한화투자증권

통신장비/스몰캡 최준영
jchoi@hanwha.com
3772-7698

RA 박준호
junho.park@hanwha.com
3772-7693

INDUSTRY

2020년 9월 28일

통신장비 (Positive)

New Face를 잡아라

2019년부터 시작되어 현재까지 진행중인 5G 통신장비 업종의 주가 상승세는 2021년에도 이어질 것으로 예상합니다. 이제부터 시장의 관심은 2021년부터 본격적으로 시작되는 해외 5G 투자 Cycle에서 성장기회를 잡을 수 있는 업체들로 집중될 것으로 판단합니다. 당사는 글로벌 주요 국가의 신규 통신사업자들을 고객사로 추가 확보한 업체들에게 관심가질 것을 추천드립니다. 최선호주로는 케이엠더블유, 에치에프알을 제시합니다.

Contents

I. Summary 03

II. 통신장비 업종 주가추이 및 전망 05

III. 글로벌 신규 통신사업자들의 등장 06

1. 중국 CBN: China Mobile과 협업으로 시장 진입 06

2. 일본 Rakuten: O-RAN으로 승부수를 띄운다 07

3. 미국 Dish Network: Auction 105 싹쓸이 08

IV. 투자전략 키워드: 미국, New Face, O-RAN 09

1. 미국 Sub-6GHz 투자가 다가온다 10

2. 미국 Auction 105의 힌트: New Face를 잡아라 11

3. O-RAN 도입 시도는 기회다 13

V. 이슈점검 15

인도 5G 투자 연기: 2022년 모멘텀으로 기대 15

VI. 종목 분석 17

1. 케이엠더블유 (032500) 18

2. 에치에프알 (230240) 22

3. RFHIC (218410) 26

4. 오이솔루션 (138080) 29

I. Summary

2020년 통신장비 업종 주가흐름

2020년 상반기 통신장비 업종의 주가는 COVID-19 팬데믹으로 인한 글로벌 투자 스케쥴 지연 리스크를 반영하면서 하락세를 보였다. 2020년 6월부터는 삼성전자의 미국 내 시장점유율 확대에 대한 기대감이 부각되면서 관련 Supply Chain들의 주가 급등세가 통신장비 업종 주가 랠리로 이어졌다. 당사는 2021년까지 통신장비 업종의 주가 랠리가 이어질 것으로 예상한다. 특히, 글로벌 주요 국가들의 신규 통신사업자들을 고객사로 확보한 업체들이 주가와 실적 측면에서 모두 매력적일 것으로 예상한다.

해외 5G 투자는 2020년 하반기에 본격화: 미국시장에 집중

당사는 미국, 중국, 일본에서의 신규 통신사업자 시장진입에 주목해야 한다고 생각한다. 시장참여자의 증가로 자연스럽게 5G 인프라 투자 경쟁이 예상되기 때문이다. 특히, 신규 통신사업자들은 기존 사업자들 대비 더 빠르게 커버리지를 확보해야하기 때문에, 관련 Supply Chain에 속해있는 업체들의 수혜가 기대된다. 중국의 신규 통신사업자 CBN(China Broadcasting Network: 2019년 6월 5G 라이선스 확보한 중국 케이블TV 방송사)은 China Mobile과 5G 망 구축 관련 협업에 합의하면서 빠른 시장진입을 예고하였다. 일본 Rakuten은 현재 4G 커버리지 구축에 집중하고 있으며, 늦어도 2020년 4분기부터는 첫 5G 서비스를 런칭할 계획이다. 그 과정에서 O-RAN 도입이 예상된다. 미국의 Dish Network는 Sprint의 Boost Mobile을 인수하고 향후 자체적으로 O-RAN 기반의 5G 망을 구축할 것이라고 발표하였다. 이와 같이 신규 통신사업자들이 O-RAN을 도입하게 되면, 기존 글로벌 Tier-1 업체들의 장비 시장 과점화 현상이 완화되면서 국내 통신장비 업체들에게 기회로 작용할 것으로 예상한다.

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 공동개발 파트너십을 맺었으며, 2019년 국내 5G Cycle에서 큰 폭의 성장을 입증했다. 더불어, 에릭슨, 삼성전자, ZTE 등과 같은 글로벌 SI 업체들을 고객으로 확보하여 글로벌 주요 국가들(미국, 일본, 중국 등)에서 매출을 일으킬 잠재력을 보유하고 있다. 에치에프알은 고객사와 제품 포트폴리오가 동시에 확대되고 있는 업체다. 글로벌 Tier-1 업체(Fujitsu)와의 파트너십을 맺었으며, 이를 토대로 미국 주요 통신사업자 Verizon, AT&T, T-Mobile, Dish Network 향 매출이 기대된다. 기존에 Fronthaul 장비 매출만 기대했다면, 이제는 Radio 장비(Dish Network 향) 매출까지 기대할 수 있는 상황이다. 정리하면, 두 업체 모두 글로벌 Tier-1 업체와의 파트너십을 보유하고 있으며, 국내 통신장비 업체들 중 해외 5G 시장 진출에 대한 그림이 가장 뚜렷하다고 생각한다.

