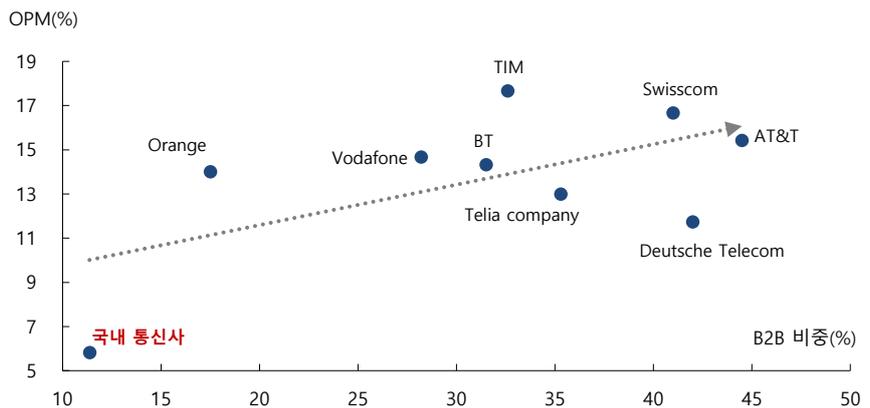
자료: Accenture, Bloomberg, 하이투자증권

그림43. 글로벌 통신사의 PBR과 B2B 매출 비중 관계



자료: Accenture, Bloomberg, 하이투자증권

그림44. 글로벌 통신사의 영업이익률과 B2B 매출 비중 관계

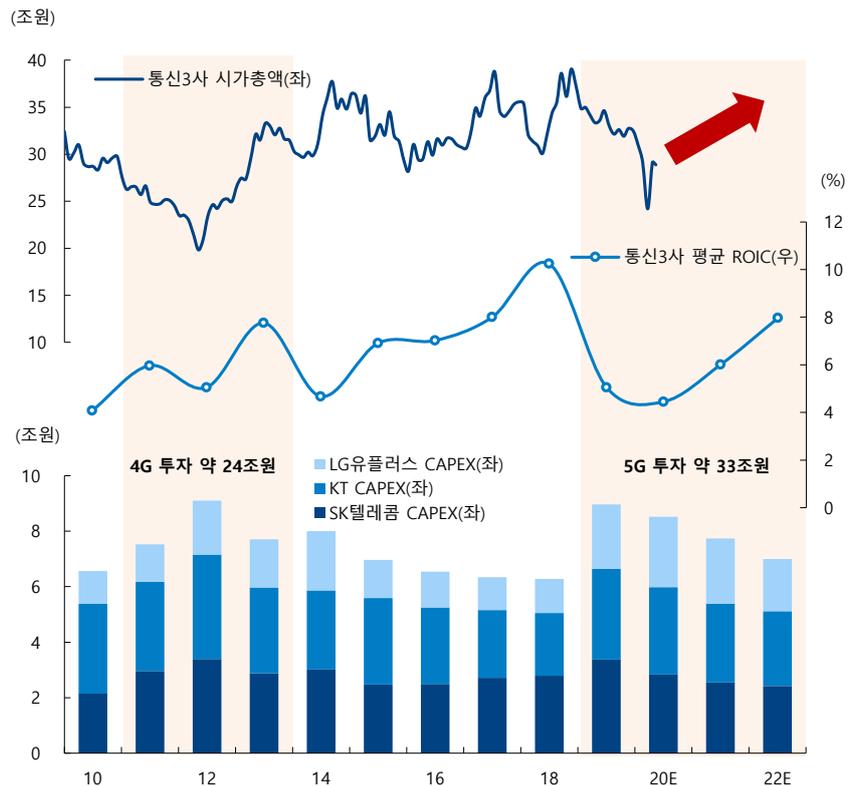


자료: Accenture, Bloomberg, 하이투자증권

향후 B2B 영역으로 사업이 확대될 경우 통신사의 이익률 개선은 가속화될 것으로 전망된다. 통신 3사의 CAPEX가 19년 이후 점진적으로 감소하고 B2B를 통한 추가적인 수익 창출로 ROIC가 개선될 것이기 때문이다

[그림 45]와 같이 통신 3사의 ROIC는 신규 통신세대 도입에 따른 CAPEX 증가로 하락한 이후 점진적으로 개선되는 흐름을 보여왔다. 4G 당시 통신 3사의 평균 ROIC는 12년 5.0%로 하락한 이후 18년 10.2%까지 상승했다. 5G의 경우 전국망 구축이 2022년에 완료될 것으로 전망됨에 따라 19-22년 통신 3사의 합산 CAPEX는 4G 대비 33% 증가한 33조원에 이를 것이다. 하지만 B2B 사업이 안착될 경우 ROIC가 빠르게 개선되면서 통신서비스 업종의 주가 흐름에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

그림45. 통신 3사 ROIC는 20년 저점으로 반등 전망



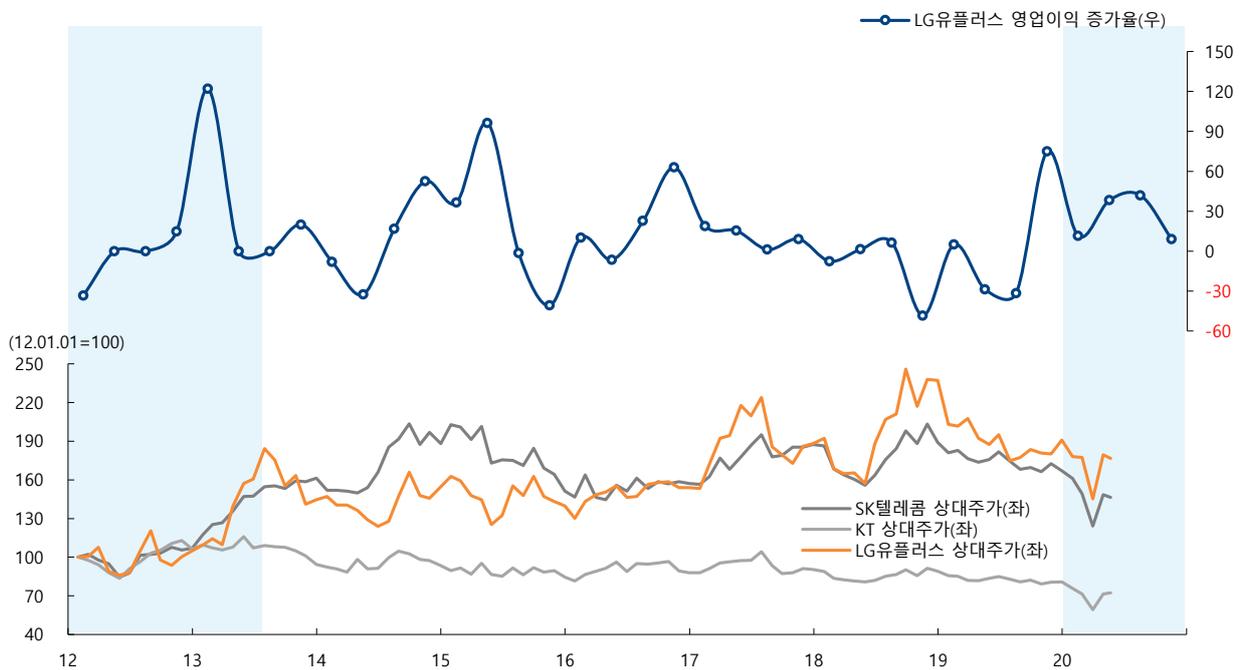
자료: 각 사, 하이투자증권 추정

## IV. 실적 개선이 두드러지는 LG 유플러스를 Top pick 으로 제시

20년 통신 3사 중 실적 개선이 가장 두드러질 것으로 전망되는 LG 유플러스를 통신서비스 업종 내 Top Pick 으로 제시한다.

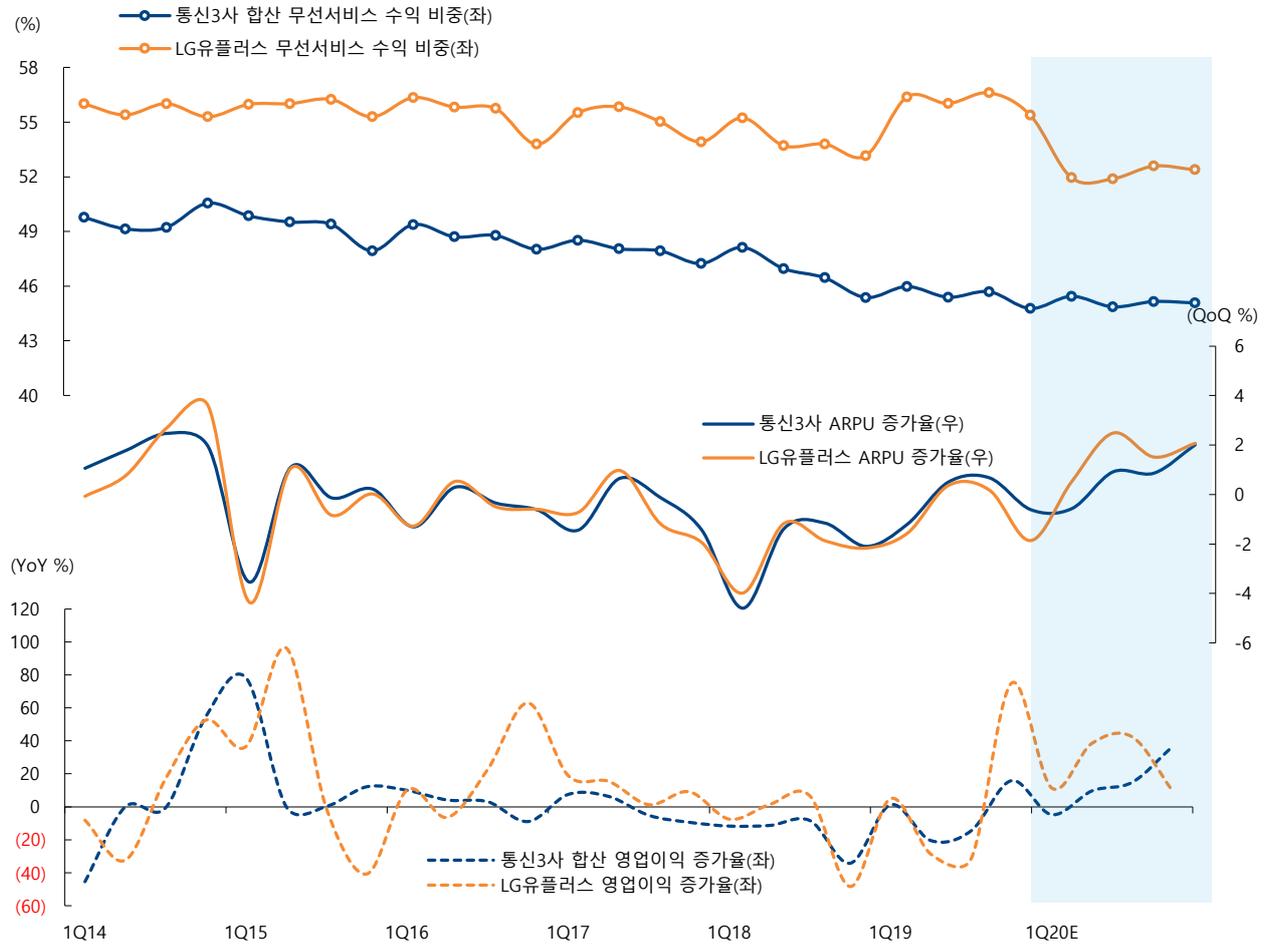
동사의 주가는 4G 상용화 이후 영업이익 개선 구간에서 84% 상승하며 경쟁사(SK텔레콤 54%, KT 9%) 중 가장 높은 수익률을 기록한바 있다[그림 46]. 20년 말 동사의 5G 가입자 비중은 21.4%로 경쟁사(SK텔레콤 18.7%, KT 18.6%) 대비 빠르게 확대되고 ARPU 역시 YoY +5.1%(SK텔레콤 +0.1%, KT +3.0%) 상승할 것으로 전망된다. 따라서 20년 통신 3사 중 이익 개선이 두드러질 것으로 예상된다[그림 47]. 밸류에이션 측면에서도 12M Fwd EV/EBITDA 기준 3.0 배로 역사적 저평가 구간에 위치하고 있어 주가 상승 여력이 높다고 판단한다[그림 48].

그림46. 4G 상용화 이후 이익 개선 구간에서 LG 유플러스가 가장 높은 수익률 기록



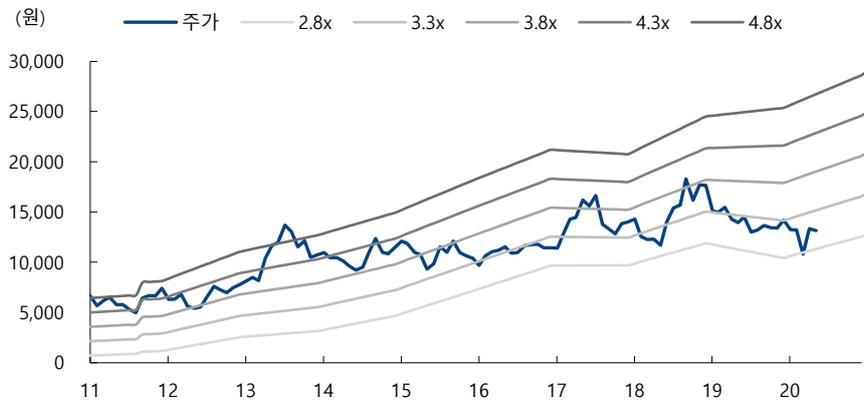
자료: 각 사, 하이투자증권 추정

그림47. LG 유플러스 2020년 영업이익 YoY +24% 전망



자료: 각 사, 하이투자증권 추정

그림48. LG 유플러스 12M Fwd EV/EBITDA 3.0 배로 역사적 저점



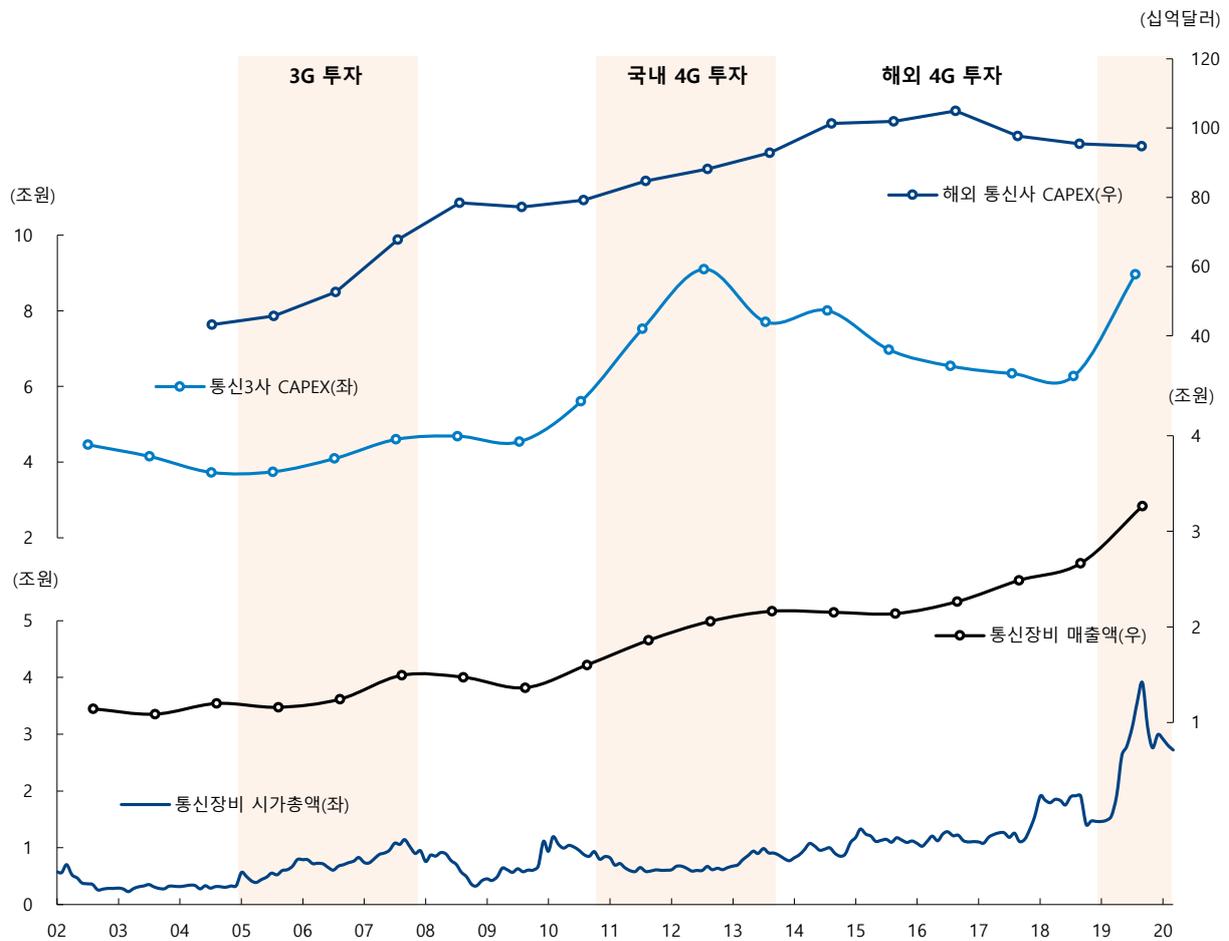
자료: Quantwise, 하이투자증권 추정

## [통신장비]

통신장비 업종에 대해 비중확대 의견으로 커버리지를 개시한다. 그 근거는 첫번째 국내외 통신사들의 5G 투자 본격화로 통신장비 업체의 실적 성장이 전망되고, 둘째, 국내 통신장비 업종의 12M Fwd PER 은 13.8 배로 해외(19.6 배) 대비 저평가되어 있어 밸류에이션이 매력적이기 때문이다.

통신장비 업종의 주가 랠리 근간에는 통신세대 도입에 따른 통신사들의 CAPEX 증가에 기반을 두고 있다[그림 49]. 국내의 경우 정부의 5G 품질평가를 앞두고 실내 커버리지 확대를 위해 연말까지 인빌딩 기지국 개통 건물수가 1,000 여개에서 2,000 여개로 확대될 것이다. 해외는 중국의 5G 설비투자가 19년 대비 300% 이상 증가하고 일본의 하반기부터 기지국 구축을 위한 투자가 시작될 것이다. 또한, 미국은 Sub-6GHz 대역 주파수 할당 이후 21년부터 5G 투자가 본격적으로 확대될 것으로 전망된다.

그림49. 5G로 인한 국내외 통신사의 CAPEX 확대로 통신장비 업체 수혜 전망



자료: Quantiwise, 하이투자증권

\*통신장비 업체 매출액은 케이엠더블유, 솔리드, 다산네트웍스, 코위버, 삼지전자 등 22개 업체 합산

## 1. 국내 5G 관련 업사이클 지속

당사는 다음의 3 가지를 근거로 20 년부터 스몰셀, 중계기 관련 업체들의 실적이 개선될 것으로 전망한다. 첫째, 통신사의 스몰셀/중계기 투자 시기가 도래했으며, 둘째, 20 년부터 정부의 5G 품질 평가가 시행될 예정이고, 셋째, 5G 특성상 인빌딩 커버리지 확대를 위해서는 대부분의 건물에 장비 구축이 필요하기 때문이다. 따라서 당사는 인빌딩 통신장비 관련 업체인 솔리드와 통신장비 필수 부품인 RF 트랜지스터를 생산하는 RFHIC 에 주목해야한다고 판단한다.

### 1-1. 국내 통신사들의 스몰셀/중계기 투자 사이클 도래

새로운 통신세대의 설비 투자는 시험/계측장비→매크로셀→스몰셀/중계기 순으로 이어지며 각 과정마다 약 6-12 개월의 시차를 둔다[그림 50]. 20 년 1 월 기준 국내 5G 기지국은 92,840 국이 구축된 것으로 파악된다. 이는 전국의 85 개 주요 도시에서 옥외 중심의 커버리지가 확보된 것으로 일부 음영 지역을 제외한 도심 지역에서는 5G 사용이 가능한 상태이다. 따라서 5G 상용화 2 년차인 올해부터는 인빌딩 커버리지 확대를 위한 스몰셀/중계기 투자가 본격화될 것으로 전망한다.

그림50. 20 년 통신사 인빌딩 커버리지 확대에 따른 스몰셀, 중계기 관련 업체 수혜 전망



자료: 하이투자증권

1-2. 정부의 5G 품질 평가 시행으로 인빌딩 커버리지 확대 본격화

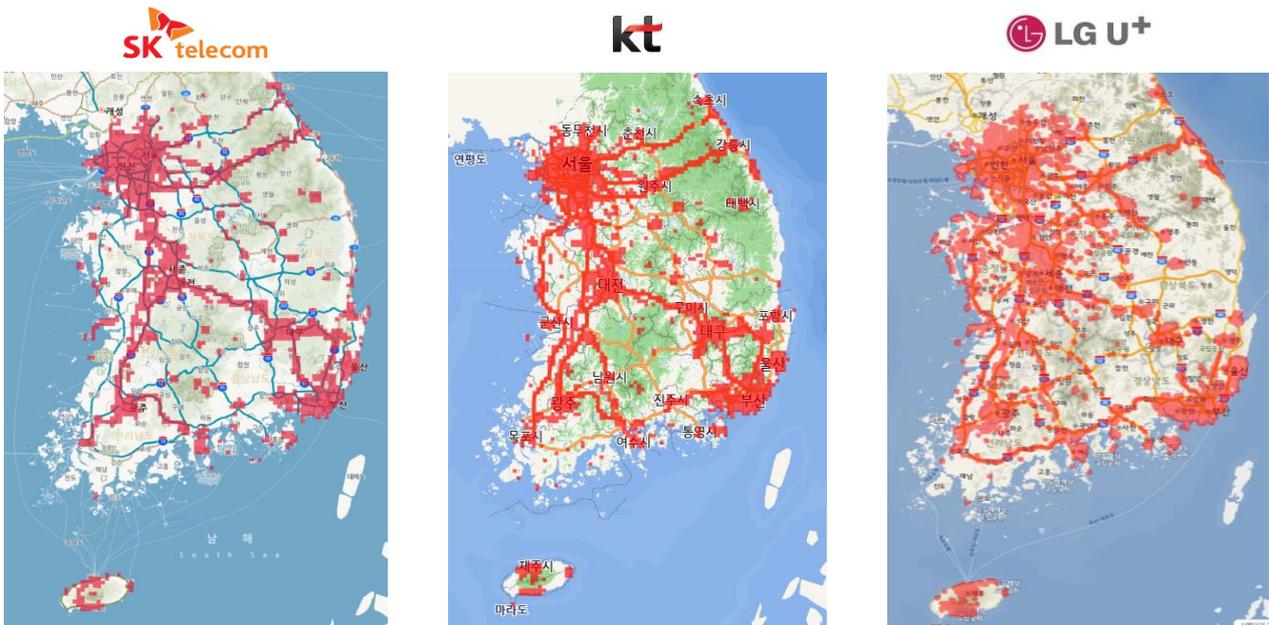
스몰셀/중계기 투자 시기 도래 뿐만 아니라 올해부터 정부의 5G 품질 평가가 진행되기 때문에 국내 통신사 입장에서는 인빌딩 커버리지 확대가 필요하다. 과학기술정보통신부는 연간 2 차례씩 5G 통신서비스에 대한 품질 평가를 진행할 예정이다[표 12]. 상반기 서울 및 6 대 광역시를 시작으로 하반기 전국 85 개의 주요 행정동으로 확대할 계획이다. 여기서 주목할 부분은 그동안 평가 대상에 없었던 실내가 포함되어 있다는 점이다. 당장 하반기부터 품질 평가 지역이 대폭 확대된다는 점에서 통신사의 인빌딩 투자 속도가 빨라질 수밖에 없다.

표12. 20년부터 정부의 5G 통신서비스 품질평가 진행 예정

	1 단계		2 단계	3 단계
	1H20	2H20	21~22년	23년~
지역	서울 및 6 대 광역시	주요 85 개시 (주요 행정동)	주요 85 개시 (주요 행정동)	전국 행정구역 (읍/면/동 포함)
대상	옥외 / 실내 / 유동인구 밀집지역			
지표	5G 서비스 제공 지역, 통신품질, 5G→LTE 전환율			

자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

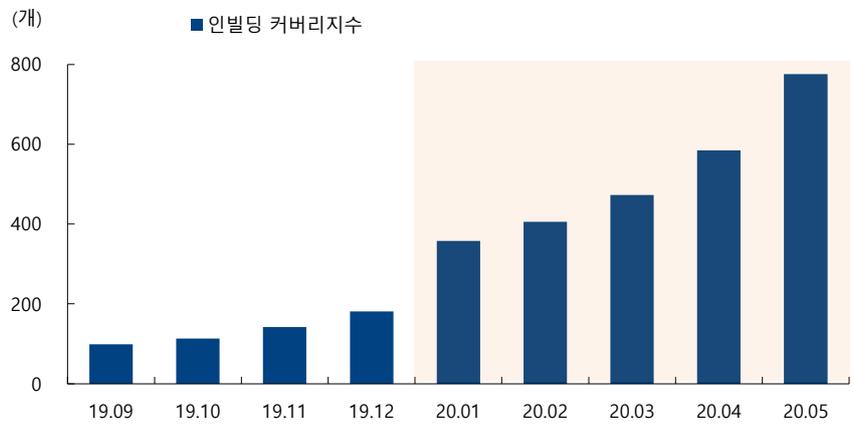
그림51. 19년 통신 3사 5G 커버리지 85 개 주요 도시 중심으로 구축(20년 05월 22일 기준)



자료: 각 사, 하이투자증권

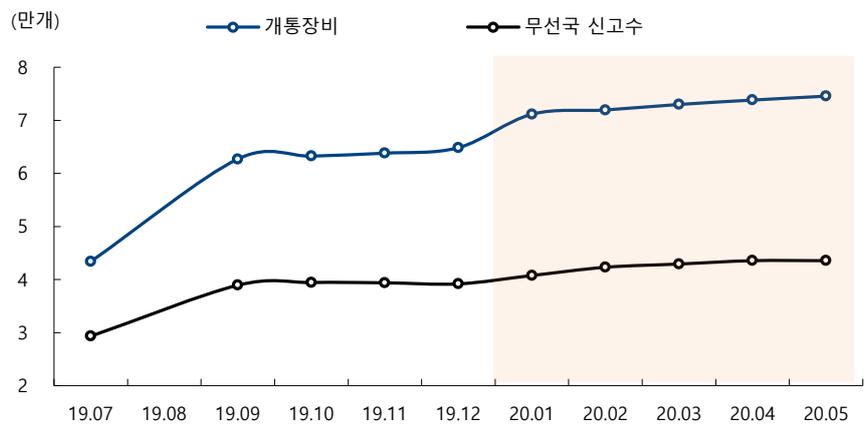
이러한 상황에 발맞춰 국내 통신사는 올해 인빌딩 기지국 개통 건물수를 5월 기준 1,000 여개에서 20년말까지 2,000 여개로 확대할 계획이다. 국내 통신 3사 중 유일하게 기지국수를 공개하는 KT의 인빌딩 커버리지수가 20년 1월부터 급증하고 있다. KT의 인빌딩 커버리지수는 19년 말 180 여개(건물 기준)에서 20년 5월 기준 770 여개까지 증가했다[그림 52]. SK텔레콤과 LG유플러스는 공개하지 않고 있지만 통신 3사가 인빌딩 커버리지 구축의 약 70~80%를 공동으로 진행한다는 점을 고려하면 현재까지 약 1,000 여개로 추정된다. 이는 20년 통신 3사의 인빌딩 장비 구축 목표인 2,000 여개의 절반 수준에 불과하다.

