

5G

INDUSTRY

2020년 4월 6일

통신장비 (Positive)

Made in Korea의 저력

“ 2019년부터 시작된 5G 통신장비 업종의 주가 랠리는 2020년에도 이어질 전망입니다. 시장의 관심은 2020년부터 시작되는 해외 5G 투자 Cycle에서 성장기회를 잡을 수 있는 업체들로 집중될 것입니다. 당사는 수혜주를 선정하는데 있어서 “Next generation market”을 미리 준비하여 글로벌 Tier-1업체와의 견고한 파트너십/공급계약 레퍼런스를 주요 포인트로 잡았습니다. 최선호주주 케이엠더블유, 에치에프알을 제시합니다. ”



| Contents |

I. Summary	03
II. 통신장비 업종 추가추이 및 전망	05
III. 글로벌 5G Cycle 현황	06
IV. 투자전략: 기회의 땅, 미국	11
1. C-RAN의 확대	12
2. Fixed Wireless Access	14
3. Citizen Broadband Radio Service	15
V. 이슈점검	18
1. Charter Communications의 등장과 그 의미	18
2. COVID-19 사태로 네트워크 고도화 빨라질 전망	19
VI. 종목 분석	21
1. 케이엠더블유 (032500)	22
2. 에치에프알 (230240)	27
3. RFHIC (218410)	31
4. 오이솔루션 (138080)	35
5. 쏘리드 (050890)	38
6. 아나패스 (123860)	41

I. Summary

2019년 통신장비 업종 추가흐름

2019년 통신장비 업종지수 상승률은 232.1%에 육박했다. 시장에서 기대했던 포인트는 1) 국내 5G 투자 본격화, 2) 한국 5G 구축 레퍼런스를 기반으로한 해외 5G 시장 진출이었다. 당사는 2020년 통신장비 업종 내에서 해외 진출에 대한 그림이 명확한 업체들 위주로 시장의 기대치가 주가에 반영될 것으로 예상된다.

해외 5G 투자는 2020년 하반기에 본격화: 미국시장에 집중

한국은 올해부터 중계기 시장이 개화될 것으로 예상된다. 해외의 경우 본격적인 투자는 2020년 하반기부터 시작될 것으로 예상된다. 시장 관심도가 가장 높은 중국과 미국 시장을 볼 때 상대적으로 미국시장이 매력적일 것으로 생각한다. 이유는 중국시장은 1) 현지업체들과의 경쟁이 치열하고, 2) 저가수주 경쟁으로 인한 수익성 부진 리스크가 존재하기 때문이다. 더불어, 3) 중국업체의 진입이 제한적인 미국시장은 유일하게 28GHz와 Sub-6GHz 대역에 대한 투자가 동시에 이루어질 전망이다. 이는 미국시장을 더 긍정적으로 보는 이유다. 따라서, 해외 5G 시장 중에서 미국시장에 집중하는 것이 시장 규모/경쟁강도/수익성 측면에서 가장 유리할 것으로 예상된다.

최선호주: 케이엠더블유, 에치에프알

당사는 5G 통신장비 업체 중에서 케이엠더블유와 에치에프알을 최선호주로 제시한다. 케이엠더블유는 독보적인 기지국 시스템 및 필터 기술력을 바탕으로 글로벌 Tier-1 업체(Nokia)와의 파트너십을 맺었으며, 2019년 국내 5G Cycle에서 큰 폭의 성장을 입증했다. 2020년에는 중국향 필터 매출액 증가와, 미국/일본향 RRA 공급개시로 실적 성장이 예상된다. 에치에프알은 꾸준한 기술개발을 바탕으로 네트워크 시장의 "Next market"을 위한 제품을 미리 준비/공급하여 글로벌 Reference를 선점하고 있다. 이러한 강점을 바탕으로 글로벌 Tier-1 업체(Fujitsu)와의 파트너십도 맺었으며, 이를 토대로 미국 5G Cycle에서 큰 폭의 실적성장이 기대된다. 정리하면, 두 업체 모두 글로벌 Tier-1 업체와의 파트너십을 보유하고 있으며, 국내 통신장비 업체들 중 해외 5G 시장 진출에 대한 그림이 가장 뚜렷하다고 생각한다.

차선호주: RFHIC

차선호주로는 RFHIC를 제시한다. RFHIC는 높은 글로벌 GaN 트랜지스터 시장 점유율(2위)을 바탕으로 글로벌 5G Cycle 수혜가 기대된다. 기존에 화웨이 수혜주라는 인식이 강했으나, 실제로는 국내 삼성전자의 글로벌 5G 시장 내 점유율 확대로 GaN 트랜지스터 매출성장이 예상된다. 이는 점에 주목하는 것이 바람직하다고 생각한다.

[표1] 통신장비 업종 5G 수혜주

종목코드	종목명	투자의견	목표주가	투자포인트	제품
032500	케이엠더블유(최선호주)	Buy(신규)	69,500 원	삼성전자, 노키아, 에릭슨으로 국내/중국/미국/일본 기지국 장비 공급	Radio 장비 및 필터
230240	에치에프알(최선호주)	Buy(유지)	45,000 원	Verizon, AT&T, Charter(미정)으로 미국 xhaul/광모듈/스물셀 공급	Fronthaul 장비, 광모듈, 스물셀
218410	RFHIC(차선호주)	Buy(신규)	50,000 원	삼성전자 향 5G 용 트랜지스터, Huawei 향 4G 용 트랜지스터 공급기대	GaN 트랜지스터
138080	오이솔루션	Hold(하향)	39,000 원	국내 5G 광트랜시버 공급지속, 미국향 광트랜시버 공급기대	광트랜시버
050890	솔리드	Not Rated	-	국내: Fronthaul 장비/중계기, 미국/유럽: 중계기 공급기대	Fronthaul 장비, 중계기
123860	아나패스	Not Rated	-	관계사 GCT의 Verizon 향 CPE 모뎀용 5G Chipset 공급기대	5G Chipset

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 국내 주요 통신장비 15개사 Peer table

(단위: 억 원, 배)

	매출액			영업이익			PER		
	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E
케이엠더블유	2,963	6,829	9,314	-262	1,367	1,935	-11.9	19.3	15.4
에이스테크	3,773	3,786	4,510	132	27	428	53.3	-32.9	14.6
RFHIC	1,081	1,078	1,849	267	179	401	22.8	43.0	23.6
에치에프알	1,350	1,567	2,375	29	22	236	332.5	362.1	21.5
솔리드	2,226	2,293	2,749	11	-35	215	17.4	48.3	16.5
이노와이어리스	640	968	1,262	3	153	248	694.7	15.2	12.4
오이솔루션	815	2,103	1,729	2	583	381	51.0	10.7	12.6
알에프텍	2,403	2,845	4,962	58	131	461	19.0	-90.8	3.1
알엔투테크놀로지	173	210	293	15	28	67	59.1	78.7	14.2
텔레필드	302	565	664	-109	57	116	-1.8	6.5	4.1
다산네트웍스	3,568	4,466	5,356	122	-2	269	-7.6	157.5	9.2
유비쿼스	953	1,039		167	122		13.1	13.1	
코위버	551	1,131		-8	117		11.4	4.2	
대한광통신	1,672	1,543		155	-96		16.2	-20.9	
머큐리	1,339	1,110		102	21		9.3	55.1	

주1: 2020E PER은 4월 2일 종가 기준

주2: 당사 커버리지 기업(케이엠더블유, RFHIC, 에치에프알, 오이솔루션, 알에프텍)은 당사 추정치 기준. 그 외 기업은 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

II. 통신장비 업종 주가추이 및 전망

2019년 통신장비 업종지수
232.1% 상승

2019년부터 통신장비 업종은 한국 및 글로벌 5G 시장 개화에 대한 기대감을 반영하기 시작했다. 당사가 산출한 국내 통신장비 업종지수에 따르면 2019년 연초대비 상승률은 232.1%였다. 2019년 4분기부터 통신장비 업종의 주가 상승세가 둔화되기 시작한 배경으로는 1) 통신장비 업종 특성상 하반기에 집중된 매출/영업이익에 따른 기업별 선호도 차별화, 2) 중국 내 저가수주 경쟁에 대한 우려, 3) 예상보다 늦어진 Sprint/T-Mobile 합병승인, 4) 실질적인 해외 5G 수혜주들에 대한 옥석가리기 과정 등으로 생각한다.

2020년 글로벌 5G 수혜
기대감 반영될 전망

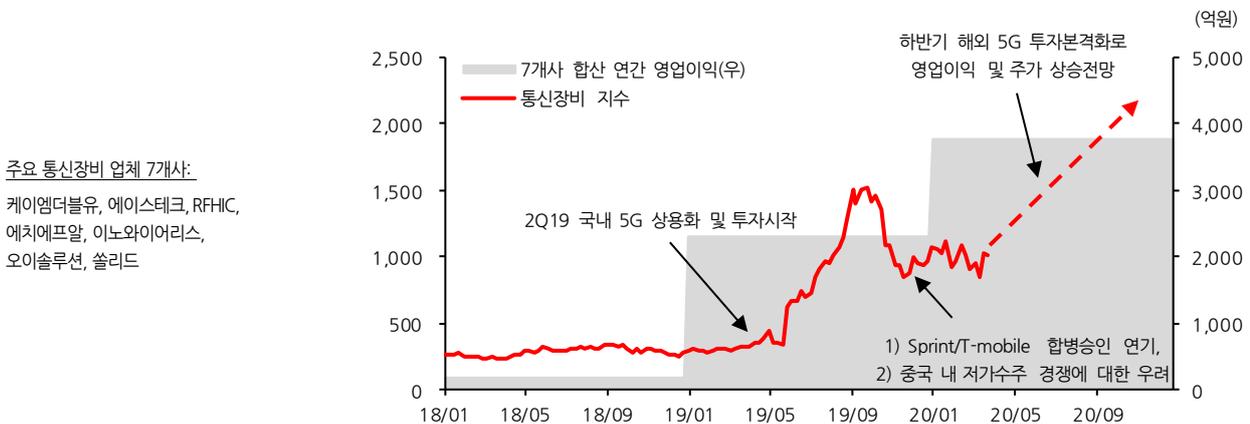
당사는 2020년에도 통신장비 업종 주가의 우상향을 예상한다. 이유는 1) 현재 통신장비 업종 내 시가총액 상위 업체들의 경우 해외 5G 시장 내 수혜에 대한 그림이 더욱 뚜렷해지고 있으며, 2) 글로벌 5G Cycle의 수혜가 실적성장으로 직결되기 시작하는 해이기 때문이다. 더불어, 2020년을 시작으로 향후 2~3년간 글로벌 5G Cycle이 지속될 것이라는 점도 이와 같은 긍정적인 전망을 제시하는 이유다.

[그림1] 2010~ 2017 통신장비 업종 영업이익 및 지수 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2018~ 2020 주요 통신장비 업체 영업이익 및 주가 우상향할 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 글로벌 주요국가 5G Cycle 현황

1. 한국: CAPEX 소폭 감소, 중계기는 이제 시작

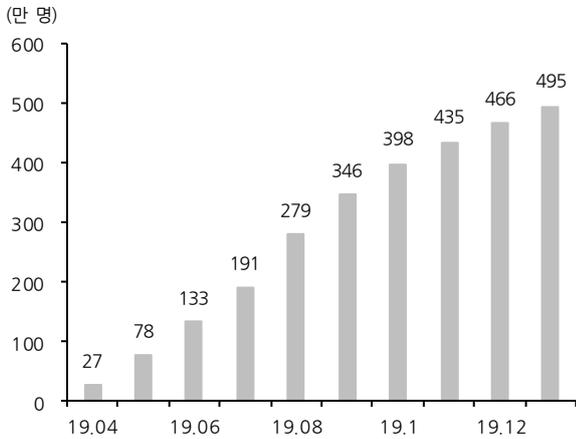
국내 3.5GHz 투자 지속,
28GHz는 시기상조

국내 5G 누적가입자수는 2019년 4월 27만 명에서 2020년 1월 기준 495만 명으로 꾸준히 증가하고 있다. 가입자 증가세에 맞춰 5G 망에 대한 투자도 계속될 전망이다. 업계 관계자들에 따르면, 2019년부터 시작된 국내 3.5GHz 대역에 대한 투자는 기지국 관점에서 약 30~40% 수준으로 진행된 상황이며, 국내 5G 기지국 커버리지 확대는 2021년까지 진행될 것으로 예상된다. 28GHz 대역에 대해 유의미한 투자는 단기적으로 가능성이 낮다고 생각한다. 이유는 통신사 입장에서 1) 아직 고주파 대역을 활용한 뚜렷한 비즈니스 모델이 세워지지 않은 상황이고, 2) 3.5GHz 대역 인프라 투자에 대한 CAPEX 부담이 아직 크기 때문이다.

국내 5G CAPEX 소폭 감소,
중계기 시장 개화 기대

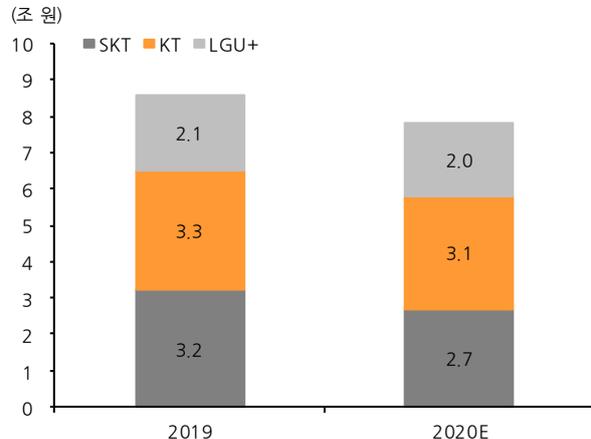
당사는 2020년 국내 통신사 CAPEX 규모가 2019년 대비 소폭 감소할 것으로 전망한다(SK텔레콤 3.2조 원 → 2.7조 원, KT 3.3조 원 → 3.1조 원, LG유플러스 2.1조 원 → 2조 원). 기지국 장비들(Radio 장비, Fronthaul 장비 등)의 경우, 발주량이 2019년 대비 소폭 감소할 것으로 예상되지만, 중계기 시장이 2020년부터 본격적으로 개화될 것으로 예상한다. 당사는 국내 중계기 시장규모를 약 3,000~4,500억 원 수준으로 예상한다.

[그림3] 국내 5G 누적가입자 수 추이



자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 국내 통신 3사 CAPEX 소폭 감소할 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 중국: 가장 경쟁이 치열한 시장

경쟁이 가장 치열한 시장일 것으로 예상

중국은 5G 장비시장 규모가 매우 크지만, 경쟁이 가장 치열한 시장일 것으로 예상된다. 미국이 중국 통신장비 업체의 글로벌 5G 시장 진출을 견제하고 있는 상황이기 때문에 화웨이, ZTE 등과 같은 중국 로컬업체들에게 힘을 실어줄 가능성이 높다고 생각한다. 더불어, 중국 업체들의 경우 가격경쟁력을 바탕으로 수주경쟁에 참여함에 따라 수익성 측면에서 글로벌 통신장비 업체들이 고전할 수 있다고 생각한다. 노키아의 실적 컨퍼런스 콜에서 언급된 중국시장 내 저가수주 경쟁에 대한 우려도 이를 뒷받침하는 근거라고 생각한다.

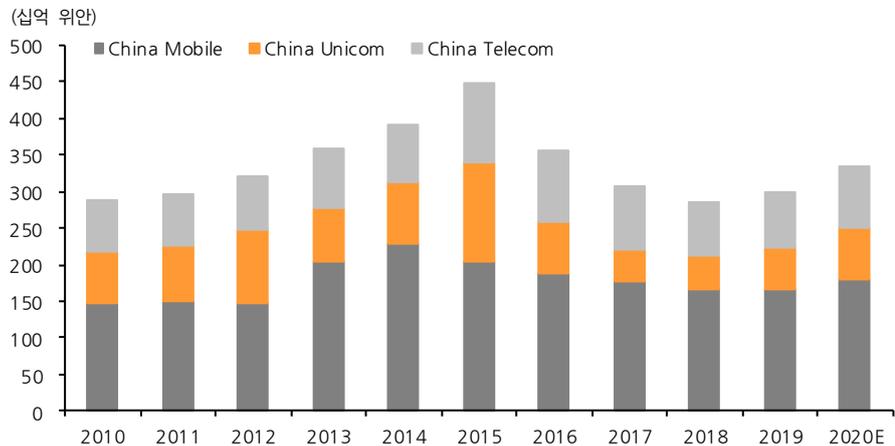
2019년 6월 5G 서비스 라이선스 및 주파수 배정완료

중국정부는 2019년 6월에 통신사 3사(China Mobile, China Unicom, China Telecom)와 브로드밴드 사업자 CBN(China Broadcasting Network)에게 5G 서비스 라이선스 및 주파수를 배정하였다. 각사가 배정받은 주파수 대역에 대한 정보는 공개하지 않았다. 과거 5G Trial 당시에 배정받았던 주파수대역은 회사별로 China Mobile 2.515~ 2.675 GHz(LTE 혼용)/4.8~ 4.9GHz, China Telecom 3.4~ 3.5GHz, China Unicom 3.5~ 3.6GHz 였던 것으로 파악된다.