[표1] 통신장비 업종 5G 수혜주

종목코드	종목명	투자의견	목표주가	투자포인트	제품
032500	케이엠더블유(최선호주)	Buy(유지)	100,000 원	삼성전자, 노키아, 에릭슨으로 국내/중국/미국/일본 기지국 장비 공급	Radio 장비 및 필터
230240	에치에프알(최선호주)	Buy(유지)	50,000 원	미국 Verizon, AT&T, T-Mobile, Dish Network 로 xhaul/광모듈/RU 공급	Fronthaul 장비, 광모듈, RU
218410	RFHIC(차선호주)	Buy(유지)	48,000 원	삼성전자 향 5G 용 GaN 트랜지스터 공급기대	GaN 트랜지스터
138080	오이솔루션	Hold(유지)	53,000 원	삼성전자의 미국 5G 기지국장비향 광트랜시버 공급기대	광트랜시버

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 국내 주요 통신장비 11 개사 Peer table (단위: 억 원, 배)

	매출액			영업이익			PER		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
케이엠더블유	6,829	6,523	11,212	1,367	1,212	2,607	19.2	28.4	13.7
에이스테크	3,786	4,307	7,727	27	87	768	-	-	19.6
RFHIC	1,078	757	1,712	179	-18	341	42.9	374.4	25.5
에치에프알	1,567	1,502	2,941	22	17	397	338.4	256.2	12.2
쏠리드	2,293	2,458	2,939	-35	95	238	48.3	53.7	25.1
이노와이어리스	968	1,094	1,682	153	218	326	15.2	18.9	13.2
오이솔루션	2,103	1,094	1,677	583	112	338	10.7	51.3	20.8
알에프텍	2,845	2,743	4,876	131	109	510	-	-	5.8
다산네트웍스	4,466	4,249	6,105	-2	72	507	157.5	65.1	8.8
유비쿼스	1,039	1,169	1,332	122	188	229	13.1	11.5	9.4
머큐리	1,110	1,107	1,554	21	25	135	55.1	42.2	11.1

주1: 2020E, 2021E PER은 9월 25일 종가 기준

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

자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

Ⅱ. 통신장비 업종 주가추이 및 전망

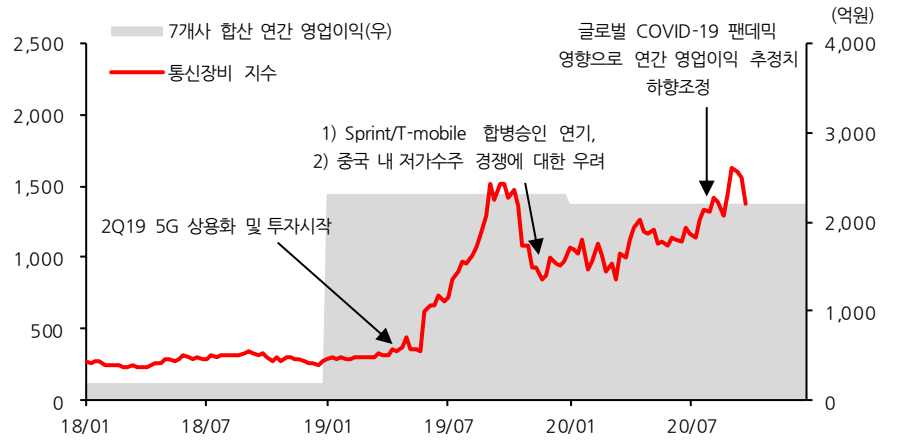
2020년 통신장비 업종지수 삼성전자의 점유율 확대 기대감 반영

2020년 상반기에는 COVID-19 팬데믹으로 인한 글로벌 투자 스케쥴 지연에 대한 리스크를 반영하면서 하락세를 보였다. 6월부터 통신장비 업종의 주가가 전반적으로 반등했으나, 업체별로 상승폭의 편차가 두드러지게 나타났다. 삼성전자의 미국 내 시장점유율 확대에 대한 기대감이 부각되면서 관련 Supply Chain들의 주가가 급등세를 보였기 때문이다. 이는 1) 하반기 통신장비 업종 실적 개선, 2) 2021년 글로벌 5G 투자에 대한 기대감으로 확산되면서 최근 업종의 전반적인 주가 랠리에 영향을 주기도 했다.

2021년 글로벌 5G 수혜 기대감 반영될 전망

당사는 2021년까지 통신장비 업종 주가의 우상향을 예상한다. 이유는 1) COVID-19 팬데믹에도 불구하고 주요 국가들의 5G 인프라 투자에 대한 의지가 뚜렷하며, 2) 12월 미국 Auction 107 주파수 경매가 마무리되면 Sub-6GHz 투자가 본격적으로 시작될 것으로 예상되기 때문이다. 2021년을 시작으로 향후 2~ 3년간 글로벌 5G Cycle이 지속될 것이라는 점도 이와 같은 긍정적인 전망을 제시하는 이유다. 특히, 글로벌 주요 국가들의 신규 통신사업자들까지 고객사로 확보한 업체들이 주가와 실적 측면에서 모두 매력적일 것으로 예상한다.