그림52. 20년 이후 KT의 5G 인빌딩 커버리지수 급증



자료: KT, 하이투자증권

그림53. KT 5G 개통장비수 및 기지국수 추이



자료: KT, 하이투자증권

정부가 평가 대상에 실내를 포함시키고 통신사가 인빌딩 커버리지 구축에 나서는 이유는 5G 주파수 특성상 커버리지 범위가 좁고 전송 손실이 크기 때문이다.

5G 의 핵심 주파수 대역인 Sub-6GHz(3.5GHz 대역)과 mmWave(28GHz)는 직진성이 강하고 회절성이 약하기 때문에 건물내에서 전송 손실폭이 커진다. 4G 까지는 대형 빌딩을 제외한 대부분 건물에서 옥외 기지국 장비를 활용하는 O2I (Out-to-Indoor) 방식으로 서비스가 가능했지만 5G 는 4G 와 비교했을 때 +26.8dB(3.5GHz), +37.9dB(28GHz)의 추가적인 전송 손실이 발생한다[표 13]. 이는 5G 에서 전송 손실을 보상하기 위해 사용되는 빔포밍, Massive MIMO 기술로도 실내에서는 통신 품질을 유지하기 어렵다는 뜻이다. 따라서 기존의 O2I 방식으로는 실내에서 원활한 서비스가 불가능해 대부분의 건물에 스몰셀, 중계기 설치가 불가피하다.

표13. 5G 특성상 전송 손실로 인해 실내 커버리지 확대를 위해서는 스몰셀, 중계기 설치 불가피

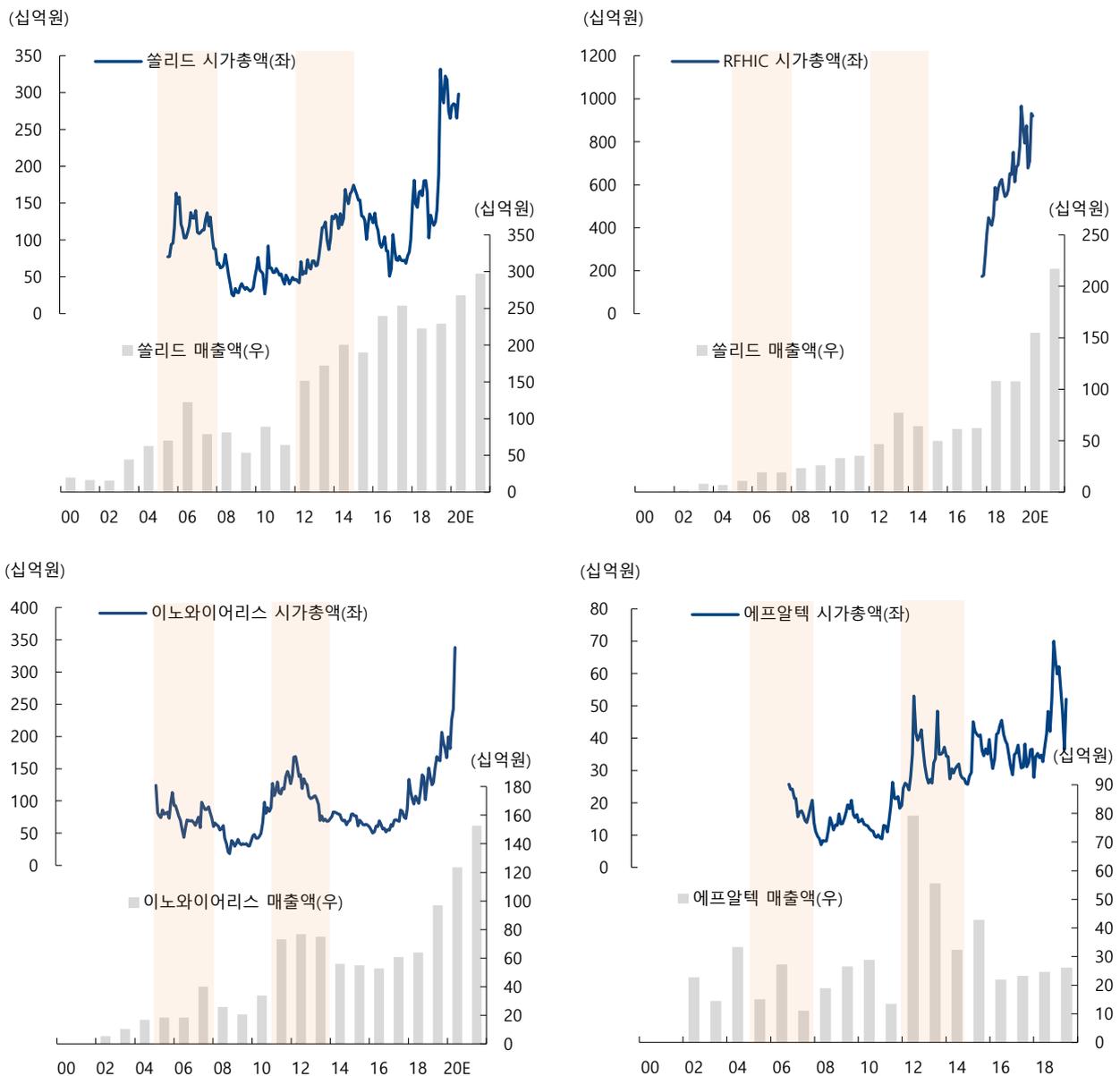
분류	4G(1.8GHz)	5G(3.5GHz)	5G(28GHz)
Path loss(LOS)	Ref.	+6.2dB	+25.4dB
Additional in-building transmission loss(LOS)	+11.6dB	+12.7dB	+17.8dB
Additional in-building transmission loss(NLOS)	+21.7dB	+26.8dB	+37.9dB
Transmission loss comparison	Ref.	+1.1-5.1dB	+6.2-16.2dB

자료: 경보통신기획평가원, 하이투자증권

\*LOS(Line of sight): 직진파, NLOS(Non Line of sight): 비직진파

따라서 20년 국내 5G 투자가 인빌딩 커버리지 구축에 집중될 것이기 때문에 광중계기 DAS를 생산하는 쉘리드와 GaN 트랜지스터를 생산하는 RFHIC의 실적 성장세가 견조할 것으로 전망한다. 쉘리드는 통신 3사를 고객으로 보유하고 국내 광중계기 시장에서 점유율 30% 이상을 차지하고 있다. 20년 국내 인빌딩 구축에 따른 DAS 수요 증가로 쉘리드의 국내 매출액이 전년동기대비 188% 증가할 전망이다. RFHIC는 통신 장비의 필수 부품인 RF 트랜지스터를 생산하는 업체이다. 5G 주파수의 특성상 동사가 생산하는 GaN 트랜지스터가 기존 LDMOS를 대체하고 있는데 동사는 GaN 트랜지스터 시장에서 글로벌 2위를 차지하고 있다. 20년 매출액은 1,549억원(YoY +44%)로 큰 폭의 성장을 시현할 전망이다.

그림54. 새로운 통신세대 도입 차기년도부터 인빌딩 장비 관련 업체 실적 성장 본격화

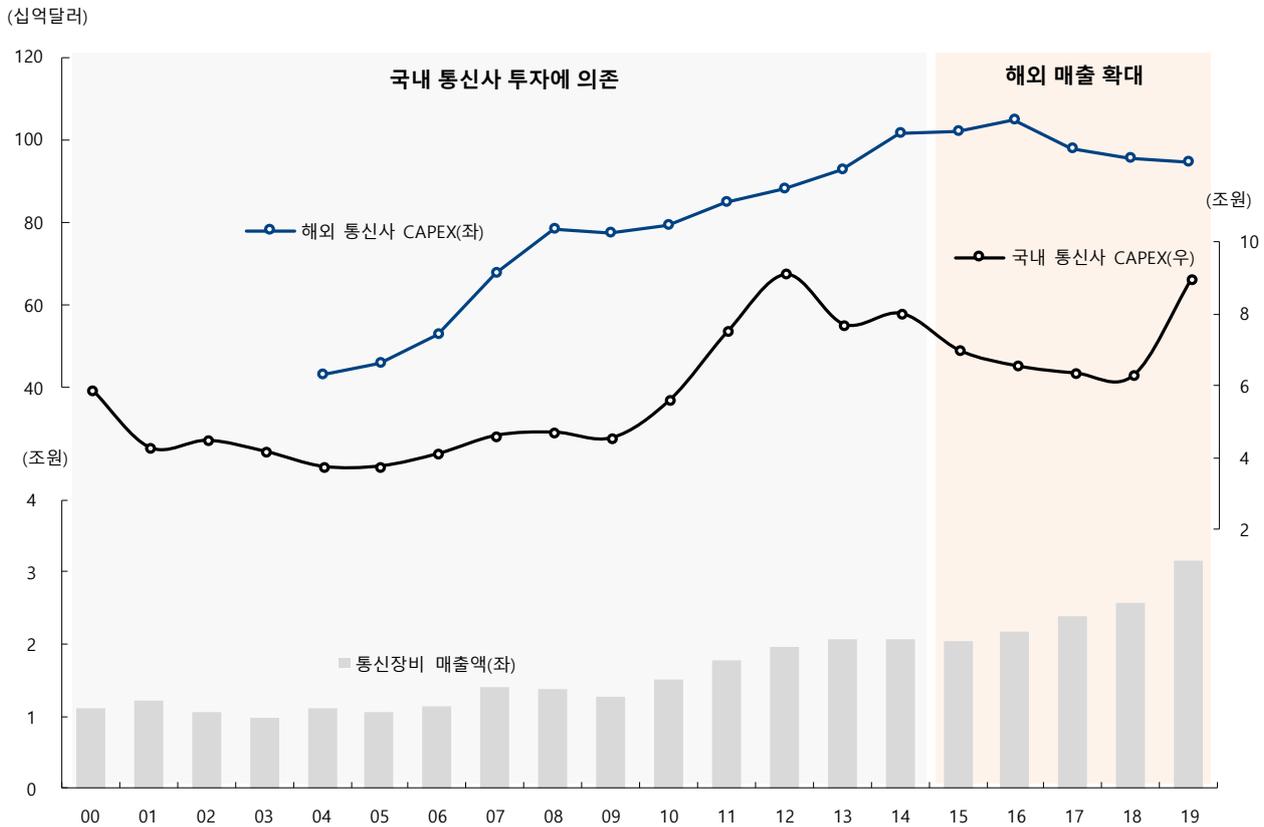


자료: Quantwise, 각 사, 하이투자증권

## II. 20년부터 가속화되는 해외 5G 투자

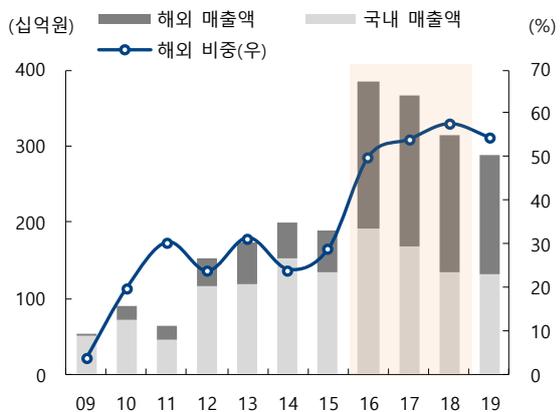
이제 해외로 눈을 돌려보자. 해외에서는 미국, 중국, 일본을 중심으로 5G 투자가 개시되면서 국내 통신장비 업체의 해외향 실적 성장을 견인할 것으로 전망된다. 국내 통신장비 업체의 매출은 15년 이전 국내 통신 3사의 CAPEX와 높은 상관관계(0.8)를 보였던 반면, 15년 이후에는 지속적인 연구개발과 해외 레퍼런스 확보로 수출이 확대되면서 국내 통신 3사의 CAPEX 의존도는 점차 낮아졌다 [그림 55]. 그 예로 솔리드의 경우 20%대에 머물던 해외 매출 비중이 16년 이후 50%를 넘어섰고 오이솔루션은 50%대에서 70% 수준까지 확대됐다[그림 56,57].

그림55. 2015년 이후 통신장비 업체의 해외 매출 확대로 국내 통신사 투자 의존도 축소



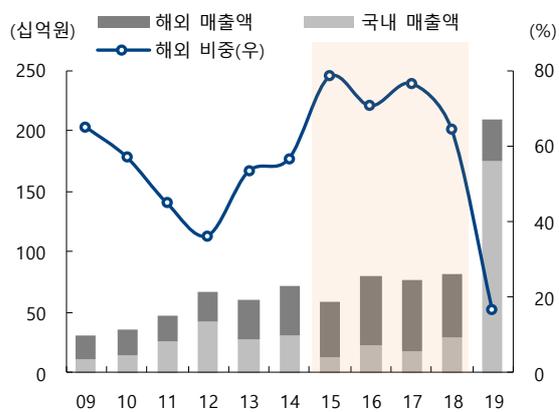
자료: Quantwise, 하이투자증권

그림56. 쉐리드 국내 및 해외 매출 추이



자료: 쉐리드, 하이투자증권

그림57. 오이솔루션 국내 및 해외 매출 추이



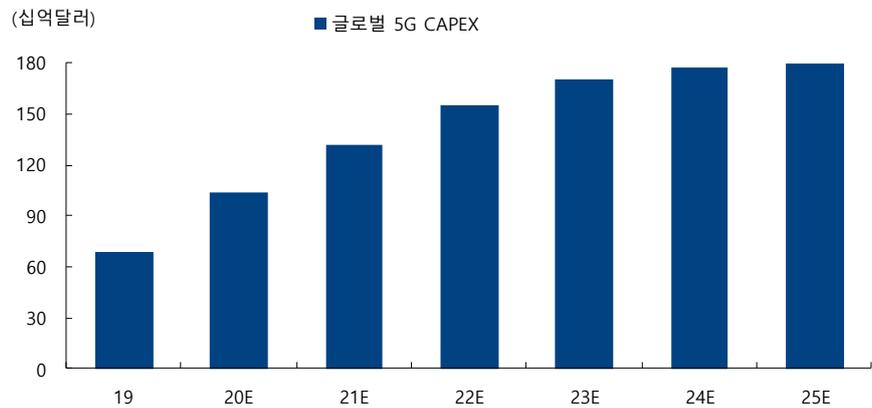
자료: 오이솔루션, 하이투자증권

### 2-1. 20년부터 본격적으로 증가하는 글로벌 5G 투자

글로벌 통신사들이 5G 상용화를 앞당기면서 20년 글로벌 5G CAPEX는 1,040억달러(YoY +50.7%)로 증가하고 24년에는 1,770억달러까지 확대될 전망이다[그림 58]. 20년까지 다수 국가의 5G 상용화가 집중되면서 19~22년 글로벌 5G CAPEX의 연평균 증가율은 22.4%에 달할 것으로 예상된다. 국토가 넓은 미국과 중국은 도시 단위 커버리지 확대를 위한 기지국 투자가 집행되고 일본은 제 4 통신사인 Rakuten Mobile의 시장 진입을 앞두고 5G 시장 선점을 위한 경쟁이 예상돼 글로벌 5G 투자가 본격화되고 있다. 국가별 5G 투자가 본격화되는 시기는 20년 중국과 일본, 21년 미국이 될 것으로 예상된다.

해외 통신사들의 5G 투자에 대해 알아보기 전에 잠시 글로벌 통신사들의 5G 상용화 일정을 살펴보면 19년 4월 국내 통신 3사가 세계 최초로 5G를 상용화했으며 2시간 후 미국 버라이즌이 상용화하면서 글로벌 5G 시대가 개막했다. 이후 미국 Sprint, 영국 EE, 유럽에서는 Vodafone 등이 상용화에 나섰다. 중국도 20년에서 목표를 앞당겨 19년 11월에 5G 상용화했으며 일본 역시 올림픽 개막에 맞춰던 5G 상용화 계획 일정을 앞당겨 3월 말 5G 서비스를 시작했다[표 15].

그림58. 글로벌 5G CAPEX 추이 및 전망



자료: GSMA, 하이투자증권

표14. 20년 각국 5G 설비 투자 예상

국가	내용
한국	음영지역 커버리지 확대 위한 스몰셀, 중계기 중심 투자 및 기지국 투자
미국	5G 커버리지 도시 확장 위한 기지국 투자
중국	커버리지 확대 위한 기지국 투자
일본	5G 상용화에 따른 투자 경쟁 본격화로 기지국 중심 투자

자료: 하이투자증권

표15.글로벌 통신사 5G 상용화 일정

날짜	한국	일본	미국	중국	유럽	기타
19.04	SK 텔레콤 KT LG 유플러스		Verizon			우루과이 Antel
19.05			Sprint		영국 EE	호주 Telstra
19.06					이탈리아 Vodafone 스페인 Vodafone 이탈리아 TIM 루마니아 DIGI	사우디 STC 필리핀 Globe
19.07					영국 Vodafone 핀란드 Elisa 독일 Vodafone	
19.08					영국 Three	
19.09					독일 DT 아일랜드 Vodafone	
19.10					핀란드 Teleia Finland 영국 BT 영국 Telefonica O2	사우디 Zain
19.11				China Mobile China Unicom China Telecom	루마니아 Orange	호주 Optus
19.12			AT&T		핀란드 DNA 아일랜드 Eir	
20.03		NTT Docomo KDDI SoftBank				
20.06		Rakuten Mobile				

자료: 하이투자증권

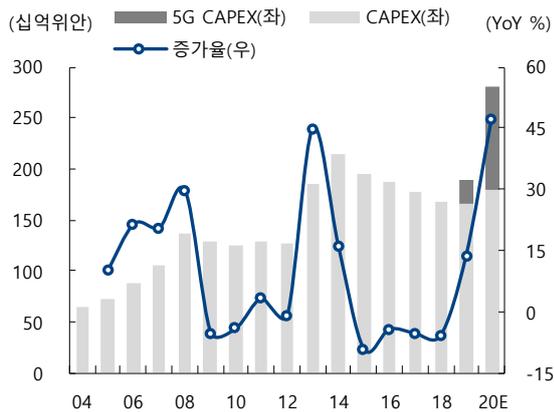
## 2-2. 해외 5G 투자 개시: ① 중국 및 일본

올해 5G 기지국 투자가 본격화되는 중국과 일본의 투자 현황을 먼저 알아보자.

20년 중국의 5G 설비 투자는 19년 대비 300% 이상 증가할 전망이다. 코로나 19 영향으로 중국 정부가 경기 부양책을 꺼낸 만큼 5G 설비투자가 당초 예상보다 확대될 가능성도 열어둘 필요가 있다. 20년 China Mobile 과 China Unicom 은 5G 에 19년 대비 각각 317%, 343% 증가한 1,000 억위안, 350 억위안을 투자할 계획이다 [그림 59,60]. 또한, 3월 중국 정부는 5G 인프라 건설 가속화 등을 담은 부양책을 발표했다. 당사는 양회 이후 관련된 구체적인 정책이 발표될 것이며 5G 투자 확대 가능성이 높을 것으로 예상된다.

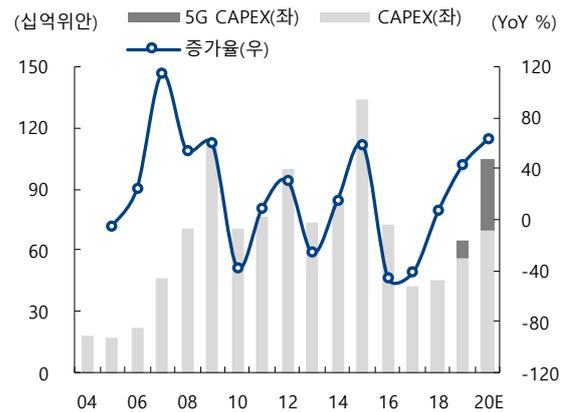
일본은 5G 조기 상용화로 20년 하반기부터 기지국 구축을 위한 투자가 시작될 것이다. 당초 7월 도쿄올림픽에 맞춰 계획했던 5G 상용화 일정을 코로나 19로 인해 4개월 정도 앞당겼으며 신규 통신사인 Rakuten Mobile 의 시장 진입으로 일본내 5G 투자 경쟁이 시작될 것이다. 일본 1,2위 통신사인 NTT Docomo 와 KDDI 는 24년까지 5G 커버리지 목표를 각각 97%, 93.2%로 제시한 만큼 공격적인 투자가 이루어질 것이다[그림 61]. 24년까지 통신 4사는 5G 커버리지 구축에만 1.7조엔을 투자할 방침이다. 따라서 일본 통신사의 연간 CAPEX 규모는 19년 1.4조엔에서 22년 1.5조엔까지 증가할 것으로 전망된다[그림 62].

그림59. 20년 China Mobile 5G CAPEX 1,000 억위안 계획



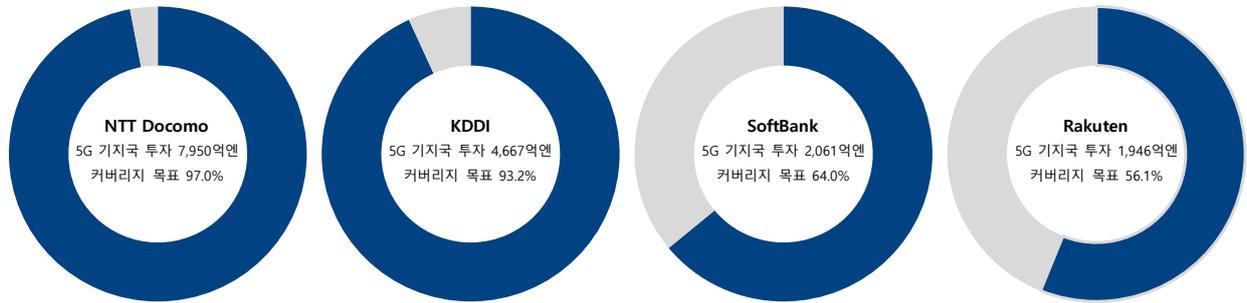
자료: Wind, 하이투자증권

그림60. 20년 China Unicom 5G CAPEX 350 억위안 계획



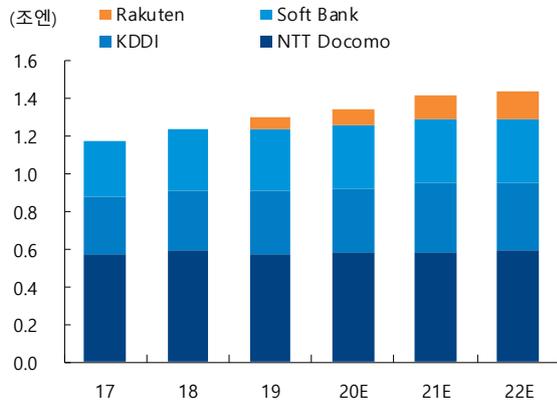
자료: Wind, 하이투자증권

그림61. 2024 년까지 일본 통신사 5G 커버리지 구축 계획 및 투자 규모



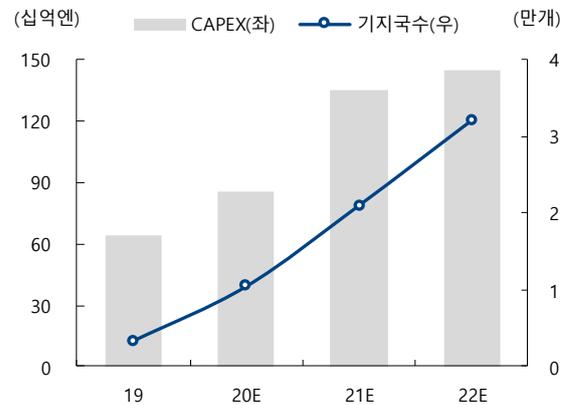
자료: 일본 총무성, 하이투자증권

그림62. 22 년까지 일본 통신사 누적 CAPEX 4.2 조엔 전망



자료: MCA, 하이투자증권

그림63. Rakuten Mobile CAPEX 및 기지국 구축 계획



자료: MCA, 하이투자증권

표16. 일본 통신사별 통신장비 벤더

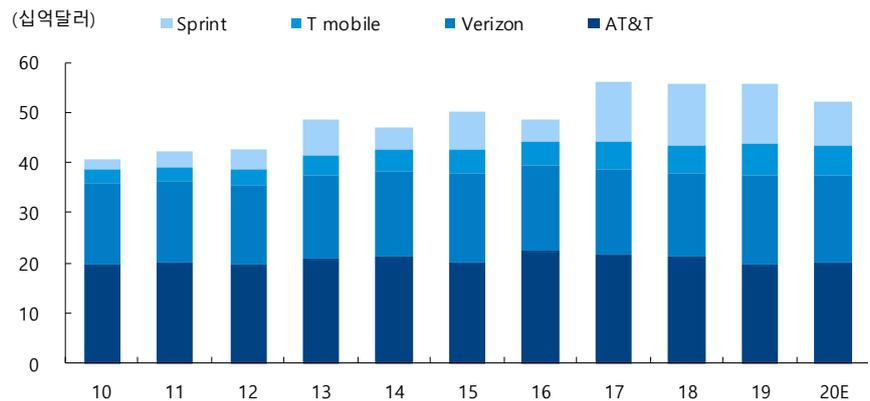
통신사	통신장비 벤더
NTT Docomo	Nokia, Fujitsu-Ericsson, NEC-삼성전자
KDDI	Nokia, Ericsson, 삼성전자
SoftBank	Nokia, Ericsson

자료: 하이투자증권

2-2. 해외 5G 투자 개시: ② 미국

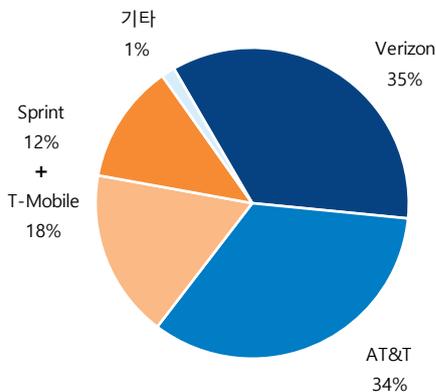
미국 통신사의 5G 투자는 Sub-6GHz 대역의 주파수가 할당된 이후인 21 년부터 본격적으로 확대될 전망이다. Sprint 와 T-Mobile 의 합병이 4 월 1 일 마무리됐다. Sprint 는 T-Mobile 과의 승인 과정에서 3 년 이내에 인구의 97% 수준으로 5G 커버리지 구축 계획을 제시한만큼 합병 이후 통신사간 5G 커버리지 확대 경쟁이 점화될 것으로 예상된다. 한편, 미국 FCC 는 올해 7 월 3.5GHz 대역, 12 월 3.7GHz-4.2GHz 대역의 주파수 할당을 위한 경매를 진행할 예정이다. 현재 미국의 통신사들은 28GHz 대역을 중심으로 5G 서비스를 제공하고 있어 커버리지 확대에 어려움을 겪고 있다. 따라서 5G 커버리지 확대에 용이한 Sub-6GHz 대역의 주파수가 할당되면 미국 통신사들이 공격적인 투자를 개시할 것으로 전망한다.

그림64. 미국 통신사 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림65. Sprint 와 T-Mobile 합병, 미 통신사 3 강 체제 전환



자료: Bloomberg, 하이투자증권

표17. 미국은 mmWave 사용으로 커버리지 확대 어려움

	Sub-6GHz (3.5GHz)	mmWave (28GHz)
최고 속도	2-3Gbps	5Gbps 이상
커버리지 범위	넓음	좁음
주요 적용 지역	일반 지역, 전국망	B2B, 경기장, 초밀집 지역
상용 국가	한국, 중국, 일본 등	미국

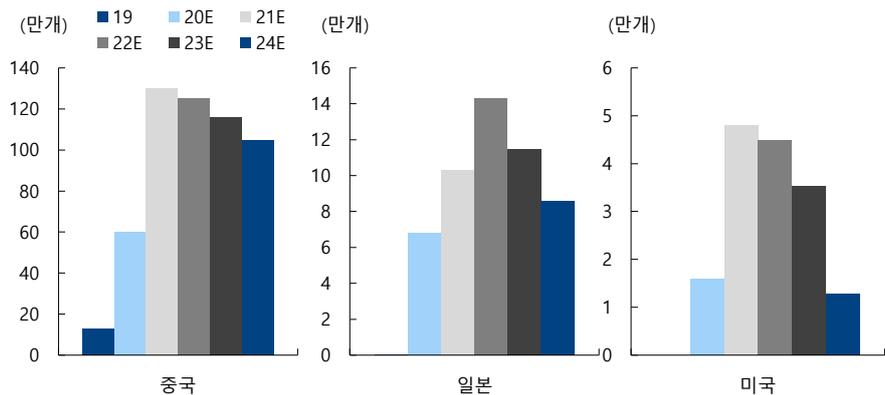
자료: 하이투자증권

### 2-3. 5G 기지국은 얼마나 필요할까?

국가별 통신사의 5G 투자 계획을 바탕으로 5G 기지국수를 추정해보았을 때 4G 대비 1.2-1.5 배 많이 구축될 것으로 전망된다. 따라서 20 년 중국과 일본은 각각 60 만개, 7 만개의 5G 기지국이 구축되고 미국은 Cell Tower Site 기준으로 20 년 1.6 만개, 21 년 4.8 만개가 구축되며 21 년부터 5G 투자가 본격적으로 진행될 것으로 추정된다[그림 66].