China Unicom과 China Telecom은 공동 5G 망 구축을 통해 China Mobile과 경쟁할 전망

Huawei 자료에 따르면, 2019년 중국 5G 기지국 수는 13만개였으며, 2020년 말에는 68만개까지 증가할 전망이다. 기지국을 포함한 5G 인프라 구축 경쟁에 있어서 중국 2, 3위 통신사인 China Telecom과 China Unicom은 조인트 벤처 설립을 통해 서로 협업하기로 2019년 9월에 합의하였다. 조인트 벤처의 목적은 1) 구축비 절감, 2) 주파수 대역 공유를 통한 빠른 커버리지 확보 등이다. 두 회사는 대도시 5G 망 구축에 있어서 각각 책임구역을 부여하고 인프라 구축을 진행할 계획이다. China Unicom의 경우 북경, 천진, 정저우, 칭다오, 스자좡의 5G 네트워크 구축을 맡고, China Telecom은 상해, 충칭, 광저우, 선전, 항저우, 난징, 쑤저우, 창사, 우한, 청두 지역의 망 구축을 맡을 것으로 파악된다. 참고로, 중국 이동통신 3사는 2019년 실적발표(3월 25일)에서, 2020년 5G 장비관련 CAPEX 투자금액으로 China Mobile 1,000억 위안(약 17조 4,000억 원), China Telecom 453억 위안(약 7.9조 원), China Unicom 350억 위안(약 6조 원)으로 발표했다.

[그림5] 중국 통신 3사 연간 CAPEX 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

3. 일본: Local 5G 정책으로 Private Network 시장 촉진

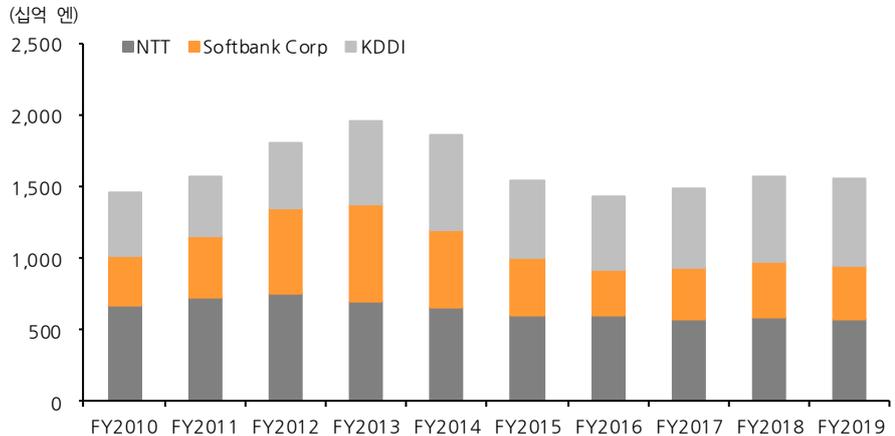
2020년 일본 5G 투자 본격화 전망

일본은 정부 주도하에 5G 상용화 시점이 단축되어 투자가 2020년에 본격화 될 전망이다. 일본의 정보통신 주무 부처인 총무성은 5G 상용화 시점을 당초 계획이었던 도쿄 올림픽에서 럭비 월드컵(2019년 9월)으로 변경하였다. NTT Docomo가 시범적으로 럭비 월드컵에 맞춰서 서비스를 개시하였으며, 2020년에는 Softbank, KDDI, Rakuten Mobile 이 상용화할 예정이다. 투자 Cycle은 2024년까지 일본 전역 5G Coverage를 목표로 진행될 것으로 예상된다. 인프라 구축 비용은 향후 4~ 5년간 매년 3조 엔이 투자될 것으로 전망되며, 이 중 기지국 등 설비에 약 1조 6,000억 엔이 투입될 예정이다.

Local 5G 정책으로 Private Network 시장 개화

일본은 5G 주파수 일부를 민간 시장(기업, 공공기관, 호텔 등)에 할당하여 각자 원하는 5G 네트워크를 구축할 수 있도록 유도하고 있다. 일본의 이러한 정책명은 Local 5G며, 이를 통해 5G의 빠른 확산을 유도하고 다양한 서비스와 산업 창출을 기대하고 있다. Local 5G는 기업들이 자체 건물이나 부지 안에 기지국을 구축하고 각자의 사업 특성이나 요구환경에 맞춰서 네트워크를 설계/운영할 수 있도록 한다. 이는 일본 5G Private Network 시장의 성장 Catalyst로 작용할 것으로 예상된다. 일본 기술전문매체 닛케이 크로스테크는 일본 총무성이 2019년 12월 24일부터 Local 5G 사업신청을 접수받아 2020년 2월 18일에 첫 예비면허를 Fujitsu에 내줬다고 발표했다. 다만, 비용부담/기술적 난제 등의 이유로 Local 5G의 본격적인 구축/상용화 시점은 2021년으로 예상된다.

[그림6] 일본 통신사(라쿠텐 제외) CAPEX 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

4. 미국: 우리끼리 더 빠르게

중국 5G 굴기 견제를 위해
미국 통신장비 업체에
보조금 지원 전망

미국 5G 시장은 중국 통신장비 업체에 대한 견제로 인해 국내 업체들이 시장경쟁이나 수익성 측면에서 중국대비 낮다고 생각한다. 2020년 1월, 미국에서는 중국의 5G 굴기를 견제하기 위해 미국 5G 통신장비 업체에 1조 원 규모의 보조금을 지원하는 법안이 미 상원에서 발의되었다. 보조금은 무선 주파수 경매를 통해 지원자금이 조달될 것으로 파악된다. 미국 사업자와의 협업이 기대되는 국내 장비업체(예: 에치에프알과 Charter Communications의 관계)에게 이러한 변화는 매우 긍정적이라고 생각한다.

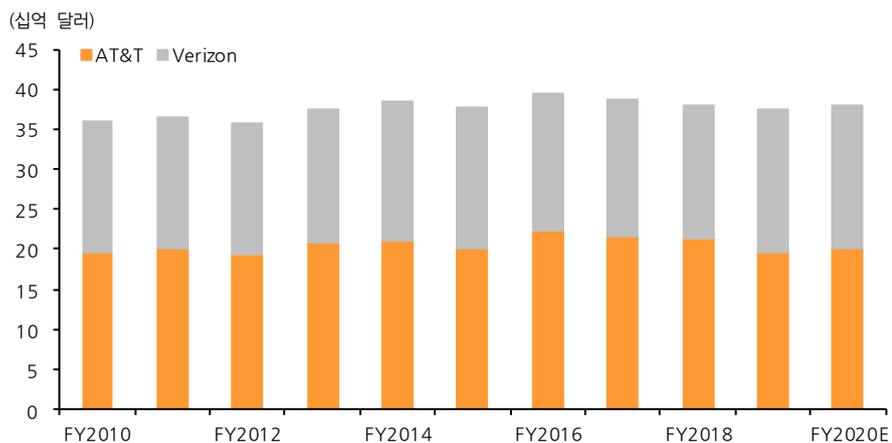
미국은 빠른 5G Coverage
확대를 위해 주파수 대역을
나누어서 할당하고 있음

미국의 연방통신위원회(FCC)는 5G의 빠른 Coverage 확대에 대한 의지가 강하다. FCC가 제시한 통신사업자 T-Mobile과 Sprint의 합병승인 조건(합병 절차가 끝나는 시점부터 3년 내 인구 97% 5G 커버리지 확보 → 합병 종료 후 6년 내 인구 99% 5G 커버리지 확보)을 봐도 그 의지를 확인할 수 있다. 더불어, 주파수 대역을 고대역(24GHz, 28GHz 이상), 중대역(2.5GHz, 3.5GHz, 3.7~ 4.2GHz), 저대역(600MHz, 800MHz, 900MHz)으로 구분하여 주파수 경매 및 할당을 실행하고 있다.

고대역/중대역 투자 모두
2020년 하반기 전망

미국은 타국기들과 달리 FWA(Fixed Wireless Access)를 구현하기 위해 고대역 투자를 선행하였다. 현재 기술적인 이슈로 지연되고 있으나, 5월 중에는 이 부분이 해결될 것으로 예상된다. 중대역에 대한 경매는 2020년 6월에 진행될 전망이다. 3.5GHz 대역의 경우 5G 네트워크에서 주축이 될 주파수 대역이기 때문에, 이 중의 일부를 CBRS(Citizen Broadband Radio Service) 대역으로 할당하여 시장참여자를 늘림으로써 Coverage 확대를 촉진하려고 하고 있다. 결론적으로, 미국의 고대역과 중대역 5G 망 투자는 2020년 하반기부터 본격적으로 진행될 것으로 예상된다.

[그림7] Verizon, AT&T CAPEX 추이

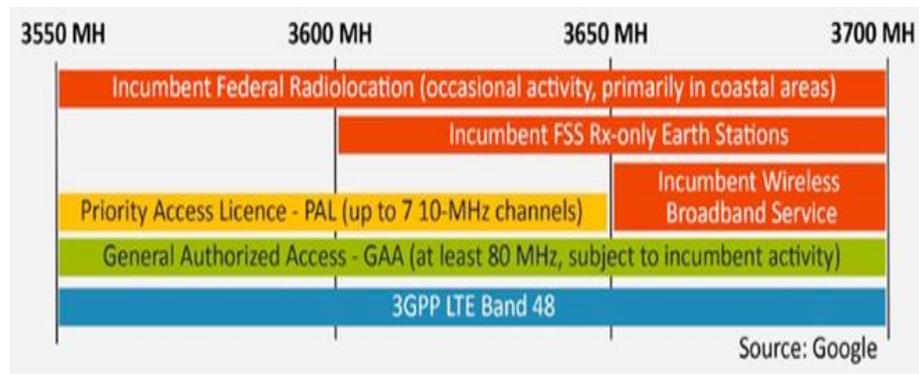


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

미국 무선 네트워크
주파수 분류

미국 3.5GHz 주파수 대역은 크게 3종류로 분류된다. 그림 8은 미국 무선 네트워크 주파수를 분류한 그림이다. 녹색 영역은 정부가 우선적으로 사용할 수 있는 150MHz 주파수 대역이며, 누구나 라이선스 없이 사용할 수 있도록 허가하여 GAA(General Authorized Access)로 불린다. 노란색 영역은 2020년 6월 경매를 통해 PAL(Priority Authorized License)을 부여받은 사업자에게 70MHz 만큼 할당할 대역이다. 이 부분이 앞서 언급한 CBRS 대역이다. 빨간색 주파수 대역은 기존 이동통신사업자들에게 경매할 주파수다. CBRS 시장에 가장 공격적인 움직임을 보이고 있는 사업자는 Verizon과 Charter Communications다. 두 회사는 이미 대규모의 Field Test를 통해 기술 검증을 마친 상태이고 2020년 6월에 있을 PAL 주파수 경매에 참여할 예정이다.

[그림8] 미국 무선 네트워크 주파수 분류



자료: 한화투자증권 리서치센터

IV. 투자전략: 기회의 땅, 미국

당사는 통신장비 업체의 관점에서 볼 때 미국이 글로벌 5G Cycle에서 가장 기회가 큰 시장이라고 생각한다. 이유는 1) 중국 통신장비 업체의 시장진입이 제한적이고, 2) 유일하게 고대역과 중대역에 대한 투자가 동시에 이루어지는 시장이기 때문이다. 추가로 미국 5G 네트워크 시장에서 주목해야할 포인트는 D-RAN(Distributed Radio Access Network)에서 C-RAN(Centralized Radio Access Network)으로 전환하는 과정이다. 현재 업계 관계자들에 의하면 미국내 D-RAN 점유율은 약 90~95% 수준이다. 5G 네트워크로 전환시에 D-RAN 구조를 고수하게 되면 발생할 CAPEX 부담을 감안했을 때, 당사는 C-RAN의 점유율 상승을 예상하는 것이 합리적이라고 생각한다.

결론적으로 미국 5G 투자 Cycle에서의 핵심 투자 포인트를 1) C-RAN 점유율의 확대, 2) Fixed Wireless Access, 3) 3.5GHz Citizen Broadband Radio Service로 제시한다. 더불어, 관련 수혜주를 찾는 데 있어서 1) 5G Cycle을 대비해 고객사들과 통상적으로 2~3년 걸리는 Benchmark Test를 진행했는지, 2) 공급 레퍼런스를 보유하고 있는지를 확인해야 한다고 생각한다.

밸류에이션 측면에서 볼 때, 일부 종목들은 2020년 예상실적에 대한 기대치가 반영되어 2021년까지 이어지는 이익성장을 반영하기 시작했다. 이런 업체들의 경우 목표주가에 대한 Upside를 제한하기보다 2021년 이익성장 방향성을 감안하여 추가 Upside에 대한 긍정적 시각을 유지해야 한다고 생각한다. 이러한 부분들을 고려한 당사의 통신장비 업종 최선호주로 케이엠더블유(Radio 장비), 에치에프알(Fronthaul, 광모듈, 중계기, 스몰셀)을 제시한다. 차선호주로는 RFHIC(GaN 트랜지스터)를 추천하며, 그 외에 에이스테크(Radio 장비), 쏘리드(중계기), 아나패스(관계사 GCT Semiconductor(5G Chipset) 지분보유: 32.27%)도 관심종목으로 제시한다.

[표3] 통신장비 업종 미국 5G 수혜주 및 투자포인트

종목명	투자포인트	제품
케이엠더블유(최선호주)	삼성전자와 4G/5G 기지국 장비 공동개발 중, Nokia 향도 공급 기대	Radio 장비 및 필터
에치에프알(최선호주)	Verizon, AT&T, Charter(미경)으로 미국 xhaul/광모듈/스몰셀 공급	Fronthaul 장비, 광모듈, 스몰셀(미경)
RFHIC(차선호주)	삼성전자의 미국 5G 기지국장비향 트랜지스터 공급기대	GaN 트랜지스터
오이솔루션	삼성전자의 미국 5G 기지국장비향 광트랜시버 공급기대	광트랜시버
쏘리드	미국 5G DAS 장비 공급기대: 2021년 예상	중계기
아나패스	관계사 GCT의 Verizon 향 CPE 모뎀용 5G Chipset 공급기대	5G Chipset

자료: 한화투자증권 리서치센터

1. C-RAN(Centralized Radio Access Network)의 확대

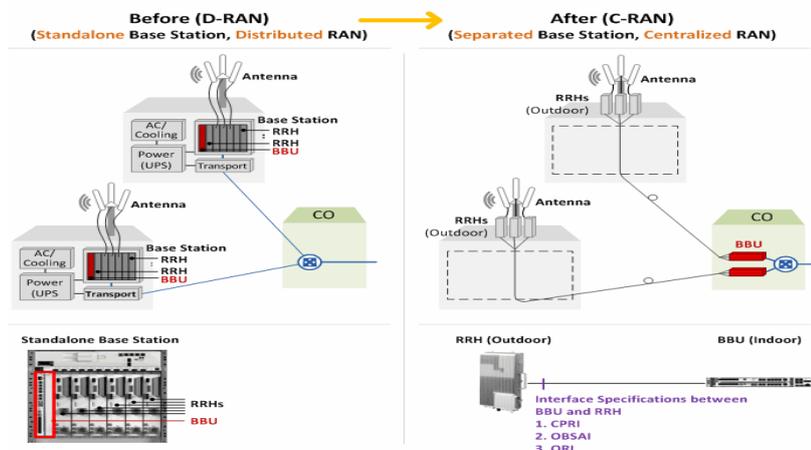
C-RAN의 장점

기지국의 형태에 따라 네트워크는 D-RAN(일체형 기지국)과 C-RAN(분리형 기지국)으로 나뉜다. D-RAN의 경우 기지국의 DU(Digital Unit: 데이터 처리 부)와 RU(Radio Unit: 무선 송수신 부)가 함께 셀사이트에 설치되어 있는 구조다. 여기에 추가로 전력시설, 냉방시설 등이 각 기지국마다 설치되어야 한다. 이와 관련된 장비/시설 구축비용, 구축시간, 전기료 등도 고려하면 결국 기지국 숫자가 계속 늘어나는 상황에서 망 구축/운용을 위한 CAPEX/OPEX가 크게 증가할 수 밖에 없는 구조다. 이러한 문제를 해결하기 위해 개발된 분리형 기지국 구조가 C-RAN이다. C-RAN은 기지국의 DU와 RU를 분리해 각 셀사이트에는 RU만 남기고, 관련 DU들은 한 곳에 모아서 운영/관리를 하는 구조다. 이렇게 되면, RU는 옥외형 장비로 개발하여도 되기 때문에 냉각 시설도 필요없게 되고, 건물 밖에 RU를 설치할 공간만 임차하면 되기 때문에 전기료/임차비용도 절감할 수 있게 된다.

C-RAN 점유율 확대 전망

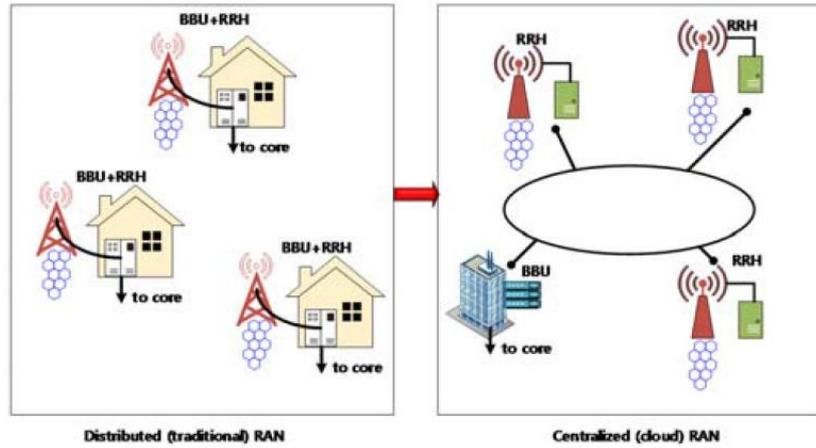
미국은 현재 D-RAN의 점유율이 90~95% 수준이다. C-RAN 기지국 관련 장비를 먼저 공급해본 국내 통신장비 업체들 입장에서는 미국의 C-RAN시장 확대가 가장 큰 수혜 포인트라고 볼 수 있다. 당사는 미국 내 주요 통신장비 업체들(Ericsson, Fujitsu, Juniper, Viavi 등)을 대상으로 진행한 미국 5G 시장 방향성 관련 설문조사 자료를 통해 C-RAN의 점유율 확대에 대한 긍정적인 결론을 내릴 수 있었다. 시장조사 업체 Heavy Reading에서 실시한 “Operator Strategies for 5G Transport” 설문조사에 따르면, 64%의 통신장비 업체들이 미국 C-RAN 점유율이 최소 20%까지 상승할 것으로 예상했다. 19%의 통신장비 업체들은 C-RAN 점유율이 40% 이상으로 상승할 것으로 예상한 만큼 현지 장비업체들도 C-RAN 시장확대에 기대를 하고 있는 상황이다. 이는, C-RAN 상용화 경험이 앞서있는 국내 통신장비 업체들의 성장기회를 기대할 수 있는 근거이기도 하다.