[그림1] 2018~ 2020 주요 통신장비 업체 영업이익 및 주가 추이



주요 통신장비 업체 7개사:
케이엠더블유, 에이스테크, RFHIC, 에치에프알, 이노와이어리스, 오이솔루션, 쏠리드

자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 글로벌 신규 통신사업자들의 등장

1. 중국 CBN: China Mobile 과 협업으로 시장 진입

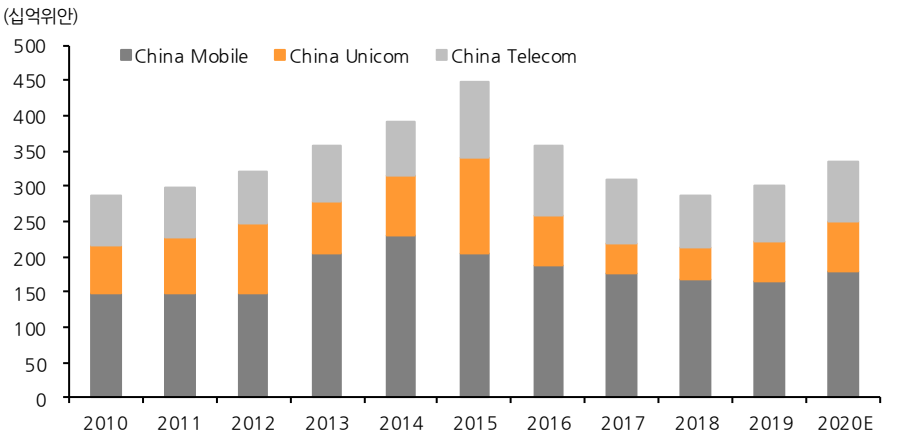
중국: 가장 공격적으로 5G 투자가 진행중

중국은 COVID-19 영향을 받았음에도 빠르게 투자재개에 나섰다. 2020년 기준 글로벌 주요 국가중에 가장 공격적으로 5G 투자를 진행하고 있는 지역이다. 2019년 말 기준 중국 내 5G 기지국 수는 13만개였으며, 2020년 6월 기준 올해 새로 구축된 5G 기지국은 25만개 수준이었다. COVID-19 팬데믹으로 인해 투자가 소폭 지연되었다는 점을 감안하면 투자 속도는 매우 빠르다고 생각한다. 중국 정부는 2020년 말까지 5G 기지국 수를 100만개 이상 수준으로 늘리는 것이 목표다.

China Mobile과의 협업으로 빠른 시장 진입을 노리는 China Broadcasting Network

중국의 신규 통신사업자 CBN(China Broadcasting Network)은 2019년 6월에 중국 통신사업자들과 함께 5G 라이선스를 부여받은 케이블TV 방송사다. 2020년 5월, China Mobile과 5G 망 구축 관련 협업에 합의하였음을 공식 발표하면서 빠른 시장 진입을 예고했다. 더불어, CBN은 기존에 China Mobile이 보유한 2G, 3G, 4G 망을 임대할 수 있게 됐다. 참고로 중국 매체 차이나커뮤니케이션네트워크에 따르면, CBN은 5G 네트워크를 구축해 16개 도시에서 서비스를 제공하는 라이선스를 확보하였고, 5G에 이용하는 주파수 대역은 4.9GHz 대역이다. CBN은 베이징, 상하이, 광저우, 선전 등에 5G 통신망을 우선 구축할 계획이다. 이러한 통신사업자간의 협업은 중국정부 주도하에 진행되고 있으며, 그 배경에는 1) 구축비 절감, 2) 주파수 대역 공유를 통한 빠른 커버리지 확보에 대한 의지가 내재되어있다고 생각한다.

[그림2] 중국 통신 3사 연간 CAPEX 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 일본 Rakuten: O-RAN 으로 승부수를 띄운다

일본 2025년까지 5G 투자 계획 수립

COVID-19 팬데믹으로 인해 투자 스케쥴이 소폭 미뤄졌지만, 일본 투자 Cycle은 예정대로 2025년까지 일본 90% 5G 커버리지를 목표(Rakuten 제외)로 진행될 것으로 예상된다. 각 통신사가 제시한 2025년까지의 CAPEX 규모 및 목표 커버리지 수치는 다음과 같다: NTT Docomo 7,950억 엔/전국 커버리지 90%, KDDI 4,660억 엔/전국 커버리지 90%, Softbank 2,060억 엔/전국 커버리지 64%, Rakuten 1,940억 엔/전국 커버리지 50%. 다만, Supply Chain 일부에 문제가 생겨 서비스 개시가 연기되는 등의 이슈는 발생하였다.

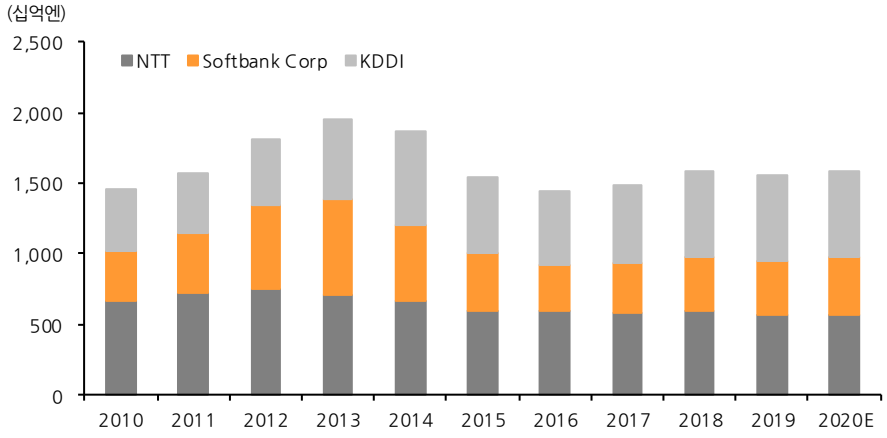
Rakuten은 4G 커버리지 구축 먼저 진행

일본 5G Cycle에서 신규 통신사업자로 시장진입을 계획중인 회사는 Rakuten이다. Rakuten은 4G 서비스를 2020년 4월에 런칭하였으며, 2021년 여름까지 일본 인구의 96% 커버리지 확보가 목표다. 4G 기지국은 2020년 6월 기준 5,739개를 설치 완료하였으며, 추가로 7,487개에 대한 설치 계약이 체결된 상태다. 2021년 3월 말까지 8,652개를 설치 완료할 계획이다.

5G는 O-RAN 도입을 통해 빠른 커버리지 구축 목표

Rakuten의 첫 5G 서비스 개시는 당초에 계획했던 2020년 6월에서 2020년 9월 말~10월 초로 연기됐다. 그리고 최소한의 비용으로 최대한 빠르게 커버리지를 확보하기 위해 O-RAN을 도입할 것임을 지속적으로 강조하고 있다. 먼저 O-RAN 기반의 NSA(Non Standalone)부터 런칭 예정이며, SA(Standalone) 방식은 2021년 런칭을 목표로하고 있다.