국가별 5G 기지국수 추정은 5G 와 4G 주파수에 자유공간 손실 모델을 적용해 계산한 전송손실을 바탕으로 추정했다[표 18]. 해당 모델은 송신부에서 수신부까지 전파가 도달하는 과정에서 장애물이 없다는 가정이 포함돼 실제로는 이보다 많은 수의 기지국이 필요할 것이다.

그림66. 19-24년 미중일 5G 기지국 구축수 추정



자료: Wind, 일본 총무성, Bloomberg, 하이투자증권 추정

표18. 5G 기지국수는 4G 의 1.1-1.6 배가 필요할 것으로 추정

도달거리: 1km 가정

		4G					
5G		800MHz	900MHz	1.8GHz	2.1GHz	2.6GHz	평균
	3.5GHz	1.14	1.13	1.06	1.04	1.03	1.08
	28GHz	1.34	1.33	1.24	1.23	1.20	1.27

도달거리: 2km 가정

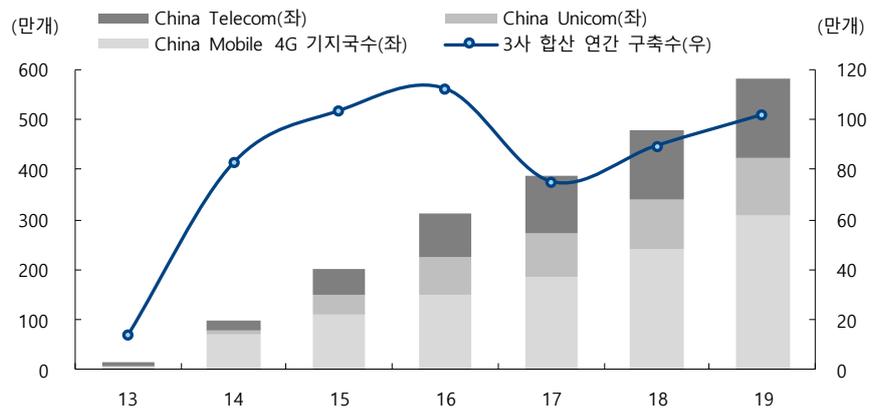
		4G					
5G		800MHz	900MHz	1.8GHz	2.1GHz	2.6GHz	평균
	3.5GHz	1.35	1.31	1.13	1.10	1.06	1.19
	28GHz	1.85	1.80	1.55	1.50	1.44	1.63

자료: 하이투자증권

### 2-3. 5G 기지국은 얼마나 필요할까: ① 중국

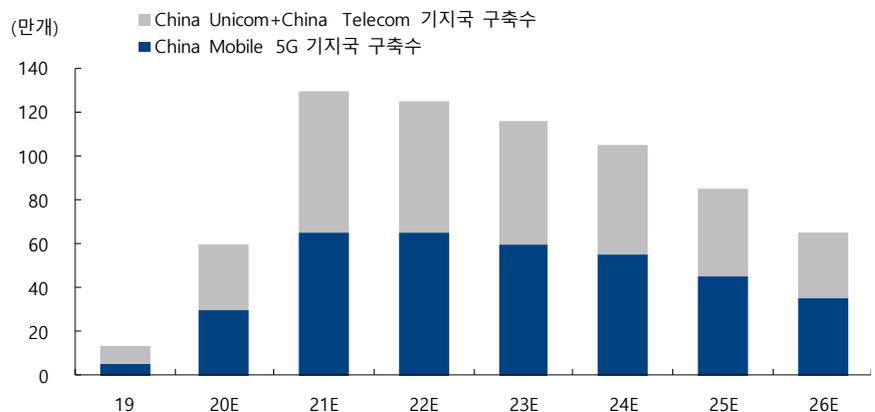
중국의 연간 5G 기지국 구축수는 19년 13만개에서 20년 60만개, 21년에는 130만개로 증가할 전망이다. 19년 말 중국의 4G 기지국수는 580만개로 추정된다[그림 67]. 5G의 주파수 특성상 기지국수가 4G의 1.2배 수준으로 구축된다고 가정하면 총 700~900만개이다. China Mobile은 20년 말까지 30만개, China Unicom과 China Telecom은 3Q20까지 25만개 구축 계획을 발표했다. 이를 감안한 중국 통신사의 합산 5G 기지국 구축수는 20년 60만개로 전망하며 21년에는 이보다 2배 이상 증가한 130만개가 구축될 것으로 추정한다 [그림 68].

그림67. 중국 통신 3사의 4G 기지국수 및 연간 구축수 추이



자료: Wind, 하이투자증권 추정

그림68. 22년까지 중국 통신 3사 5G 기지국 구축수가 지속적으로 증가할 전망

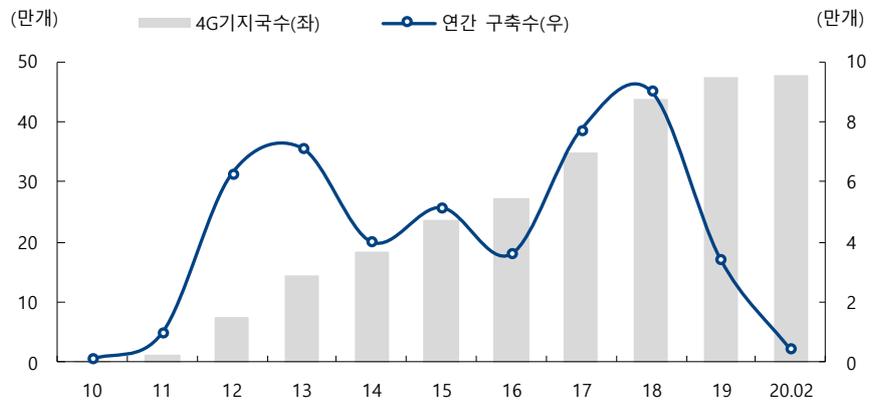


자료: Wind, 하이투자증권 추정

### 2-3. 5G 기지국은 얼마나 필요할까: ② 일본

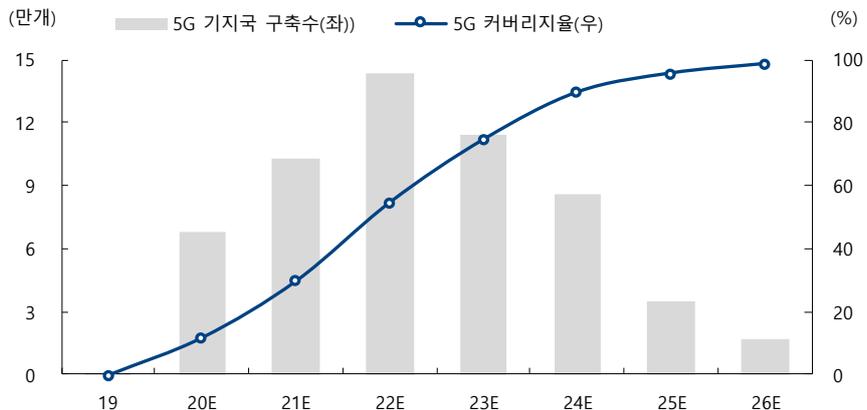
일본의 5G 기지국수는 19년 446개에서 20년 7만개, 21년에는 17만개까지 증가할 전망이다. 20년 2월 일본 4G 기지국수는 48만개로 파악된다[그림 69]. 5G 기지국수는 중국과 같이 4G의 1.2~1.5배 수준으로 구축될 것으로 가정하고 산출하면 총 58~87만개가 구축될 전망이다. 일본의 5G 주파수 할당 당시 통신사별로 제시한 5G 커버리지율 목표를 고려한 5G 기지국수는 24년까지 약 52만개가 구축될 것으로 예상된다[그림 70].

그림69. 일본 4G 기지국수 및 연간 구축수 추이



자료: 일본 총무성, 하이투자증권

그림70. 24년 일본 통신사 5G 커버리지 목표 90% 감안시 기지국 52만개 구축 전망

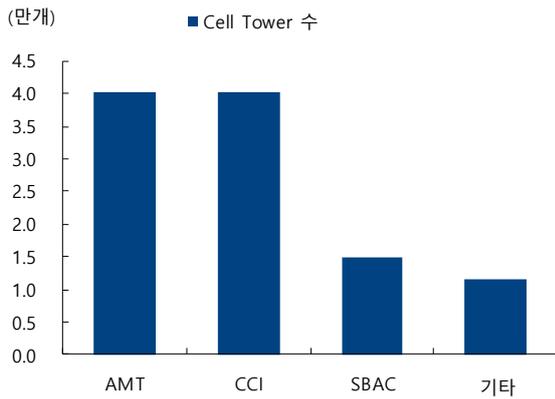


자료: 일본 총무성, NTT Docomo, 하이투자증권 추정

### 2-3. 5G 기지국은 얼마나 필요할까: ③ 미국

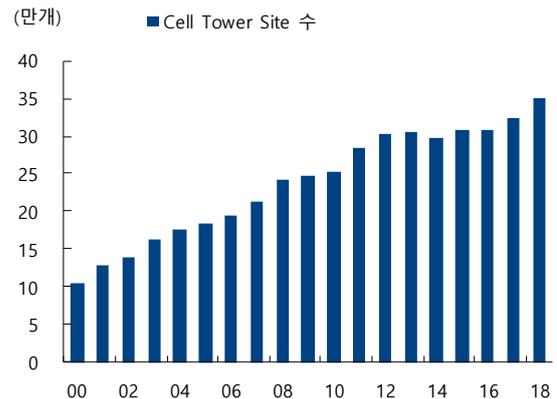
5G 로 인해 미국 내 Cell Tower 및 Cell Tower Site 는 각각 21 만개, 53 만개로 증가할 것으로 전망한다. 미국의 통신 인프라는 셀타워 업체가 소유한 Cell Tower 와 공간을 통신사가 임대해 장비를 구축하는 형태이다. 일반적으로 Cell Tower 1 곳당 1-3 개(Site)의 통신사가 계약해 장비를 설치한다. 미국 내 Cell Tower 수는 14 만개, Cell Tower Site 는 35 만개로 파악된다[그림 71,72]. 따라서 5G 커버리지를 위해 필요한 Cell Tower 수를 현재의 1.5 배 수준으로 가정해 산출하면 21 만개, 이에 따른 Cell Tower Site 는 53 만개까지 증가할 것으로 추정된다. 23 년 말 미국 전체 5G 커버리지를 90%로 가정하면 Cell Tower 가 6 만개, Cell Tower Site 기준으로는 14 만개가 새롭게 구축될 것이다[그림 73].

그림71. 19년 미국 주요 셀타워 업체가 보유한 Cell Tower 수



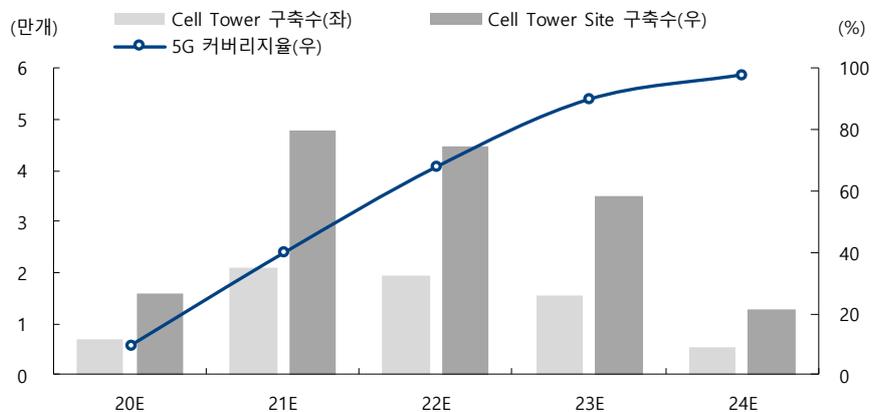
자료: Statista, 하이투자증권

그림72. 미국 내 Cell Tower Site 수 추이



자료: Statista, 하이투자증권

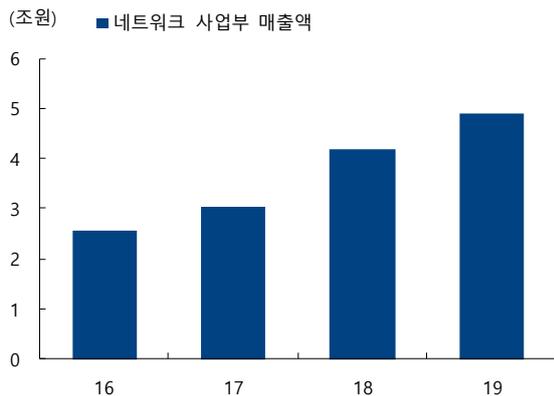
그림73. 5G 로 인한 미국 Cell Tower 및 Cell Tower 구축수 전망



자료: Bloomberg, 하이투자증권

해외 통신사들이 5G 투자에 본격적으로 나설 경우 삼성전자 네트워크 사업부를 고객사로 보유한 RFHIC 와 오이솔루션에 주목할 필요가 있다. 미중 무역분쟁에 따른 화웨이 제재로 삼성전자 네트워크 사업부의 고객사가 확대되고 있기 때문이다. 삼성전자의 미국 내 고객사가 기존 Sprint 에서 AT&T, Verizon, US Cellular 와 공급 계약을 맺으며 4 개사로 확대됐다. 이들 고객사들의 시장점유율은 80%에 달하며 Sprint 와 T-Mobile 합병에 따른 고객사 추가 확보도 기대할 수 있다. 또한, 캐나다 Videotron, 뉴질랜드 Spark, 베트남 Mobifone 등 미주 및 아시아 지역을 중심으로 지속적으로 공급 계약이 발생하고 있다[표 19]. 이에 따라 삼성전자의 글로벌 통신장비 시장점유율은 17 년 3%에서 18 년 5%로 확대됐으며 5G 장비 시장 내 점유율은 19 년 기준 23%로 화웨이, 에릭슨에 이어 3 위로 올라섰다[그림 75,76]. 20-21 년 삼성전자의 주요 고객인 미국 및 일본 통신사의 5G 투자가 개시됨에 따라 삼성전자로 통신장비 부품을 공급하는 업체가 수혜를 받을 것으로 전망한다.

그림74. 삼성전자 네트워크 사업부 매출액 추이



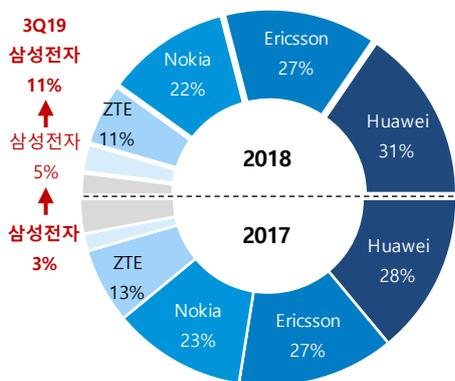
자료: Bloomberg, 하이투자증권

표19. 삼성전자 5G 통신장비 주요 고객사

국가	통신사
한국	SK 텔레콤, KT, LG 유플러스
미국	Verizon, AT&T, Sprint, US Cellular
일본	NTT Docomo, KDDI
캐나다	Videotron
뉴질랜드	Spark
인도	Reliance Jio
베트남	MobiFone

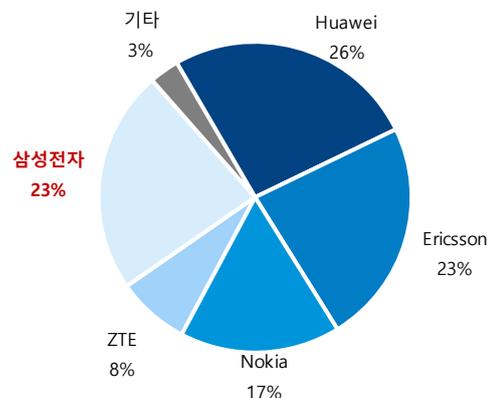
자료: 하이투자증권  
\*밑줄은 신규 진출 국가 및 고객사

그림75. 삼성전자 글로벌 통신장비 시장점유율 지속 상승



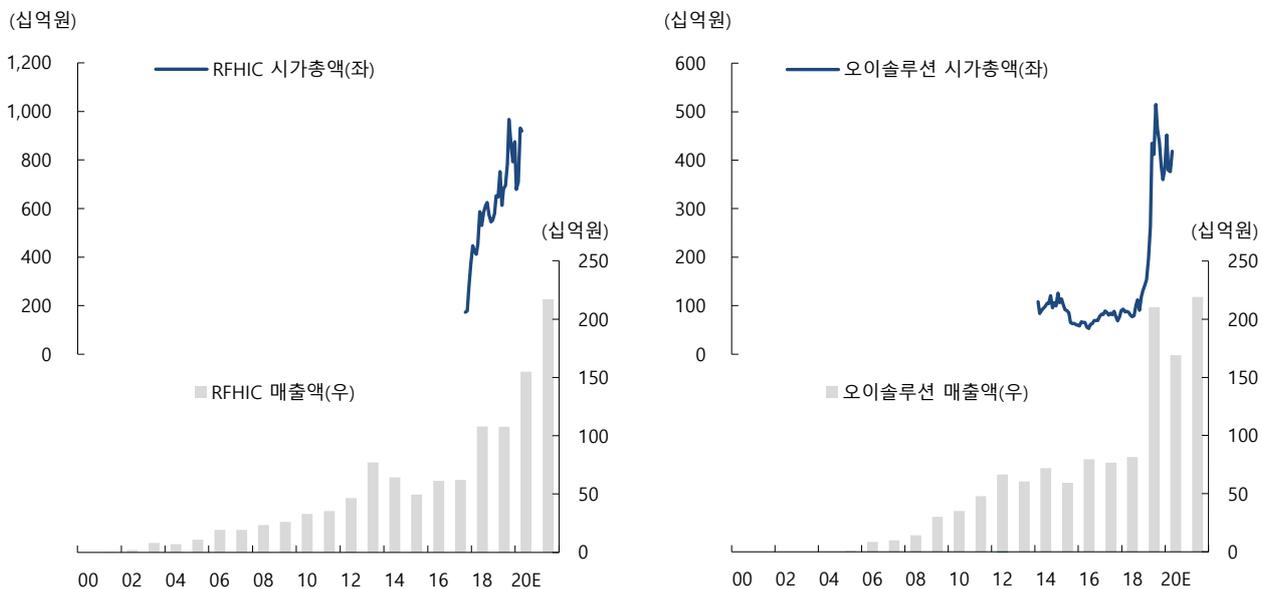
자료: IHS Markit, 하이투자증권

그림76. 19년 삼성전자 글로벌 5G 장비 시장점유율 23%



자료: IHS Markit, 하이투자증권

그림77. 삼성전자의 통신장비 시장점유율 확대로 관련된 통신장비 업체 실적 성장 지속 전망



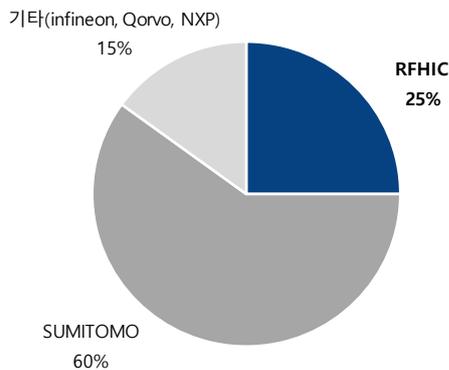
자료: Quantwise, 각 사, 하이투자증권

### Ⅲ. 글로벌 경쟁력을 보유한 RFHIC 를 Top Pick 으로 제시

삼성전자, 화웨이를 고객사로 보유하고 글로벌 경쟁력을 갖춘 RFHIC 를 통신장비 업종 내 Top Pick 으로 제시한다. 그 이유는 1) 5G 상용화로 RF 트랜지스터 소재가 GaN on SiC 로 대체되고 있고 2) GaN 트랜지스터의 적용처가 확대되고 있으며 3) 2020 년 실적이 큰 폭으로 성장할 것으로 전망되기 때문이다.

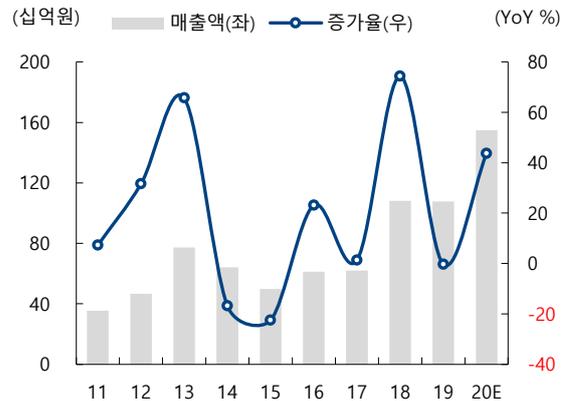
RFHIC 는 글로벌 시장에서 GaN 트랜지스터 공급 능력을 갖춘 5 개 기업 중 하나로 시장점유율 25%로 2 위이다[그림 78]. 5G 에서 3.5GHz 대역과 24GHz 대역이 핵심 주파수로 사용되면서 GaN 트랜지스터 시장이 확대되고 있다. RF 트랜지스터 내 GaN 트랜지스터의 비중은 19 년 25%에서 25 년 50%로 확대되고 GaN 트랜지스터 시장규모는 2024 년 20 억달러까지 증가할 것으로 전망된다. 또한, 통신 외에도 방산, 의료용 등으로 GaN 트랜지스터의 적용처가 다변화되고 있어 향후 성장성이 유망하다. 20 년 미국, 일본 등 해외 통신사의 5G 투자가 본격화되면서 RFHIC 의 매출액은 1,549 억원(YoY +44%), 영업이익은 296 억원(YoY +65%)로 큰 폭의 성장을 시현할 것으로 전망한다[그림 79].

그림78. RFHIC, GaN 트랜지스터 시장점유율 25%로 2 위



자료: RFHIC, 하이투자증권

그림79. 20 년 매출액 1,549 억원(YoY +44%) 전망



자료: RFHIC, 하이투자증권 추정



# # 기업 분석

SK 텔레콤(017670) / BUY / TP 275,000 원 (신규)	60
KT(030200) / BUY / 32,000 원 (신규)	72
LG 유플러스(032640) / BUY / 18,000 원 (유지)	84
RFHIC(218410) / BUY / 50,000 원 (신규)	90
솔리드(050890) / BUY / 7,500 원 (신규)	96
오이솔루션(138080) / BUY / 53,000 원 (신규)	102

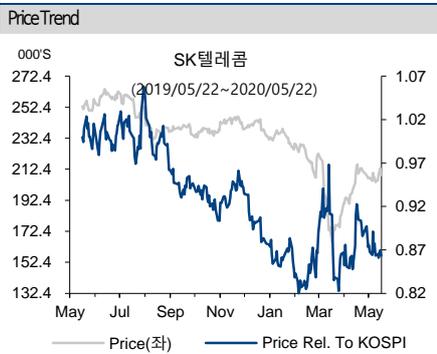
# SK 텔레콤 (017670)

## Buy (Initiate)

목표주가(6M)	275,000 원(신규)
증가(2020/05/22)	208,500 원
상승여력	31.9 %

Stock Indicator	
자본금	45십억원
발행주식수	8,075만주
시가총액	16,835십억원
외국인지분율	36.4%
52 주 주가	165,500~264,000 원
60 일평균거래량	355,246 주
60 일평균거래대금	69.7 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	-5.0	-14.7	-17.6
상대수익률	-6.7	3.9	-8.5	-13.0



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	17,744	18,216	19,372	20,593
영업이익(십억원)	1,110	1,185	1,450	1,805
순이익(십억원)	890	1,874	2,175	2,354
EPS(원)	11,021	23,209	26,939	29,158
BPS(원)	284,310	298,474	316,369	336,482
PER(배)	21.5	9.0	7.7	7.2
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	3.9	8.0	8.8	8.9
배당수익률(%)	3.8	4.3	4.3	4.3
EV/EBITDA(배)	5.5	4.4	4.1	3.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[통신서비스/통신장비] 이승웅  
(2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 통신과 비통신 사업의 하모니

## 5G도 시장 점유율 1 위

동사의 20년 영업이익은 1.2조원으로 전년대비 6.8% 증가할 것으로 전망한다. 이는 5G 가입자 확대에 따른 ARPU 상승에 기인한다. 20년 말 동사의 ARPU는 31,767 원(YoY +1.8%)로 상승할 것으로 추정한다. 5G 가입자의 대부분은 5GX 스탠다드 (7.5만원) 이상 요금제를 선택하고 있어 5G 가입자 전환에 따른 ARPU 상승세가 지속될 것이다. 5G 가입자수는 20년 말 592만명까지 증가해 무선 가입자의 19%를 차지할 것으로 전망한다. 동사의 5G 점유율은 상용화 초기 39.7%에서 20년 3월 45%까지 확대했다. 3Q19 이후부터 5G 가입자수는 매일 10만명 이상 증가하며 순증 점유율을 45% 이상 유지하고 있다. 따라서 5G에서도 1위 사업자 자리를 유지할 것으로 판단한다.

## 비통신 사업의 실적 기여도 확대

20년 비통신 사업의 영업수익 비중은 40%(YoY +3.1%p)로 확대될 것으로 전망한다. 2017년 이후 M&A 등을 통해 비통신 사업부문을 강화하고 포트폴리오를 확장하면서 동사의 비통신 사업의 실적이 크게 개선됐다. 20년에도 SK 브로드밴드-티브로드 합병 및 자회사 실적 호조 등 전사 실적 기여 확대가 지속될 것이다. 또한, 비통신 사업에서 유일한 적자 사업이었던 커머스 사업도 19년 쿠폰 마케팅 효율화 등 수익성 중심 전략이 성과를 보이면서 영업이익이 18억원을 기록하며 흑자 전환했다. 20년에도 이러한 기조가 지속되면서 이익 기여도가 확대될 것이다.

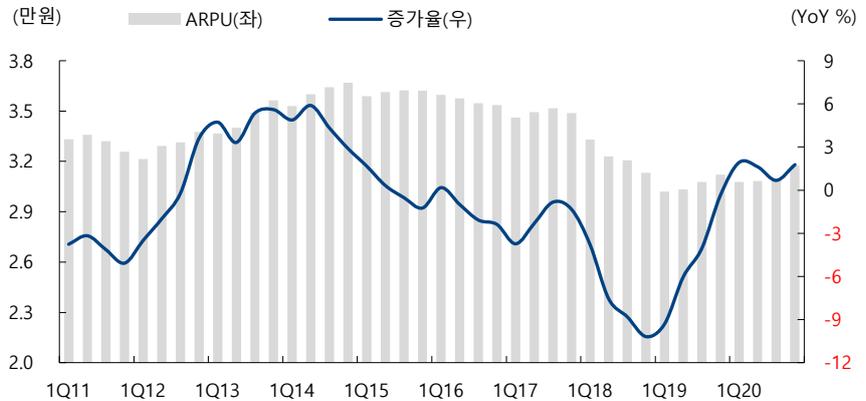
## 투자 의견 BUY, 목표주가 275,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 275,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사 영업가치 22.4조원에 SK 하이닉스 지분가치 8.3조원을 합산해 산출했다. 영업가치는 12M Fwd EBITDA 5.6조원에 4G 상용화 초기였던 12-13년 평균 EV/EBITDA 4.0 배를 적용했으며 지분가치는 SK 하이닉스 전일 시가총액에 지분율 20.1%를 적용해 산출했다.