[그림9] D-RAN과 C-RAN 구조 비교



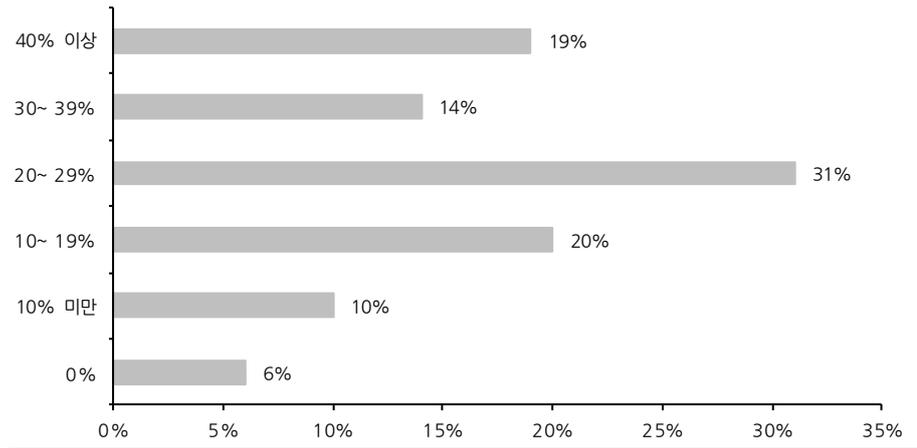
자료: Netmanias

[그림10] D-RAN 과 C-RAN 적용 네트워크 비교



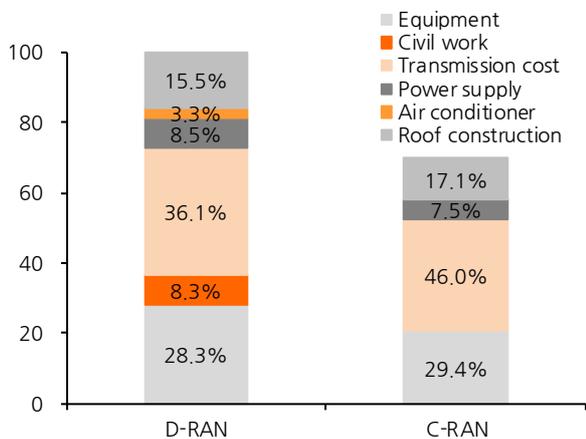
자료: ETRI

[그림11] 주요 통신장비업체 대상 설문조사: 미국 5G 네트워크 내 C-RAN 예상 점유율



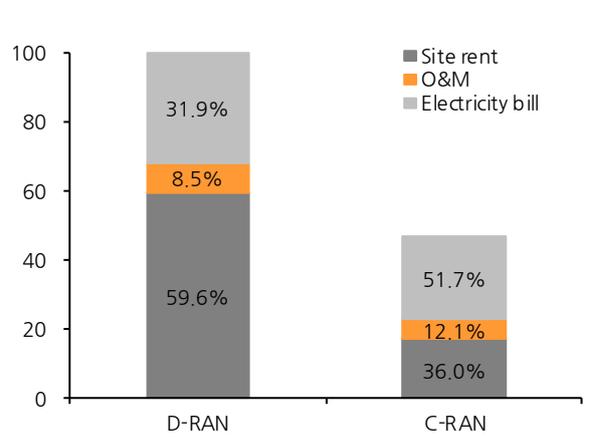
자료: Heavy Reading, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] C-RAN 적용으로 인한 CAPEX 30% 절감효과



자료: ETRI, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] C-RAN 적용으로 인한 OPEX 53% 절감효과



자료: ETRI, 한화투자증권 리서치센터

2. Fixed Wireless Access

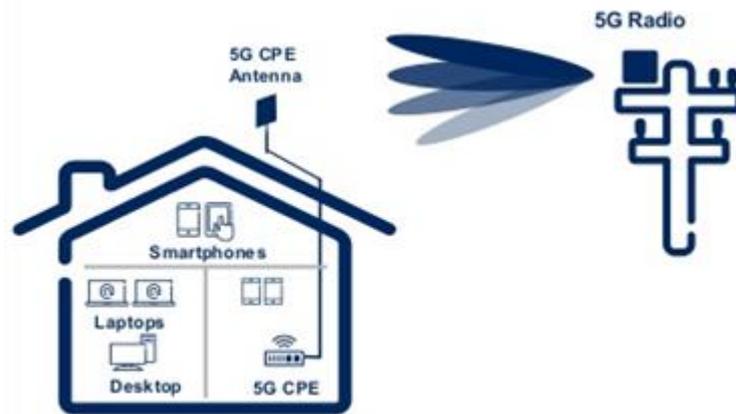
Verizon이 주도하는 Fixed Wireless Access

미국은 현재 Verizon이 “Verizon 5G Home Internet”이라는 이름으로 Fixed Wireless Access(이하 FWA) 기반의 초고속 인터넷 서비스를 준비중이다. FWA는 고주파(28GHz 이상) 라디오 장비의 강한 신호를 각 건물의 CPE 안테나가 받아서 건물 내 디바이스들로 전달해주는 구조(CPE 안테나 → CPE 케이블 → CPE 모뎀 → 디바이스)로, 무선신호 기반의 초고속 인터넷이 가능하게 한다. 미국의 경우, 한국과는 다르게 광 인프라 밀도가 낮아 신규 전송로 구축 및 관련 라디오 안테나 구축비용이 기하급수적으로 증가할 수 밖에 없는 구조이기 때문에, 이러한 방식을 채택한 것으로 파악된다. 현재 이와 관련 5G Chipset의 완성도가 떨어져서 투자가 미뤄지고 있지만, 이와 관련 이슈는 2Q20내에 해결되면서 하반기에 투자가 본격화 될 것으로 예상된다.

FWA 관련 국내업체: 삼성전자, 에치에프알, GCT

FWA 관련 Supply chain 내 국내 주요업체들은 삼성전자, 에치에프알, GCT Semiconductor(아나패스 관계사: 지분율 32.27%)로 파악된다. 구체적인 제품별로 구분하면, 삼성전자는 CPE 안테나를, 에치에프알은 Fronthaul 장비를, GCT는 5G Chipset을 공급하게 될 전망이다. 특히 GCT의 경우, Qualcomm과의 경쟁에 대한 우려가 있으나, Verizon으로부터 개발비까지 지원받은 상황이기 때문에 공급 가시성이 매우 높다고 생각한다.

[그림14] 5G Fixed Wireless Access 구조



자료: Ericsson

3. CBRS: Citizen Broadband Radio Service

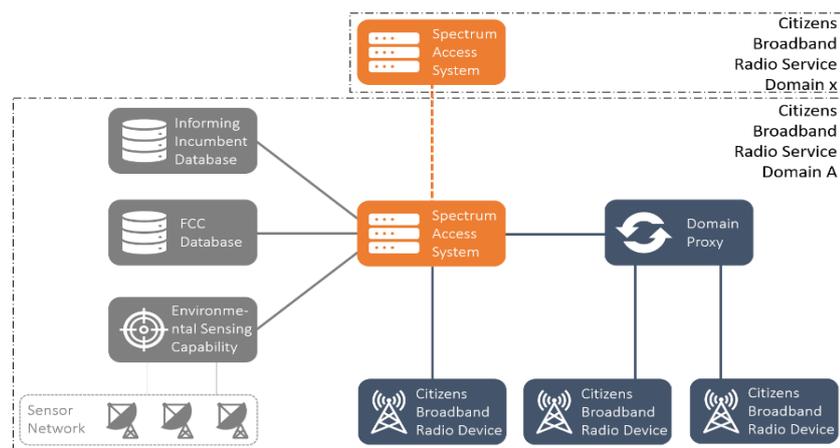
CBRS 운영 방식

CBRS(Citizens Broadband Radio Service)는 비면허 대역에 대해 통신사가 아닌 일반 사업자도 자체망(현재는 4G)을 구축하여 사용할 수 있도록 하는 서비스다. 5G CBRS는 미국 국방부(DoD: Department of Defense)와 미해군(US Navy)이 사용하고 있던 3.5GHz 주파수 대역의 일부를 비면허 사업자들에게도 사용할 수 있도록 할 예정이다. 그 동안 3.5GHz 대역은 미국의 국가안보를 위해 공유를 제한했었으나, FCC의 ESC(Environmental Sensing Capability: 환경 감지 기능) 네트워크 승인이 CBRS 상용화를 가능하게 했다. ESC 네트워크는 3.5GHz CBRS 대역 내 다른 사용자의 간섭으로부터 DoD 레이더가 보호되도록 해안 지역을 따라 배치되며, ESC 센서가 보호 레이더를 감지하면, 보호 구역을 활성화하고 해당 영역의 사용자를 다른 대역으로 재할당하는 SAS(Spectrum Access System)에 알려준다. 따라서, 모든 CBRS 도메인은 SAS 구축이 요구된다.

CBRS 시장확대로 Private Network 시장 개화

CBRS 대역에서는 각자에게 적합한 네트워크를 설계하여 Private Network(사설 네트워크)를 구축할 수 있다. 공중 신호를 증폭시켜주는 DAS(Distributed Antenna System: 분산 안테나 시스템), 스몰셀과 같은 건물 내 연결 장치로 공공 또는 기업간에 라이선스를 부여하거나 제공할 수 있다. 이처럼 고객 스스로가 연결방식이나 보안 서비스를 선택할 수 있기 때문에, 다양한 산업분야에서 CBRS 기반의 Private Network 수요가 증가할 것으로 예상된다. 국내 통신장비 업체 중에서 CBRS 시장에 가장 먼저 진입할 가능성이 있는 회사는 에치에프알이다. 에치에프알은 미국 CBRS 시장에서 미국 Broadband 사업자 Charter Commucations와 4G용 스몰셀 공급에 대해 논의가 오가고 있는 상황이다. 향후 CBRS향 DAS 장비수요가 확대된다면 솔리드도 시장에 참여할 가능성이 있다.

[그림15] CBRS 네트워크 제어 설계도



자료: Google

미국 CBRS 선두업체:
Federated Wireless

미국 CBRS 시장의 선두주자는 현재 Federated Wireless다. Federated Wireless는 2012년에 설립된(본사 Virginia) 무선 네트워크 장비회사다. 회사가 설립된 주요 목적으로는 미국의 CBRS 네트워크 관련 기술개발 및 운영이었다. 앞서 언급한 CBRS 네트워크의 SAS 개발에도 동사가 주요 협업 업체중 하나였다. 2016 8월에는 Google, Nokia, Intel, Qualcomm, Ruckus Wireless와 CBRS Alliance를 만들고 3.5GHz 대역 CBRS 생태계 구축을 위한 협업을 선언하기도 하였다. 2018년부터는 Verizon과 3.5GHz CBRS 구축에 대한 구체적인 협업을 시작하였다.

Amazon, Microsoft가
클라우드 서비스 제공

2019년 2월에는 Connectivity-as-a-Service라는 상품을 출시하였다. 이는 4G/5G CBRS 네트워크 기반의 Private Network를 구축해주는 서비스다. Private Network 운영 시 소프트웨어 측면에서 중요한 부분은 클라우드 솔루션이다. Federated Wireless는 기업들에게 하드웨어부터 소프트웨어까지 한번에 One-Stop Solution을 제공하기 위해 Amazon(Amazon Web Services), Microsoft(Azure)와 파트너십을 맺었다. 더불어 AWS(Amazon Web Services) Marketplace를 통해 인터넷 쇼핑몰처럼 원하는 네트워크/보안 구성상품을 온라인으로 주문받아 구축까지 해주는 서비스를 제공한다.

[표4] Federated Wireless 상세정보

항목	내용
산업군	Cloud computing, Infrastructure, Wireless
본사위치	Washington DC Metro Area, East Coast, Southern US
설립년도	2012
창립자	Charles Clancy
편당현황	Series A: 22 백만 달러, Series B: 42 백만 달러, Series C: 51 백만 달러
직원수	50명 내외

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림16] Federated Wireless의 Private Wireless 서비스



자료: Federated Wireless

Mercedes-Benz도
Private Network 활용 전망

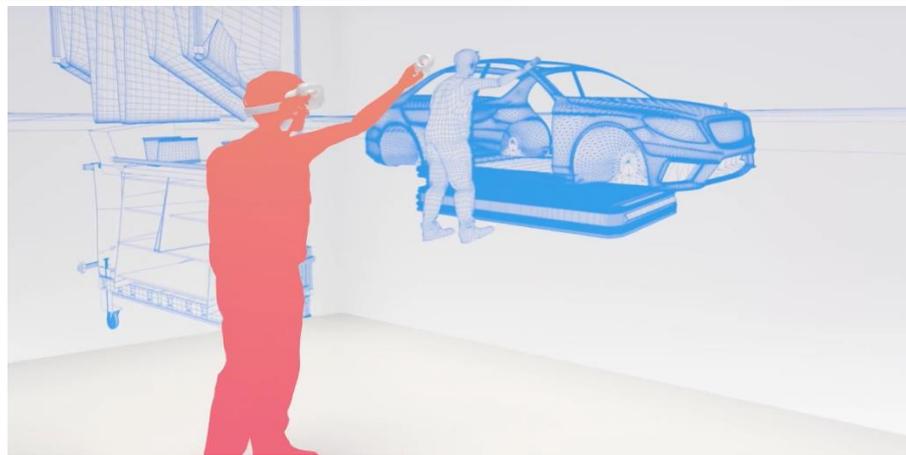
비면허 대역의 Private Network 구축 사례로, 독일의 Daimler/Mercedes-Benz(이하 벤츠)를 들 수 있다. 벤츠는 현재 에릭슨과 Telefónica Deutschland(스페인 통신사 Telefónica의 독일 사업지사)와 파트너십을 맺고 2020년 Sindelfingen 생산단지 내 완공 예정인 신규공장 “Factory 56”에 5G Private Network를 구축하고 있다. 구축이 완료되면, Factory 56는 BnetzA(Bundesnetzagentur: 독일 방송통신규제기관)의 공식 5G 주파수 대역에 대한 승인 전까지 Telefónica Deutschland의 3.6GHz 비면허 대역 기반의 스몰셀 신호로 운영될 계획이다. Factory 56는 5G 무선 네트워크를 기반으로 1) 신차 양산에 앞서 VR을 통한 생산 프로세스 시각화, 2) 스마트팩토리 시스템(인공지능, 빅데이터 분석 등)을 통한 생산 효율화, 3) 부품 및 자재 실시간 재고관리, 4) 생산공정 내 병목 현상/리콜과 같은 핵심 데이터 수집 및 보안 강화 등을 할 수 있게 된다. 이와 같은 산업용 Private Network 시장은 미국에서도 CBRS 시장과 함께 동반성장 할 것으로 예상된다.

[그림17] 벤츠 차세대 공장 Factory 56



자료: Mercedes-Benz

[그림18] Factory 56의 VR 기반 생산 프로세스 시각화 시스템



자료: Mercedes-Benz

V. 이슈점검

1: Charter Communications 의 등장과 그 의미

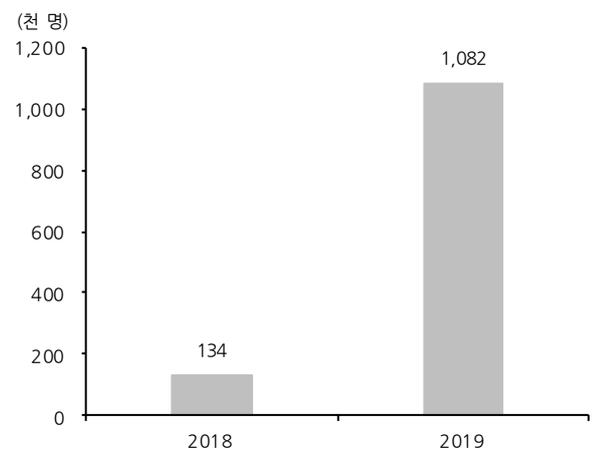
Charter 기업개요

Charter Communications는 미국 내 2위 케이블 사업자(브로드밴드 서비스)이며 41개 주에서 3,000만 가입자를 넘게 보유한 업체다. 1999년 11월 NASDAQ에 상장되었으며 그 당시에 가입자수는 390만 명 수준이었다. 상장 후 10년이 넘는 기업인수를 통해 가파르게 성장해왔다. 2018년부터 Charter는 미국 모바일 서비스 시장 내 주요 MVNO(Mobile Virtual Network Operators: 이동 통신 서비스를 제공하기 위한 자체적 주파수를 보유하지 않고, 기존 이동 통신 사업자의 무선 네트워크에 접속하여 이동 통신 서비스를 판매하는 사업자)로 Verizon 네트워크 기반의 이동 통신 서비스를 판매해왔다. Charter의 모바일 가입자수는 2018년도 134,000명에서, 2019년도 1,082,000명으로 빠르게 증가하고 있다.