[그림3] 일본 통신사(라쿠텐 제외) CAPEX 추이



주: FY 기준(2010: 2010.04~2011.03)
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

3. 미국 Dish Network: Auction 105 싹쓸이

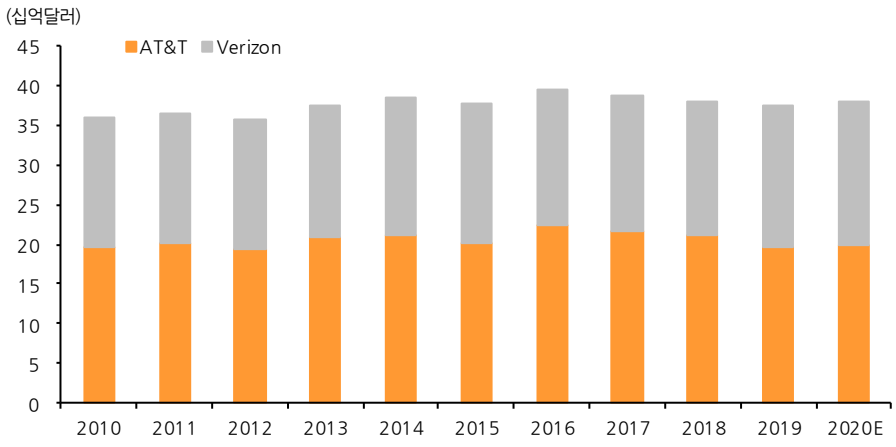
Dish Network의 Boost Mobile 인수

미국 FCC는 T-Mobile/Sprint 합병 조건 중 하나로 Boost Mobile 매각을 제시하였다. 합병기업의 독점 가능성을 일부 해소하기 위해 제시한 조건이다. Boost Mobile은 Sprint의 선불(Prepaid) 이동통신 자회사로, Sprint의 망을 이용하는 MVNO 사업자다. 규제 당국은 미국 위성TV 사업자인 Dish Network를 Boost Mobile 인수 업체로 선정했다. 최종적으로 규제 당국, Dish Network, T-Mobile/Sprint는 1) Boost Mobile이 MVNO 사업자로서 T-Mobile/Sprint 합병법인의 네트워크를 7년간 이용 가능하고, 2) Dish Network가 자체적인 5G 네트워크를 구축하며, 3) Sprint의 800MHz 전국망 주파수를 Dish Network에 매각하는 안건들에 대해 합의하였다. 이로서 Dish Network는 약 930만 명의 Prepaid 이동통신 이용 고객을 확보하였다.

Dish Network의 O-RAN 도입 가능성

Dish Network는 Boost Mobile 인수 결정 이후 5G 네트워크 구축에 적극적인 움직임을 보이고 있다. 최근 3.5GHz 대역 주파수 경매(Auction 105)에서는 경매 참여업체들 중 가장 많은 라이선스를 획득하였다. 그리고 SA(Standalone) 5G 네트워크를 구축해 2020년 안에 런칭하고 2023년 6월까지 미국 인구 70% 커버리지를 확보하겠다는 목표를 제시하면서, 총 100억 달러의 CAPEX 투자를 예상하였다. 이 과정에서 효율적이고 빠른 망 구축을 위해 O-RAN(Open Radio Access Network) 구축을 계획하고 있으며, 관련 협력사로 Fujitsu(통신장비), Altiostar(소프트웨어 솔루션)를 선정하였다.

[그림4] Verizon, AT&T CAPEX 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Ⅳ. 투자전략 키워드: 미국, New Face, O-RAN

앞서 언급했듯이, 국내 통신장비 업종의 주가는 주로 삼성전자의 미국 시장 내 점유율 확대에 대한 기대감에 초점을 맞춘 움직임을 보여왔다. 당사는 삼성전자의 점유율 확대가 국내 통신장비 업종에 긍정적이라는 점에 대해 동의하지만, 최근에 보였던 업체별 주가 performance의 온도차는 과도하다고 생각한다. 이제부터는 삼성전자 Supply Chain에만 집중하기 보다는 미국에서 시작될 5G 투자 Cycle에 초점을 맞추고, 기술력을 바탕으로 다변화된 고객 포트폴리오를 확보한 회사들에 투자하는 것이 바람직하다고 생각한다. 당사가 생각하는 통신장비 업종 내 주요 관심 포인트는 1) 미국 5G 투자 Cycle 본격화, 2) 미국 케이블 사업자들의 통신서비스 시장 진입, 그리고 3) Dish Network(미국), Rakuten(일본) 등과 같은 신규 통신사업자들의 O-RAN 도입 시도다.

밸류에이션 측면에서 볼 때, 통신장비 업종의 주가는 2021년 예상실적에 대한 기대치가 반영되어 상승세를 이어가고 있다. 특히 해외에서의 수혜가 기대되는 업체들의 경우 목표주가에 대한 Upside를 제한하기보다, 2021년부터 시작되는 이익성장의 방향성을 감안하여 추가 Upside의 가능성에 주목해야 한다고 생각한다.

결론적으로 통신장비 업종에서 기존의 주요 통신사업자들과 신규 통신사업자들의 Supply Chain 내에 모두 속해있는 업체들이 글로벌 5G Cycle에서 수혜가 가장 클 것으로 예상된다. 이러한 부분들을 고려한 당사의 통신장비 업종 최선호주로 케이엠더블유(Radio 장비), 에치에프알(Fronthaul, 광모듈, 중계기, Radio 장비)을 제시한다. 차선호주로는 RFHIC(GaN 트랜지스터)를 추천하며, 그 외에 오이솔루션(광트랜시버)도 관심종목으로 제시한다.