## 1. 5G도 시장 점유율 1위

20년 말 5G 가입자 비중 확대에 따라 동사의 ARPU는 31,767 원(YoY +1.8%)까지 상승할 것으로 추정한다. 동사의 5G 요금제는 4G 요금제 대비 9~25% 높게 책정돼 5,000~25,000 원의 요금 상승 효과가 나타나고 있다. 5G 가입자의 대부분이 5GX 스탠다드(7.5만원) 이상 요금제를 선택하고 있어 ARPU 상승세가 지속될 것으로 전망한다.

그림80. 20년 말 ARPU 31,767 원(YoY +1.8%) 전망



자료: SK 텔레콤, 하이투자증권 추정

표20. 5G 요금제 4G 대비 ARPU +9~25% 상승 효과

요금제		월정액		데이터		공유데이터/테더링	
5G	4G	5G	4G	5G	4G	5G	4G
플래티넘	T 플랜 맥스	125,000	100,000	무제한	무제한	각 50GB	40GB/30GB
프라임	T 플랜 스페셜	89,000	79,000		150GB+속도제한	각 20GB	
스탠다드	에센스	75,000	69,000	200GB+속도제한	100GB+속도제한	각 20GB	각 15GB
슬림	안심 4G	55,000	50,000	9GB+속도제한	4GB+속도제한	기본 데이터 한도 내	각 2.5GB

자료: SK 텔레콤, 하이투자증권

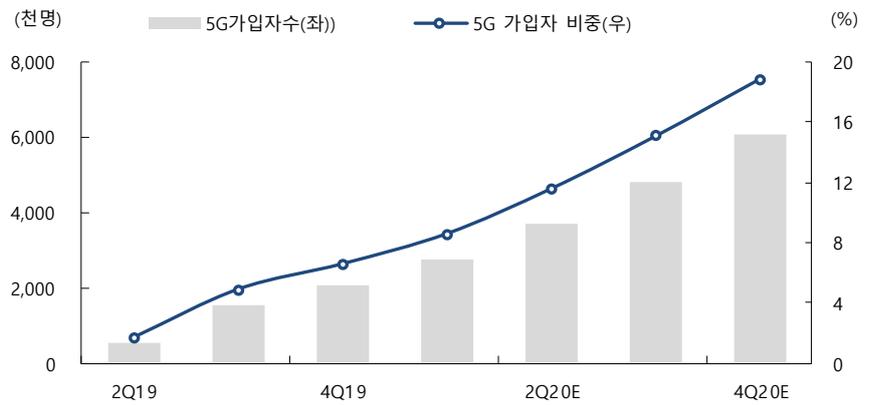
표21. 5G 가입자 대부분이 5GX 스탠다드 이상 요금제 사용

요금제	월정액	데이터	음성통화	메시지	공유데이터/테더링/리필	함께쓰기	콘텐츠	멤버십
5GX 플래티넘	125,000	완전 무제한	무제한 (영상/부가통화 300분)	기본 제공	각 50GB	2 회선 무료	FLO, wavve 무료	VIP
5GX 프라임	89,000				각 30GB	1 회선 무료	FLO or wavve 중 1개 무료	
5GX 스탠다드	75,000	200GB+속도제한			각 20GB	1 회선 50% 할인	-	-
슬림	55,000	9GB+속도제한			기본 데이터 한도 내	-	-	-
5G 0틴	45,000	9GB+속도제한				-	-	-

자료: SK 텔레콤, 하이투자증권

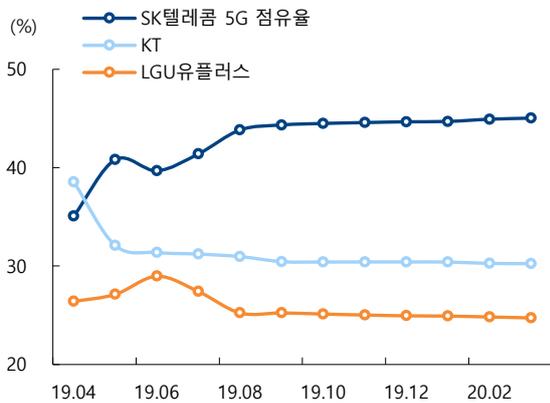
동사의 5G 가입자수는 20년 말 592만명까지 증가해 무선 가입자의 19%를 차지할 것으로 전망한다. 동사의 5G 점유율은 5G 상용화 첫 달인 19년 4월 35.1%에서 점진적으로 점유율을 높이면서 20년 3월 45%까지 확대했다. 또한, 3Q19 이후 5G 가입자수는 매월 10만명 이상 증가하며 순증 점유율을 45% 이상 유지하고 있어 5G에서도 1위 사업자 자리를 유지할 것으로 판단한다.

그림81. 2020년 말 SK텔레콤 5G 가입자수 592만명, 5G 가입자 비중 19% 전망



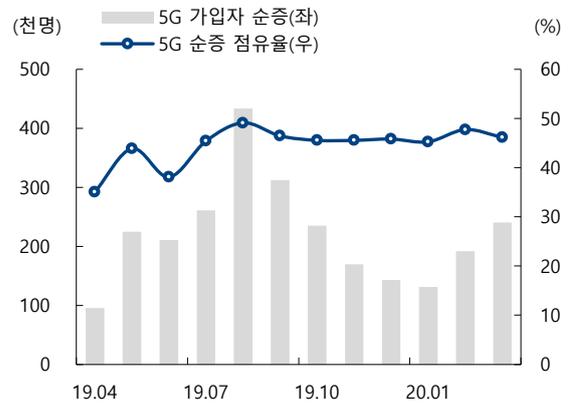
자료: SK 텔레콤, 하이투자증권 추정

그림82. SK 텔레콤 5G 점유율 44.7%로 1위 유지



자료: SK 텔레콤, 하이투자증권 추정

그림83. 5G 가입자 순증 월 10만명 이상, 점유율 45% 유지



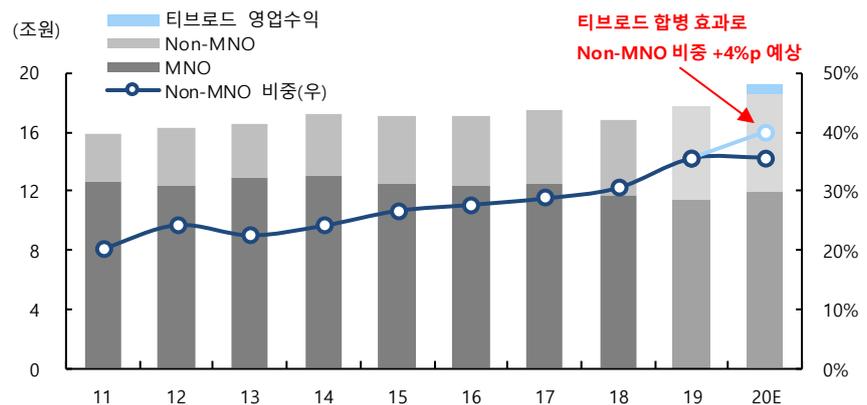
자료: SK 텔레콤, 하이투자증권

## II. Non-MNO 실적 성장

SK 브로드밴드-티브로드 합병과 자회사 실적 기여도 확대가 지속되면서 20년 Non-MNO의 영업수익 비중은 40%(YoY +3.1%p)로 확대될 것으로 전망한다. 17년 이후 M&A 등을 통해 비통신 사업부문을 강화하고 포트폴리오를 확장하면서 동사의 Non-MNO 실적이 크게 개선됐다.

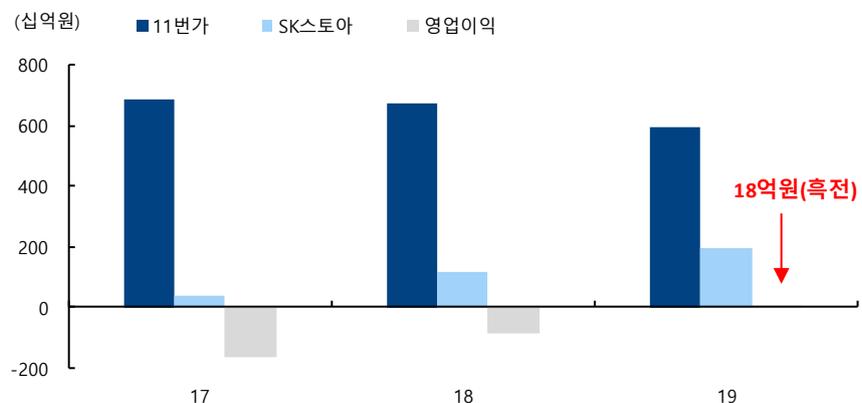
Non-MNO에서 유일한 적자 사업이었던 커머스 사업도 19년 흑자 전환했다. 쿠폰 마케팅 효율화 등 수익성 중심 전략이 성과를 보이면서 커머스 사업의 영업이익이 18억원을 기록하며 흑자 전환했다. 20년에도 이러한 기조가 지속되면서 이익 기여도가 확대될 것이다.

그림84. 티브로드 합병, 자회사 실적 기여 확대로 20년 Non-MNO 영업수익 비중 40% 전망



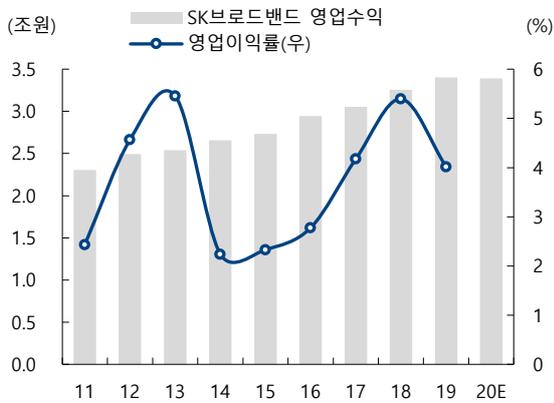
자료: SK 텔레콤, 하이투자증권 추정

그림85. 유일한 적자 사업이었던 커머스 부문 19년 흑자 전환



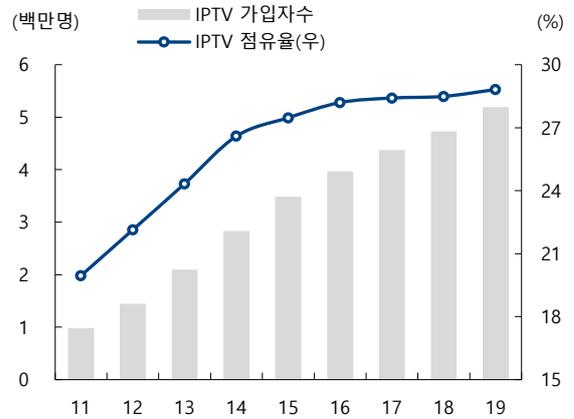
자료: SK 텔레콤, 하이투자증권 추정

그림86. SK 브로드밴드 영업수익 및 영업이익률 추이



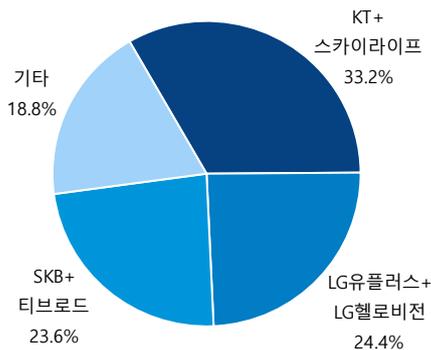
자료: SK 텔레콤, 하이투자증권 추정

그림87. IPTV 가입자 및 점유율 추이



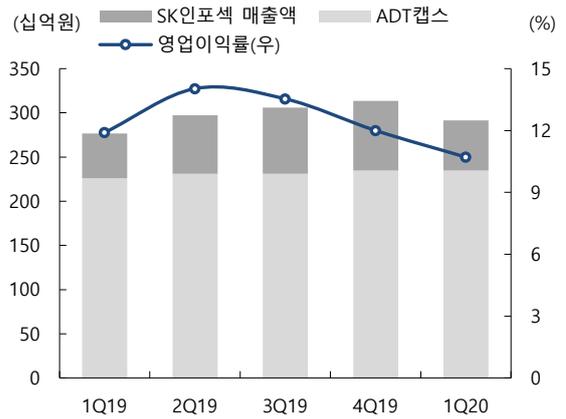
자료: SK 텔레콤, 하이투자증권

그림88. 티브로드 인수 후 유료방송 점유율 23.6%



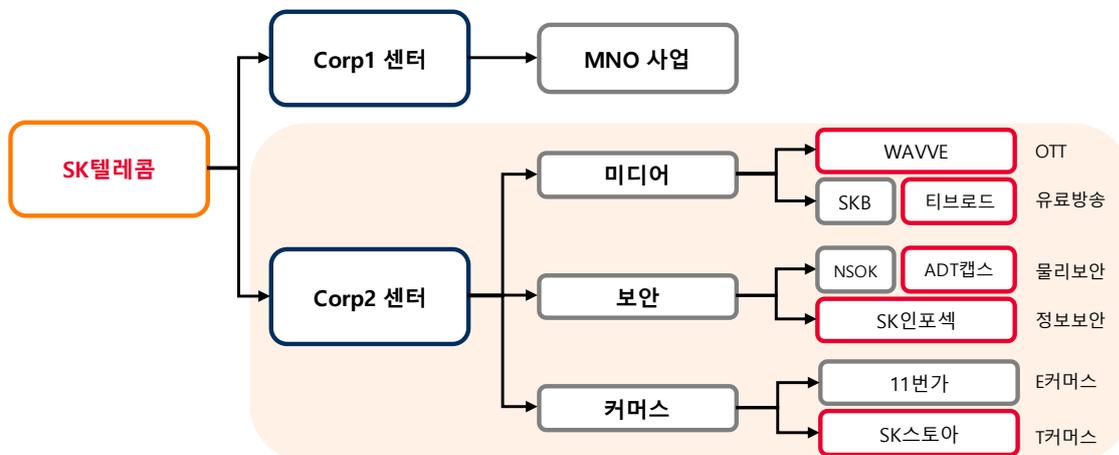
자료: SK 텔레콤, 하이투자증권 추정  
\*SKB/KT/LG 유플러스는 19.12 기준, 케이블 TV는 19.06 기준

그림89. SK 텔레콤 보안사업 매출액 및 영업이익률 추이



자료: SK 텔레콤, 하이투자증권

그림90. 비통신 사업부문 강화 위해 조직 개편 시행



자료: SK 텔레콤, 하이투자증권

### III. 실적 전망 및 Valuation

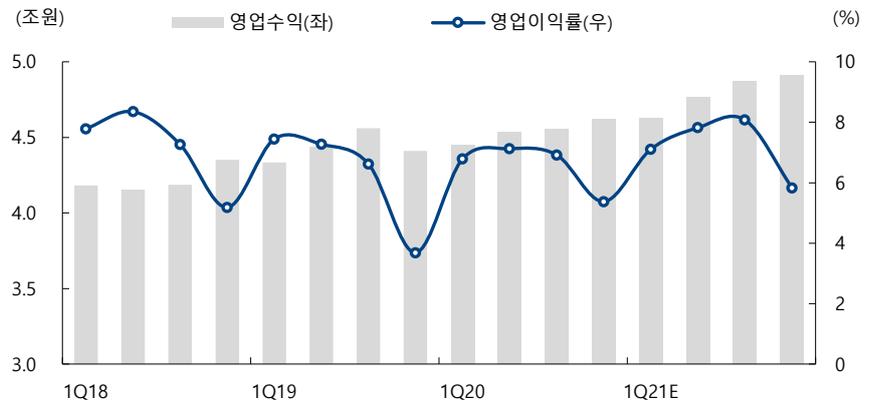
20년 연결 실적은 영업수익 18.2조원(YoY +2.7%), 영업이익 1.2조원(YoY +6.8%)를 기록할 것으로 전망한다. 5G 가입자 증가에 따른 ARPU 상승으로 이동전화수익이 10조원(YoY +3.3%), 미디어, 보안, 커머스 등 연결 자회사의 영업수익은 6.4조원(YoY +1.4%)을 기록할 것이다. 영업이익은 3Q19부터 턴어라운드 가능할 것이다. 19년 증가한 마케팅 비용에 대한 안분 인식과 감가상각비 부담이 상반기까지 지속될 전망이다기 때문이다.

표22.SK텔레콤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
ARPU(MVNO 제외)	30,645	30,755	31,166	31,738	30,777	30,827	30,976	31,767	31,738	31,767
<b>연결 영업수익</b>	<b>4,335</b>	<b>4,437</b>	<b>4,561</b>	<b>4,411</b>	<b>4,450</b>	<b>4,549</b>	<b>4,572</b>	<b>4,644</b>	<b>17,744</b>	<b>18,216</b>
별도 영업수익	2,812	2,848	2,912	2,845	2,923	2,929	2,949	3,000	11,416	11,800
이동전화수익	2,413	2,436	2,486	2,387	2,483	2,491	2,507	2,560	9,722	10,041
망접속정산수익	127	132	126	133	132	128	127	117	519	503
기타	272	280	299	325	308	310	315	323	1,176	1,256
연결자회사 등	1,523	1,589	1,650	1,566	1,528	1,621	1,623	1,644	6,328	6,416
<b>영업비용</b>	<b>4,012</b>	<b>4,114</b>	<b>4,259</b>	<b>4,248</b>	<b>4,148</b>	<b>4,232</b>	<b>4,258</b>	<b>4,393</b>	<b>16,634</b>	<b>17,031</b>
인건비	691	699	699	733	743	742	742	751	2,823	2,977
지급 및 판매수수료	1,274	1,256	1,303	1,169	1,298	1,259	1,274	1,290	5,002	5,121
광고선전비	86	105	111	133	74	108	108	133	435	423
감가상각비	932	971	1,003	1,029	1,019	1,047	1,069	1,073	3,935	4,208
<b>영업이익</b>	<b>323</b>	<b>323</b>	<b>302</b>	<b>163</b>	<b>302</b>	<b>318</b>	<b>314</b>	<b>252</b>	<b>1,110</b>	<b>1,185</b>
세전이익	468	353	349	-8	370	579	676	651	1,163	2,276
순이익	374	259	274	-45	307	480	561	540	862	1,887
지배주주순이익	379	263	274	-27	309	475	555	535	890	1,874
<b>YoY %</b>										
<b>연결 영업수익</b>	<b>3.7</b>	<b>6.8</b>	<b>9.0</b>	<b>1.4</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>0.2</b>	<b>5.3</b>	<b>5.2</b>	<b>2.7</b>
별도 연결수익	-5.9	-3.2	-0.5	-0.2	3.9	2.8	1.3	5.5	-2.5	3.4
이동전화수익	-6.1	-2.5	0.1	-2.5	2.9	2.3	0.8	7.3	-2.8	3.3
망접속정산수익	-15.6	-15.2	-18.9	29.6	3.2	-3.6	0.7	-12.1	-8.2	-3.1
기타	1.2	-2.9	4.8	8.9	13.2	10.9	5.4	-0.7	3.1	6.8
연결자회사 등	27.6	31.1	30.8	4.3	0.3	2.0	-1.6	5.0	22.4	1.4
<b>영업비용</b>	<b>4.1</b>	<b>8.1</b>	<b>9.7</b>	<b>3.0</b>	<b>3.4</b>	<b>2.9</b>	<b>-0.0</b>	<b>3.4</b>	<b>6.1</b>	<b>2.4</b>
<b>영업이익</b>	<b>-0.9</b>	<b>-6.9</b>	<b>-0.7</b>	<b>-27.9</b>	<b>-6.4</b>	<b>-1.6</b>	<b>4.0</b>	<b>54.8</b>	<b>-7.6</b>	<b>6.8</b>
세전이익	-48.4	-69.6	-73.2	적전	-20.9	63.8	93.5	흑전	-70.8	95.7
순이익	-47.9	-71.7	-73.9	적전	-17.9	85.2	104.3	흑전	-72.7	119.0
지배주주순이익	-47.3	-71.3	-73.4	적전	-18.4	80.4	102.3	흑전	-71.8	110.6
<b>OPM %</b>	<b>7.4</b>	<b>7.3</b>	<b>6.6</b>	<b>3.7</b>	<b>6.8</b>	<b>7.0</b>	<b>6.9</b>	<b>5.4</b>	<b>6.3</b>	<b>6.5</b>

자료: SK텔레콤, 하이투자증권 추정

그림91. SK 텔레콤 연결 실적 추이 및 전망



자료:SK 텔레콤, 하이투자증권 추정

동사에 대한 투자의견 BUY 와 목표주가 275,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사 영업가치 22.4 조원에 SK 하이닉스의 지분가치 8.3 조원을 합산해 산출했다. 영업가치는 12M Fwd EBITDA 5.6 조원에 4G 상용화 초기였던 12-13년 평균 EV/EBITDA 4.0 배를 적용했으며 지분가치는 SK 하이닉스 전일 시가총액에 지분을 20.1%를 적용해 산출했다.

표23.SK 텔레콤 목표 주가 산출

(십억원)	내용	비고
① 영업가치	22,442	
EV/EBITDA(x)	4.0	12-13년 평균 EV/EBITDA 적용
EBITDA	5,555	예상 12M fwd EBITDA
② 지분가치	8,315	30% 할인
SK 하이닉스 지분가치	11,879	전일 시가총액에 지분율 20.1% 적용
③ 총 기업가치	30,757	
순차입금	8,854	20년 말 예상 순차입금
④ 적정 시가총액	21,902	
⑤ 발행 주식수(백만주)	80.7	
적정주가(원)	271,252	
목표주가(원)	275,000	

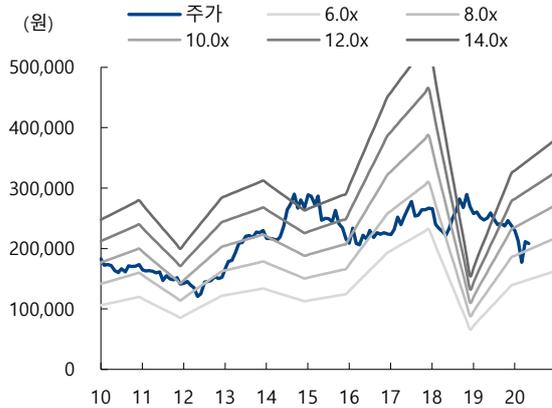
자료: Quantiwise, 하이투자증권

그림92. SK 텔레콤 12M Fwd PBR 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

그림93. SK 텔레콤 12M Fwd PER 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

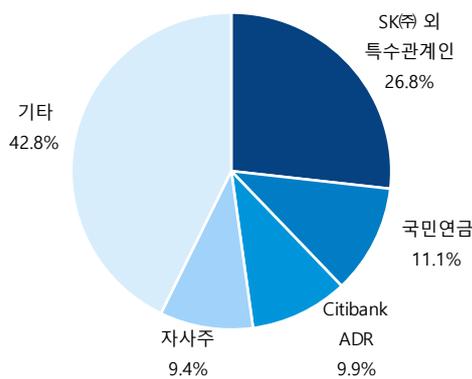
## IV. 기업 개요

동사는 1984년 4월 한국이동통신서비스로 설립돼 1989년 11월 한국증권거래소에 상장했다. 1994년 SK 그룹에 인수된 후 1997년 SK 텔레콤으로 사명이 변경됐다. 2000년에는 신세기통신을 인수하면서 국내 1위 이동통신 사업자로서 자리를 굳혔다. 동사는 이동통신, 유선인터넷, IPTV, 전화, 미디어, 보안, 커머스 등 사업을 영위하고 있으며, 주요 자회사로는 SK 브로드밴드, ADT 캡스, SK 인포섹, 11 번가, SK 스토아 등이 있다.

2020년 3월 기준 무선가입자수(MVNO 제외)는 2,893만명으로 시장점유율 47%로 1위이며 IPTV 가입자수는 2020년 3월 기준 530만명으로 시장점유율(IPTV) 28.9%를 차지하고 있다.

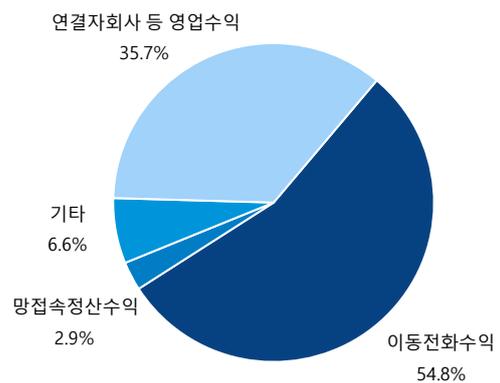
동사는 최근 3년간 비통신부문을 강화하기 위해 미디어, 보안, 커머스를 중심의 New Biz 사업을 강화하고 New ICT 기업으로 변모하고 있다. 미디어부문에서는 2019년 지상파 3사와 함께 OTT 플랫폼 WAVVE를 출시했으며 2020년 4월 SK 브로드밴드와 케이블방송 사업자인 티브로드를 합병했다. 보안부문에서는 2018년 물리보안 업체인 ADT 캡스를 인수하고 국내 1위 정보보안 업체인 SK 인포섹을 완전 자회사로 편입했다. 커머스부문에서는 2017년 SK 스토아를 SK 브로드밴드로부터 분사하고 2018년 11 번가를 SK 플래닛에서 인적분할 했다.