모바일 서비스에 대한 공격적인 움직임 지속될 전망

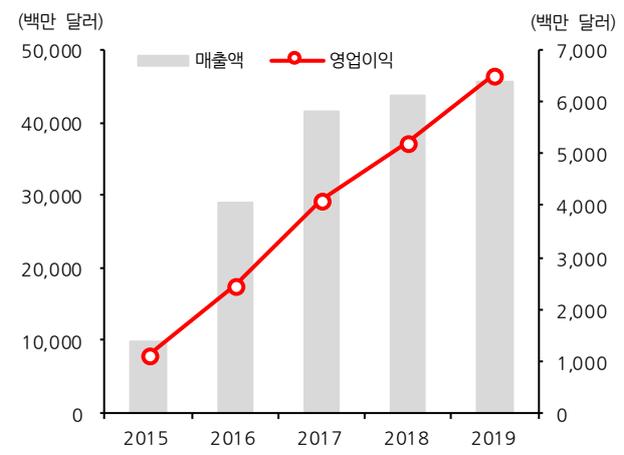
Charter가 Verizon에게 지불하는 서비스별 망임대료는 인터넷 서비스 5달러/GB, 무제한 문자/음성통화 서비스 인당 5달러/월 수준으로 추정된다. 5G 시대에서 Charter의 고민은 크게 2가지일 것으로 예상된다: 당사는 1) Private Network와 같은 B2B 서비스에 대한 수요가 증가할 가능성과, 2) 트래픽 상승으로 증가할 Verizon향 네트워크 사용료를 그 2가지 이슈로 예상한다. 이러한 이슈들을 해소하기 위해 Charter는 3.5GHz 주파수 경매에 참여할 계획이다. Charter가 CBRS와 Licensed 3.5GHz 주파수 대역을 모두 확보하게 된다면, 이는 미국 내 또 하나의 통신사업자가 탄생하게 되는 셈이다. 국내 통신장비 업체 중에는 에치에프알이 사업 파트너로서 가장 유력하게 논의가 오가고 있는 것으로 파악되며, 6월 미국 주파수 경매가 Charter와 에치에프알에게 또 다른 성장의 기회를 가져다 줄 수 있는 이벤트라고 생각한다.

[그림19] Charter의 모바일 가입자수 고성장세



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] Charter의 실적성장세 지속



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

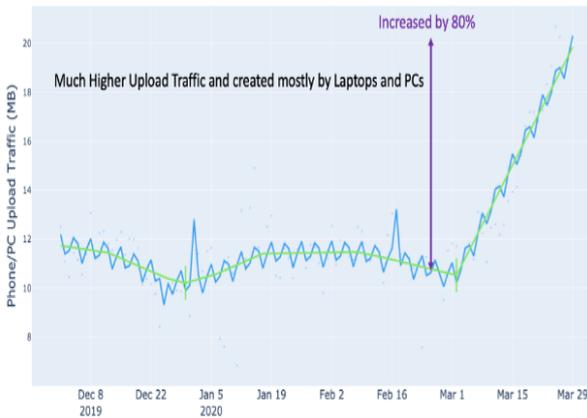
2: COVID-19 사태로 네트워크 고도화 빨라질 전망

COVID-19는
네트워크 고도화 속도
가속화 이벤트

COVID-19 팬데믹 사태로 글로벌 경기둔화에 대한 우려가 시장에 확산되고 있다. COVID-19의 근본적인 문제는 질병 확산에 대한 공포로 사람간의 대면이 차단되었다는 점이다. 질병으로 인해 이와 같은 문제가 재발할 가능성을 대비하기 위해 산업별로 다양한 변화가 예상된다. 통신장비 업종 측면에서 단기적으로는 투자 스케줄이 지연될 수 있으나, 질병 확산이 진정되는 국면으로 접어들면 네트워크 고도화에 대한 글로벌 인프라 투자가 더 빠르게 진행될 것으로 예상된다. 이유는, 현재 수준의 네트워크 인프라에서는 1) 비대면 서비스 증가와, 2) 디지털 콘텐츠 수요 확대에 급증하는 데이터 트래픽이 네트워크 과부하로 이어질 가능성이 높기 때문이다.

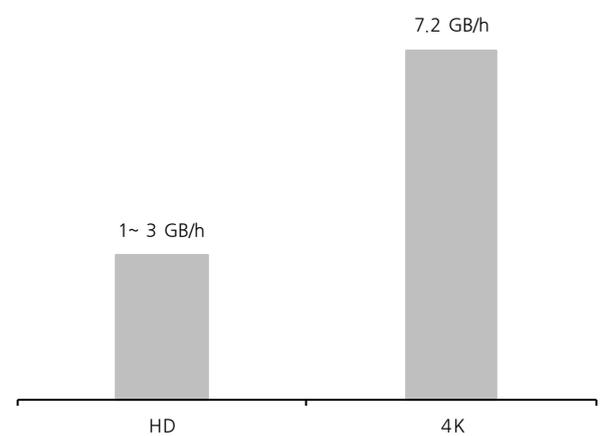
실제로 COVID-19 사태로 데이터 트래픽이 급증하면서 문제가 발생했던 사례가 있다. 지난 3월 유럽연합이 넷플릭스를 비롯한 스트리밍 서비스 업체들을 향해 데이터 트래픽 폭증으로 인한 네트워크 접속 불능 사태를 막기 위해 동영상의 화질을 낮춰달라는 요청을 했다. COVID-19 확산을 방지하자는 차원에서 실행한 유럽 국가들의 이동금지령으로 온라인 콘텐츠 소비량이 급증하면서 발생한 것으로 파악된다. 향후 4K 화질의 동영상 및 실시간 비디오 전송량이 증가할 것을 감안하면 네트워크 인프라 고도화는 불가피하다고 생각한다. 참고로, 4K 동영상의 데이터 트래픽은 7.2GB/시간 수준으로 HD 동영상(1~3GB/시간) 대비 2.4~7배 수준이다.

[그림21] 3월 미국 COVID-19 확산으로 트래픽 급증



자료: Wi-Fi NOW

[그림22] 4K vs HD 동영상 데이터 트래픽



자료: Google, 한화투자증권 리서치센터

VI. 종목분석

1. 케이엠더블유 (032500)
2. 에치에프알 (230240)
3. RFHIC (218410)
4. 오이솔루션 (138080)
5. 솔리드 (050890)
6. 아나패스 (123860)

케이엠더블유 (032500)

가장 확실한 글로벌 5G 수혜주



▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 3772-7698 / RA 박준호 junho.park@hanwha.com 3772-7693

Buy (신규)

목표주가(신규): 69,500원

현재 주가(4/2)	57,200원
상승여력	▲ 21.5%
시가총액	22,778억원
발행주식수	39,821천주
52 주 최고가 / 최저가	77,700 / 14,875원
90 일 일평균 거래대금	771.61억원
외국인 지분율	9.3%
주주 구성	
김덕용 (외 2 인)	35.5%
미래에셋자산운용 (외 6 인)	6.5%
국민연금공단 (외 1 인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	15.9	-0.2	-20.7	275.7
상대수익률(KOSDAQ)	25.5	15.6	-11.6	298.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	296	683	931	1,065
영업이익	-26	137	193	223
EBITDA	-17	146	204	235
지배주주순이익	-31	103	148	172
EPS	-915	2,672	3,716	4,327
순차입금	38	49	-85	-223
PER	-	19.1	15.4	13.2
PBR	4.8	9.4	6.2	4.2
EV/EBITDA	-27.3	14.3	10.8	8.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-45.5	67.8	50.9	38.2

주가 추이



케이엠더블유는 국내를 포함한 글로벌 이동통신사 기지국용 주요 RF 제품을 공급하는 업체입니다. 1) 노키아와의 MMR(Massive MIMO Radio) 공동개발 레퍼런스, 2) 기지국 필터 기술력을 바탕으로 글로벌 5G Cycle 에서 실적 성장세가 지속될 전망입니다.

한국을 대표하는 기지국 장비/필터 업체

케이엠더블유는 무선통신 네트워크 기지국 장비(MMR, RRA, RRH 등), 안테나, 필터 등과 같은 RF 제품을 공급하는 업체다. 주요 고객사는 노키아, 에릭슨, ZTE, 삼성전자 등이다. 노키아와는 한국시장을 겨냥한 MMR 장비를 공동 개발하여 공급할 인력이 있으며, 중국 ZTE 에는 필터를 공급하였다. 당사는 2020년 케이엠더블유의 국내 MMR 매출은 2019년과 유사한 수준으로 유지될 것으로 예상하며, 주요 성장 동력은 중국, 일본, 미국에서 나올 것으로 예상한다.

2020년 해외매출은 주로 중국과 일본에서 기대

동사의 2020년 해외 매출은 주로 중국(ZTE향 필터), 일본(라쿠텐향 RRA)에서 발생할 전망이다. 케이엠더블유는 중국의 ZTE에 MBF (Micro Bellows Filter: 초소형 필터) 1차 공급 업체다. 중국의 경우 5G 기지국 숫자가 2020년에 약 5배 가량 증가할 전망(2019년 13만 개 vs 2020년 68만 개 계획중)이며, 이는 동사의 MBF 매출 고성장을 예상하는 근거이기도 하다. 해외매출에 있어서 추가 Upside 변수는 중국향 MMR 장비 공급여부에 따라 결정될 것으로 예상한다.

투자의견 Buy, 목표주가 69,500원으로 커버리지 개시

당사는 케이엠더블유의 2020년 실적으로 매출액 9,314억 원(+36.4% y-y), 영업이익 1,935억 원(+41.5% y-y)을 예상한다. 동사의 주가는 국내 및 중국 5G 투자관련 수혜에 대한 기대감으로 2019년 9월까지 상승 랠리를 보였다. 그 이후로 현재까지 기간조정을 받아왔지만, 당사는 주가가 다시 우상향하는 흐름을 보일 것으로 예상한다. 그 이유는 1) 기지국 장비와 필터에 대한 독보적인 기술력을 바탕으로 Tier-1 업체와의 공동개발 레퍼런스를 보유하고, 2) 글로벌 시장진출에 대한 가시성이 높아, 3) 2020년에도 매출/영업이익의 성장이 기대되기 때문이다. 이를 반영하여 당사는 케이엠더블유에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 69,500원으로 커버리지를 개시한다.

투자이견 Buy 유지, 목표주가 69,500 원으로 커버리지 개시

케이엠더블유에 대해 투자이견 Buy, 목표주가 69,500원으로 커버리지를 개시한다. 당사는 목표주가 산출을 위해 케이엠더블유의 2020E 순이익 1,479억 원에 통신장비업종 평균 목표 PER 배수(14.4배)에 30% 프리미엄을 반영한 18.7배를 적용하였다. 밸류에이션 프리미엄의 근거로 1) 글로벌 Tier-1 업체와의 견고한 파트너십, 2) 5G MMR 장비 공급 레퍼런스, 3) 글로벌 Tier-1 업체향 필터 공급 레퍼런스를 제시한다.

[표5] 케이엠더블유 목표주가 산출 (단위: 십억 원)

항목	내용	비고
1) 케이엠더블유 2020E 순이익	147.9	
2) Target PER multiple (배)	18.7	Peer 평균에 30% 프리미엄 반영
3) Target 시가총액	2,766.2	
4) 주식수 (주)	39,820,883	
5) 적정주가 (원)	69,467	
6) Upside	21.4%	

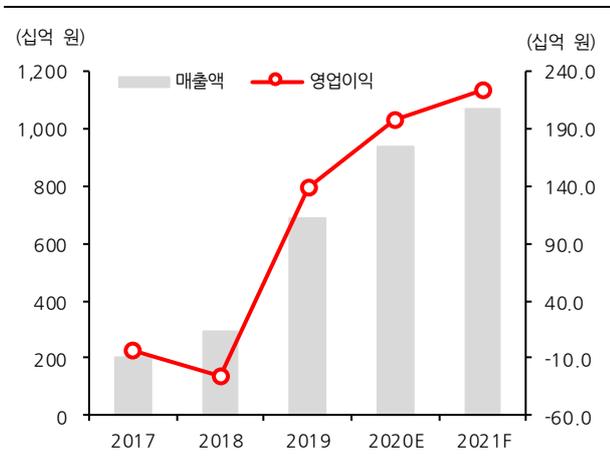
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] 케이엠더블유 분기별 실적 추이 (단위: 십억 원)

	2018	2019	2020E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	296.3	682.9	931.4	118.2	212.3	265.0	87.3	110.5	213.5	364.7	242.8
시스템(MMR, RRH)	40.7	422.6	601.7	41.2	132.5	206.7	42.2	42.7	140.8	266.6	151.6
안테나	85.1	83.5	63.5	37.9	18.4	15.0	12.2	15.7	15.7	15.8	16.2
Filter	140.9	156.7	248.7	33.1	57.7	36.9	29.0	47.5	52.5	78.1	70.6
LED	29.6	20.1	17.6	5.8	4.0	6.4	4.0	4.6	4.5	4.3	4.3
영업이익	-26.2	136.7	193.5	24.8	55.5	57.8	-1.4	21.3	55.6	79.1	37.4
영업이익률	-8.9%	20.0%	20.8%	21.0%	26.2%	21.8%	-1.7%	19.3%	26.0%	21.7%	15.4%

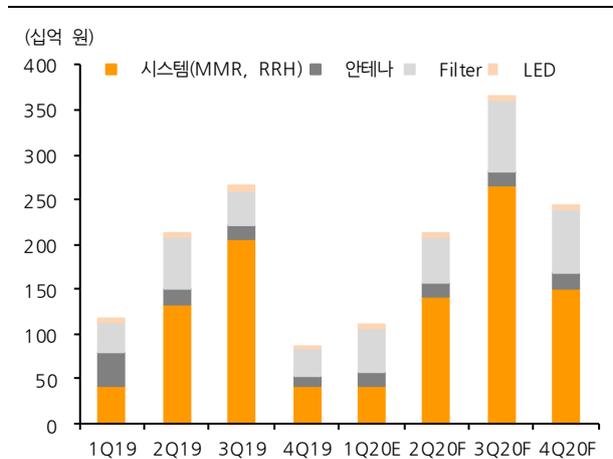
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 케이엠더블유 실적성장 지속될 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 케이엠더블유 제품별 매출추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

중국 5G Cycle 수혜가 가장 확실하다

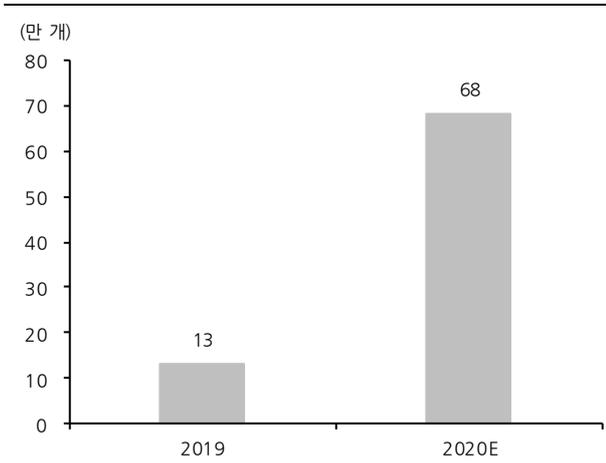
ZTE향 MBF 1차 공급업체

케이엠더블유는 중국 통신장비 업체중 ZTE향 MBF 1차 공급 업체다. MBF는 기지국에 들어가는 초소형 필터로, 통신 서비스에 사용되는 주파수 이외의 불필요한 주파수를 차단하는 역할을 한다. 즉, 기지국 숫자가 증가할수록 수요상승을 기대할 수 있는 부품이다. 중국은 2019년 말 기준으로 5G 기지국 숫자가 13만 개였으며, 2020년 말에는 68만 개까지 증가할 전망이다. 5G 기지국이 4G 기지국 대비 장비당 필요한 필터갯수가 더 많다는 점도 수요 증가요인이기도 하다. 4G 장비에서는 필터가 4~8개 필요했지만, 5G 장비에서는 32~64개가 요구된다. 이러한 우호적인 영업환경에 힘입어 동사의 중국향 필터 공급물량은 약 2배 가까이 증가할 것으로 기대되며, 본격적인 공급시점은 2분기 말부터로 예상된다. 이를 반영한 당사의 케이엠더블유 필터 매출액은 2020년 약 2,494억 원이 될 것으로 추정한다.

추가 성장모멘텀: 중국향 MMR 장비 공급여부에 주목

케이엠더블유의 추가 성장모멘텀은 중국향 5G MMR 공급여부에 따라 결정될 것으로 예상된다. 현재 China Unicom과 China Telecom의 공동망 구축계획의 영향으로 새로운 스펙의 장비가 요구되고 있다. 이에 대해 노키아가 국내 MMR 장비처럼 케이엠더블유와 공동개발 후 공급하게 될지, 아니면 노키아가 자체적으로 in-house 장비로 대응을 할지에 대한 결정이 아직 나지 않은 상황이다. 당사는 케이엠더블유의 실적을 추정하는 데에 있어서 이 부분을 제외하고, 공급이 확실시될 경우에 실적에 대한 기대치를 높이는 것이 바람직하다고 생각한다.

[그림25] 중국 기지국 2020년 68만 개까지 증가할 전망



자료: Huawei, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 통신세대별 기지국 내 필터숫자

항목	2G	3G	4G	5G
시스템 Input/Output	1X2	2X2 2X4	4X4 8X8	32X32 64X64
필터 개수	3	4~6	4~8	32~64

자료: 한화투자증권 리서치센터

미국, 일본향 매출도 기대

미국/일본향 기지국 장비
수주기대

케이엠더블유는 중국 외에 미국, 일본에서도 기지국 장비 수주가 기대된다. 미국 기지국 장비의 경우 현재 삼성전자와 공동개발 중이다. 미국은 3.5GHz 대역 주파수 경매가 6월에 예정되어 있기 때문에, 본격적인 수주는 하반기에 시작될 것으로 예상된다. 일본에서 주목해야 할 부분인 라쿠텐의 공격적인 투자계획이다. 라쿠텐은 시장의 신규 진입자로서 4G 인프라부터 구축해야 되기 때문에, 다른 통신사업자들 대비 장비업체의 수주기회가 더 클 것으로 예상된다. 일본 5G 기지국 장비는 현재 Fujitsu와 공동개발 중이며, 개발완료 시 큰 성장기회가 기대된다. 특히 Fujitsu의 1) 일본 통신장비 시장 내 높은 시장점유율과 2) in-house 장비비중이 낮아 외주생산 기회가 크다는 점은 동사에게 긍정적인 부분이라고 생각한다. 지난 3월 18일 공시한 890억 원 규모의 라쿠텐향 4G 기지국 장비수주는 일본 수주모멘텀의 시작을 의미한다고 생각한다.