[표3] 통신장비 업종 미국 5G 수혜주 및 투자포인트

종목명	투자포인트	제품
케이엠더블유(최선호주)	삼성전자, 노키아, 에릭슨으로 국내/중국/미국/일본 기지국 장비 공급	Radio 장비 및 필터
에치에프알(최선호주)	미국 Verizon, AT&T, T-Mobile, Dish Network 로 xhaul/광모듈/RU 공급	Fronthaul 장비, 광모듈, RU
RFHIC(차선호주)	삼성전자 향 5G 용 GaN 트랜지스터 공급기대	GaN 트랜지스터
오이솔루션	삼성전자의 미국 5G 기지국장비향 광트랜시버 공급기대	광트랜시버

자료: 한화투자증권 리서치센터

1. 미국 Sub-6GHz 투자가 다가온다

미국 2020년 5G 투자는 보수적

미국 통신사업자들은 2020년 CAPEX를 최대한 보수적으로 집행하고 있으나, 이는 2021년에 다가올 5G Cycle에 대비하기 위함일 것으로 추정한다. Verizon은 2020년 CAPEX를 175억~ 185억 달러로 유지하고 있다. AT&T는 2분기 중 5G 주파수에 약 10억 달러를 투자했고, Vendor Financing 금액이 포함된 2020년 CAPEX 가이던스를 200억 달러로 제시하였다. T-Mobile은 2020년 상반기에 40.1억 달러를 투자하였으며, 하반기에는 65~ 69억 달러를 투자할 것으로 발표하였다. 2020년 초 Sprint 합병 완료 이전에 제시했던 연간 가이던스는 59~ 62억 달러였다. 하반기 투자금액에는 Sprint와의 네트워크 통합작업 관련 지출도 의미있는 수준으로 반영돼있을 것으로 예상한다.

1) 12월 8일 Auction 107, 2) 2021년 Sub-6GHz 투자 본격화 예상

미국 FCC는 9월 2일 3.5GHz(3,550~ 3,650MHz) 대역의 PAL(Priority Access Licenses) 경매(이하 Auction 105) 결과를 발표했다. 경매에 당첨된 업체들은 필수서류들과 계약금(순낙찰액의 20%)을 2020년 9월 17일까지 FCC에 보내야 하며, 잔금 완납일은 2020년 10월 1일이다. 2020년 12월 8일에는 3.7~ 3.98GHz 대역에 대한 경매(Auction 107)가 예정돼있다. Auction 107에서는 5,684개의 신규 라이선스가 배정될 예정이다. Auction 107이 마무리되면 2021년부터 본격적인 Sub-6GHz 투자가 시작될 것으로 예상된다. 미국 Sub-6GHz 투자가 본격화됐을 시 수혜가 기대되는 업체들은 케이엠더블유(Radio 장비), 에치에프알(Fronthaul 장비, Radio 장비), RFHIC(GaN 트랜지스터), 오이솔루션(광트랜시버) 등이다.

[그림5] 미국 5G 주요 이벤트

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 미국 Auction 105 의 힌트: New Face 를 잡아라

Dish Network, Charter Communications가 라이선스 획득에 가장 적극적

미국 PAL 경매(Auction 105) 결과, 1) 주파수 획득 비용, 2) 주파수 라이선스 획득 개수 기준으로 1~ 5위 업체들이 발표되었다. 비용 기준으로는 시장 예상대로 Verizon이 1위였다. Verizon은 기존에 확보하고 있는 주파수 대역이 많기 때문에, 주파수의 양보다는 고품질 서비스를 위한 High-end 주파수 대역을 최대한 확보한 것으로 파악된다. Verizon 다음으로 투자를 많이 한 업체들은 Wetterhorn Wireless LLC, Spectrum Wireless Holdings LLC였다. Wetterhorn Wireless는 Dish Network가 소유한 법인이며, Spectrum은 Charter Communications가 보유한 자회사다. 라이선스 획득 개수 기준으로는 Wetterhorn Wireless가 가장 많았다. 이외에 눈에 띄는 경매 참여자로는 미국 Cable 사업자 Comcast의 자회사 XF Wireless Investment였다(액수 기준 4위, 라이선스 개수 기준 5위).

케이블 사업자 Supply Chain에 주목

Auction 105를 통해 당사는 미국 5G 투자 Cycle에서 Dish Network와 Charter Communications의 공격적인 투자 의지를 확인할 수 있었다. Dish Network의 경우, Sprint의 Boost Mobile 인수 이후 적극적으로 5G 네트워크를 구축할 것이라고 발표하였다. 2023년 6월까지 미국 인구 70% 커버리지를 확보하겠다는 목표를 제시하였기 때문에 이번 3.5GHz 경매에서도 공격적인 투자를 한 것이라고 생각한다. Charter Communications 역시 MVNO 사업자로서 망 임대료 절감 및 CBRS 서비스 확대를 위해 자체적으로 주파수 대역을 확보하려는 의지를 이번 경매결과에서 증명한 것이라고 생각한다. 따라서, 당사는 국내 통신장비 업종에서 Dish Network, Charter Communications와 같은 케이블 사업자들의 Supply Chain에 속해있는 업체들이 미국 5G 투자 Cycle에서 또 다른 기회를 얻을 것으로 예상한다.