그림94. SK 텔레콤 주주 구성(2019년 말 기준)



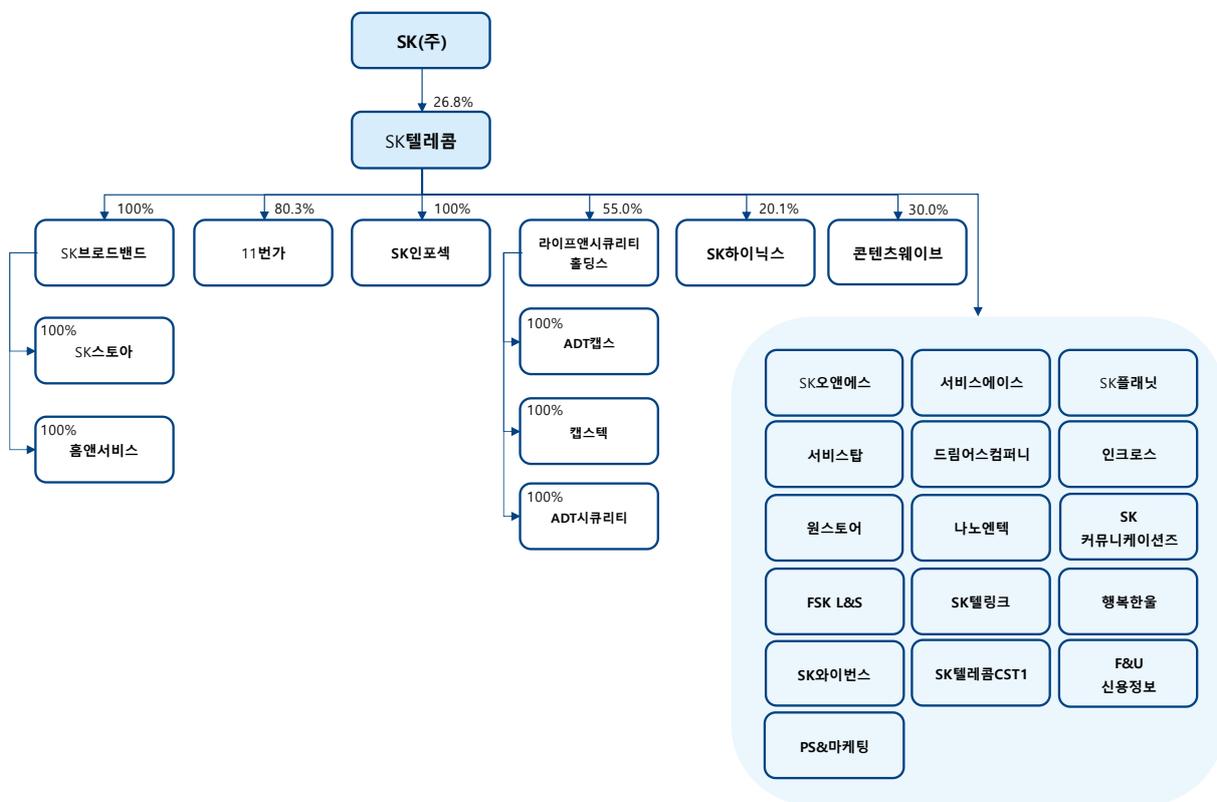
자료:SK 텔레콤, 하이투자증권

그림95. SK 텔레콤 영업수익 구성(2019년 기준)



자료:SK 텔레콤, 하이투자증권

그림96. SK 텔레콤 지배구조



자료:SK 텔레콤, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	8,102	8,354	8,785	9,545
현금 및 현금성자산	1,271	1,568	1,685	2,116
단기금융자산	1,063	1,095	1,128	1,162
매출채권	3,285	3,097	3,293	3,501
재고자산	163	205	218	231
비유동자산	36,509	37,811	39,217	40,503
유형자산	12,334	12,439	12,544	12,651
무형자산	7,816	7,287	6,735	6,205
자산총계	44,612	46,166	48,002	50,048
유동부채	7,788	8,005	8,172	8,386
매입채무	438	450	479	509
단기차입금	21	31	46	41
유동성장기부채	1,441	1,424	1,374	1,404
비유동부채	14,000	14,180	14,380	14,560
사채	7,254	7,284	7,304	7,354
장기차입금	1,972	2,072	2,222	2,322
부채총계	21,788	22,185	22,553	22,946
자배주주지분	22,957	24,101	25,545	27,169
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	22,235	23,378	24,822	26,445
기타자본항목	-2,308	-2,308	-2,308	-2,308
비자배주주지분	-133	-120	-96	-67
자본총계	22,824	23,980	25,449	27,102

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	17,744	18,216	19,372	20,593
증가율(%)	5.2	2.7	6.3	6.3
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	17,744	18,216	19,372	20,593
판매비와관리비	16,634	17,031	17,922	18,788
연구개발비	391	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,110	1,185	1,450	1,805
증가율(%)	-7.6	6.8	22.4	24.4
영업이익률(%)	6.3	6.5	7.5	8.8
이자수익	63	65	65	65
이자비용	398	395	395	395
지분법이익(손실)	450	1,467	1,594	1,450
기타영업외손익	-109	-142	-151	-146
세전계속사업이익	1,163	2,276	2,652	2,874
법인세비용	301	389	453	491
세전계속이익률(%)	6.6	12.5	13.7	14.0
당기순이익	862	1,887	2,199	2,383
순이익률(%)	4.9	10.4	11.4	11.6
지배주주귀속 순이익	890	1,874	2,175	2,354
기타포괄이익	1	1	1	1
총포괄이익	863	1,888	2,200	2,384
지배주주귀속총포괄이익	863	1,888	2,200	2,384

현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	3,986	5,575	5,506	5,894
당기순이익	862	1,887	2,199	2,383
유형자산감가상각비	3,936	3,483	3,584	3,670
무형자산상각비	-	1,038	1,062	1,044
지분법관련손실(이익)	450	1,467	1,594	1,450
투자활동 현금흐름	-3,583	-3,498	-3,275	-3,051
유형자산의 처분(취득)	-3,376	-3,649	-3,426	-3,201
무형자산의 처분(취득)	-13	-	-	-
금융상품의 증감	236	-32	-33	-34
재무활동 현금흐름	-637	-1,369	-1,358	-1,318
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	693	30	20	50
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-719	-730	-731	-731
현금및현금성자산의증감	-236	297	117	432
기초현금및현금성자산	1,507	1,271	1,568	1,685
기말현금및현금성자산	1,271	1,568	1,685	2,116

주요투자지표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	11,021	23,209	26,939	29,158
BPS	284,310	298,474	316,369	336,482
CFPS	59,765	79,193	84,477	87,543
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000
Valuation(배)				
PER	21.5	9.0	7.7	7.2
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6
PCR	4.0	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	5.5	4.4	4.1	3.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.9	8.0	8.8	8.9
EBITDA 이익률	28.4	31.3	31.5	31.7
부채비율	95.5	92.5	88.6	84.7
순부채비율	36.6	34.0	32.0	28.9
매출채권회전율(x)	5.7	5.7	6.1	6.1
재고자산회전율(x)	78.7	99.1	91.7	91.7

자료 : SK 텔레콤, 하이투자증권



**KT**  
(030200)

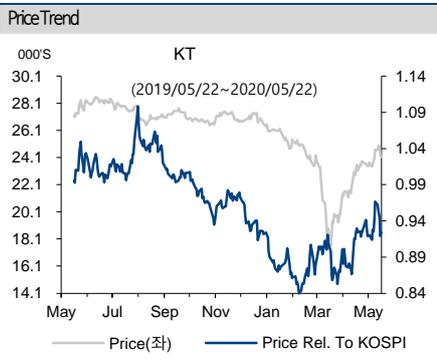
# 영업이익 반등의 해

## Buy (Initiate)

목표주가(6M)	32,000 원(신규)
증가(2020/05/22)	24,150 원
상승여력	32.5 %

Stock Indicator	
자본금	1,564십억원
발행주식수	26,111만주
시가총액	6,306십억원
외국인지분율	45.8%
52 주 주가	17,650~28,600 원
60 일평균거래량	1,175,707 주
60 일평균거래대금	25.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.1	-2.2	-11.7	-11.4
상대수익률	-7.5	-8.3	-23.5	-11.6



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	24,342	24,681	25,510	26,368
영업이익(십억원)	1,151	1,230	1,456	1,641
순이익(십억원)	619	773	1,001	1,133
EPS(원)	2,371	2,960	3,832	4,338
BPS(원)	52,341	54,928	58,387	62,351
PER(배)	11.3	8.2	6.3	5.6
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	4.6	5.5	6.8	7.2
배당수익률(%)	4.1	4.6	4.6	4.6
EV/EBITDA(배)	2.3	2.0	1.8	1.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

### 투자포인트①: 5G 로 다가온 이익 반등 기회

20 년 말 ARPU 는 32,163 원(YoY +2.6%)으로 상승하고 5G 가입자수는 414 만명으로 무선 가입자의 19%를 차지할 것으로 전망한다. 5G 상용화 이후 고가 요금제인 5G 슈퍼플랜을 중심으로 5G 가입자가 유입되고 선택약정할인 가입자 비중이 50%대에서 안정화된 것으로 파악된다. 20 년 영업이익은 1.2 조원(YoY +6.9%)을 기록할 것으로 전망된다. 지난 3년간 동사의 영업이익은 아현지사 화재로 인한 요금감면, 5G 가입자 유치경쟁에 따른 마케팅 비용 증가 등 영향으로 지속적으로 감소했다. 하지만 올해 5G 가입자 증가에 따라 ARPU 가 상승하면서 3년만에 영업이익 턴어라운드 가 예상된다

### 투자포인트②: 비무선 부문의 성장 지속

무선을 제외한 사업부의 성장도 지속될 것으로 전망한다 IPTV 전환과 GiGA 인터넷 가입자 비중 확대에 따른 가입자 Mix 개선으로 유선부문의 안정적 성장이 계속될 것이다. 또한, 유희 부동산의 수익화가 진행되고 있다. 호텔, 임대주택, 복합시설 등 개발 사업 추진으로 23년까지 부동산 자산의 가치를 10.7조원으로 증가시킬 계획이다. 21년 송파 SOFITEL, 22년 명동 MERDIEN 등 호텔 2곳을 포함해 23년에는 복합시설 개발이 완료될 예정으로 자산가치 상승과 임대수익을 통해 동사 실적에 기여할 것이다.

### 투자 의견 BUY, 목표주가 32,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자 의견 BUY 와 목표주가 32,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EBITDA 5.1 조원에 17-19년 평균 EV/EBITDA 2.5 배를 적용해 산출했다. 5G 가입자 확대로 ARPU 가 15 개 분기만에 반등하는 등 3년 만의 영업이익 턴어라운드 가 가시화되고 있다. 동사의 12M Fwd EV/EBITDA 는 역사적 하단이 2.1 배로 저평가되어 있어 추가 상승 여력이 충분하다고 판단한다.

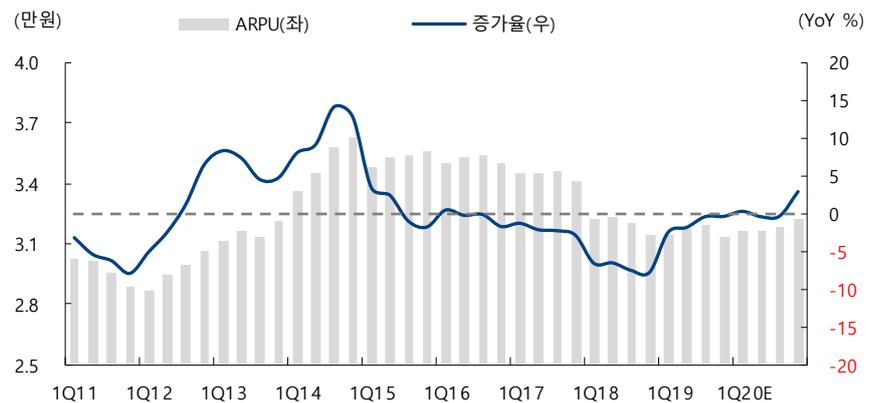
[통신서비스/통신장비] 이승웅  
(2122-9212) swlee@hi-ib.com

## 1. 5G로 다가온 이익 반등의 기회

20년 말 ARPU(MVNO 제외)는 32,163 원(YoY +2.6%)으로 상승하고 5G 가입자수는 414 만명으로 무선 가입자의 19%를 차지할 것으로 전망한다.

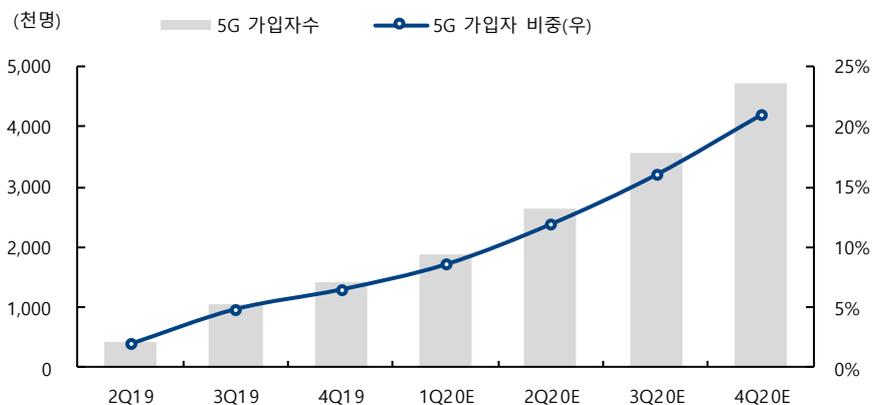
1Q20 동사의 ARPU 는 31,773 원(YoY +0.9%)으로 15 개 분기 연속 하락을 끝내고 반등했다. 5G 가입자는 고가 요금제인 5G 슈퍼플랜을 중심으로 유입되고 있으며 선택약정할인 가입자 비중은 50%대에서 안정화된 것으로 파악되기 때문에 ARPU 의 상승세가 지속될 것이다. 또한 2Q20 부터 5G 보급형 단말기가 출시될 예정으로 하반기로 갈수록 가입자수 증가가 가속화될 것이다.

그림97. 20년 말 ARPU(MVNO 제외) 32,163 원(YoY +2.6%) 전망



자료: KT, 하이투자증권 추정

그림98. 2020년 말 5G 가입자수 413만명, 5G 가입자 비중 19% 전망



자료: KT, 하이투자증권 추정

표24.5G 가입자 중 슈퍼플랜 요금제(8만원 이상) 비중 80% 상회

요금제	월정액	데이터	데이터 로밍	음성통화	메시지	스마트기기	콘텐츠	멤버십
5G 슈퍼플랜 프리미엄 Plus	130,000	완전 무제한	무제한 (속도제한)	집/이동 무제한	기본 제공	1 회선 무료	시즌 초이스 무료	VVIP
5G 슈퍼플랜 스페셜 Plus	110,000					-		VIP
5G 슈퍼플랜 베이직 Plus	90,000					1 회선 무료	VVIP	
5G 슈퍼플랜 스페셜	100,000					-	VIP	
5G 슈퍼플랜 베이직	80,000					1 회선 무료	VVIP	
5G Y 슈퍼플랜 스페셜	100,000					50% 할인	VIP	
5G Y 슈퍼플랜 베이직	80,000					-	-	
5G 슬림	55,000	8GB+	-	-	-	-	-	
5G Y 슬림	55,000	속도제한	무제한(속도제한)	-	-	-	-	

자료: KT, 하이투자증권

## II. 비무선 부문의 성장 지속

무선을 제외한 사업부의 성장도 지속될 것으로 전망한다. 유선전화 가입자 감소가 지속됨에도 불구하고 케이블 가입자의 IPTV 전환과 GiGA 인터넷 가입자 비중 확대에 따른 가입자 Mix 개선으로 유선부문의 안정적 성장이 계속될 것이다.

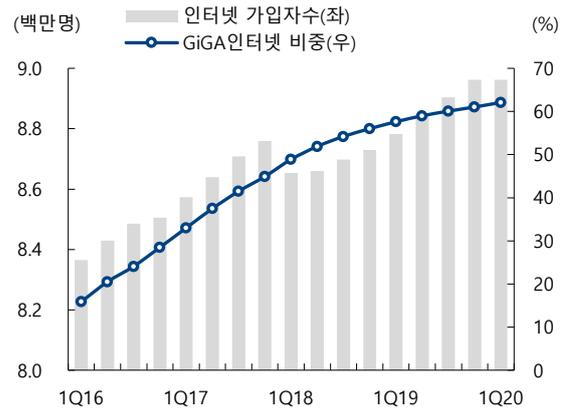
또한, 과거 전화국으로 사용되었던 전화국부지 등 유휴 부동산의 수익화가 진행되고 있다. 호텔, 임대주택, 복합시설 등 개발 사업 추진으로 23년까지 부동산 자산의 가치를 10.7조원으로 증가시킬 계획이다. 21년 송파 SOFITEL, 22년 명동 MERDIEN 등 호텔 2 곳을 포함해 23년에는 복합시설 개발이 완료될 예정으로 자산가치 상승과 임대수익을 통해 동사 실적에 기여할 것이다.

그림99. KT 유선부문 매출액 순증세 지속



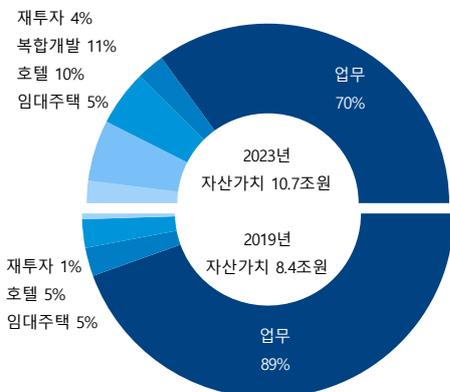
자료: KT, 하이투자증권

그림100. GiGA 인터넷 비중 확대에 따른



자료: KT, 하이투자증권

그림101. 유휴 부동산 개발로 자산가치 상승 및 실적 기여



자료: KT, 하이투자증권

그림102. KT 주요 부동산 사업 추진 계획



자료: KT, 하이투자증권

### III. 실적 전망 및 Valuation

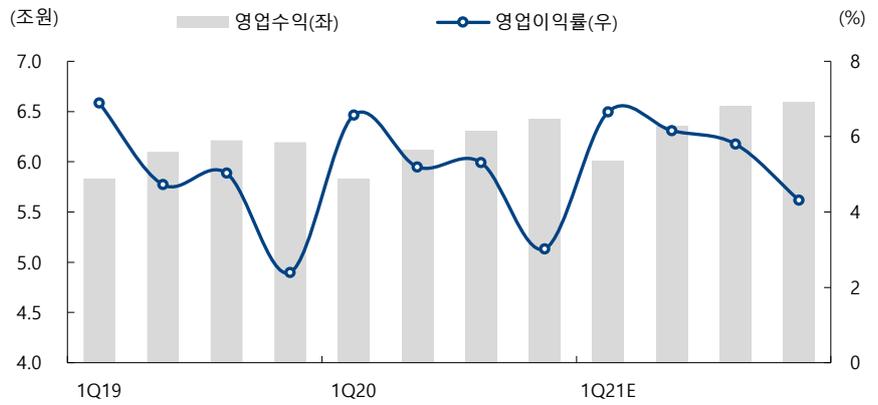
20년 연결 실적은 영업수익 24.7조원(YoY +1.4%), 영업이익 1.2조원(YoY +6.9%)를 기록할 것으로 전망한다. 동사의 영업이익은 지난 3년간 아현지사 화재로 인한 요금감면, 5G 가입자 유치경쟁에 따른 마케팅 비용 증가 등 영향으로 지속적으로 감소했다. 하지만 올해 5G 가입자 증가에 따라 ARPU가 상승하면서 3년만에 영업이익 턴어라운드가 예상된다.

표25. KT 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
ARPU(MVNO 제외)	31,496	31,745	31,912	31,347	31,773	31,814	32,004	32,163	31,347	32,163
연결 영업수익	5,834	6,099	6,214	6,196	5,832	6,122	6,304	6,422	24,342	24,681
KT	4,334	4,559	4,706	4,606	4,429	4,601	4,787	4,768	18,205	18,585
무선	1,703	1,713	1,726	1,705	1,736	1,740	1,779	1,783	6,847	7,037
유선	1,167	1,189	1,168	1,173	1,293	1,303	1,312	1,317	4,697	5,224
기업	623	685	685	726	675	726	723	761	2,719	2,885
단말	689	807	940	838	680	787	927	862	3,274	3,255
자회사	2,370	2,498	2,507	2,646	2,275	2,463	2,543	2,713	10,022	9,994
영업비용	5,432	5,810	5,901	6,047	5,449	5,804	5,969	6,228	23,191	23,451
서비스비용	4,569	4,791	4,744	4,880	4,574	4,783	4,842	5,047	18,984	19,246
인건비	984	1,006	959	1,002	1,004	1,023	970	1,003	3,951	3,999
사업경비	2,327	2,459	2,434	2,580	2,260	2,389	2,423	2,513	9,800	9,584
서비스구입비	686	712	759	799	759	772	836	903	2,955	3,270
판매관리비	572	614	592	500	552	600	613	628	2,278	2,393
단말구입비	864	1,019	1,157	1,167	874	1,022	1,128	1,181	4,207	4,205
영업이익	402	288	313	148	383	318	335	194	1,151	1,230
세전이익	398	284	270	28	367	297	313	168	980	1,145
순이익	260	203	213	-7	227	234	248	132	669	841
지배주주순이익	231	174	190	24	208	215	228	122	619	773
YoY %										
연결 영업수익	2.2	5.0	4.5	3.4	-0.0	0.4	1.5	3.7	3.8	1.4
서비스수익	0.9	6.4	8.0	4.3	2.2	0.9	1.7	3.5	4.9	2.1
무선	-0.4	-1.0	-0.0	3.4	1.9	1.6	3.0	4.5	0.4	2.8
유선	-2.7	0.6	-1.5	-0.5	10.8	9.6	12.3	12.3	-1.0	11.2
영업비용	2.2	7.4	5.8	2.5	0.3	-0.1	1.2	3.0	4.5	1.1
영업이익	1.3	-27.8	-15.4	54.8	-4.7	10.4	7.2	30.7	-8.8	6.9
세전이익	12.7	-27.5	-19.1	124.8	-7.7	4.6	15.9	496.1	-10.2	16.8
순이익	15.9	-27.7	-10.9	적전	-12.8	15.4	16.1	흑전	-12.2	25.6
지배주주순이익	17.3	-30.7	-14.7	35.6	-9.9	23.9	20.0	398.6	-10.1	24.9
OPM %	6.9	4.7	5.0	2.4	6.6	5.2	5.3	3.0	4.7	5.0

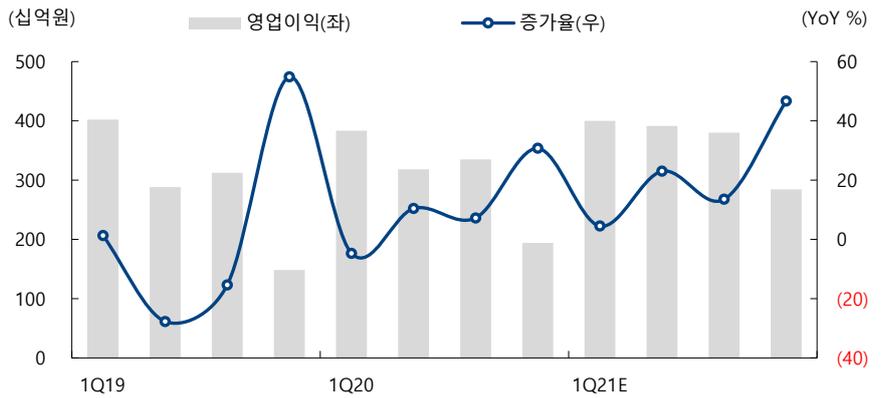
자료: KT, 하이투자증권 추정

그림103. KT 영업수익 및 영업이익률 추이



자료: KT, 하이투자증권 추정

그림104. KT 영업이익 추이 및 전망



자료: KT, 하이투자증권 추정

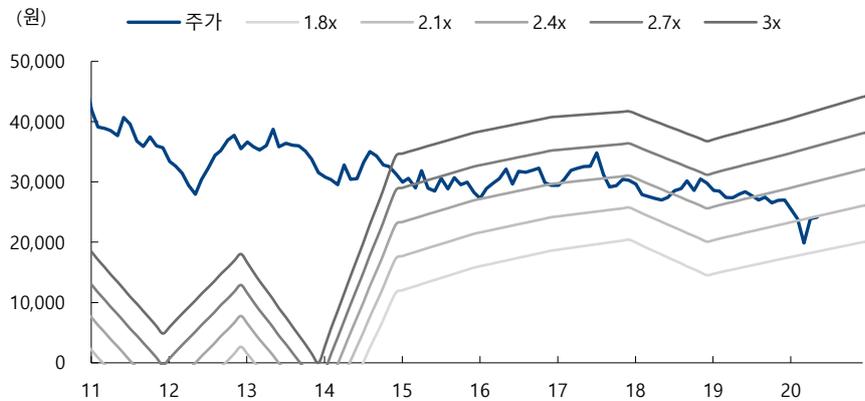
동사에 대한 투자 의견 BUY 와 목표주가 32,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EBITDA 5.1 조원에 17-19년 평균 EV/EBITDA 2.5 배를 적용해 산출했다. 5G 가입자 확대로 ARPU 가 15 개 분기만에 반등하면서 3년만의 영업 이익 턴어라운드 가시화되고 있다. 동사의 12M Fwd EV/EBITDA 는 역사적 저점인 2.1 배로 주가 상승 여력이 충분하다고 판단한다.

표26.KT 목표 주가 산출

(십억원)	내용	비고
① EBITDA	5,086	예상 12M fwd EBITDA
Target EV/EBITDA(x)	2.5	17-19년 평균 EV/EBITDA 적용
② 총 기업가치	12,714	
순차입금	4,435	20년 말 예상 순차입금
③ 적정 시가총액	8,279	
④ 발행 주식수(백만주)	261.1	
적정주가(원)	31,707	
목표주가(원)	32,000	

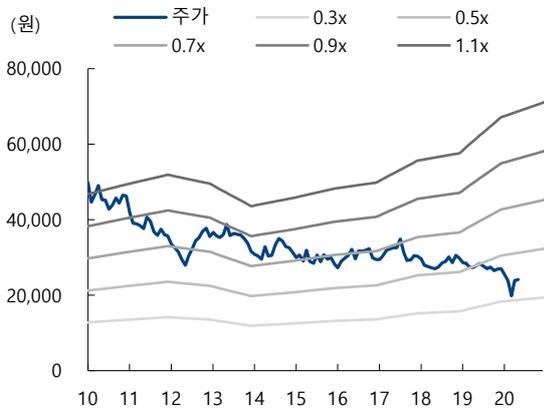
자료: Quantiwise, 하이투자증권

그림105. KT 12M Fwd EV/EBITDA 밴드



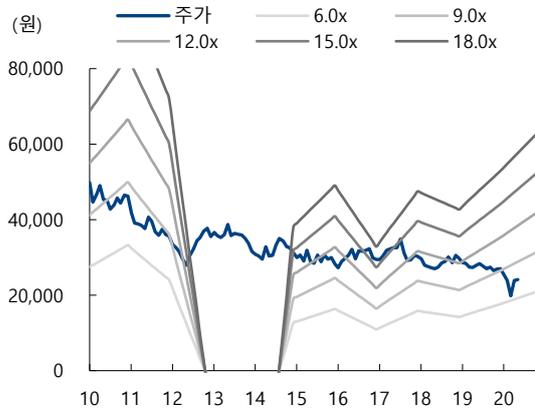
자료: KT, 하이투자증권 추정

그림106. SK 텔레콤 12M Fwd PBR 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

그림107. SK 텔레콤 12M Fwd PER 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

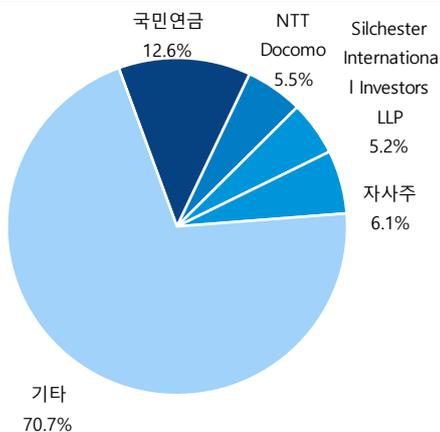
## IV. 기업 개요

동사는 1981년 12월 한국전기통신공사로 설립돼 1997년 자회사 한국통신프리텔을 설립하고 같은해 10월 PCS 상용서비스를 개시하면서 이동통신 시장에 진출했다. 2000년에는 한솔 PCS를 인수하면서 국내 2위 이동통신 사업자로 자리를 굳혔다. 2003년에 민영화되면서 현재의 사명인 KT로 변경됐으며 2009년에 KTF(한국통신프리텔)을 흡수합병했다.

동사는 이동통신, 유선인터넷, IPTV, 전화, 미디어, 부동산, 카드 등 다양한 사업을 영위하고 있으며, 주요 자회사로는 스카이라이프, BC카드, 나스미디어, 플레이디 등이 있다.

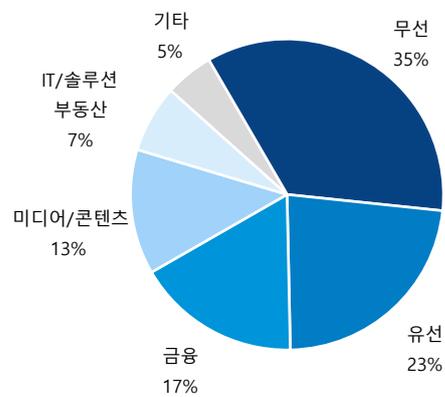
IPTV 가입자수는 2020년 3월 기준 842만명으로 시장점유율(IPTV) 46.0%, 초고속인터넷 가입자수는 896만명으로 시장점유율 40.7%로 국내 유선사업 분야에서 1위를 차지하고 있다. 무선 가입자수(MVNO 제외)는 2020년 3월 기준 1,833만명으로 시장점유율 29.8%를 차지하고 있다.