[표8] 2020년 3월 18일 케이엠더블유의 라쿠텐향 수주 내용

항목	내용
고객사	라쿠텐
공급 장비	4G 기지국 장비(RRA, RTS)
확정 계약금액 (원)	89,038,723,200
계약 시작일	2020년 3월 18일
계약 종료일	2020년 12월 31일

자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 2020년 3월 27일 케이엠더블유의 북미향 수주 내용

항목	내용
고객사	Gigatera Communications
공급 장비	5G용 통신장비(3.5GHz MMR) 공급계약
확정 계약금액 (원)	48,586,337,634
계약 시작일	2020년 3월 26일
계약 종료일	2020년 7월 31일

자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	204	296	683	931	1,065
매출총이익	61	60	218	277	311
영업이익	-3	-26	137	193	223
EBITDA	7	-17	146	204	235
순이자손익	-6	-6	-5	-11	-10
외화관련손익	-3	4	-2	0	0
지분법손익	0	-1	1	2	1
세전계속사업손익	-8	-30	129	183	214
당기순이익	-9	-31	103	146	170
지배주주순이익	-9	-31	103	148	172
증가율(%)					
매출액	-3.2	45.4	130.5	36.4	14.3
영업이익	적지	적지	흑전	41.5	15.3
EBITDA	2,599.5	적전	흑전	40.0	15.3
순이익	적전	적지	흑전	42.4	16.4
이익률(%)					
매출총이익률	30.0	20.3	31.9	29.7	29.2
영업이익률	-1.5	-8.9	20.0	20.8	20.9
EBITDA 이익률	3.4	-5.6	21.3	21.9	22.1
세전이익률	-3.7	-10.0	19.0	19.6	20.1
순이익률	-4.3	-10.6	15.0	15.7	16.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-8	-37	-4	159	167
당기순이익	-9	-31	103	146	170
자산상각비	10	10	9	10	12
운전자본증감	-17	-24	-149	1	-17
매출채권 감소(증가)	-17	-8	-131	0	-19
재고자산 감소(증가)	-13	1	-23	0	-7
매입채무 증가(감소)	4	1	10	0	6
투자현금흐름	0	-22	-18	-25	-29
유형자산처분(취득)	1	-20	-14	-25	-28
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0.0	0.0	0.0
재무현금흐름	7	90	17	0	0
차입금의 증가(감소)	-1	27	23	0	0
자본의 증가(감소)	8	54	3	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	16	-8	160	158	184
(-)운전자본증가(감소)	8	20	127	-1	17
(-)설비투자	6	21	18	25	28
(+)자산매각	6	0	2	-1	-1
Free Cash Flow	7	-49	17	133	137
(-)기타투자	8	4	23	-1	-1
잉여현금	-1	-54	-6	134	138
NOPLAT	-2	-19	108	155	177
(+) Dep	10	10	9	10	12
(-)운전자본투자	8	20	127	-1	17
(-)Capex	6	21	18	25	28
OpFCF	-6	-51	-28	141	144

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	124	173	313	447	611
현금성자산	23	54	50	184	322
매출채권	45	63	187	187	205
재고자산	53	52	74	74	81
비유동자산	90	100	114	130	148
투자자산	12	9	13	13	14
유형자산	74	88	98	113	130
무형자산	4	3	3	4	4
자산총계	213	273	427	577	759
유동부채	141	163	179	180	189
매입채무	54	58	64	64	70
유동성이자부채	66	91	90	90	90
비유동부채	21	24	31	32	33
비유동이자부채	8	1	9	9	9
부채총계	162	187	210	212	222
자본금	8	9	20	20	20
자본잉여금	59	117	132	132	132
이익잉여금	-10	-41	61	209	382
자본조정	-5	1	3	3	3
자기주식	-6	-1	0	0	0
자본총계	51	86	217	365	537

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-261	-915	2,672	3,716	4,327
BPS	1,540	2,292	5,446	9,163	13,490
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	467	-226	4,175	3,960	4,620
ROA(%)	-4.1	-12.9	29.3	29.5	25.8
ROE(%)	-17.9	-45.5	67.8	50.9	38.2
ROIC(%)	-2.2	-17.6	57.5	58.4	61.4
Multiples(x, %)					
PER	-	-	19.1	15.4	13.2
PBR	8.3	4.8	9.4	6.2	4.2
PSR	2.1	1.3	2.9	2.4	2.1
PCR	27.2	-48.9	12.2	14.4	12.4
EV/EBITDA	68.4	-27.3	14.3	10.8	8.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	315.9	217.2	97.0	58.2	41.4
Net debt/Equity	100.0	43.8	22.5	-23.2	-41.5
Net debt/EBITDA	739.8	-227.6	33.5	-41.6	-94.8
유동비율	88.0	106.2	174.8	247.9	322.9
이자보상배율(배)	n/a	n/a	24.1	7.5	8.1
자산구조(%)					
투하자본	73.7	65.2	80.5	58.0	47.7
현금+투자자산	26.3	34.8	19.5	42.0	52.3
자본구조(%)					
차입금	59.1	51.6	31.3	21.3	15.5
자기자본	40.9	48.4	68.7	78.7	84.5

에치에프알 (230240)

골리앗을 상대하는 한국의 다윗



▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 3772-7698 / RA 박준호 junho.park@hanwha.com 3772-7693

Buy (유지)

목표주가(유지): 45,000원

현재 주가(4/2)	32,800원
상승여력	▲ 37.2%
시가총액	3,930억원
발행주식수	11,982천주
52 주 최고가 / 최저가	42,750 / 12,400원
90 일 일평균 거래대금	280.12억원
외국인 지분율	0.4%
주주 구성	
경중민 (외 3인)	34.4%
한국증권금융 (외 1인)	5.0%
자사주 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.3	10.1	31.7	164.5
상대수익률(KOSDAQ)	-3.8	25.8	40.8	187.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	135	157	238	319
영업이익	3	2	24	39
EBITDA	7	7	30	49
지배주주순이익	0	1	18	30
EPS	151	87	1,529	2,509
순차입금	-8	-6	-10	-24
PER	75.2	290.0	21.5	13.1
PBR	1.7	3.7	3.9	3.0
EV/EBITDA	18.5	45.0	12.7	7.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.7	1.3	20.2	26.1

주가 추이



에치에프알을 통신장비 업종 내 Top-pick 으로 제시합니다. 동사는 미국 5G 시장 진출로 인한 성장 가능성이 가장 뚜렷한 업체라고 생각합니다. 최근 COVID-19 리스크가 시장에 반영되고 있지만, 미국 5G 투자 Cycle에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상합니다.

2020년도 상저하고 예상

에치에프알의 2020년 분기실적은 2019년과 유사하게 상저하고의 패턴이 유지될 것으로 예상한다. 당사가 추정하는 에치에프알의 1분기 실적은 매출액 92억 원, 영업적자 71억 원으로 2019년보다 부진할 전망이다. 실적부진의 배경으로는 전년대비 감소할 국내(5G) 및 해외(4G) Fronthaul 매출로 추정한다. 하지만, 3분기부터 미국 5G 관련 매출반영이 시작될 것으로 예상되기 때문에, 초점을 하반기에 맞추는 것이 바람직하다고 생각한다.

미국 C-RAN 확대의 최대 수혜주

동사는 미국의 C-RAN 확대에 성장기회를 잡을 전망이다. 미국은 현재 C-RAN 점유율이 5~10% 수준인 상황인데, 5G의 경우 CAPEX/OPEX 절감을 위해서는 C-RAN 도입확대가 불가피하다. 에치에프알은 국내 SK텔레콤과 전세계 최초로 C-RAN Fronthaul 장비를 상용화 시킨 경험이 있으며, Verizon, AT&T형 공급 레퍼런스도 보유했기 때문에 큰 수혜가 기대된다. 더불어, 차세대 Fronthaul 장비인 Packet Fronthaul 장비에 대해서도 준비가 완료되어 기술 경쟁력이 Fronthaul 장비시장 내 지배력 강화로 이어질 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 45,000원 유지

에치에프알은 통신장비 업체들 중에서 미국 5G 수혜가 가장 기대되는 업체다. 이에 대한 기대감이 연초에 반영되면서 주가가 가파른 상승세를 보인 후 COVID-19 팬데믹 리스크가 반영되며 주가가 하락하였다. 당사는 1) 미국 내 COVID-19 확산으로 미국 5G Cycle이 소폭 늦어질 가능성, 2) 에치에프알과 고객사 간의 장비공급 관련 논의가 기존대비 속도가 더딜 가능성을 반영하여 매출액을 2,376억 원, 영업이익 236억 원으로 하향조정하였다. 다만, 미국 5G Cycle 수혜로 인해 2020년을 시작으로 2021년에 큰 폭의 성장이 기대된다는 점은 변하지 않았기 때문에 투자의견 Buy, 목표주가 45,000원을 유지한다.

투자이견 Buy, 목표주가 45,000 원 유지

[표10] 에치에프알 연간실적 추정

(단위: 십억 원)

항목	2019	2020F	2021F
매출액	156.7	237.5	318.8
- 국내 Fronthaul	60.4	51.3	48.6
- 해외 Fronthaul	22.4	59.1	134.8
- 인빌딩솔루션	-	47.3	49.8
유선	71.6	77.6	83.2
영업이익	2.2	23.6	39.0
영업이익률	1.4%	9.9%	12.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

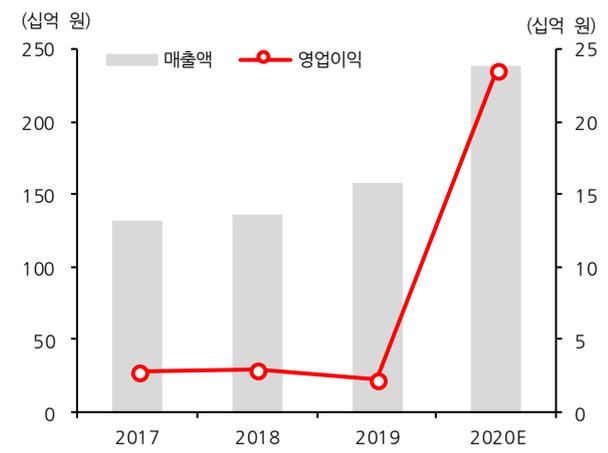
[표11] 에치에프알 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	2018	2019	2020E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	135.0	156.7	237.5	16.0	39.5	46.2	54.9	9.2	44.9	79.6	103.9
국내 Fronthaul	2.1	60.4	51.3	2.5	21.5	26.1	10.3	1.1	18.3	22.2	9.8
해외 Fronthaul	14.2	22.4	59.1	6.1	0.0	0.0	0.0	2.5	10.1	17.2	17.5
인빌딩솔루션	-	-	47.3	0.0	5.3	3.4	7.6	1.3	4.3	20.3	33.2
유선장비	115.5	71.6	77.6	5.2	12.6	15.1	38.7	3.7	11.6	19.4	42.8
영업이익	2.9	2.2	23.6	-5.0	2.4	4.0	0.8	-7.1	0.4	12.1	18.1
영업이익률	2.1%	1.4%	9.9%	-31.0%	6.1%	8.7%	1.4%	-76.8%	0.9%	15.3%	17.5%

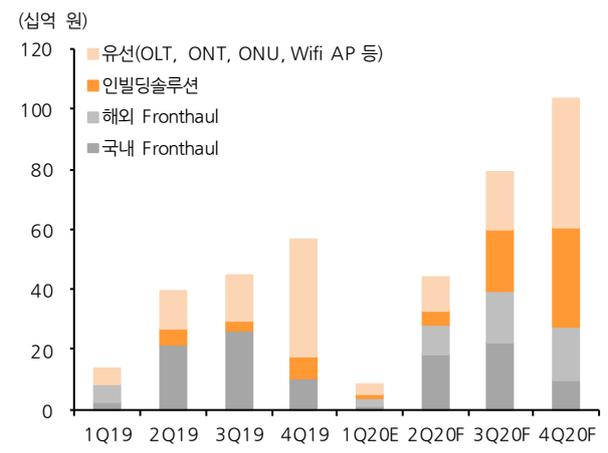
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 에치에프알 실적성장 지속될 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 에치에프알 제품별 매출추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

미국 C-RAN 확대의 핵심 조력자

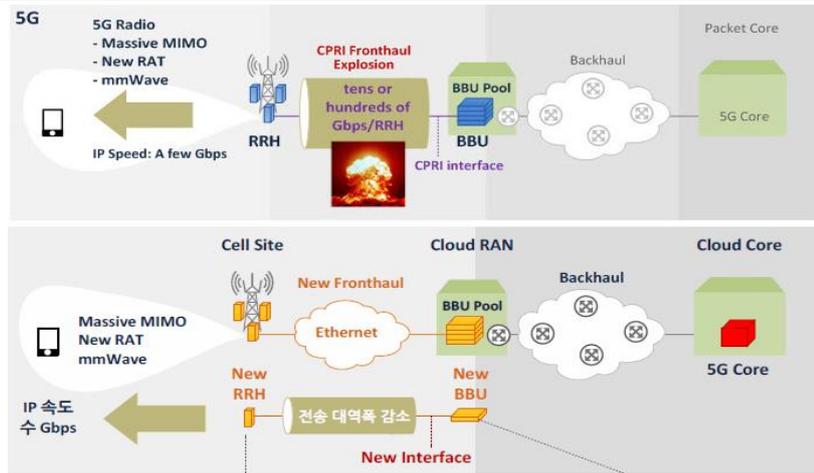
미국 C-RAN 확대에 주목

에치에프알의 가장 큰 미국 수혜포인트는 C-RAN 확대에 따른 Fronthaul 수요 증가다. 앞서 언급했듯이, 통신사업자가 네트워크 망을 구축하는데 있어서 가장 큰 고민 중 하나가 기지국/전송로 구축관련 비용이다. 5G 네트워크로 전환시 증가할 기지국 숫자를 감안하면, C-RAN 점유율(현재 5~ 10%로 추정) 증가는 불가피하다고 생각한다. 에치에프알은 전세계 최초로 C-RAN을 먼저 상용화 시킨 SK텔레콤에 Fronthaul 장비를 공급한 이력이 있으며, 미국 4G Cycle 후반부에 Verizon, AT&T에 1~ 3년간 공급 및 운영한 레퍼런스를 보유하고 있다. 이를 바탕으로 5G Cycle에서도 Verizon, AT&T에 Fronthaul 장비를 공급할 전망이다.

New fronthaul: Packet Fronthaul에 대한 준비 완료

차세대 C-RAN 네트워크에서 CPRI(Common Public Radio Interface: 분리된 DU와 RU간의 인터페이스 규격) 과부하 문제(4G CPRI 용량 2.45Gbps인 반면, 5G CPRI에서 요구되는 용량은 수십~ 수백 Gbps)를 해결하기 위해 Packet Fronthaul 장비가 주목받고 있다. Packet Fronthaul 장비를 통해서 통신사업자는 Fronthaul 대역폭 감소, RAN 가상화 등과 같은 이점을 취할 수 있다. 따라서, 향후 글로벌 네트워크 시장에서 Packet Fronthaul 장비에 대한 수요는 증가할 것으로 예상된다. 에치에프알은 Fronthaul 전송 장비에 대한 독보적 노하우를 바탕으로 Packet Fronthaul 장비개발이 끝난 상황이다. 미국 Verizon의 경우 mmWave 기반의 초고속 인터넷 서비스를 준비하고 있기 때문에 Packet Fronthaul 장비가 필요할 것으로 예상된다.