케이엠더블유, 에치에프알 가장 매력적

이와 관련하여 케이엠더블유와 에치에프알의 수혜가 클 것으로 예상한다. 케이엠더블유는 일본 Fujitsu의 Radio 장비 협력업체로 등록이 되어있으며, Dish Network가 Fujitsu를 장비공급업체로 선정한 만큼 그 수혜가 클 것으로 예상한다. 에치에프알의 경우 Charter Communications와 CBRS 사업 관련하여 협업을 해왔던 레퍼런스가 있고, 동사 역시 Fujitsu의 장비공급 파트너사이기 때문에 Dish Network 향 Radio 장비 공급 가능성이 매우 높은 상황이다.

[표4] 주파수 획득 비용 기준 상위 5 개 입찰업체

입찰자명	총 획득 비용	관련 국내 통신장비 업체
Verizon Wireless Network Procurement LP	$1,893,791,991	에치에프알
Wetterhorn Wireless LLC	$912,939,410	케이엠더블유, 에치에프알
Spectrum Wireless Holdings, LLC	$464,251,209	에치에프알
XF Wireless Investment, LLC	$458,725,900	
Cox Communications, Inc.	$212,805,412	

자료: FCC, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 주파수 License 획득 개수 기준 상위 5 개 입찰업체

입찰자명	License 획득 개수	관련 국내 통신장비 업체
Wetterhorn Wireless LLC	5,492	케이엠더블유, 에치에프알
SAL Spectrum, LLC	1,569	
AMG Technology Investment Group, LLC	1,072	
Windstream Services LLC, Debtor-in-Possession	1,014	
XF Wireless Investment, LLC	830	

자료: FCC, 한화투자증권 리서치센터

3. O-RAN 도입 시도는 기회다

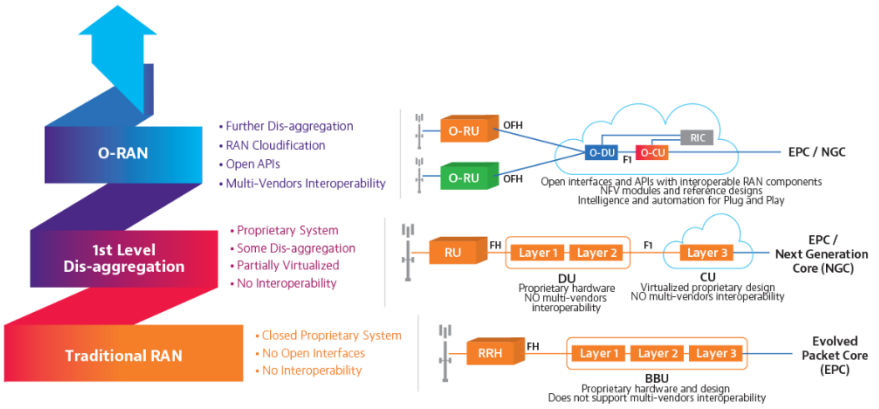
O-RAN의 장점

글로벌 주요국에서 신규 통신사업자들이 등장하면서 O-RAN 도입에 대한 시도가 시작될 것으로 예상한다. 통신사업자 입장에서 O-RAN을 채택할 경우 얻을 수 있는 장점은 1) CAPEX 절감, 2) 운영 효율화 등이다. 기존의 RAN 구조에서는 장비공급사마다 규격이 다르기 때문에 이원화가 쉽지 않다. 예를 들어, 에릭슨에게 발주가 나가면, RAN 내 주요 부품도 에릭슨 및 그 파트너사의 제품을 사용해야 한다. 반면 O-RAN 구조에서는 기존 장비공급사와 관계없이 신규 공급사를 진입시킬 수 있으며, 특정 지역 내 벤더 독점 문제를 방지할 수 있어 가격 협상력을 통해 CAPEX를 절감할 수 있다. 더불어, 망 가상화와 같은 소프트웨어 기술을 통해 기지국의 효율적 운영이 가능하다. 기존에는 특정 지역에 트래픽이 급격하게 증가할 경우 물리적으로 장비를 늘려야 했다면, O-RAN에서는 망 가상화를 통해 일시적으로 트래픽 증가에 대응할 수 있는 CAPA를 해당 지역에 부여할 수 있기 때문이다. 일본 Rakuten의 자료에 따르면 자체적으로 구축 계획중인 O-RAN 플랫폼 RCP(Rakuten Communications Platform)는 CAPEX를 40%, OPEX를 30% 절감하는 효과를 가져올 수 있다.

O-RAN의 단점

하지만, O-RAN의 단점도 존재한다: 1) 네트워크 구축 시 많은 호환성 및 통합(Integration) 작업과 테스트가 필요하다. 다양한 벤더로부터 장비를 공급받기 때문에 구축 과정에서 최적화 프로세스가 상대적으로 길다. 그리고 2) 네트워크에서 오류나 병목현상이 발생했을 때 원인 규명이 어렵다. 벤더가 다양해지기 때문에 어떤 장비의 문제인지, 혹은 장비간 호환성 문제인지 파악하기가 어렵다. 이와 같은 특성 때문에 3) 문제해결 시 여러 벤더의 참여가 필요하다. 부품별로 벤더가 달라 해결과정에서 책임소재가 복잡해지기 때문이다.