그림108. KT 주주 구성(2019년 말 기준)



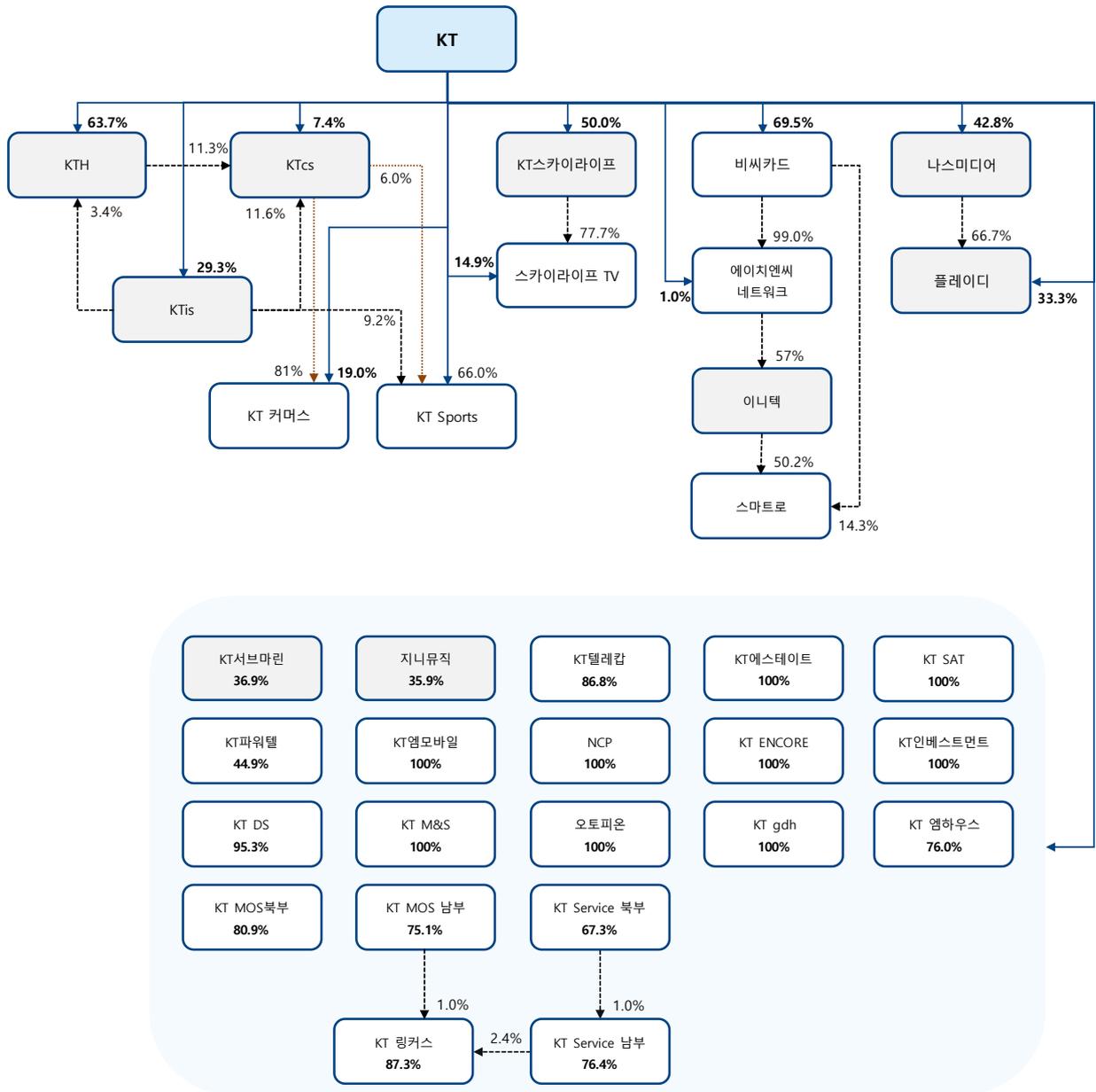
자료: KT, 하이투자증권

그림109. KT 영업수익 구성(2019년 기준)



자료: KT, 하이투자증권

그림110. KT 지배구조



자료: KT, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	11,898	12,296	12,915	13,617
현금 및 현금성자산	2,306	2,595	2,823	2,919
단기금융자산	838	863	889	916
매출채권	5,906	5,923	6,122	6,328
재고자산	665	666	765	791
비유동자산	22,163	22,734	23,224	23,583
유형자산	13,785	14,353	14,836	15,189
무형자산	2,834	2,834	2,834	2,834
자산총계	34,061	35,030	36,139	37,200
유동부채	10,111	10,387	10,535	10,511
매입채무	1,305	1,323	1,275	1,187
단기차입금	84	79	76	73
유동성장기부채	1,102	1,050	1,050	1,050
비유동부채	8,763	8,713	8,683	8,633
사채	5,973	5,923	5,893	5,843
장기차입금	141	141	141	141
부채총계	18,874	19,100	19,218	19,144
자배주주지분	13,667	14,342	15,245	16,281
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564
자본잉여금	1,441	1,441	1,441	1,441
이익잉여금	11,637	12,140	12,871	13,734
기타자본항목	-1,171	-1,171	-1,171	-1,171
비자배주주지분	1,520	1,588	1,676	1,775
자본총계	15,187	15,930	16,921	18,056

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	24,342	24,681	25,510	26,368
증가율(%)	3.8	1.4	3.4	3.4
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	24,342	24,681	25,510	26,368
판매비와관리비	23,191	23,451	24,054	24,726
연구개발비	165	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,151	1,230	1,456	1,641
증가율(%)	-8.8	6.9	18.4	12.7
영업이익률(%)	4.7	5.0	5.7	6.2
이자수익	283	273	278	276
이자비용	268	276	267	271
지분법이익(손실)	-3	-10	-6	-6
기타영업외손익	-171	-65	-72	-71
세전계속사업이익	980	1,145	1,378	1,560
법인세비용	310	304	289	328
세전계속이익률(%)	4.0	4.6	5.4	5.9
당기순이익	669	841	1,088	1,232
순이익률(%)	2.7	3.4	4.3	4.7
지배주주귀속 순이익	619	773	1,001	1,133
기타포괄이익	172	172	172	172
총포괄이익	842	1,013	1,261	1,404
지배주주귀속총포괄이익	842	1,013	1,261	1,404

현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	3,745	4,751	4,651	4,430
당기순이익	669	841	1,088	1,232
유형자산감가상각비	3,020	3,755	3,876	3,896
무형자산상각비	661	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-3	-10	-6	-6
투자활동 현금흐름	-3,887	-3,307	-3,149	-3,000
유형자산의 처분(취득)	-3,263	-3,159	-3,001	-2,851
무형자산의 처분(취득)	-52	-	-	-
금융상품의 증감	132	-25	-26	-27
재무활동 현금흐름	-250	-896	-822	-842
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-50	-30	-50
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-305	-270	-270	-270
현금및현금성자산의증감	-398	289	228	96
기초현금및현금성자산	2,703	2,306	2,595	2,823
기말현금및현금성자산	2,306	2,595	2,823	2,919

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	2,371	2,960	3,832	4,338
BPS	52,341	54,928	58,387	62,351
CFPS	16,467	17,341	18,675	19,259
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100
Valuation(배)				
PER	11.3	8.2	6.3	5.6
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	1.6	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	2.3	2.0	1.8	1.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.6	5.5	6.8	7.2
EBITDA 이익률	19.8	20.2	20.9	21.0
부채비율	124.3	119.9	113.6	106.0
순부채비율	27.4	23.4	20.4	18.1
매출채권회전율(x)	4.2	4.2	4.2	4.2
재고자산회전율(x)	36.1	37.1	35.6	33.9

자료 : KT, 하이투자증권



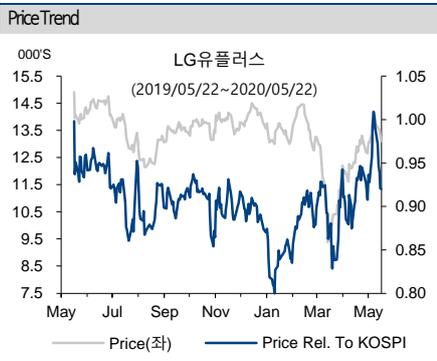
# LG 유플러스 (032640)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	18,000 원(유지)
증가(2020/05/22)	13,150 원
상승여력	36.9 %

Stock Indicator	
자본금	2,574십억원
발행주식수	43,661만주
시가총액	5,741십억원
외국인지분율	35.6%
52주 주가	9,430~14,950 원
60일평균거래량	2,437,467 주
60일평균거래대금	29.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.0	-7.1	-7.4	-12.0
상대수익률	0.1	1.8	-1.1	-7.5



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	12,382	13,771	14,418	15,163
영업이익(십억원)	686	849	948	1,273
순이익(십억원)	439	561	629	876
EPS(원)	1,005	1,284	1,440	2,006
BPS(원)	16,218	17,101	18,140	19,745
PER(배)	14.0	10.2	9.1	6.6
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	6.3	7.7	8.2	10.6
배당수익률(%)	2.8	3.0	3.0	3.0
EV/EBITDA(배)	3.9	2.9	2.3	2.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[통신서비스/통신장비] 이승웅  
(2122-9212) swlee@hi-ib.com

## 5G 로 다시 한번 레벨 업

### 투자포인트①: 다시 돌아온 무선 점유율 확대 기회

20년 말 동사의 ARPU(MVNO 제외)는 32,207 원(YoY +5.1%)까지 상승할 것으로 추정한다. 현재 8.5만원 이상인 무제한 요금제 가입자 비중이 64%에 달하는 것으로 파악되고 일반 요금제 가입자의 데이터 트래픽이 큰 폭으로 증가해 ARPU가 상승 구간에 진입한다고 판단한다. 20년 말 동사의 5G 가입자수는 344만명으로 전체 무선 가입자의 21.4%를 차지할 것으로 전망한다. 20년 3월 기준 동사의 5G 가입자 비중은 10.2%로 경쟁사(SK 텔레콤 9.2%, KT 9.7%) 대비 빠르게 확대되고 있다.

### 투자포인트②: LG 헬로비전과 시너지 본격화

LG 헬로비전과의 시너지가 본격화될 전망이다. 동사는 이번 인수로 유료방송 시장 점유율 24.8%(19년 6월 기준) 2위로 올라서는 등 가입자수를 기반으로 동사의 인프라 활용, 차별화된 서비스, 비용 효율화를 통해 유선부문 실적 성장이 가능할 것이다. 최근에는 U+TV의 킬러서비스인 아이들나라를 헬로 TV에 론칭하면서 콘텐츠 구매력이 높은 2030세대 가입자가 유입되고 있어 동사와의 시너지 효과가 나타나는 것으로 파악된다. 또한, 동사의 유선 인프라를 통해 LG 헬로비전의 기기인터넷 커버리지를 기존 30%대에서 99%로 확대했다. LG 헬로비전은 그동안 케이블 TV의 특성상 상대적으로 속도가 느린 HFC(Hybrid Fiber Coax) 중심으로 서비스를 했던 만큼 타 케이블 TV 대비 경쟁력을 확보한 것으로 판단된다.

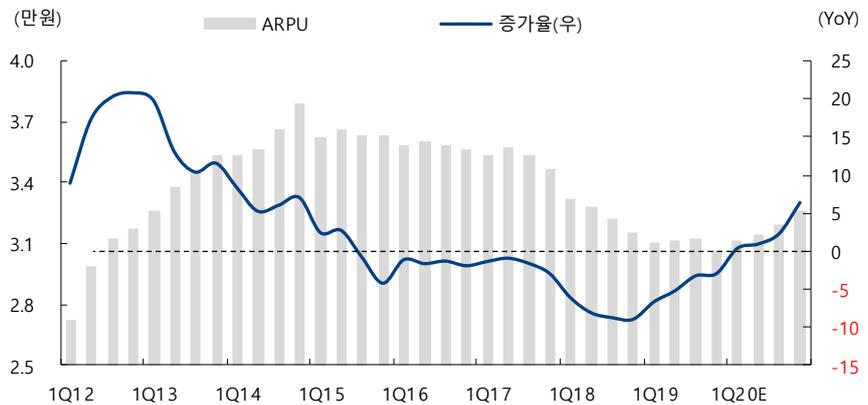
### 투자 의견 BUY, 목표주가 18,000 원 유지

20년 5G 가입자 증가에 따른 ARPU 턴어라운드로 모바일 서비스 수익의 증가폭이 확대되고 스마트홈 사업 내 IPTV와 초고속 인터넷의 견조한 매출 성장이 지속될 것이다. 따라서 영업수익 증가가 5G 가입자 유치 경쟁과 설비투자로 인해 증가한 마케팅 비용과 감가상각비를 상쇄할 것이다. 따라서 이익 턴어라운드에 따른 주가 상승 여력이 충분하다고 판단하고 동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 18,000 원을 유지한다.

## 1. 다시 돌아온 무선 점유율 확대 기회

20년 말 동사의 ARPU(MVNO 제외)는 32,207 원(YoY +5.1%)까지 상승할 것으로 추정한다. 5G 무제한 요금제는 8.5만원~13만원으로 4G(7.8만원~10.5만원)와 비교 시 7,000원~25,000원의 요금 상승 효과를 보이고 있다. 선택약정할인 25%를 고려한 요금차이는 4,500원~7,500원이다. 현재 85,000원 이상의 무제한 요금제 가입자 비중이 64%에 달하는 것으로 파악된다. 또한 5G 일반 요금제 가입자의 1인당 데이터 트래픽이 4G 대비 큰 폭으로 증가한 점을 고려한다면 ARPU가 상승 구간에 진입했다고 판단한다.

그림111. 20년 말 ARPU(MVNO 제외) 32,207 원(YoY +5.1%) 전망



자료: LG 유플러스, 하이투자증권 추정

표27.5G 요금제 4G 대비 ARPU 7,000~25,000 원 업셀링 효과

요금제		월정액		데이터		공유데이터/테더링	
5G	4G	5G	4G	5G	4G	5G	4G
시그니처	데이터 105	130,000	105,000	무제한	무제한	각 60GB	나눠쓰기 100GB
프리미어 슈퍼		115,000				각 50GB	
프리미어 플러스	데이터 88	105,000	테더링 50GB			나눠쓰기 40GB	
프리미어 레귤러	데이터 78	95,000	나눠쓰기 50GB			나눠쓰기 15GB	
스마트		85,000	나눠쓰기 20GB				
스탠다드	데이터 69	75,000	78,000			150GB+속도제한	150GB+속도제한
라이트	데이터 59	55,000	59,000	9GB+속도제한	6.6GB+속도제한	-	-

자료: 각 사, 하이투자증권

표28.LG 유플러스 5G 요금제

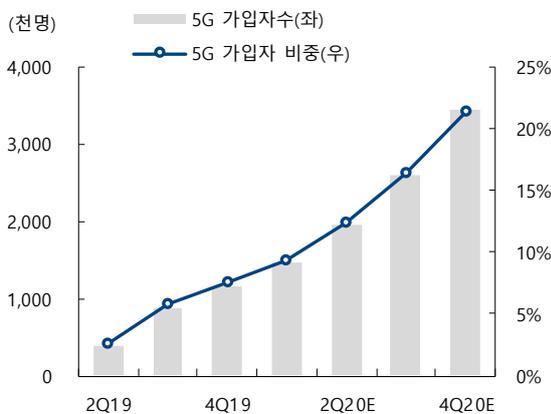
요금제	월정액	데이터	음성통화	메시지	테더링/쉐어링	가족 데이터	스마트기기	콘텐츠
5G 시그니처	130,000	완전 무제한	집/이동 무제한	기본 제공	60GB	60GB	2대 할인	U+모바일 tv 기본 월정액, U+AR/VR 월정액 무료
5G 프리미어 슈퍼	115,000				50GB	50GB		
5G 프리미어 플러스	105,000				50GB	-	1대 할인	
5G 프리미어 레귤러	95,000				나눠쓰기 50GB	-		
5G 스마트	85,000				나눠쓰기 20GB	-		
5G 스탠다드	75,000	150GB+속도제한	-	-	-	U+모바일 tv 라이트, U+AR/VR 월정액 무료		
5G 라이트	55,000	9GB+속도제한	-	-	-			
5G 라이트 청소년	45,000	8GB+속도제한	-	-	-			
5G 라이트 시니어	45,000	8GB+속도제한	-	-	-			

자료: LG 유플러스, 하이투자증권

20년 말 동사의 5G 가입자수는 344만명으로 전체 무선 가입자의 21.4%를 차지할 것으로 전망한다. 5G 가입자 비중이 2020년 3월 기준 10.2%로 경쟁사(SK텔레콤 9.2%, KT 9.7%) 대비 빠르게 확대되고 있다.

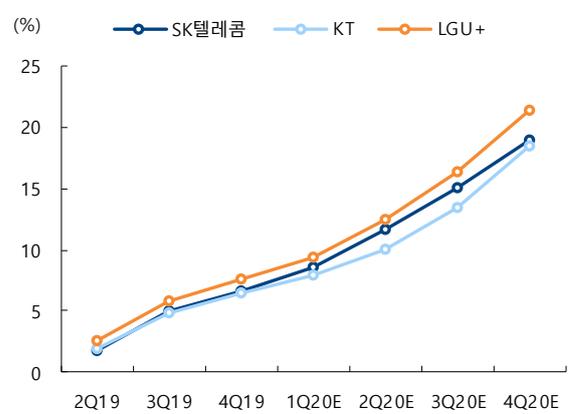
14년 단통법 시행 이후 가입자의 통신사 선택에 차별점이 줄어든 상황에서 동사는 콘텐츠 차별화 전략으로 가입자를 유인하고 있다. 스포츠/게임 중계, AR/VR 콘텐츠 외에 카카오희트와 AI 기반의 홈트레이닝 서비스인 스마트홈트, AR을 활용한 홈쇼핑 서비스 U+AR, 클라우드 게임 서비스 지포스나우, 교육 콘텐츠인 U+아이들생생도서관을 출시했다. 경쟁사와 유사한 5G 콘텐츠 외에도 일상생활에 초점을 맞춰 5G 서비스를 차별화하고 있어 지속적으로 5G 가입자가 유입될 것으로 전망한다.

그림112. 20년 말 5G 가입자수 392만명 전망



자료: LG 유플러스, 하이투자증권 추정

그림113. 5G 가입자 비중 경쟁사 대비 빠르게 확대



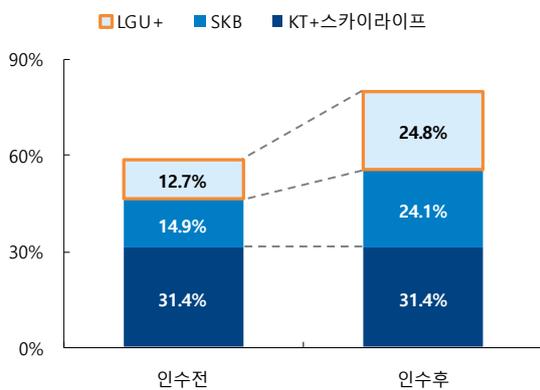
자료: 각 사, 하이투자증권 추정

## II. LG 헬로비전과 시너지 본격화

LG 헬로비전과의 시너지가 본격화될 전망이다. 동사는 19년 말 LG 헬로비전을 인수했다. 동사는 이번 인수로 유료방송 시장 점유율 24.8%(19년 6월 기준) 2위로 올라서는 등 가입자수를 기반으로 동사의 인프라 활용, 차별화된 서비스, 비용 효율화를 통해 유선부문 실적 성장이 가능할 것이다.

인수 이후 아이들나라를 헬로 tv 에 론칭했다. 키즈 콘텐츠인 아이들나라는 2019년 가입자들의 47%가 U+TV 가입 이유로 선택한 U+TV 의 킬러 서비스이다. 콘텐츠 구매력이 높은 2030 세대 가입자의 신규 유치 및 Lock-In 효과로 LG 헬로비전의 가입자 감소세가 축소될 전망이다. 또한, 동사 보유한 유선 인프라를 통해 서비스 권역 내 가가인터넷 커버리지를 기존 30%대에서 99%로 확대했다. 케이블 TV 의 특성상 상대적으로 속도가 느린 HFC(Hybrid Fiber Coax) 중심으로 서비스를 했던 만큼 서비스 품질 향상을 통해 LG 헬로비전의 경쟁력이 확보됐다고 판단한다.

그림114. LG 헬로비전 인수 후 유료방송 점유율 2위



자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권 추정

그림115. 헬로 TV에 킬러콘텐츠인 아이들나라 론칭



자료: LG 헬로비전, 하이투자증권 추정

그림116. LG 헬로비전 TV 가입자수 감소폭 축소 전망



자료: LG 헬로비전, 하이투자증권 추정

그림117. LG 헬로비전 인터넷 가입자수 감소폭 축소 전망



자료: LG 헬로비전, 하이투자증권 추정

### III. 투자의견 BUY, 목표주가 18,000 원 유지

20 년 5G 가입자 증가에 따른 ARPU 턴어라운드로 모바일 서비스 수익의 증가폭이 확대되고 스마트홈 사업 내 IPTV 와 초고속 인터넷의 견조한 매출 성장이 지속될 것이다. 따라서 영업수익 증가가 5G 가입자 유치 경쟁과 설비투자로 인해 증가한 마케팅 비용과 감가상각비를 상쇄할 것이다. 따라서 이익 턴어라운드에 따른 주가 상승 여력이 충분하다고 판단하고 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 18,000 원을 유지한다.

표29.LG 유플러스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
ARPU(MVNO 제외, 원)	31,051	31,164	31,217	30,635	30,796	31,086	31,555	32,207	30,635	32,207
<b>영업수익</b>	<b>2,937</b>	<b>3,114</b>	<b>3,156</b>	<b>3,174</b>	<b>3,287</b>	<b>3,418</b>	<b>3,479</b>	<b>3,588</b>	<b>12,382</b>	<b>13,771</b>
서비스수익	2,231	2,293	2,316	2,365	2,572	2,599	2,638	2,732	9,206	10,540
모바일	1,345	1,374	1,398	1,400	1,411	1,420	1,461	1,507	5,517	5,800
스마트홈	498	506	509	539	538	544	551	561	2,051	2,194
기업	461	491	486	540	380	389	383	413	1,978	1,565
단말수익	706	822	840	809	715	819	841	856	3,176	3,232
LG 헬로비전	-	-	-	-	259	263	258	267	1,112	1,047
영업비용	2,740	2,964	2,999	2,992	3,067	3,210	3,257	3,389	11,696	12,923
인건비	297	301	295	259	336	340	333	334	1,153	1,343
유무형감가상각비	493	500	510	555	593	580	606	631	2,057	2,409
마케팅비용	512	565	585	583	573	638	641	639	2,245	2,492
<b>영업이익</b>	<b>197</b>	<b>151</b>	<b>156</b>	<b>182</b>	<b>220</b>	<b>208</b>	<b>222</b>	<b>199</b>	<b>686</b>	<b>849</b>
세전이익	178	134	137	125	193	188	201	176	574	758
지배주주순이익	133	98	104	103	149	144	153	134	439	581
<b>YoY %</b>	<b>-1.4</b>	<b>4.5</b>	<b>5.5</b>	<b>0.1</b>	<b>11.9</b>	<b>9.7</b>	<b>10.3</b>	<b>13.1</b>	<b>2.1</b>	<b>11.2</b>
서비스수익	-1.7	-2.1	-0.4	-1.7	15.2	13.4	13.9	15.5	-1.5	14.5
모바일	0.8	2.4	4.9	-0.8	4.9	3.4	4.6	7.6	1.8	5.1
스마트홈	13.0	6.0	-1.6	12.8	8.0	7.6	8.4	4.4	7.3	7.0
기업	-3.8	-8.6	1.0	6.1	-17.6	-20.8	-21.1	-23.5	-1.4	-20.9
단말수익	-0.5	28.9	26.1	5.5	1.3	-0.3	0.2	5.9	14.2	1.7
영업비용	-1.9	7.0	8.5	-2.5	11.9	8.3	8.6	13.3	2.6	10.5
<b>영업이익</b>	<b>5.0</b>	<b>-28.7</b>	<b>-31.4</b>	<b>75.0</b>	<b>11.5</b>	<b>38.5</b>	<b>42.4</b>	<b>9.6</b>	<b>-6.1</b>	<b>23.7</b>
세전이익	9.9	-29.0	-34.3	40.0	8.6	40.5	47.6	41.1	-11.5	32.1
지배주주순이익	14.8	-28.1	-32.1	37.3	12.2	46.6	47.5	30.7	-8.9	32.3
<b>OPM %</b>	<b>6.7</b>	<b>4.8</b>	<b>5.0</b>	<b>5.7</b>	<b>6.7</b>	<b>6.1</b>	<b>6.4</b>	<b>5.6</b>	<b>5.5</b>	<b>6.2</b>

자료: LG 유플러스, 하이투자증권

\*매각 예정인 PG 사업 실적 제외, 1Q20 부터 LG 헬로비전 연결 편입

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	4,805	5,369	5,694	6,321
현금 및 현금성자산	474	622	718	724
단기금융자산	98	137	144	173
매출채권	1,926	2,186	2,289	2,407
재고자산	437	459	481	542
비유동자산	13,136	12,639	12,558	12,374
유형자산	8,861	8,635	8,621	8,895
무형자산	2,219	2,084	2,023	1,571
자산총계	17,941	18,007	18,252	18,695
유동부채	4,649	4,475	4,540	4,551
매입채무	421	469	491	516
단기차입금	5	5	5	5
유동성장기부채	825	590	550	450
비유동부채	5,943	5,777	5,477	5,177
사채	2,905	2,805	2,755	2,455
장기차입금	1,452	1,352	1,302	1,302
부채총계	10,591	10,252	10,017	9,728
자배주주지분	7,081	7,467	7,920	8,621
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	837	837	837	837
이익잉여금	3,674	4,060	4,514	5,215
기타자본항목	-	-	-	-
비자배주주지분	269	289	315	346
자본총계	7,350	7,755	8,235	8,967

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	12,382	13,771	14,418	15,163
증가율(%)	5.6	11.2	4.7	5.2
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	12,382	13,771	14,418	15,163
판매비와관리비	11,696	12,923	13,470	13,890
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	686	849	948	1,273
증가율(%)	-7.4	23.7	11.6	34.3
영업이익률(%)	5.5	6.2	6.6	8.4
이자수익	41	49	43	45
이자비용	111	117	110	113
지분법이익(손실)	1	-	-	-
기타영업외손익	-23	-10	-8	-6
세전계속사업이익	574	758	857	1,183
법인세비용	133	177	202	276
세전계속이익률(%)	4.6	5.5	5.9	7.8
당기순이익	439	581	655	907
순이익률(%)	3.5	4.2	4.5	6.0
지배주주귀속 순이익	439	561	629	876
기타포괄이익	-37	0	0	0
총포괄이익	402	580	654	906
지배주주귀속총포괄이익	402	580	654	906

현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	2,253	2,857	3,467	3,541
당기순이익	439	581	655	907
유형자산감가상각비	1,757	2,174	2,715	2,704
무형자산상각비	311	382	415	411
지분법관련손실(이익)	1	-	-	-
투자활동 현금흐름	-3,214	-2,564	-2,405	-2,258
유형자산의 처분(취득)	-2,327	-2,530	-2,404	-2,235
무형자산의 처분(취득)	-23	-	-	-
금융상품의 증감	-28	-40	-7	-29
재무활동 현금흐름	1,220	-909	-614	-874
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	1,484	-100	-50	-300
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-175	-175	-175	-175
현금및현금성자산의증감	96	147	97	6
기초현금및현금성자산	379	474	622	718
기말현금및현금성자산	474	622	718	724

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	1,005	1,284	1,440	2,006
BPS	16,218	17,101	18,140	19,745
CFPS	5,741	7,140	8,607	9,140
DPS	400	400	400	400
Valuation(배)				
PER	14.0	10.2	9.1	6.6
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7
PCR	2.5	1.8	1.5	1.4
EV/EBITDA	3.9	2.9	2.3	2.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.3	7.7	8.2	10.6
EBITDA 이익률	22.2	24.7	28.3	28.9
부채비율	144.1	132.2	121.6	108.5
순부채비율	62.8	51.5	45.5	37.0
매출채권회전율(x)	6.5	6.7	6.4	6.5
재고자산회전율(x)	27.8	30.7	30.7	29.7

자료 : LG 유플러스, 하이투자증권 리서치본부

# RFHIC (218410)

## Buy (Initiate)

목표주가(6M)	50,000 원(신규)
증가(2020/05/22)	37,850 원
상승여력	32.1 %

Stock Indicator	
자본금	12십억원
발행주식수	2,385만주
시가총액	903십억원
외국인지분율	6.0%
52 주 주가	21,750~47,400 원
60 일평균거래량	1,452,454 주
60 일평균거래대금	56.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.2	21.9	10.3	39.7
상대수익률	-19.8	15.8	-1.4	39.4



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	108	155	217	237
영업이익(십억원)	18	30	47	53
순이익(십억원)	20	28	44	49
EPS(원)	857	1,186	1,850	2,066
BPS(원)	8,351	9,349	11,012	12,892
PER(배)	41.8	31.9	20.5	18.3
PBR(배)	4.3	4.0	3.4	2.9
ROE(%)	11.2	13.4	18.2	17.3
배당수익률(%)	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	32.4	25.0	15.3	13.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[통신서비스/통신장비] 이승웅  
(2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 5G 로 성장 궤도 진입

## 투자포인트①: 5G 로 시작된 GaN 트랜지스터 시장 성장

글로벌 5G 투자 개시에 따른 GaN(질화갈륨) 트랜지스터 시장 확대로 동사의 수혜가 전망된다. 통신장비에 사용되는 RF 트랜지스터의 소재가 LDMOS 에서 GaN on SiC 로 대체되고 있기 때문이다. 그동안 LDMOS 는 높은 가성비로 강점으로 주요 소재로 사용됐지만 5G 에서는 성능상 주파수 한계에 도달하면서 GaN on SiC 가 그 자리를 대체하고 있다. 현재 대부분의 국가에서 C-Band(4-8GHz)와 mmWave (24GHz 이상) 대역을 5G 주파수로 할당하고 있어 GaN 트랜지스터에 대한 수요 확대가 지속될 것이다.