[그림28] Packet Fronthaul 장비를 통한 CPRI 과부하 해결



자료: Netmanias, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	131	135	157	238	319
매출총이익	18	21	24	53	70
영업이익	3	3	2	24	39
EBITDA	5	7	7	30	49
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	-2	1	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	2	0	1	24	39
당기순이익	3	1	0	19	31
지배주주순이익	3	0	1	18	30
증가율(%)					
매출액	16.5	3.2	16.1	51.6	34.2
영업이익	-61.6	1.9	-21.9	951.7	65.3
EBITDA	-44.7	25.8	-3.7	360.0	61.2
순이익	-59.0	-81.6	-26.9	4,391.6	64.2
이익률(%)					
매출총이익률	13.9	15.4	15.1	22.5	21.9
영업이익률	2.2	2.1	1.4	9.9	12.2
EBITDA 이익률	4.1	5.0	4.2	12.7	15.3
세전이익률	1.8	0.3	0.9	10.1	12.4
순이익률	2.4	0.4	0.3	8.0	9.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-2	-3	13	24	39
당기순이익	3	1	0	19	31
자산상각비	3	4	4	7	10
운전자본증감	-6	-12	5	-1	-1
매출채권 감소(증가)	1	-7	16	-1	-1
재고자산 감소(증가)	-1	-8	-4	-1	-1
매입채무 증가(감소)	-8	3	-9	0	0
투자현금흐름	-4	4	-13	-21	-25
유형자산처분(취득)	-1	-2	-8	-12	-16
무형자산 감소(증가)	-3	-3	-5	-8	-8
투자자산 감소(증가)	-2	9	1	0	0
재무현금흐름	-1	14	15	0	0
차입금의 증가(감소)	-1	0	17	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	5	10	9	25	40
(-)운전자본증가(감소)	8	6	-3	1	1
(-)설비투자	1	2	8	12	16
(+)자산매각	-3	-3	-4	-8	-8
Free Cash Flow	-7	-1	0	4	14
(-)기타투자	-4	6	0	0	0
잉여현금	-3	-7	0	3	14
NOPLAT	2	2	1	19	31
(+) Dep	3	4	4	7	10
(-)운전자본투자	8	6	-3	1	1
(-)Capex	1	2	8	12	16
OpFCF	-4	-2	1	12	23

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	78	102	103	108	123
현금성자산	9	22	35	38	52
매출채권	44	51	35	36	37
재고자산	19	26	31	31	32
비유동자산	25	27	34	48	63
투자자산	9	10	10	10	10
유형자산	4	5	12	22	33
무형자산	12	12	12	16	20
자산총계	103	128	137	156	187
유동부채	38	40	42	43	43
매입채무	20	24	16	16	16
유동성이자부채	14	11	21	21	21
비유동부채	11	8	13	13	13
비유동이자부채	5	3	8	8	8
부채총계	49	48	55	56	56
자본금	3	6	6	6	6
자본잉여금	2	23	24	24	24
이익잉여금	46	46	47	65	96
자본조정	1	4	4	4	4
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	54	80	82	100	130

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	2,103	151	87	1,529	2,509
BPS	34,132	6,728	6,813	8,342	10,851
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	3,387	3,484	731	2,096	3,336
ROA(%)	3.1	0.4	0.8	12.5	17.6
ROE(%)	6.4	0.7	1.3	20.2	26.1
ROIC(%)	3.7	3.2	0.9	23.1	32.0
Multiples(x, %)					
PER	5.0	75.2	290.0	21.5	13.1
PBR	0.3	1.7	3.7	3.9	3.0
PSR	0.1	0.2	1.9	1.7	1.2
PCR	3.1	3.3	34.5	15.6	9.8
EV/EBITDA	4.7	18.5	45.0	12.7	7.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	90.8	60.2	67.1	55.6	43.4
Net debt/Equity	18.1	-9.7	-7.9	-9.7	-18.1
Net debt/EBITDA	180.4	-113.5	-98.8	-32.1	-48.5
유동비율	203.3	252.4	244.1	252.0	284.5
이자보상배율(배)	8.0	6.7	5.5	53.9	92.2
자산구조(%)					
투하자본	76.3	69.3	62.0	64.6	62.4
현금+투자자산	23.7	30.7	38.0	35.4	37.6
자본구조(%)					
차입금	26.3	15.3	26.0	22.3	18.1
자기자본	73.7	84.7	74.0	77.7	81.9

RFHIC (218410)

GaN 트랜지스터 수요확대의 초입



▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 3772-7698 / RA 박준호 junho.park@hanwha.com 3772-7693

Buy (신규)

목표주가(신규): 50,000원

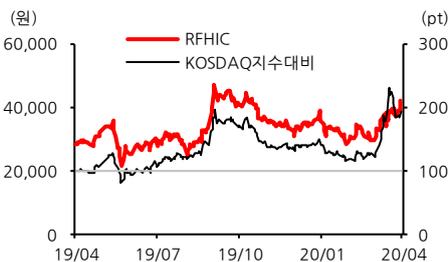
현재 주가(4/2)	42,000원
상승여력	▲ 19.0%
시가총액	10,016억원
발행주식수	23,848천주
52 주 최고가 / 최저가	47,400 / 21,750원
90 일 일평균 거래대금	449.38억원
외국인 지분율	6.1%
주주 구성	
조덕수 (외 10 인)	37.8%
국민연금공단 (외 1 인)	5.5%
자사주신탁 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	39.8	7.3	2.9	45.8
상대수익률(KOSDAQ)	49.3	23.1	12.0	69.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	108	108	185	238
영업이익	27	18	40	55
EBITDA	30	23	46	63
지배주주순이익	24	20	38	54
EPS	1,081	859	1,619	2,254
순차입금	-69	-109	-119	-157
PER	22.7	38.9	23.6	18.6
PBR	3.5	4.0	4.2	3.5
EV/EBITDA	16.0	29.9	19.3	13.5
배당수익률	0.8	0.5	0.5	0.5
ROE	17.2	11.2	17.7	20.5

주가 추이



RFHIC 는 1999 년 설립된 GaN 트랜지스터/전력증폭기 제조업체입니다. 동사는 5G 무선 기지국에 들어가는 GaN 트랜지스터의 경쟁력을 바탕으로 글로벌 5G Cycle 에서 견조한 성장세가 기대됩니다. 투자의견 Buy 와 목표주가 50,000 원으로 커버리지 개시합니다.

GaN 트랜지스터 적용 확대에 주목

RFHIC는 GaN 트랜지스터/전력증폭기를 제조하는 업체다. 동사의 주요 성장동력은 5G 기지국에 들어가는 GaN 트랜지스터에서 기대된다. GaN은 현재까지 기지국에 mainstream으로 적용되던 LDMOS를 대체할 차세대 소재로 주목받고 있다. LDMOS 대비 전력소모량이 20% 낮고, 방열효율이 5배 가량 높으면서 크기는 1/2 수준으로 작기 때문이다. 동사는 글로벌 GaN 트랜지스터 시장 내 점유율이 두번째로 높아, 5G 기지국 시장에서 GaN 트랜지스터 점유율이 상승하면서 실적이 우상향할 것으로 예상된다.

삼성전자가 성장 견인, 중국은 이제 플러스 알파

그 동안 RFHIC는 화웨이 매출비중이 크다는 이유로 중국 5G 관련주라는 인식이 강했다. 하지만, 화웨이향 트랜지스터의 경우, 원자재 관련 이슈로 4G 트랜지스터만 공급을 기대하고 있기 때문에, 현 시점에서 5G 트랜지스터 매출에 대한 보수적 접근이 바람직하다고 생각한다. 오히려 주요 성장동력은 1) 국내 중계기 시장 개화에 따른 트랜지스터 수요증가, 2) 삼성전자향 GaN 트랜지스터 매출증가에서 기대되는 상황이고, 3) 미국시장에서 중화권 업체보다는 삼성전자가 약진할 가능성이 높기 때문에 중국보다는 삼성전자의 글로벌 시장내 점유율 확대에 초점을 맞추는 것이 적합하다고 생각한다.

투자의견 Buy, 목표주가 50,000원으로 커버리지 개시

RFHIC에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 50,000원으로 커버리지를 개시한다. RFHIC의 2020년 예상실적으로 매출액 1,849억 원(+71.6% y-y), 영업이익 401억 원(+123.6% y-y)을 추정한다. 최근 동사의 주가는 삼성전자향 GaN 트랜지스터 매출확대에 대한 기대감을 반영하고 있다. 1) GaN 트랜지스터 시장이 동사를 포함한 2개 업체로 과점화된 시장이라는 점과, 2) 글로벌 5G Cycle 수혜가 온기로 반영되는 시점이 2021년이라는 점을 감안했을 때 상승여력은 충분하다고 생각한다.

투자이견 Buy, 목표주가 50,000 원으로 커버리지 개시

RFHIC에 대해 투자이견 Buy, 목표주가 50,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가를 산출하기 위해 동사의 2020년 예상 순이익 380억 원과 동사의 과거 Trailing PER 평균치인 31.7배를 적용하였다. 동사가 업종 Peer 대비 높은 PER Band를 형성하고 있는 이유는 1) 주력 제품인 GaN 트랜지스터가 동사를 포함한 2개의 업체로 과점화된 시장을 형성하고 있으며, 2) 기존에 mainstream 부품이었던 LDMOS를 대체하기 시작하여 3) 성장초입에 들어섰다고 판단되기 때문이라고 생각한다. 더불어, 글로벌 5G Cycle 수혜가 온기로 반영될 해는 2021년이라는 점을 감안할 때, Upside에 제한을 두기 보다 이익성장의 방향성을 열어두고 목표주가를 산정하는 것이 바람직하다고 생각한다.

[표12] RFHIC 목표주가 산출

(단위: 십억 원)

항목	내용	비고
1) RFHIC 2020년 예상 순이익	38.0	
2) Target PER multiple	31.7	과거 Trailing PER 평균
3) Target 시가총액	1,203.7	
4) 주식수	23,847,620	
5) 적정주가(원)	50,473	
6) Upside	20.2%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표13] RFHIC 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	2018	2019	2020E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	108.1	107.8	184.9	34.8	35.4	14.9	22.7	22.2	21.5	55.8	85.4
GaN 트랜지스터	77.1	66.6	131.5	21.1	23.8	7.2	14.5	9.6	8.3	42.5	71.1
전력증폭기	26.6	38.1	50.3	13.1	10.9	6.8	7.3	11.9	12.5	12.5	13.4
MMIC	2.4	2.2	2.2	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
기타	2.0	0.9	0.9	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
영업이익	26.7	17.9	40.1	7.7	9.6	-0.4	1.0	1.4	0.6	13.7	24.4
영업이익률	24.7%	16.6%	21.7%	22.2%	27.2%	-2.8%	4.4%	6.3%	2.6%	24.6%	28.6%

자료: 한화투자증권 리서치센터

GaN 트랜지스터 시장확대에 주목

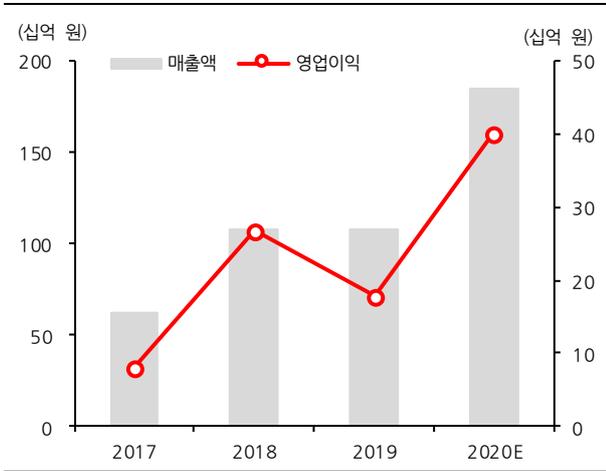
GaN 트랜지스터의 장점

RFHIC는 통신장비에 들어가는 GaN 트랜지스터 공급업체다. GaN(Gallium Nitride: 질화갈륨)을 SiC(Silicon Carbide: 실리콘카바이드)에 올린 형태의 부품으로 현재까지 트랜지스터 시장에서 mainstream으로 사용되고 있는 LDMOS(Laterally Diffused Metal Oxide Semiconductor: 수평형 전력소자) 트랜지스터를 대체하게 될 차세대 부품이다. GaN 트랜지스터는 1) LDMOS 대비 전력 소모량이 20% 낮고, 2) 발열효율은 5배 높으며, 3) 크기는 절반수준으로 작다. 4G 기지국의 경우 트랜지스터가 8~16개 요구되지만, 5G 기지국에서는 32~64개의 트랜지스터가 요구되기 때문에, 전력소모량과 발열효율 개선에 대한 수요가 더욱 커질 전망이다. 따라서 기지국 장비스펙 상향 평준화의 영향으로 GaN 트랜지스터 수요는 지속적으로 증가할 것으로 예상된다.

New fronthaul: Packet Fronthaul에 대한 준비 완료

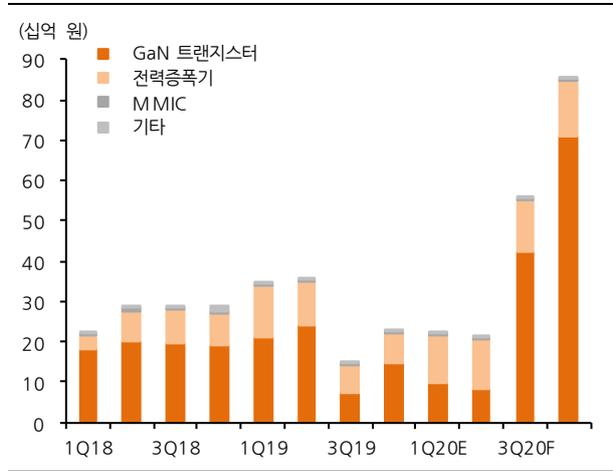
업계 관계자들에 따르면, 현재 통신용 RF 트랜지스터 시장에서 LDMOS와 GaN이 차지하고 있는 비중은 각각 75%, 25% 수준이다. 그리고 GaN 트랜지스터 시장은 현재 일본의 Sumitomo(시장점유율 약 80%)와 RFHIC(시장점유율 약 20%)가 양분하고 있다. 당사는 2020년부터 삼성전자의 GaN 트랜지스터 적용확대로 RFHIC의 점유율이 상승할 것으로 예상된다. 삼성전자의 5G GaN 트랜지스터 수요 증가를 반영한 당사의 RFHIC 2020년 GaN 트랜지스터 매출액 추정치는 1,315억원(+97.4% y-y)이다.

[그림29] RFHIC 2020년 실적 고성장 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림30] RFHIC 제품별 매출추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	62	108	108	185	238
매출총이익	21	47	40	67	89
영업이익	8	27	18	40	55
EBITDA	11	30	23	46	63
순이자손익	0	0	2	5	5
외화관련손익	-1	0	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	7	27	20	45	60
당기순이익	6	25	20	38	53
지배주주순이익	6	24	20	38	54
증가율(%)					
매출액	1.3	74.2	-0.3	71.6	28.7
영업이익	47.7	230.8	-32.9	123.6	38.1
EBITDA	36.7	173.8	-24.5	100.7	36.6
순이익	10.1	314.6	-20.6	93.0	34.4
이익률(%)					
매출총이익률	33.9	43.2	36.7	36.3	37.5
영업이익률	13.0	24.7	16.6	21.7	23.3
EBITDA 이익률	17.8	28.0	21.2	24.8	26.3
세전이익률	10.6	25.1	18.9	24.4	25.4
순이익률	9.9	23.5	18.7	20.5	22.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	5	48	27	32	60
당기순이익	6	25	20	38	53
자산상각비	3	4	5	6	7
운전자본증감	-5	16	3	-1	-1
매출채권 감소(증가)	-1	-7	10	0	0
재고자산 감소(증가)	2	2	-6	-1	-1
매입채무 증가(감소)	-5	3	4	0	0
투자현금흐름	3	-30	-8	-18	-22
유형자산처분(취득)	-2	-7	-9	-15	-20
무형자산 감소(증가)	-1	0	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	10	-22	8	-1	-1
재무현금흐름	-2	26	10	-5	0
차입금의 증가(감소)	-1	22	5	0	0
자본의 증가(감소)	0	3	-4	-5	0
배당금의 지급	0	1	4	5	0
총현금흐름	12	32	25	33	61
(-)운전자본증가(감소)	8	-20	-2	14	1
(-)설비투자	2	8	9	15	20
(+)자산매각	-1	0	-1	-1	-1
Free Cash Flow	1	45	17	2	39
(-)기타투자	2	4	5	-12	1
잉여현금	0	40	13	14	38
NOPLAT	8	25	18	35	48
(+) Dep	3	4	5	6	7
(-)운전자본투자	8	-20	-2	14	1
(-)Capex	2	8	9	15	20
OpFCF	1	41	16	11	35

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	107	178	191	202	242
현금성자산	39	102	122	132	170
매출채권	17	23	13	14	14
재고자산	50	47	52	53	55
비유동자산	48	56	69	81	95
투자자산	6	10	19	19	20
유형자산	36	40	45	56	69
무형자산	6	5	5	6	6
자산총계	155	234	260	283	337
유동부채	25	44	43	30	30
매입채무	7	12	15	15	15
유동성이자부채	17	8	12	12	12
비유동부채	3	27	2	2	2
비유동이자부채	1	25	1	1	1
부채총계	28	71	45	32	32
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	52	61	87	87	87
이익잉여금	61	84	99	135	189
자본조정	-2	1	1	1	1
자기주식	-2	0	0	0	0
자본총계	127	164	216	251	305

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	770	1,081	859	1,619	2,254
BPS	5,587	6,976	8,387	9,884	12,137
DPS	50	200	200	200	200
CFPS	1,471	1,424	1,079	1,383	2,558
ROA(%)	4.3	12.4	8.1	14.8	17.3
ROE(%)	5.4	17.2	11.2	17.7	20.5
ROIC(%)	8.0	26.3	19.4	32.3	37.3
Multiples(x, %)					
PER	21.8	22.7	38.9	23.6	18.6
PBR	3.0	3.5	4.0	4.2	3.5
PSR	2.2	5.1	7.2	5.4	4.2
PCR	11.4	17.3	31.0	30.4	16.4
EV/EBITDA	31.6	16.0	29.9	19.3	13.5
배당수익률	0.3	0.8	0.5	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	21.7	43.1	20.7	12.6	10.5
Net debt/Equity	-16.2	-42.1	-50.7	-47.4	-51.5
Net debt/EBITDA	-186.6	-227.8	-478.1	-259.5	-250.6
유동비율	430.3	407.7	448.0	684.0	806.3
이자보상배율(배)	27.2	17.9	16.0	1,195.4	1,514.4
자산구조(%)					
투하자본	69.9	43.6	40.8	44.7	42.0
현금+투자자산	30.1	56.4	59.2	55.3	58.0
자본구조(%)					
차입금	12.5	16.8	5.7	4.9	4.1
자기자본	87.5	83.2	94.3	95.1	95.9

오이솔루션 (138080)

2021년을 기대하고 기다리자



▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 3772-7698 / RA 박준호 junho.park@hanwha.com 3772-7693

Hold (하향)

목표주가(하향): 39,000원

현재 주가(4/2)	38,550원
상승여력	▲ 1.2%
시가총액	4,096억원
발행주식수	10,624천주
52 주 최고가 / 최저가	54,744 / 18,730원
90 일 일평균 거래대금	155.19억원
외국인 지분율	4.7%
주주 구성	
박찬 (외 6인)	29.1%
유준상 (외 1인)	1.4%
이상호 (외 1인)	0.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.5	-26.3	-11.5	94.8
상대수익률(KOSDAQ)	13.0	-10.5	-2.4	118.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	82	210	173	227
영업이익	0	58	38	60
EBITDA	5	64	44	67
지배주주순이익	3	46	30	47
EPS	261	4,610	3,051	4,782
순차입금	3	-25	-36	-87
PER	50.9	10.1	12.6	8.1
PBR	1.9	4.1	2.7	2.0
EV/EBITDA	26.7	7.4	8.5	4.8
배당수익률	0.9	0.3	0.3	0.3
ROE	3.8	50.5	23.7	28.7

주가 추이



오이솔루션은 국내 트랜시버 수요둔화에 따라 2020년 실적이 부진할 전망이다. 다만, 4분기부터 시작될 것으로 예상되는 미국향 광트랜시버 수출이 2021년 실적성장에 기여할 가능성은 열려있다고 생각합니다. 해외매출이 본격화되기 전까지 실적부진이 예상됨에 따라 투자의견을 Hold로 하향하고 목표주가는 39,000원으로 하향조정합니다.