[그림6] O-RAN의 구조 및 특징



자료: VIAVI Solutions, 한화투자증권 리서치센터

O-RAN 도입 시도는 기회

당사는 O-RAN이 통신 네트워크 시장에서 완전히 자리 잡을 가능성에 대해 아직 불확실성이 존재하지만, 통신사업자들의 O-RAN 도입 시도는 국내 통신장비업체들에게 기회로 작용할 것이라고 예상한다. 앞서 설명했듯이, 특정 장비업체의 독점구조가 깨지면서 오히려 중소기업들에게 기존보다 기회가 많이 주어질 것이기 때문이다. 그렇기 때문에, O-RAN 도입 시도를 하는 통신사업자들의 Supply Chain에 들어가는 것이 이번 5G Cycle에서 성장할 수 있는 Key-point 중 하나라고 생각한다. 현 시점에서 O-RAN 도입 시도를 하고 있는 대표적인 글로벌 통신사업자로는 미국의 Dish Network, 일본의 Rakuten이 있다. 현재 Dish Network에 장비 공급 가능성이 가장 높은 국내 통신장비 업체는 케이엠더블유(Radio 장비), 에치에프알(Radio 장비)이다.

[그림7] RCP 의 비용절감 효과

Going Global with 5G: "Rakuten Communications Platform (RCP)"

A cost effective solution for 5G deployment

CAPEX Reduction of ~40%

	Traditional	RCP	% Change	Rationale for Change
Total Capex	**100**	**60**	**- 40%**	
Software	30	30	0%	• N/A
Hardware	45	17.5	- 60%	• Fewer site equipment due to virtualization and pooling of capacity / resources
Deployment	25	12.5	- 50%	

OPEX Reduction of ~30%

	Traditional	RCP	% Change	Rationale for Change
Total Opex	**100**	**70**	**- 30%**	
Rent & Electricity	40	30	- 25%	• Fewer site equipment reducing footprint need and total power consumption
Data Centers	5	10	100%	• Increased use of edge locations for low latency use cases
Transmission	10	15	50%	• Increased use of edge locations and transmission
Ops Center	10	5	- 50%	• Automation and scale of centralization of resources
Field Maintenance	35	10	- 70%	• Fewer site equipment and automation in maintenance

자료: Rakuten, 한화투자증권 리서치센터

V. 이슈점검

인도 5G 투자 연기: 2022 년 모멘텀으로 기대

인도 정부 5G 주파수 경매를 2021년으로 연기

인도 정부는 당초 2020년에 5G 주파수 경매를 진행할 계획이었으나, 이를 2021년으로 연기하였다. 5G 주파수 경매 연기의 배경은 1) 인도 통신사들의 재무상태 악화, 2) 지나치게 높은 경매시작가로 인해 부각된 경매 흥행 실패 가능성 등이다. 이에 따라 2020년에는 4G 주파수 경매만 진행될 예정이다.

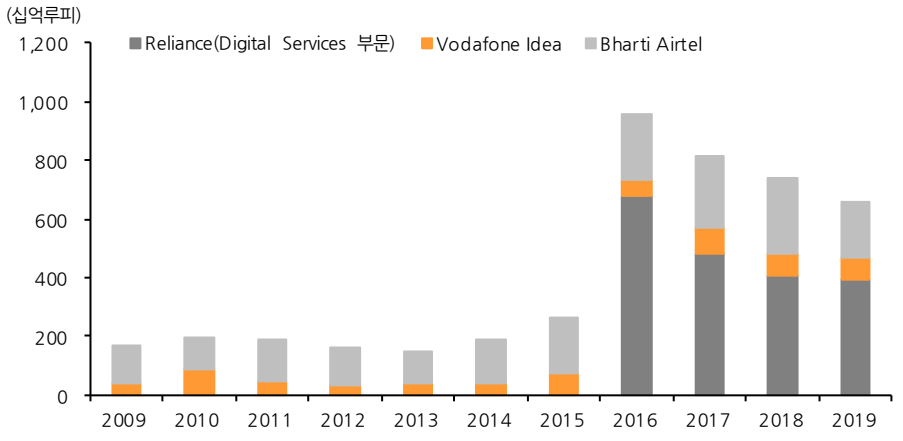
인도 통신사업자들 역시 5G 주파수 경매 연기 촉구

인도의 주요 통신사업자들 역시 5G 주파수 경매 연기를 촉구한 것으로 파악된다. Vodafone Idea(인도 3위 통신사업자)는 5G 생태계가 구축되어야만 신규 주파수에 대한 수요가 발생할 것이라고 주장하였고, Bharti Airtel(인도 2위 통신사업자)은 5G 킬러 컨텐츠의 부재와 시장의 불확실성을 고려하여 현재의 경매시작가로는 주파수 경매에 참여하지 않을 것이라고 발표하였다. Reliance Jio(인도 1위 통신사업자) 역시 정부에 경매시작가 하향조정을 요청한 것으로 파악된다. 참고로 인도 정부가 고지한 5G 주파수 기본 경매가는 MHz당 약 6,490만 달러 수준이다.

인도 5G 모멘텀은 2022년: 통신장비 업종 성장세 장기화 전망

European 5G Observatory는 인도의 합리적인 5G 런칭 목표시기가 2022년이 될 것이라고 전망한다. 당사는 인도 5G 투자 Cycle의 연기가 국내 통신장비 업종의 주가 측면에서 크게 부정적으로 볼 이슈는 아니라고 생각한다. 오히려 글로벌 5G Cycle 모멘텀으로 인한 y-y 성장트렌드를 장기화시켜줄 수 있는 요소라고 생각한다. 더불어, 인도가 5G 네트워크 구축 과정에서 중국 Huawei와 ZTE의 통신장비 채택을 배제할 것이라는 점(인도/중국 갈등 영향)은 국내 통신장비 업체들에게 긍정적인 변화라고 생각한다.