## 투자포인트②: GaN 트랜지스터 적용처 확대로 고객 다변화

동사는 글로벌 통신장비 4 개사 외에도 방산, 의료용 등으로 GaN 트랜지스터의 적용처 확대를 통해 고객사를 다변화하고 있다. 이중 방산 고객사의 증가가 두드러진다. 17 년 이후 미국의 록히드마틴을 포함해 글로벌 상위 방산업체에 벤더 등록을 완료하고 40 여가지 프로젝트를 진행 중이다. 현재 레이더 송수신 부품은 진공관 방식에서 반도체 방식으로 대체되면서 GaN 트랜지스터에 대한 수요가 확대되고 있다. 20 년 방산부문 매출액은 279 억원(YoY +23.2%)을 기록할 것으로 전망한다.

## 투자포인트③: 20 년 실적 대폭 성장의 해

20 년 매출액 1,549 억원(YoY +44%), 영업이익 296 억원(YoY +65%)으로 큰 폭의 성장을 시현할 것으로 전망한다. 미국, 일본 등 해외 통신사의 5G 투자 본격화로 삼성전자향 매출이 큰 폭으로 증가할 것이기 때문이다. 또한, 미중 무역분쟁 영향으로 동사 실적에 영향을 미쳤던 화웨이 관련 이슈 역시 원재료 공급사 다변화를 통해 올해 안에 마무리될 것으로 예상돼 21 년부터는 동사 실적에 본격적으로 기여할 것이다.

## 투자 의견 BUY, 목표주가 50,000 원

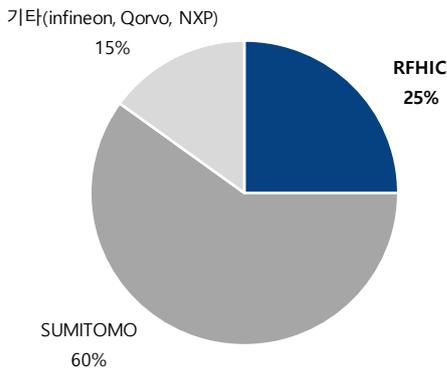
동사에 대한 투자 의견 BUY 와 목표주가 50,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 1,463 원에 Target PER 33.6 배를 적용해 산출했다. Target Valuation 은 19 년 미중 무역분쟁에 따른 화웨이 제재 영향이 본격화되기 전 고점 PER 을 적용했다.

## 1. 5G 로 시작된 GaN 트랜지스터 시장 성장

글로벌 통신사의 5G 투자 본격화로 인한 GaN 트랜지스터 시장 확대가 동사에 직접적인 수혜가 될 것으로 전망된다. 이는 5G 통신장비에 사용되는 RF 트랜지스터의 소재가 LDMOS 에서 GaN on SiC 로 대체되고 있기 때문이다. 동사는 글로벌 시장에서 GaN 트랜지스터 공급 능력을 갖춘 5 개 기업 중 하나로써 시장점유율 25%로 2 위이다.

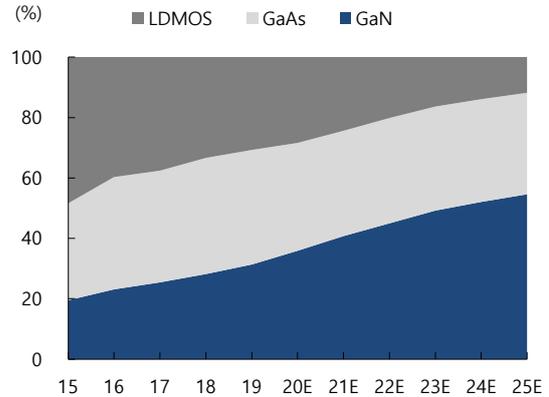
그동안 LDMOS 는 높은 가성비를 강점으로 통신장비 시장에서 주요 소재로 사용되어 왔다. 하지만 5G 에서는 3.5GHz 대역과 24GHz 대역이 핵심 주파수로 사용되는데 LDMOS 는 3.5GHz 이상 대역에서 열 손실로 인해 성능이 급격히 저하된다. 따라서 RF 트랜지스터 내 GaN 트랜지스터의 비중은 19 년 30%에서 25 년 55%로 확대되고 GaN 트랜지스터 시장규모는 24 년 20 억달러까지 증가할 것으로 전망된다.

그림118. RFHIC, GaN 트랜지스터 시장점유율 25%로 2 위



자료: RFHIC, 하이투자증권

그림119. GaN 트랜지스터가 LDMOS 시장 대체



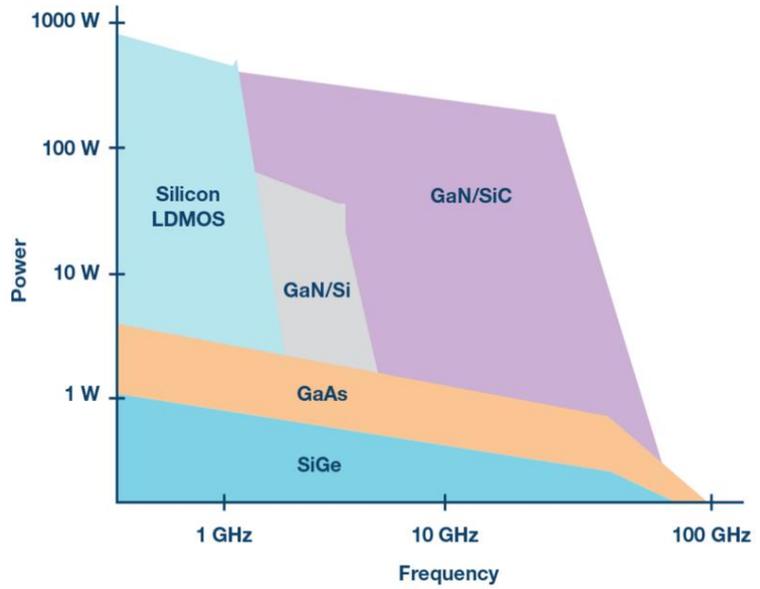
자료: Yole Développement, 하이투자증권

표30. LDMOS 및 GaN on SiC 비교

	LDMOS	GaN on SiC
Ingot&Wafer		
Device wafer size	8"	4"
RF 사용 주파수	~3.5GHz	~40GHz
주파수 대역폭	200MHz	400MHz
열전도도	70W/mK	350W/mK

자료: RFHIC, 하이투자증권

그림120. 5G 주파수 특성상 GaN이 LDMOS 대체



자료: MACOM, 하이투자증권

그림121. 3.5GHz 및 24-28GHz 대역이 5G 핵심 주파수

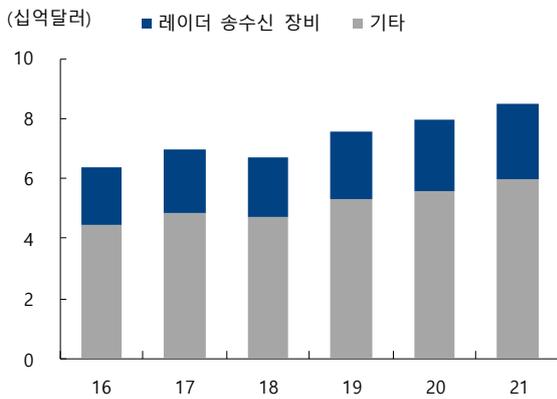


자료: GSMA, 하이투자증권

## II. GaN 트랜지스터 적용처 확대로 고객 다변화

동사는 글로벌 통신장비 4 개사 외에도 방산, 의료용 등으로 GaN 트랜지스터의 적용처 확대를 통해 고객사를 다변화하고 있다. 이중 방산 고객사의 증가가 두드러진다. 미국의 록히드마틴을 포함해 글로벌 1-5 위 방산업체를 비롯해 13 개 업체에 밴더 등록을 마치고 40 여가지 프로젝트를 진행 중이다. 현재 레이더 송수신 부품은 진공관 방식에서 반도체 방식으로 대체되면서 GaN 트랜지스터에 대한 수요가 확대되고 있다. 이에 따라 동사의 20 년 방산부문 매출액은 279 억원(YoY +23.2%)을 기록할 것으로 전망한다.

그림122. 방산용 레이더 시스템 시장 추이



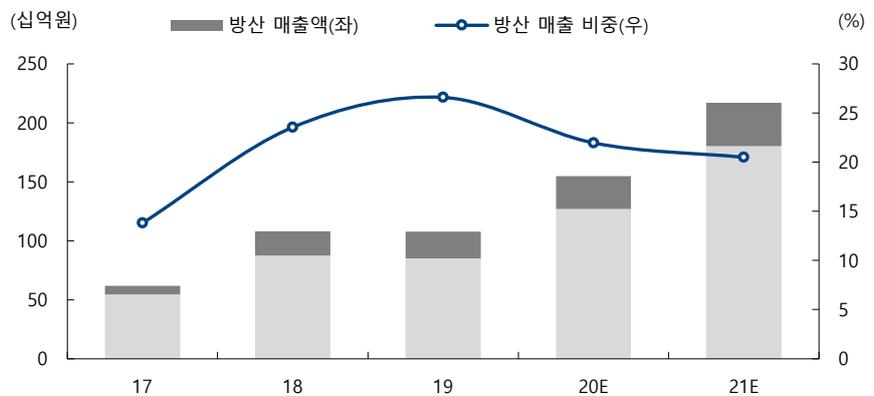
자료: RFHIC, 세계방산연감, 하이투자증권

표31. 글로벌 방산업체 밴더 등록 현황

업체명	사업분야	국가
Lockheed Martin	레이더	미국
Raytheon	반도체	미국
BAE SYSTEMS	레이더	영국/미국
Northrop Grumman	레이더	미국
Boeing	위성	미국
AIRBUS	레이더	독일
LEONARDO	레이더	이탈리아
HARRIS	통신/레이더	미국
SAAB	레이더	스웨덴/미국
COBHAM	레이더	영국/미국
LIG 넥스원	통신/레이더	한국
Aselsan	레이더	터키
CUBIC	제어	미국

자료: RFHIC, 하이투자증권

그림123. RFHIC 방산 매출액 및 비중 추이



자료: RFHIC, 하이투자증권 추정

### III. 실적 전망 및 Valuation

20년 매출액은 1,549억원(YoY +44%), 영업이익은 296억원(YoY +65%)로 큰 폭의 실적 성장을 시현할 것으로 전망한다. 미국, 일본 등 해외 통신사의 5G 투자가 본격화로 삼성전자향 매출이 큰 폭으로 증가할 것이기 때문이다. 또한, 2019년 미중 무역분쟁 영향으로 동사 실적에 영향을 미쳤던 화웨이 관련 이슈 역시 원재료 공급사 다변화로 20년 내 마무리될 것으로 예상돼 21년부터는 동사 실적에 본격적으로 기여할 것이다.

동사에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 50,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 1,463원에 Target PER 33.6배를 적용해 산출했다. Target Valuation은 19년 미중 무역분쟁에 따른 화웨이 제재 영향이 본격화되기 전 고점 PER을 적용했다.

표32. RFHIC 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>34.8</b>	<b>35.4</b>	<b>14.9</b>	<b>22.7</b>	<b>20.6</b>	<b>18.4</b>	<b>52.2</b>	<b>63.6</b>	<b>107.8</b>	<b>154.9</b>
GaN 트랜지스터	21.1	24.1	7.4	14.7	13.6	10.5	34.6	40.7	67.4	99.4
GaN 전력증폭기	13.2	10.9	6.8	7.3	6.4	7.5	17.1	22.0	38.2	53.1
GaAS MMIC	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.9	2.2	2.4
<b>영업이익</b>	<b>7.7</b>	<b>9.6</b>	<b>-0.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>	<b>11.2</b>	<b>15.2</b>	<b>17.9</b>	<b>29.6</b>
세전이익	8.1	10.1	0.3	1.9	2.7	2.2	11.4	15.7	20.3	32.0
지배주주순이익	7.5	8.7	0.8	3.0	2.4	1.9	10.1	13.9	20.0	28.3
<b>YoY %</b>										
<b>매출액</b>	<b>57.7</b>	<b>23.4</b>	<b>-47.9</b>	<b>-21.2</b>	<b>-40.8</b>	<b>-48.0</b>	<b>251.2</b>	<b>180.6</b>	<b>-0.3</b>	<b>43.7</b>
GaN 트랜지스터	17.0	18.3	-63.0	-27.2	-35.6	-56.5	365.5	176.2	-14.4	47.5
GaN 전력증폭기	295.3	40.1	-15.5	-5.7	-51.0	-30.7	152.3	199.0	41.9	39.0
GaAS MMIC	-27.3	-18.5	43.9	-20.2	9.1	-6.8	-20.7	55.4	-9.9	9.1
<b>영업이익</b>	<b>59.4</b>	<b>30.5</b>	<b>-105.6</b>	<b>-85.8</b>	<b>-77.2</b>	<b>-84.7</b>	<b>흑전</b>	<b>1416.2</b>	<b>-32.9</b>	<b>64.9</b>
세전이익	50.1	37.6	-95.6	-73.8	-66.3	-78.5	3470.2	727.5	-25.2	57.4
지배주주순이익	60.7	40.3	-87.9	-56.9	-68.0	-78.1	1245.1	361.2	-17.1	41.7
<b>OPM %</b>	<b>22.2</b>	<b>27.1</b>	<b>-2.8</b>	<b>4.4</b>	<b>8.6</b>	<b>8.0</b>	<b>21.4</b>	<b>23.8</b>	<b>16.6</b>	<b>19.1</b>

자료: RFHIC, 하이투자증권

표33. RFHIC 목표 주가 산출

(십억원)	내용	비고
① 지배주주 순이익	349	예상 12M fwd 지배주주 순이익
Target PER	33.6	19년 화웨이 영향 이전 고점 PER
③ 적정 시가총액	1,172	
④ 발행 주식수(백만주)	23.8	
적정주가(원)	49,142	
목표주가(원)	50,000	

자료: Quantiwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E	(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	191	217	254	296	매출액	108	155	217	237
현금 및 현금성자산	109	119	144	179	증가율(%)	-0.3	43.7	40.1	9.5
단기금융자산	13	26	27	28	매출원가	68	99	136	148
매출채권	14	20	26	26	매출총이익	40	56	81	89
재고자산	52	50	54	59	판매비와관리비	22	27	34	36
비유동자산	69	71	72	74	연구개발비	10	15	22	24
유형자산	45	47	49	50	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	5	5	5	5	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	260	288	326	370	영업이익	18	30	47	53
유동부채	43	45	42	39	증가율(%)	-32.9	65.5	59.8	12.1
매입채무	11	11	13	12	영업이익률(%)	16.6	19.2	21.9	22.4
단기차입금	12	15	13	11	이자수익	2	3	3	4
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	1	1	1	1
비유동부채	2	2	2	2	지분법이익(손실)	-	0	0	0
사채	1	1	1	1	기타영업외손익	0	0	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	20	32	50	56
부채총계	45	47	44	41	법인세비용	0	2	4	4
자배주주지분	199	223	263	307	세전계속이익률(%)	18.9	20.7	22.9	23.4
자본금	12	12	12	12	당기순이익	20	30	46	51
자본잉여금	87	87	87	87	순이익률(%)	18.7	19.1	21.2	21.6
이익잉여금	99	123	162	207	지배주주귀속 순이익	20	28	44	49
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	16	18	20	22	총포괄이익	20	30	46	52
자본총계	216	241	282	329	지배주주귀속총포괄이익	20	30	46	52

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	27	23	32	42	주당지표(원)				
당기순이익	20	30	46	51	EPS	857	1,186	1,850	2,066
유형자산감가상각비	4	1	1	1	BPS	8,351	9,349	11,012	12,892
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	1,067	1,239	1,903	2,119
지분법관련손실(이익)	-	0	0	0	DPS	200	200	200	200
투자활동 현금흐름	-8	-15	-4	-3	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-9	-2	-3	-2	PER	41.8	31.9	20.5	18.3
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0	PBR	4.3	4.0	3.4	2.9
금융상품의 증감	9	-13	-1	-1	PCR	33.5	30.5	19.9	17.9
재무활동 현금흐름	10	8	3	3	EV/EBITDA	32.4	25.0	15.3	13.0
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	0	-	-	ROE	11.2	13.4	18.2	17.3
자본의증감	-	0	-	-	EBITDA 이익률	21.2	20.0	22.4	22.9
배당금지급	-4	-5	-5	-5	부채비율	20.7	19.6	15.6	12.3
현금및현금성자산의증감	29	9	25	35	순부채비율	-50.7	-53.4	-55.4	-59.3
기초현금및현금성자산	81	110	119	144	매출채권회전율(x)	5.7	9.1	9.4	9.1
기말현금및현금성자산	110	119	144	179	재고자산회전율(x)	2.2	3.0	4.2	4.2

자료 : RFHIC, 하이투자증권

# 솔리드 (050890)

## Buy (Initiate)

목표주가(6M)	7,500 원(신규)
증가(2020/05/22)	5,230 원
상승여력	43.4 %

Stock Indicator	
자본금	26십억원
발행주식수	5,219만주
시가총액	273십억원
외국인지분율	2.5%
52주 주가	4,110~6,900 원
60일평균거래량	2,362,395 주
60일평균거래대금	12.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.6	-16.6	0.2	-9.0
상대수익률	-25.1	-22.7	-11.6	-9.3



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	229	260	292	317
영업이익(십억원)	-4	21	33	34
순이익(십억원)	6	17	24	25
EPS(원)	120	321	454	477
BPS(원)	2,350	2,679	3,143	3,629
PER(배)	45.0	16.3	11.5	11.0
PBR(배)	2.3	2.0	1.7	1.4
ROE(%)	5.0	12.8	15.6	14.1
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	75.2	10.7	6.7	5.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[통신서비스/통신장비] 이승웅  
(2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 올해부터 다시 시작이다

## 투자포인트①: 국내 본격적인 인빌딩 투자 개시

20년 국내 통신사의 5G 인빌딩 투자 본격화로 동사의 매출액은 2,596 억원(YoY +13.2%)을 기록할 것으로 전망한다. 20년 1월부터 인빌딩 커버리지가 급증하고 있다. 현재까지 5G 인빌딩 장비 구축 건물수는 약 1,000 여개로 추정되며 국내 통신사는 20년 말까지 2,000 여개로 확대할 계획이다. 동사는 19년 LG 유플러스의 Coverage Solution 신규 벤더로 선정되며 국내 통신 3사 모두 고객사로 확보한 만큼 20년 국내 통신 3사향 중계기 매출이 본격화될 것이다. 국내 Coverage Solution 매출액은 632 억원(YoY +188%)으로 큰 폭의 성장을 시현할 것으로 전망한다.

## 투자포인트②: 해외 매출 턴어라운드, 내년부터 본격 성장

20년 해외 매출의 90% 이상을 차지하는 미국 및 일본향 매출이 턴어라운드하고 21년부터 본격적으로 성장할 것으로 전망된다. 4월 미국의 Sprint와 T-Mobile의 합병 완료로 19년 지연됐던 투자가 재개되고 일본의 5G 조기 상용화로 삼성전자를 통한 WDM Solution(프론트홀) 공급이 본격화될 것이기 때문이다. 또한, 해외 5G 투자 역시 국내와 유사하게 옥외 중심의 기지국 구축이 선행된 후 인빌딩 투자가 진행될 것이기 때문에 동사의 해외 Coverage Solution 매출 성장은 21년부터 본격화될 것이다. 따라서 20-21년 북미 및 일본 매출액은 YoY +5.2%, +11.4% 성장할 것으로 전망한다.

## 투자의견 BUY, 목표주가 7,500 원으로 커버리지 개시

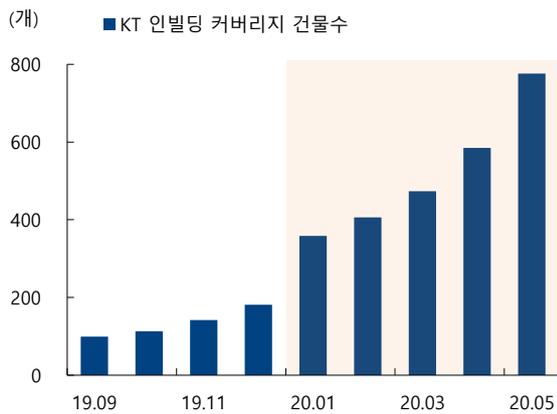
동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 7,500 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 376 원에 14년 평균 PER 19.3 배를 적용해 산출했다. 12-14년 동사는 해외 시장진출과 제품 다변화를 통해 실적 성장을 경험했다. 최근 국내의 5G 투자 사이클 도래로 동사의 실적이 당시와 유사한 성장을 보일 것으로 예상됨에 따라 14년 평균 PER을 Target Valuation으로 적용했다

## 1. 국내 본격적인 인빌딩 투자 개시

20년 국내 통신사의 5G 인빌딩 투자 본격화로 동사의 매출액은 2,596억원(YoY +13.2%)로 큰 폭의 성장을 보일 것이다.

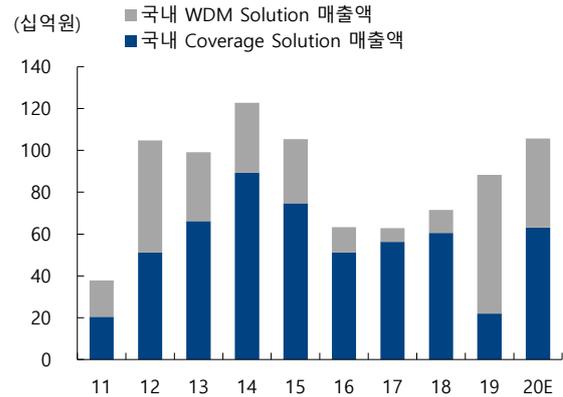
일반적으로 통신사의 신규 통신세대 투자는 첫 해에 주요 도시의 옥외를 중심으로 투자를 진행한 후 인빌딩 커버리지 구축에 나선다. 20년 1월부터 인빌딩 커버리지가 급증하고 있다. 국내 인빌딩 커버리지의 70-80%는 KT 주도로 통신 3사가 공동으로 구축하는데 KT의 인빌딩 장비 구축 건물수가 20년 5월 기준 770여개인 점을 고려하면 현재까지 5G 인빌딩 장비 구축 건물수는 약 1,000여개로 추정된다. 통신 3사는 20년 말까지 2,000여개로 확대할 계획이다. 동사는 19년 LG 유플러스의 Coverage Solution 신규 벤더로 선정되면서 국내 통신 3사 모두 고객사로 확보한 만큼 20년 국내 중계기 매출이 본격화될 것이다.

그림124. 20년 이후 인빌딩 커버리지수 급증



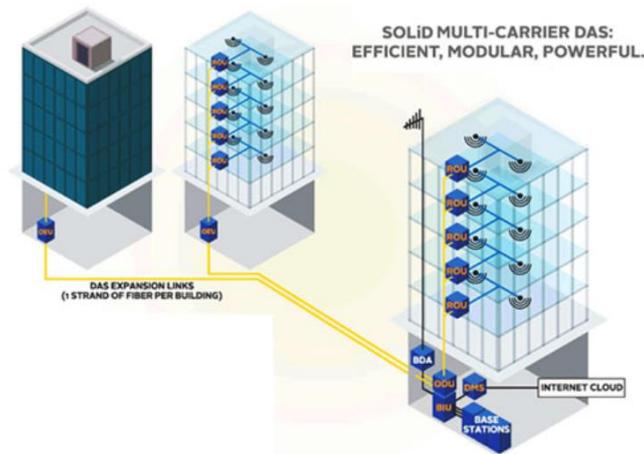
자료: KT, 하이투자증권

그림125. 20년 국내 Coverage Solution 매출액 급증 전망



자료: 솔리드, 하이투자증권 추정

그림126. 솔리드 인빌딩형 DAS(Distributed Antenna System)망 구조



자료: 솔리드, 하이투자증권 추정

## II. 해외 매출 턴어라운드, 내년부터 본격 성장

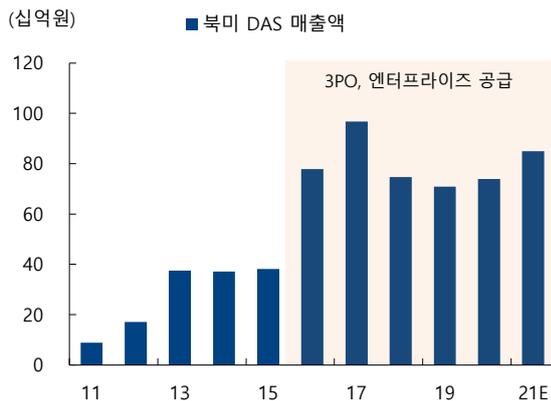
20 년 해외 매출의 90% 이상을 차지하는 미국 및 일본향 매출이 턴어라운드하고 21 년부터 본격적으로 성장할 전망이다.

4 월 미국 Sprint 와 T-Mobile 의 합병 완료로 2019 년 지연됐던 투자가 재개될 것이다. Sprint 는 T-Mobile 과의 합병 승인 과정에서 5G 커버리지를 3 년 내 인구의 97% 수준으로 확대하겠다고 제시했다. 이에 따라 합병 이후 본격적인 5G 투자에 나설 것이기 때문에 동사의 미국향 DAS 매출 증가가 예상된다.

일본 통신사의 5G 조기 상용화로 삼성전자를 통한 프론트홀 장비 공급도 본격화될 것이다. 일본 통신사들이 도쿄올림픽에 맞춰 계획했던 5G 상용화 일정을 코로나 19 로 인해 4 개월 정도 앞당겨 상용화에 들어갔다. 2H19 KDDI 가 주요 도시의 시범망 설치를 시작하면서 동사의 5G 장비가 납품되기 시작했기 때문에 20 년부터 일본의 전국망 투자가 개시됨에 따라 WDM Solution 매출 증가가 예상된다.

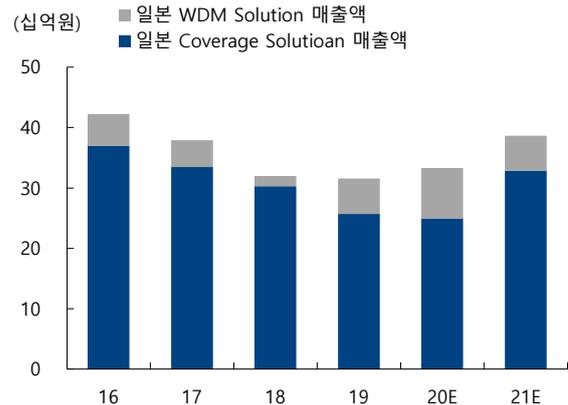
또한, 국내와 유사하게 미국과 일본 역시 옥외 중심의 기지국 구축이 선행된 후 인빌딩 투자가 진행될 것이기 때문에 21 년부터는 동사의 Coverage Solution 매출 성장이 본격화될 것이다.