2020년 국내 광트랜시버 수요둔화 예상

당사는 오이솔루션의 2020년 실적을 매출액 1,729억 원(-17.8% y-y), 영업이익 381억 원(-34.5% y-y)로 추정한다. 매출액 감소의 배경으로 1) 국내 광트랜시버 수요둔화, 2) 제품 단가인하를 제시한다. 영업이익률의 경우 투자 Cycle 중반부에 흔히 발생하는 고객사의 단가인하 요구에 따라 수익성이 하락할 것을 감안하여 전년 대비 5.6%p 하향조정(2019년 27.7% → 2020년 22.1%)하였다.

국내 점유율 상승, 추가 업사이드 변수에도 주목

5G Cycle 중반부에 진입함에 따라 국내 트랜시버 수요가 둔화될 가능성이 존재하지만, 오이솔루션의 경우 점유율 상승을 통해 일부 상쇄할 것으로 예상된다. 경쟁사의 시장 내 입지하락으로 인해 오이솔루션의 SK텔레콤향 공급물량 증가가 기대되기 때문이다. 이 외에 추가 실적 업사이드 변수는 1) 미국/일본향 물량이 하반기부터 본격적으로 매출에 기여할 가능성, 2) LD(Laser Diode) Chip의 내재화로 인한 이익률 개선과 LD Chip의 수출 가능성으로 예상된다.

투자의견 Hold, 목표주가 39,000원으로 하향조정

오이솔루션 주가의 하락세는 1) 시장기대치를 하회한 2H19 실적, 2) 국내 Cycle 중반부 진입에 따른 단가인하에 대한 우려, 3) 해외 매출액의 실적기여 시점에 대한 우려, 4) COVID-19 사태로 인한 매크로 불확실성을 반영한 결과라고 생각한다. 현 주가 수준은 2020년 실적 기준 PER 12.6배이다. 이는 통신장비 업종 내에서 저평가받고 있는 수준이다. 하지만, 2020년 통신장비 업종 내 차별화 포인트는 해외진출을 통한 실적성장이기 때문에 이를 확인하고 매수접근 할 것을 권고한다. 따라서 투자의견을 Hold로 하향하고, 목표주가는 39,000원으로 하향 조정한다.

투자이견 Hold 로 하향, 목표주가 39,000 원으로 하향조정

[표14] 오이솔루션 목표주가 산출

(단위: 십억 원)

항목	내용	비고
1) 오이솔루션 2020E 순이익	30.2	
2) Target PER multiple	10.0	업종평균 2020E PER 배수 30% 할인
3) Target 시가총액	302.0	
4) 주식수	7,739,532	
5) 적정주가(원)	39,018	
6) Upside	1.2%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

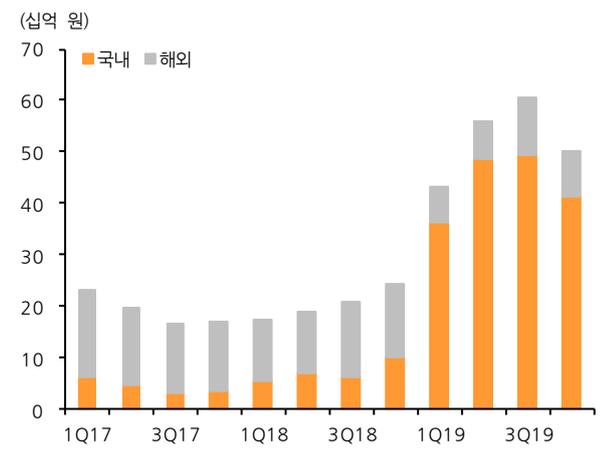
[표15] 오이솔루션 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	2018	2019	2020E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	81.5	210.3	172.9	43.4	56.0	60.6	50.2	20.9	31.8	59.5	60.7
-y-y	6.4%	158.0%	-17.8%	151.6%	200.4%	189.6%	103.6%	-51.8%	-43.3%	-1.9%	21.0%
-q-q	-	-	-	-54.5%	79.1%	6.1%	66.3%	66.3%	66.3%	66.3%	66.3%
영업이익	0.2	58.3	38.1	9.7	16.5	19.9	12.1	0.2	4.0	16.7	17.3
-y-y	흑자전환	24,820.2%	-34.5%	흑자전환	흑자전환	1,814.8%	612.2%	-98.1%	-75.8%	-16.3%	43.1%
-q-q	-	-	-	474.4%	69.8%	20.5%	-39.4%	-98.5%	2083.1%	317.6%	3.6%
영업이익률	0.3%	27.7%	22.1%	22.4%	29.5%	32.9%	24.0%	0.9%	12.6%	28.1%	28.5%

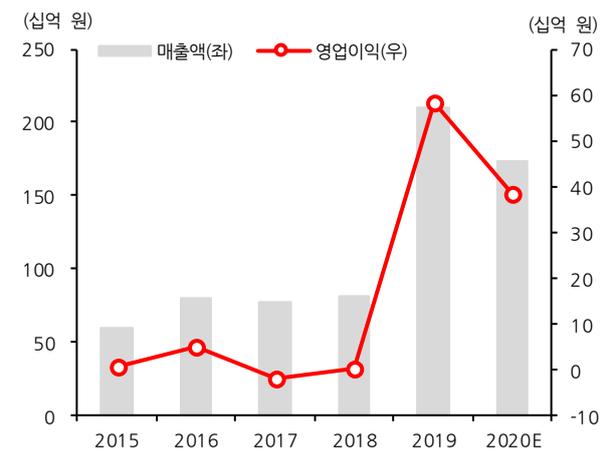
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 오이솔루션 분기별 매출추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 오이솔루션 2020년 매출/영업이익 감소할 전망이다



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	77	82	210	173	227
매출총이익	23	27	87	70	95
영업이익	-2	0	58	38	60
EBITDA	3	5	64	44	67
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	-2	1	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-4	2	58	38	60
당기순이익	-2	3	46	30	47
지배주주순이익	-2	3	46	30	47
증가율(%)					
매출액	-3.9	6.4	158.0	-17.8	31.2
영업이익	적전	흑전	24,820.2	-34.5	56.9
EBITDA	-68.4	88.5	1,164.6	-31.1	52.6
순이익	적전	흑전	1,682.9	-34.4	56.7
이익률(%)					
매출총이익률	29.5	33.6	41.6	40.6	41.7
영업이익률	-2.5	0.3	27.7	22.1	26.4
EBITDA 이익률	3.5	6.2	30.3	25.4	29.5
세전이익률	-4.9	2.4	27.8	22.1	26.4
순이익률	-2.3	3.2	21.9	17.5	20.9

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	4	1	42	25	68
당기순이익	-2	3	56	30	47
자산상각비	5	5	5	6	7
운전자본증감	0	-8	-22	-12	13
매출채권 감소(증가)	4	-3	-10	-8	11
재고자산 감소(증가)	-3	-2	-8	-5	2
매입채무 증가(감소)	0	0	0	1	-1
투자현금흐름	-4	-11	-28	-13	-17
유형자산처분(취득)	-4	-5	-6	-11	-15
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-6	-22	-1	-1
재무현금흐름	14	-1	-1	-1	-1
차입금의 증가(감소)	0	0	-1	0	0
자본의 증가(감소)	14	-1	-1	-1	-1
배당금의 지급	1	1	1	1	1
총현금흐름	5	9	65	36	55
(-)운전자본증가(감소)	-5	4	10	12	-13
(-)설비투자	4	5	6	11	15
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	5	-1	48	13	53
(-)기타투자	5	3	12	1	1
잉여현금	0	-3	36	12	52
NOPLAT	-1	0	46	30	47
(+) Dep	5	5	5	6	7
(-)운전자본투자	-5	4	10	12	-13
(-)Capex	4	5	6	11	15
OpFCF	4	-5	35	13	52

주: IFRS 연결 기준

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	57	57	105	129	167
현금성자산	23	17	44	56	106
매출채권	15	19	31	39	28
재고자산	19	20	25	30	28
비유동자산	39	42	48	54	63
투자자산	8	11	15	15	16
유형자산	30	30	32	38	46
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	96	99	153	184	230
유동부채	25	25	35	37	37
매입채무	3	4	7	9	8
유동성이자부채	20	19	19	19	19
비유동부채	4	6	5	5	5
비유동이자부채	0	0	0	0	0
부채총계	29	31	40	42	42
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	27	27	27	27	27
이익잉여금	34	35	80	109	155
자본조정	2	2	2	2	2
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	67	68	113	142	188

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-192	261	4,610	3,051	4,782
BPS	6,765	6,876	11,392	14,324	18,986
DPS	100	120	120	120	120
CFPS	528	940	6,547	3,676	5,551
ROA(%)	-1.9	2.6	36.3	18.0	22.9
ROE(%)	-2.9	3.8	50.5	23.7	28.7
ROIC(%)	-2.3	0.3	61.4	33.0	48.3
Multiples(x, %)					
PER	-	50.9	10.1	12.6	8.1
PBR	1.3	1.9	4.1	2.7	2.0
PSR	1.1	1.6	2.2	2.2	1.7
PCR	17.2	14.1	7.1	10.5	6.9
EV/EBITDA	32.6	26.7	7.4	8.5	4.8
배당수익률	1.1	0.9	0.3	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	43.5	45.7	35.3	29.5	22.2
Net debt/Equity	-4.0	4.0	-21.9	-25.4	-46.1
Net debt/EBITDA	-100.5	53.5	-38.8	-81.9	-129.3
유동비율	230.8	224.8	297.3	349.0	452.6
이자보상배율(배)	n/a	0.5	98.8	54.6	86.3
자산구조(%)					
투하자본	66.2	70.8	58.3	58.5	43.8
현금+투자자산	33.8	29.2	41.7	41.5	56.2
자본구조(%)					
차입금	23.0	22.4	14.8	12.1	9.4
자기자본	77.0	77.6	85.2	87.9	90.6

솔리드 (050890)

글로벌 중계기 강자



▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 3772-7698 / RA 박준호 junho.park@hanwha.com 3772-7693

Not Rated

현재 주가(4/2)	5,380원
상승여력	-
시가총액	2,808억원
발행주식수	52,185천주
52 주 최고가 / 최저가	6,900 / 3,420원
90 일 일평균 거래대금	147.82억원
외국인 지분율	1.4%
주주 구성	
경준 (외 9인)	12.4%
미래에셋자산운용 (외 6인)	8.1%
자사주 (외 1인)	0.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.8	-4.8	-10.5	56.6
상대수익률(KOSDAQ)	4.8	11.0	-1.4	79.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	240	254	223	229
영업이익	11	21	1	-4
EBITDA	36	33	6	3
지배주주순이익	-69	-22	9	5
EPS	-2,706	-699	246	88
순차입금	85	34	38	47
PER	-1.3	-6.3	13.2	61.3
PBR	1.4	2.4	1.5	2.4
EV/EBITDA	5.3	5.6	26.4	102.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-73.5	-27.6	9.5	4.0

주가 추이



솔리드는 2020년 국내 Fronthaul 장비/중계기 매출과 미국/일본향 중계기 수주로 매출액이 약 10% 성장할 전망입니다. 올해 예상실적만 놓고 보면 밸류에이션이 부담스러울 수 있으나, 2021년에 글로벌 중계기 시장에서 큰 수혜가 가능한 업체이기 때문에 주목해야한다고 생각합니다.

중계기/Fronthaul 장비공급 업체

솔리드는 1998년 설립되어 2005년 7월에 코스닥 상장한 통신장비 업체다. 주요 제품은 DAS(Distributed Antenna System: 중계기)장비와 Fronthaul 장비다. 2019년에는 국내 5G 인프라투자가 시작되면서 Fronthaul 장비수요가 증가하여 관련 매출이 증가하였다. 2020년에는 국내 Fronthaul 수요가 소폭 감소하겠으나, 중계기 시장이 개화되면서 국내 5G Fronthaul 장비 매출감소를 상쇄할 것으로 예상된다.

2021년부터 미국/일본 중계기 사업 기대

미국/일본은 2020년부터 5G 투자가 본격화 될 전망이다. 솔리드의 주력 제품인 DAS장비의 경우 Cycle 초반보다 중반부에 시장이 개화되기 때문에 2020년보다는 2021년에 해외에서 의미있는 수혜를 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 솔리드는 미국 DAS시장에서 점유율 3~4위 수준을 유지하고 있다. 고객사로는 AT&T를 제외한 주요 통신사업자들을 모두 보유하고 있다. 일본고객사로는 NTT Docomo, KDDI, JMCIA(Japan Mobile Communications Infrastructure Association: 일본 통신 4사가 출자한 광중계기 설치 회사) 등이 있다. 당사가 예상하는 솔리드의 미국/일본 지역별 매출액은 미국 750억 원(2019년 700억 원), 일본 250억 원(2019년 250억 원) 수준이다.

밸류에이션 부담스럽지만 2021년 성장에 주목

당사가 추정하는 솔리드의 2020년 예상 실적은 매출액 2,515억 원(+9.7% y-y), 영업이익 105억 원(흑자전환 y-y)을 예상한다. 올해 실적으로만 접근했을 때는 밸류에이션이 부담스러운 수준이지만, 2021년에 기대되는 글로벌 중계기 시장 개화를 감안했을 때, 지속적으로 관심을 가져야할 기업이라고 생각한다.

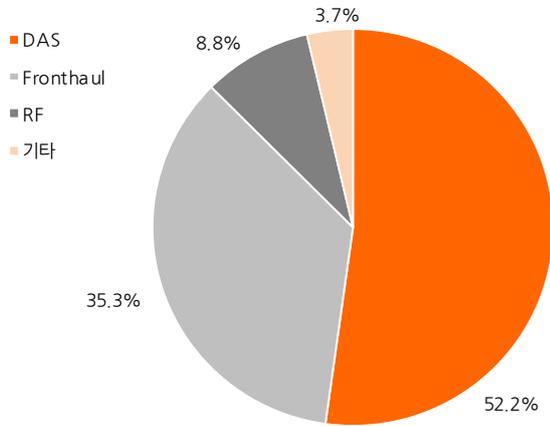
[표16] 솔리드 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
매출액	222.6	229.3	251.5	41.7	59.8	63.9	57.2	29.5	59.7	53.9	86.2
-y-y	-12.3%	3.0%	9.7%	1.2%	-9.5%	-19.6%	-14.7%	-29.3%	-0.2%	-15.7%	50.8%
-q-q	-	-	-	-37.8%	43.5%	6.7%	-10.5%	-48.4%	102.5%	-9.8%	60.0%
영업이익	1.1	-3.5	10.5	-1.2	0.7	4.7	-3.1	-7.8	-5.0	0.1	9.2
-y-y	-94.9%	적자전환	흑자전환	적자지속	-92.3%	-53.4%	적자전환	적자지속	적자전환	-98.8%	흑자전환
-q-q	-	-	-	적자전환	흑자전환	561.2%	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	16965.1%
영업이익률	0.5%	-1.5%	4.2%	-2.9%	1.2%	7.3%	-5.5%	-26.4%	-8.4%	0.1%	10.7%

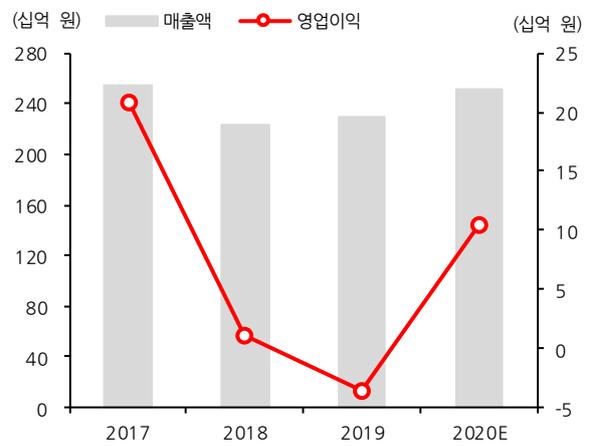
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 솔리드 사업별 매출비중



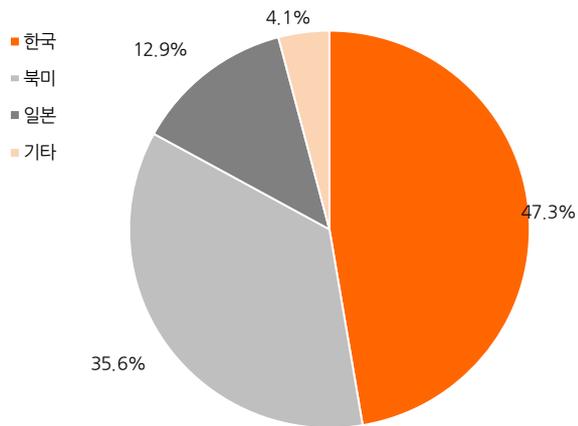
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 솔리드 연간실적 추이



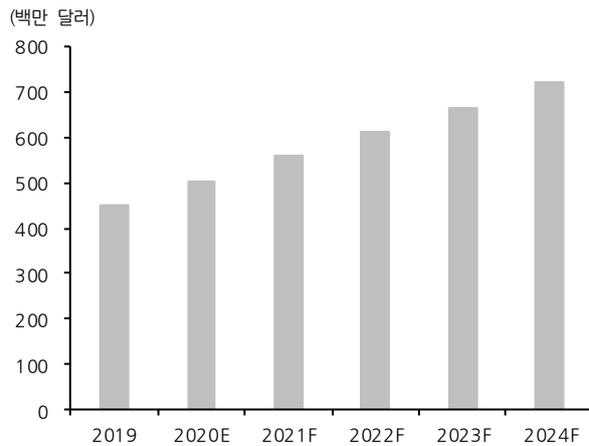
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 솔리드 지역별 매출비중



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 미국 DAS 시장규모 전망



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	190	240	254	223	229
매출총이익	49	75	91	68	66
영업이익	5	11	21	1	-4
EBITDA	9	36	33	6	3
순이자손익	-2	-7	-7	-5	-4
외화관련손익	2	0	-3	2	3
지분법손익	0	1	0	0	0
세전계속사업손익	9	10	17	10	1
당기순이익	4	-71	-26	11	5
지배주주순이익	4	-69	-22	9	5
증가율(%)					
매출액	-5.3	26.2	5.8	-12.3	3.0
영업이익	-68.0	106.8	89.1	-94.9	적전
EBITDA	-52.6	287.7	-10.3	-81.1	-47.9
순이익	-73.7	적전	적지	흑전	-51.8
이익률(%)					
매출총이익률	25.9	31.3	35.7	30.8	28.6
영업이익률	2.8	4.6	8.2	0.5	-1.5
EBITDA 이익률	4.9	15.2	12.9	2.8	1.4
세전이익률	4.7	4.2	6.7	4.4	0.3
순이익률	2.0	-29.8	-10.2	5.0	2.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	1	-41	19	-11	-16
당기순이익	4	-71	-26	11	5
자산상각비	4	25	12	5	7
운전자본증감	-5	-13	29	-13	-22
매출채권 감소(증가)	-12	-16	-5	13	-11
재고자산 감소(증가)	6	-9	17	-9	-35
매입채무 증가(감소)	5	-18	21	-6	25
투자현금흐름	-26	-4	7	2	3
유형자산처분(취득)	-2	-2	1	-2	-4
무형자산 감소(증가)	-2	-14	4	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	1	7
재무현금흐름	17	56	-9	-6	-3
차입금의 증가(감소)	19	40	-34	-4	-2
자본의 증가(감소)	-2	17	25	0	0
배당금의 지급	2	1	0	0	0
총현금흐름	11	-17	-2	11	7
(-)운전자본증가(감소)	-32	-28	-6	17	19
(-)설비투자	2	4	4	2	4
(+)자산매각	-1	-12	9	-1	-1
Free Cash Flow	40	-4	9	-9	-17
(-)기타투자	60	29	-25	-8	1
잉여현금	-20	-34	34	-1	-18
NOPLAT	2	10	16	1	-3
(+) Dep	4	25	12	5	7
(-)운전자본투자	-32	-28	-6	17	19
(-)Capex	2	4	4	2	4
OpFCF	36	59	30	-13	-19

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	132	143	139	115	149
현금성자산	25	40	54	32	21
매출채권	61	37	43	31	42
재고자산	25	56	39	44	78
비유동자산	187	200	142	155	155
투자자산	97	90	75	84	78
유형자산	33	39	32	37	41
무형자산	57	71	34	35	35
자산총계	319	343	281	269	303
유동부채	175	202	193	149	158
매입채무	39	28	37	30	57
유동성이자부채	82	84	87	63	46
비유동부채	30	64	8	10	25
비유동이자부채	4	41	0	7	22
부채총계	206	265	201	159	183
자본금	11	16	23	25	26
자본잉여금	34	57	79	62	68
이익잉여금	75	5	-17	21	25
자본조정	-9	-2	-2	1	1
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	113	77	80	110	121

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	158	-2,706	-699	246	88
BPS	4,586	2,442	1,833	2,177	2,286
DPS	50	0	0	0	0
CFPS	469	-655	-51	296	141
ROA(%)	1.5	-20.8	-7.1	3.3	1.6
ROE(%)	3.8	-73.5	-27.6	9.5	4.0
ROIC(%)	1.6	6.1	11.9	0.6	-1.6
Multiples(x, %)					
PER	32.4	-	-	13.2	61.3
PBR	1.1	1.4	2.4	1.5	2.4
PSR	0.7	0.4	0.5	0.5	1.2
PCR	10.9	-5.2	-85.9	11.0	38.3
EV/EBITDA	19.6	5.3	5.6	26.4	102.5
배당수익률	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	181.9	343.2	252.9	144.2	151.3
Net debt/Equity	53.8	110.4	42.1	34.3	38.6
Net debt/EBITDA	648.0	234.5	102.7	614.9	1,452.9
유동비율	75.1	70.6	72.1	77.1	94.2
이자보상배율(배)	1.6	1.3	2.2	0.2	n/a
자산구조(%)					
투자자본	57.9	54.5	46.3	56.2	62.8
현금+투자자산	42.1	45.5	53.7	43.8	37.2
자본구조(%)					
차입금	43.3	61.8	52.3	38.8	35.8
자기자본	56.7	38.2	47.7	61.2	64.2

아나패스 (123860)

GCT의 잠재력에 주목



▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 3772-7698 / RA 박준호 junho.park@hanwha.com 3772-7693

Not Rated

현재 주가(4/2)	15,250원
상승여력	-
시가총액	1,544억원
발행주식수	10,128천주
52 주 최고가 / 최저가	38,300 / 9,280원
90 일 일평균 거래대금	38.9억원
외국인 지분율	2.6%
주주 구성	
이경호 (외 4 인)	16.7%
자사주신탁 (외 1 인)	1.8%
김천근 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-41.8	-49.9	-43.6	-28.7
상대수익률(KOSDAQ)	-32.2	-34.1	-34.5	-5.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	99	87	51	61
영업이익	7	5	-8	-24
EBITDA	15	10	-4	-19
지배주주순이익	-25	1	-4	-22
EPS	-2,509	67	-416	-2,193
순차입금	-44	-55	-46	-26
PER	-	338.8	-	-
PBR	2.0	3.0	2.7	5.9
EV/EBITDA	7.1	17.3	-34.9	-15.7
배당수익률	1.4	0.9	1.3	0.3
ROE	-28.3	0.9	-5.8	-35.7

주가 추이



아나패스는 2002년 설립된 디스플레이 T-CON을 공급하는 팹리스 업체입니다. 동사의 본업 성장 가능성과 관계사 GCT Semiconductor의 미국 5G 시장 내 성장 잠재력에 주목해야 한다고 생각합니다.

본업은 바닥을 지나 우상향 할 전망

아나패스는 2002년 설립되어 2010년 코스닥 상장한 디스플레이 T-CON(Timing Controller)을 공급하는 팹리스 업체다. T-CON은 TV 및 모니터 디스플레이에 들어가는 시스템 반도체이며, 디스플레이 장치 내 각종 제어신호 및 데이터를 생성하여 구동칩으로 구동 신호를 제공한다. 동사의 T-CON 매출액은 중화권 디스플레이 업체들의 공격적인 LCD 설비투자로 국내 고객사들이 부정적인 영향을 받으면서 하락해왔다. 하지만 대형 OLED 디스플레이 설비투자가 시작되면서 대형 디스플레이용 T-CON 매출액 회복에 대한 가능성이 열려있다. 더불어, 모바일용 TED(T-CON Embedded Driver IC) 공급 물량이 최근에 증가하고 있는 추세라는 점도 주목해야 할 부분이다. 이러한 긍정적인 변화들을 볼 때, 본업 실적은 바닥을 지나 우상향할 것으로 생각한다.

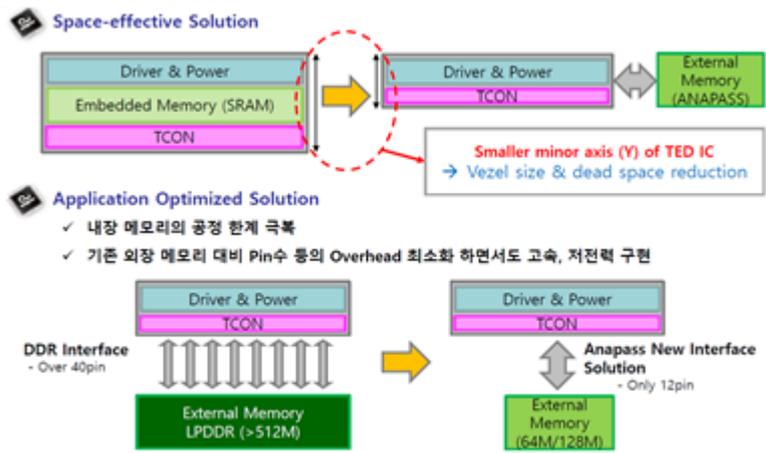
관계사 GCT, 미국 5G 시장에서 큰 수혜 기대

당사는 아나패스의 관계사 GCT Semiconductor(지분율 32.27%)도 주목해야 한다고 생각한다. GCT는 2020년 하반기 코스닥 상장을 계획중인 한국계 미국 팹리스 회사이며, 무선통신 반도체를 개발하는 회사다. 현재 미국은 mmWave(28GHz 대역) 기반의 FWA(Fixed Wireless Access) 시장확대를 추진하고 있다. FWA는 라디오 신호를 CPE Modem이 CPE Antenna로부터 받아와서 건물 내 디바이스들에게 초고속 인터넷 서비스를 제공하는 구조다. 이 때 CPE Modem에서 핵심 역할을 하는 5G Chipset을 GCT가 현재 개발중에 있다. 최근 미국 1위 통신사업자와 개발 협력 계약을 체결하고 개발비까지 지원받은 상황이기 때문에 하반기 중 개발완료 후 공급 가능성이 매우 높다고 판단한다.

본사/관계사 성장 현실화될 경우 밸류에이션 매력 급상승 전망

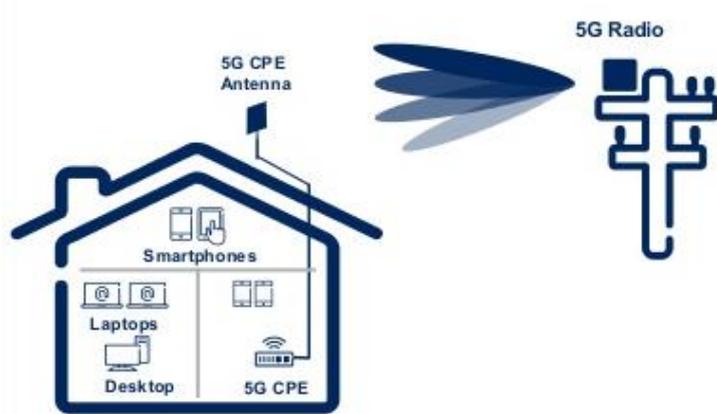
아나패스의 주가는 2019년부터 본업 턴어라운드에 대한 기대감에 상승세를 이어가다 COVID-19 팬데믹 리스크가 부각되며 급락하였다. 하지만 올해 본업 반등과 GCT의 미국 5G 시장 진출이 현실화된다면, 밸류에이션 매력도는 급상승 할 것으로 예상된다.

[그림37] 아나패스 TED의 장점



자료: 아나패스

[그림38] 5G FWA(Fixed Wireless Access) 구조



자료: Ericsson

[그림39] GCT의 CPE Chipset 제품(Nokia 향)



[그림40] GCT의 CPE Chipset 제품(Charter, Comcast 향)



자료: 아나패스

자료: 아나패스

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	99	99	87	51	61
매출총이익	42	36	32	17	15
영업이익	10	7	5	-8	-24
EBITDA	17	15	10	-4	-19
순이자손익	0	1	1	1	1
외화관련손익	0	0	-1	0	0
지분법손익	-8	-35	-6	0	0
세전계속사업손익	2	-28	0	-6	-23
당기순이익	2	-25	1	-4	-22
지배주주순이익	2	-25	1	-4	-22
증가율(%)					
매출액	-25.8	-0.1	-12.3	-40.8	18.1
영업이익	-55.2	-30.9	-30.7	적전	적지
EBITDA	-39.7	-13.7	-31.9	적전	적지
순이익	-79.1	적전	흑전	적전	적지
이익률(%)					
매출총이익률	41.8	36.0	36.9	33.3	24.1
영업이익률	10.5	7.2	5.7	-15.6	-38.8
EBITDA 이익률	17.3	14.9	11.6	-7.9	-31.3
세전이익률	2.4	-28.4	-0.5	-11.7	-37.3
순이익률	2.4	-25.6	0.8	-8.2	-36.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	11	15	18	-2	-16
당기순이익	2	-25	1	-4	-22
자산상각비	7	8	5	4	5
운전자본증감	-6	-3	5	-2	-8
매출채권 감소(증가)	2	-1	1	0	-3
재고자산 감소(증가)	-7	-5	8	1	-17
매입채무 증가(감소)	-1	3	-4	0	6
투자현금흐름	-9	-21	-12	-1	-16
유형자산처분(취득)	-6	-4	-4	-4	-9
무형자산 감소(증가)	-3	-2	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	23	-7	-5	3	-7
재무현금흐름	-5	-2	0	-3	35
차입금의 증가(감소)	0	0	2	0	37
자본의 증가(감소)	-3	-2	-2	-3	-2
배당금의 지급	3	2	2	3	2
총현금흐름	18	17	12	-1	-12
(-)운전자본증감(감소)	6	2	-7	5	0
(-)설비투자	6	4	4	4	9
(+)자산매각	-3	-2	-1	0	0
Free Cash Flow	4	10	14	-11	-21
(-)기타투자	23	10	4	-3	8
잉여현금	-19	0	10	-8	-29
NOPLAT	8	5	4	-6	-17
(+) Dep	7	8	5	4	5
(-)운전자본투자	6	2	-7	5	0
(-)Capex	6	4	4	4	9
OpFCF	3	7	12	-11	-21

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	74	77	79	75	102
현금성자산	55	54	67	58	68
매출채권	2	3	3	1	4
재고자산	12	15	6	4	16
비유동자산	50	22	18	18	22
투자자산	36	12	10	10	9
유형자산	5	6	6	6	12
무형자산	8	5	3	1	1
자산총계	123	99	97	93	124
유동부채	20	23	9	22	33
매입채무	4	7	1	3	10
유동성이자부채	10	10	0	12	6
비유동부채	0	0	11	2	36
비유동이자부채	0	0	11	0	36
부채총계	20	23	21	24	69
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	41	41	42	42	46
이익잉여금	61	34	32	26	1
자본조정	-4	-3	-3	-3	4
자기주식	-7	-7	-7	-7	0
자본총계	103	77	76	69	55

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	236	-2,509	67	-416	-2,193
BPS	10,169	7,557	7,506	6,840	5,451
DPS	200	200	200	250	100
CFPS	1,772	1,653	1,206	-124	-1,232
ROA(%)	1.9	-22.9	0.7	-4.4	-20.4
ROE(%)	2.4	-28.3	0.9	-5.8	-35.7
ROIC(%)	38.5	19.6	15.0	-28.1	-65.5
Multiples(x, %)					
PER	61.8	-	338.8	-	-
PBR	1.4	2.0	3.0	2.7	5.9
PSR	1.5	1.5	2.6	3.6	5.4
PCR	8.2	8.9	18.8	-150.1	-26.1
EV/EBITDA	6.0	7.1	17.3	-34.9	-15.7
배당수익률	1.4	1.4	0.9	1.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	19.5	29.6	27.1	34.4	125.5
Net debt/Equity	-43.8	-58.0	-72.8	-66.6	-47.3
Net debt/EBITDA	-263.2	-299.9	-548.4	1,135.5	137.1
유동비율	366.2	339.8	837.3	349.6	308.4
이자보상배율(배)	16.2	28.6	17.2	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	20.3	31.1	19.3	25.4	27.6
현금+투자자산	79.7	68.9	80.7	74.6	72.4
자본구조(%)					
차입금	8.9	11.6	12.9	14.5	42.9
자기자본	91.1	88.4	87.1	85.5	57.1

[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 4월 3일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (최준영, 박준호)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[케이엠더블유 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.04.03	2020.04.03			
투자의견	담당자변경	Buy			
목표가격	최준영	69,500			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.04.03	Buy	69,500		

[에치에프알 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.04.03	2019.04.03	2019.05.17	2019.05.27	2019.05.31	2019.06.24
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	최준영	4,000	4,000	31,000	31,000	31,000
일 시	2019.07.15	2019.08.26	2019.09.02	2019.09.18	2019.09.20	2019.11.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	31,000	36,500	36,500	36,500	36,500	36,500
일 시	2020.01.13	2020.01.29	2020.02.26	2020.04.03		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	36,500	36,500	45,000	45,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.04.03	Buy	20,000	-20.01	5.00
2019.05.27	Buy	31,000	-32.83	-20.81
2019.08.26	Buy	36,500	-26.58	17.12
2020.02.26	Buy	45,000		

[RFHIC 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.04.03	2020.04.03			
투자의견	담당자변경	Buy			
목표가격	최준영	50,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.04.03	Buy	50,000		

[오이솔루션 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.05.31	2019.05.31	2019.06.24	2019.08.12	2019.09.02	2019.11.13
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	최준영	89,500	89,500	100,000	100,000	68,000
일 시	2020.01.29	2020.04.03				
투자의견	Buy	Hold				
목표가격	58,000	39,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.31	Buy	69,994	-33.28	-21.79
2019.08.12	Buy	78,205	-45.98	-34.30
2019.11.13	Buy	54,426	-19.79	-3.91
2020.01.29	Buy	58,000	-30.96	-16.98
2020.04.03	Hold	39,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%