그림127. 북미 DAS 매출액 추이 및 전망



자료: 솔리드, 하이투자증권 추정

그림128. 일본 매출액 추이 및 전망



자료: 솔리드, 하이투자증권 추정

### III. 실적 전망 및 Valuation

20년 실적은 매출액 2,680억원(YoY +16.9%), 영업이익 214억원(YoY 흑자전환)을 기록할 것으로 전망한다.

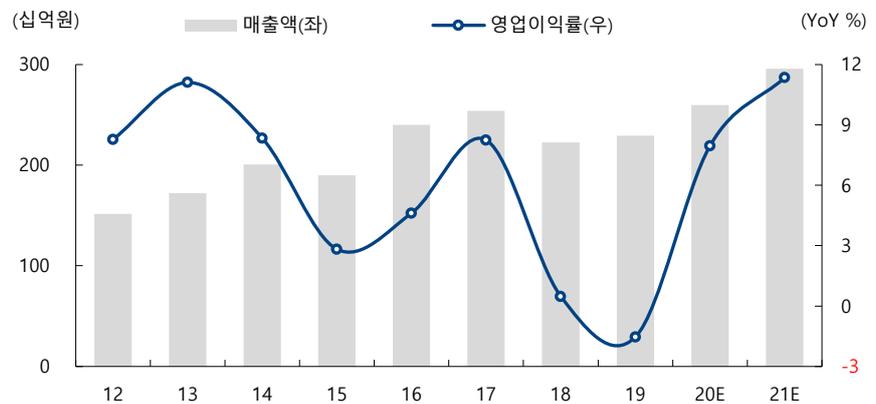
19년 국내 5G 상용화 이후 기지국 중심의 투자가 집행되면서 WDM Solution(프론트홀) 매출은 증가했으나 국내외 Coverage Solution(중계기) 공급이 줄어들면서 전년과 유사한 수준의 실적을 기록했다. 하지만 20년부터는 국내 인빌딩 투자로 인한 중계기 매출이 본격적으로 발생하고 일본의 5G 기지국 투자가 시작됨에 따라 프론트홀 매출 증가할 것이다. 또한, 21년에는 북미향 중계기 매출이 추가되면서 동사의 실적 성장이 지속될 것으로 전망한다.

표34. 솔리드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>29.5</b>	<b>59.7</b>	<b>53.9</b>	<b>86.2</b>	<b>35.3</b>	<b>53.4</b>	<b>73.6</b>	<b>97.3</b>	<b>229.3</b>	<b>259.6</b>
Coverage Solution	17.5	33.7	35.7	38.8	30.7	34.1	49.4	56.1	125.8	170.3
WDM Solution	5.4	24.7	12.0	30.1	1.5	10.2	15.1	24.0	72.2	50.9
기타	1.2	1.6	1.4	3.2	1.3	1.8	1.8	4.3	7.5	9.2
<b>영업이익</b>	<b>-7.8</b>	<b>-5.0</b>	<b>0.0</b>	<b>9.2</b>	<b>-2.7</b>	<b>3.1</b>	<b>8.2</b>	<b>12.0</b>	<b>-3.5</b>	<b>20.7</b>
세전이익	-7.3	-5.9	4.3	9.4	-0.9	4.5	10.2	13.4	0.6	27.1
지배주주순이익	-7.2	-3.2	4.1	11.9	-0.4	2.7	6.2	8.1	5.8	16.7
<b>YoY %</b>										
<b>매출액</b>	<b>-29.4</b>	<b>-2.2</b>	<b>-16.5</b>	<b>56.1</b>	<b>19.6</b>	<b>-10.6</b>	<b>36.6</b>	<b>12.9</b>	<b>3.0</b>	<b>13.2</b>
Coverage Solution	-50.5	-30.2	-28.5	1.6	75.5	1.2	38.2	44.5	-26.8	35.4
WDM Solution	343.5	773.2	246.0	472.1	-71.5	-58.6	25.8	-20.2	465.1	-29.6
기타	-23.7	7.8	-13.8	52.9	2.1	12.5	26.5	34.1	8.9	22.8
<b>영업이익</b>	<b>적지</b>	<b>적전</b>	<b>-99.1</b>	<b>흑전</b>	<b>적지</b>	<b>흑전</b>	<b>20506.6</b>	<b>30.3</b>	<b>적전</b>	<b>흑전</b>
세전이익	적지	적전	13.3	72.3	적지	흑전	134.6	41.4	-94.2	4659.4
지배주주순이익	적지	적지	-33.8	132.3	적지	흑전	51.2	-31.8	-36.7	191.1
<b>OPM %</b>	<b>-26.4</b>	<b>-8.4</b>	<b>0.1</b>	<b>10.7</b>	<b>-7.7</b>	<b>5.8</b>	<b>11.2</b>	<b>12.3</b>	<b>-1.5</b>	<b>8.0</b>

자료: 솔리드, 하이투자증권

그림129. 솔리드 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 솔리드, 하이투자증권 추정

동사에 대한 투자 의견 BUY 와 목표주가 7,500 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 376 원에 14 년 평균 PER 19.3 배를 적용해 산출했다. 12-14 년 동사는 해외 시장 진출과 제품 다변화를 통해 실적 성장을 경험했다. 최근 국내외 5G 투자 사이클 도래하면서 동사의 실적이 당사와 유사한 성장을 보일 것으로 예상됨에 따라 14 년 평균 PER 을 Target Valuation 으로 적용했다

표35. 솔리드 목표 주가 산출

(십억원)	내용	비고
① 지배주주 순이익	19.6	예상 12M fwd 지배주주 순이익
Target PER	19.3	2014년 평균 PER
③ 적정 시가총액	379	
④ 발행 주식수(백만주)	52.2	
적정주가(원)	7,266	
목표주가(원)	7,500	

자료: Quantiwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	126	158	191	230
현금 및 현금성자산	56	64	86	116
단기금융자산	4	4	5	5
매출채권	33	47	53	57
재고자산	30	39	44	47
비유동자산	158	155	152	150
유형자산	43	43	42	41
무형자산	34	32	31	29
자산총계	284	313	343	380
유동부채	135	138	137	140
매입채무	31	35	39	42
단기차입금	47	50	48	50
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	25	28	28	29
사채	-	-	-	-
장기차입금	19	24	23	24
부채총계	160	167	166	169
자배주주지분	123	140	164	189
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	68	68	68	68
이익잉여금	26	43	66	91
기타자본항목	-10	-10	-10	-10
비자배주주지분	1	6	14	21
자본총계	124	146	178	211

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	229	260	292	317
증가율(%)	3.0	13.2	12.5	8.4
매출원가	164	165	186	202
매출총이익	66	94	106	115
판매비와관리비	69	74	73	80
연구개발비	18	25	25	32
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-4	21	33	34
증가율(%)	-432.4	-686.2	57.4	6.1
영업이익률(%)	-1.5	8.0	11.1	10.9
이자수익	0	1	1	1
이자비용	3	3	3	3
지분법이익(손실)	0	-	-	-
기타영업외손익	6	5	6	6
세전계속사업이익	1	27	39	41
법인세비용	-5	5	8	8
세전계속이익률(%)	0.3	10.5	13.3	12.9
당기순이익	5	22	31	33
순이익률(%)	2.4	8.5	10.6	10.3
지배주주귀속 순이익	6	17	24	25
기타포괄이익	2	0	0	0
총포괄이익	7	22	32	33
지배주주귀속총포괄이익	7	22	32	33

현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	20	0	22	25
당기순이익	5	22	31	33
유형자산감가상각비	5	4	4	4
무형자산상각비	2	2	2	2
지분법관련손실(이익)	0	-	-	-
투자활동 현금흐름	5	0	0	-1
유형자산의 처분(취득)	-4	-3	-3	-3
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-2	0	-1	-1
재무활동 현금흐름	-1	6	-5	1
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-1	-	-	-
현금및현금성자산의증감	25	8	22	30
기초현금및현금성자산	31	56	64	86
기말현금및현금성자산	56	64	86	116

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	120	321	454	477
BPS	2,350	2,679	3,143	3,629
CFPS	272	427	560	583
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	45.0	16.3	11.5	11.0
PBR	2.3	2.0	1.7	1.4
PCR	19.7	12.3	9.3	9.0
EV/EBITDA	75.2	10.7	6.7	5.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.0	12.8	15.6	14.1
EBITDA 이익률	1.7	10.1	13.0	12.6
부채비율	129.5	114.1	93.3	80.1
순부채비율	5.2	4.1	-11.0	-22.4
매출채권회전율(x)	6.8	6.5	5.9	5.8
재고자산회전율(x)	6.2	7.6	7.1	6.9

자료 : 쉐리드, 하이투자증권

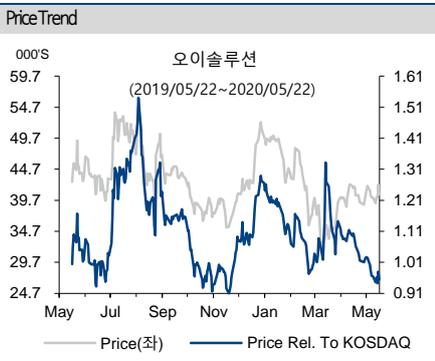
# 오이솔루션 (138080)

## Buy (Initiate)

목표주가(12M)	53,000 원(신규)
증가(2020/05/22)	40,650 원
상승여력	30.4 %

Stock Indicator	
자본금	5십억원
발행주식수	1,062만주
시가총액	432십억원
외국인지분율	5.7%
52 주 주가	30,900~54,744 원
60 일평균거래량	352,320 주
60 일평균거래대금	134십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	-6.8	15.2	-4.8
상대수익률	-14.7	-12.8	3.4	-5.0



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	210	169	219	241
영업이익(십억원)	58	34	53	60
순이익(십억원)	46	29	44	49
EPS(원)	4,642	2,775	4,145	4,651
BPS(원)	13,112	15,767	19,612	23,962
PER(배)	10.5	14.6	9.8	8.7
PBR(배)	3.7	2.6	2.1	1.7
ROE(%)	44.4	19.2	23.4	21.3
배당수익률(%)	0.8	0.3	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	5.1	10.3	6.3	5.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[통신서비스/통신장비] 이승웅  
(2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 하반기부터 다시 뚝다

## 투자포인트①: 20년 실적은 뚜렷한 상저하고

20년 동사 실적은 하반기에 집중될 것으로 전망한다. 상반기 통신 3사의 투자가 다소 보수적으로 집행되고 있는 것으로 파악되기 때문이다. 일반적으로 통신사의 연간 CAPEX의 60% 이상이 하반기에 집행되는데 19년의 경우 5G 상용화를 앞두고 1Q19부터 통신 3사가 공격적으로 투자에 나섰다 때문에 동사의 실적이 큰 폭으로 성장했다. 하지만 올해 하반기 28GHz 주파수 대역 투자와 5G SA 상용화를 앞두고 있어 동사 제품의 수요가 재차 확대될 것이다. 따라서 20년 동사 매출액은 1H20 445억원, 2H20 1,241억원으로 뚜렷한 상저하고를 보일 것으로 전망한다.

## 투자포인트②: 해외 통신사향 매출 본격화

20년부터 해외 주요국가들의 5G 투자가 시작됨에 따라 삼성전자향 매출이 증가할 것으로 전망한다. 삼성전자는 미국 Verizon, AT&T, 일본 NTT Docomo 등을 신규 고객사로 확보하고 5G 장비 공급 계약을 체결했다.

19년 미국 및 일본향으로 동사의 5G 제품 매출이 일부 발생한 것으로 파악된다. 일본이 코로나 19로 예정보다 5G 상용화를 앞당겼으며 미국은 Sprint와 T-Mobile 합병이 완료되면서 본격적인 투자에 나설 것이다. 따라서 20년 하반기부터 미국, 일본을 중심으로 해외 통신사향 매출이 본격적으로 발생할 것으로 전망한다. 또한, 베트남, 인도, 뉴질랜드 등이 5G 상용화를 준비 중으로 22년까지 해외 통신사향 매출 기여도가 지속적으로 확대될 것이다.

## 투자의견 BUY, 목표주가 53,000원으로 커버리지 개시

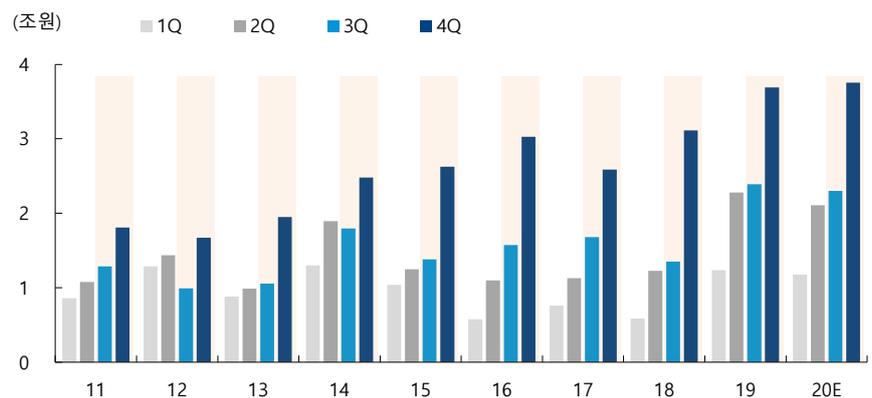
동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 53,000원으로 커버리지를 개시한다. 20-21년 해외 매출의 실적 기여도 확대 등 실적 성장을 고려할 때 상승 여력이 충분하다고 판단하고 매수 의견을 제시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 3,346원에 글로벌 통신장비 업종 12M fwd PER(19.7배)을 20% 할인한 15.8배를 적용해 산출했다.

## 1. 2020년 실적 개선은 하반기부터 시작

20년 동사 실적은 뚜렷한 상저하고 흐름을 보일 것이다. 일반적으로 통신사는 상반기 장비와 단말 조달에 대한 투자 계획을 수립한 뒤, 이를 바탕으로 장비사에 발주를 진행하기 때문에 연간 CAPEX의 60% 이상이 하반기에 집행된다.

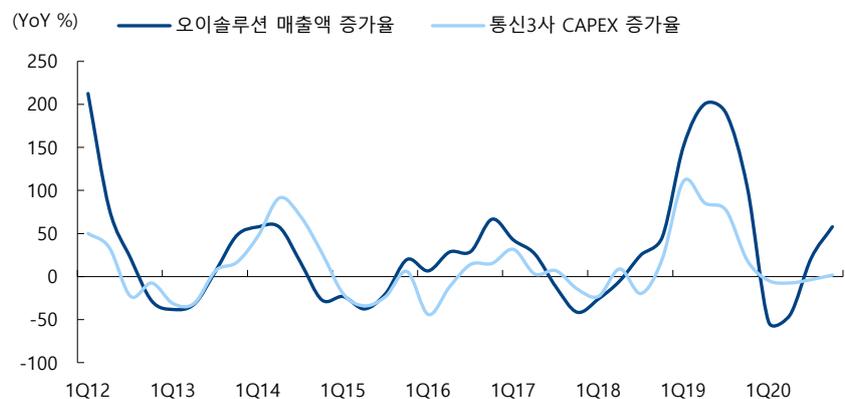
19년의 경우 5G 상용화를 앞두고 1Q19부터 통신 3사가 공격적으로 투자를 집행하면서 동사의 실적이 큰 폭으로 성장했다. 1H20 통신 3사의 투자는 인빌딩 커버리지를 중심으로 이루어지고 있는 것으로 파악되기 때문에 동사의 상반기 실적은 보수적으로 접근할 필요가 있다. 하지만 2H20에는 통신사의 28GHz 주파수 대역 투자가 시작되고 5G SA 상용화를 앞두고 동사 제품의 수요가 재차 확대될 것이다.

그림130. 통신 3사 연간 CAPEX 중 하반기에 64% 집행



자료: 각 사, 하이투자증권 추정

그림131. 통신 3사 CAPEX 및 오이솔루션 매출액 증가율 추이



자료: 각 사, 오이솔루션, 하이투자증권 추정

표36. 오이솔루션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
<b>매출액</b>	43.4	56.0	60.6	50.2	18.9	25.6	60.7	63.4	210.3	168.6
Wireless	37.7	50.4	53.2	42.7	14.6	21.6	51.3	52.5	184.0	140.0
Telecom/Datacom	1.4	2.1	2.6	3.6	1.8	2.0	5.3	6.4	9.6	15.5
FTTH/MSO	4.3	3.5	4.9	3.9	2.6	1.8	3.9	4.4	16.6	12.7
<b>영업이익</b>	9.7	16.5	19.9	12.1	-1.4	4.6	15.7	15.4	58.3	34.3
세전이익	9.6	16.6	20.3	11.8	-0.3	4.9	16.1	15.8	58.4	36.6
지배주주순이익	9.6	11.3	15.6	9.5	-0.2	4.0	13.0	12.7	46.1	29.5
<b>YoY %</b>										
<b>매출액</b>	151.5	200.5	189.6	103.5	-56.4	-54.4	0.0	26.3	158.0	-19.8
Wireless	319.0	377.4	559.8	277.5	-61.3	-57.1	-3.6	22.9	372.6	-23.9
Telecom/Datacom	-51.0	-59.2	-55.0	-13.3	29.3	-2.5	106.2	78.3	-45.8	61.5
FTTH/MSO	-20.4	10.6	-31.8	-56.4	-40.7	-48.2	-18.8	13.0	-32.8	-23.2
<b>영업이익</b>	흑전	흑전	1,816.3	614.2	적전	-72.2	-21.1	27.6	25,234.8	-41.1
세전이익	흑전	1,830.2	1,730.6	497.5	적전	-70.3	-20.6	33.7	2,894.4	-37.3
지배주주순이익	흑전	587.8	1,359.8	409.1	적전	-64.8	-16.8	33.7	1,685.3	-36.0
<b>OPM %</b>	22.4	29.5	32.9	24.0	-7.4	18.0	25.9	24.3	27.7	20.4

자료: 오이솔루션, 하이투자증권

그림132. 오이솔루션 매출액 및 영업이익률 추이

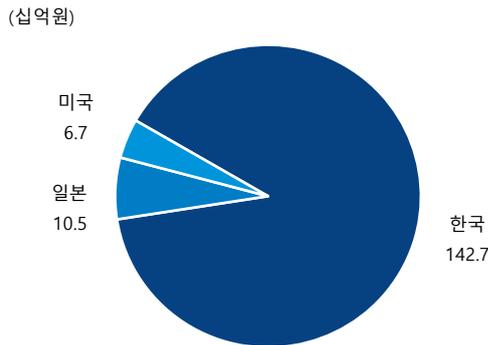


자료: 오이솔루션, 하이투자증권 추정

## II. 해외 통신사향 매출 본격화

20년 하반기부터는 해외 주요국가들의 5G 투자가 시작됨에 따라 삼성전자향 매출이 증가할 것으로 전망한다. 삼성전자는 미국 Verizon, AT&T, 일본 NTT Docomo 등을 신규 고객사로 확보하고 5G 장비 공급 계약을 체결했다. 일본이 코로나 19로 예정보다 5G 상용화를 앞당겼으며 미국은 Sprint와 T-Mobile 합병이 완료되면서 본격적인 투자에 나설 것이다. 19년 동사의 미국 및 일본향 5G 제품의 매출이 일부 발생한 것으로 파악된다. 해외 통신사의 5G 투자 본격화에 따른 동사 실적 성장이 예상된다. 또한, 삼성전자의 고객사인 베트남 Mobifone, 인도 Reliance Jio(21년 예정), 뉴질랜드 Spark(20년 7월 예정)도 5G 상용화를 준비하고 있어 22년까지 해외 통신사향 매출 기여도가 지속적으로 확대될 것이다.

그림133. 19년 국가별 5G 제품 매출액



자료: 오이솔루션, 하이투자증권

표37. 삼성전자 5G 통신장비 주요 고객사

국가	통신사
한국	SK 텔레콤, KT, LG 유플러스
미국	Verizon, AT&T, Sprint, US Cellular
일본	NTT Docomo, KDDI
캐나다	Videotron
뉴질랜드	Spark
인도	Reliance Jio
베트남	MobiFone

자료: 하이투자증권  
\*밑줄은 신규 진출 국가 및 고객사

그림134. 글로벌 통신장비 업체를 통해 통신사로 제품 공급



자료: 오이솔루션, 하이투자증권

### III. Valuation

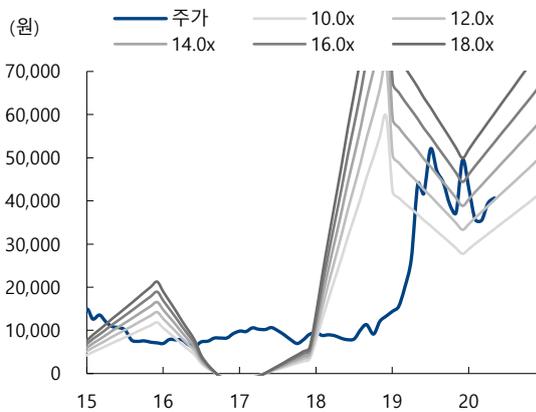
동사에 대한 투자 의견 BUY 와 목표주가 53,000 원으로 커버리지를 개시한다. 20 년 실적이 하반기에 집중되고 21 년부터는 해외 통신사향 매출이 온기로 반영된다는 점을 고려할 때 동사의 주가 상승 여력이 충분하다고 판단하고 매수 의견을 제시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 3,346 원에 글로벌 통신장비 업종의 12M fwd PER(19.7 배)을 20% 할인한 15.8 배를 적용해 산출했다.

표38. RFHIC 목표 주가 산출

(십억원)	내용	비고
① 지배주주 순이익	35.5	예상 12M fwd 지배주주 순이익
Target PER	15.8	글로벌 통신장비 12M fwd PER 20% 할인 적용
③ 적정 시가총액	560	
④ 발행 주식수(백만주)	10.6	
적정주가(원)	52,730	
목표주가(원)	53,000	

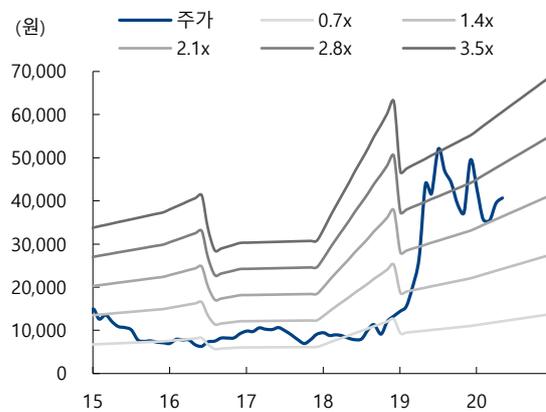
자료: Quantwise, 하이투자증권

그림135. 오이솔루션 PER 밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

표39. 오이솔루션 PBR 밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E	(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	137	160	196	239	매출액	210	169	219	241
현금 및 현금성자산	44	65	87	124	증가율(%)	158.0	-19.8	29.9	10.0
단기금융자산	34	31	28	25	매출원가	123	103	132	145
매출채권	33	37	48	53	매출총이익	87	65	87	95
재고자산	24	25	31	34	판매비와관리비	29	31	34	36
비유동자산	47	52	54	57	연구개발비	18	19	19	21
유형자산	30	35	37	39	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1	1	1	1	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	184	212	251	296	영업이익	58	34	53	60
유동부채	43	42	40	39	증가율(%)	24,820.2	-41.0	53.5	12.8
매입채무	2	3	4	5	영업이익률(%)	27.7	20.4	24.1	24.7
단기차입금	27	25	22	20	이자수익	0	0	0	1
유동성장기부채	0	0	0	0	이자비용	1	0	0	0
비유동부채	2	2	2	2	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	1	1	1
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	58	37	55	61
부채총계	45	44	43	41	법인세비용	12	7	11	12
자배주주지분	139	168	208	255	세전계속이익률(%)	27.8	21.8	25.0	25.5
자본금	5	5	5	5	당기순이익	46	30	44	49
자본잉여금	52	52	52	52	순이익률(%)	21.9	17.5	20.1	20.5
이익잉여금	80	108	149	195	지배주주귀속 순이익	46	29	44	49
기타자본항목	2	2	2	2	기타포괄이익	0	0	0	0
비자배주주지분	-	0	0	0	총포괄이익	46	30	44	49
자본총계	139	168	208	255	지배주주귀속총포괄이익	46	30	44	49

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	43	92	90	105	주당지표(원)				
당기순이익	46	30	44	49	EPS	4,642	2,775	4,145	4,651
유형자산감가상각비	5	1	1	1	BPS	13,112	15,767	19,612	23,962
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	5,194	2,837	4,222	4,734
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	400	120	300	300
투자활동 현금흐름	-42	-3	0	0	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-4	-5	-3	-3	PER	10.5	14.6	9.8	8.7
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	3.7	2.6	2.1	1.7
금융상품의 증감	-28	3	3	3	PCR	9.4	14.3	9.6	8.6
재무활동 현금흐름	33	-6	-5	-5	EV/EBITDA	5.1	10.3	6.3	5.0
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	44.4	19.2	23.4	21.3
자본의증감	27	-	-	-	EBITDA 이익률	30.3	20.8	24.5	25.1
배당금지급	-1	-4	-1	-3	부채비율	32.3	26.5	20.4	16.1
현금및현금성자산의증감	33	20	23	37	순부채비율	-36.7	-41.8	-44.5	-50.5
기초현금및현금성자산	11	44	65	87	매출채권회전율(x)	8.0	4.8	5.1	4.8
기말현금및현금성자산	44	65	87	124	재고자산회전율(x)	9.6	6.8	7.8	7.5

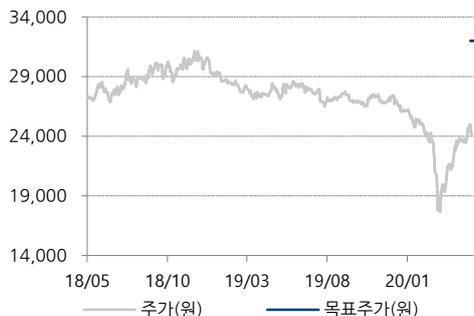
자료 : 오이솔루션, 하이투자증권

**SK 텔레콤**  
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



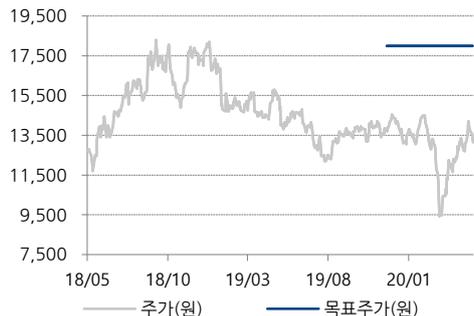
일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2020-05-25(담당자변경)	Buy	275,000	1년		

**KT**  
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2020-05-25(담당자변경)	Buy	32,000	1년		

**LG 유플러스**  
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-12-10	Buy	18,000	1년		

**RFHIC**  
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



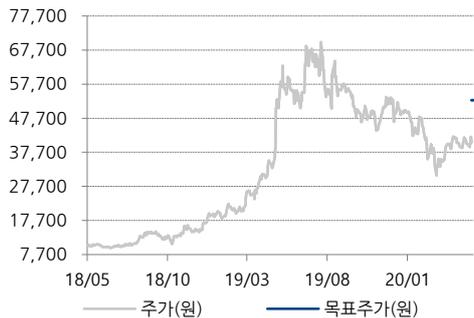
일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2020-05-25	Buy	50,000	1년		

**솔리드**  
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2020-05-25	Buy	7,500	1년		

**오이솔루션**  
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-08-20	NR				
2020-05-25(담당자변경)	Buy	53,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자자의견 비율(%)	91.6%	8.4%	-