[그림8] 인도 주요 통신사업자 CAPEX 추이



주1: FY 기준(2010: 2010.04~2011.03)
주2: Reliance는 Digital Services 부문의 재무데이터를 FY2016부터 공시
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

www.hanwhawm.com

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Ⅵ. 종목분석

1. 케이엠더블유 (032500)
2. 에치에프알 (230240)
3. RFHIC (218410)
4. 오이솔루션 (138080)

2020년 9월 28일
기업분석

케이엠더블유 (032500)

2021년 글로벌 5G Key Player

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 100,000원

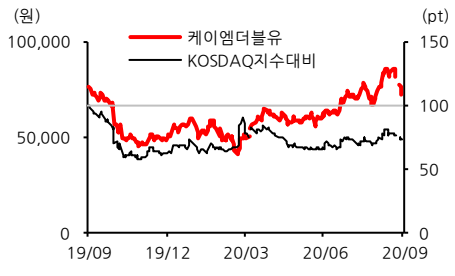
현재 주가(9/25)	73,200원
상승여력	▲36.6%
시가총액	29,149억원
발행주식수	39,821천주
52 주 최고가 / 최저가	86,600 / 41,550원
90 일 일평균 거래대금	1,051.61억원
외국인 지분율	9.7%
주주 구성	
김덕용 (외 2 인)	35.5%
케이엠더블유우리사주 (외 1 인)	1.4%
김세엽 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.8	20.4	42.4	-4.3
상대수익률(KOSDAQ)	6.2	12.7	-17.4	-33.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	296	683	652	1,121
영업이익	-26	137	121	261
EBITDA	-17	146	133	272
지배주주순이익	-31	103	103	213
EPS	-915	2,658	2,522	5,258
순차입금	38	49	-90	-271
PER	-	19.2	28.4	13.7
PBR	4.8	9.4	9.2	5.5
EV/EBITDA	-27.3	14.3	21.3	9.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-45.5	67.8	37.6	49.6

주가 추이



케이엠더블유는 하반기 실적 개선세가 지속될 것으로 예상하며, 2021 년에는 미국, 중국, 일본 등과 같은 글로벌 주요 지역에서의 5G 수혜가 기대됩니다. 투자의견 Buy, 목표주가는 100,000 원을 유지합니다.

분기실적 개선세는 지속될 전망

케이엠더블유의 2분기 실적은 매출액 1,272억 원(+64.1% q-q, -40.1% y-y), 영업이익 220억 원(+235.8% q-q, -60.3% y-y)으로 시장기대치를 하회하였다. 실적부진의 주요원인은 COVID-19 팬데믹으로 인해 미뤄진 국내 및 해외 투자 스케줄이었다. 3분기에도 비우호적인 영업환경은 지속될 전망이지만, 해외 수주흐름이 개선되면서 q-q 개선세는 이어갈 것으로 예상한다. 당사가 예상하는 3분기 실적은 매출액 1,492억 원(+17.3% q-q, -43.7% y-y), 영업이익 266억 원(+20.6% q-q, -54.0% y-y)이다.

MMR 시장 2021년부터 빠르게 성장할 것으로 예상

당사는 2021년부터 글로벌 MMR(Massive MIMO Radio) 장비시장이 빠르게 성장할 것으로 예상한다. 2019년에 확인된 케이엠더블유의 폭발적인 실적을 상회하는 2021년 실적을 예상하는 이유이기도 하다. 2019년에는 동사의 실적 성장 드라이버가 주로 국내 MMR 수요증가였다면, 2021년에는 미국, 일본, 인도 등과 같은 글로벌 주요 지역에서의 수요증가가 예상된다. 특히, 미국의 경우 Dish Networks가 신규 통신사업자로 시장 진입을 계획하고 있기 때문에, 새로운 장비수요가 크게 추가될 가능성이 높다는 점도 긍정적인 부분이다.

투자의견 Buy, 목표주가 100,000원 유지

당사는 케이엠더블유의 2020년 실적을 매출액 6,523억 원(-4.5% y-y), 영업이익 1,212억 원(-11.4% y-y)으로 추정한다. 이제부터는 하반기 실적 개선세와 2021년 글로벌 5G 투자 본격화에 따른 성장 잠재력에 집중하는 것이 바람직하다고 생각한다. 2019년에 기록했던 사상 최대 실적이 주로 국내 수요만으로 가능했다는 점을 감안하면, 2021년 미국, 중국, 일본 등 글로벌 주요 국가들에서 발생할 5G 투자 수혜는 더욱 클 것으로 기대된다. 이를 반영하여 당사는 2021년 케이엠더블유의 예상실적을 매출액 1조 1,212억 원, 영업이익 2,607억 원으로 추정한다. 따라서 투자의견 Buy, 목표주가는 100,000원을 유지한다.

투자의견 Buy, 목표주가 100,000 원 유지

케이엠더블유에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 100,000원을 유지한다. 동사는 COVID-19 확산으로 인해 주요 고객사의 투자스케쥴이 지연되어, 분기 실적이 기대치에 부합하지 못했으나, 하반기에 점진적으로 회복될 국내 및 해외수주 흐름으로 분기별 실적 개선세는 지속될 것으로 예상된다.

당사는 현 시점부터는 2021년부터 빠르게 성장할 MMR 장비시장에 집중하는 것이 바람직하다고 생각한다. 케이엠더블유는 MMR 장비부문에서 세계적인 수준의 기술력을 보유하고 있다. 2019년에 Nokia와의 파트너십을 바탕으로 기록했던 폭발적인 실적이 이를 증명하는 부분이라고 생각한다. 2019년 실적 성장이 주로 국내 MMR 수요증가로 가능했다면, 2021년에는 국내를 비롯해 미국, 일본, 인도 시장에서 수요가 빠르게 증가할 것으로 예상한다. 이를 반영한 2021년 예상실적은 매출액 1조 1,212억 원(+71.9% y-y), 영업이익 2,607억 원(+115.1% y-y)이다.

[표6] 케이엠더블유 목표주가 산출 (단위: 십억 원)

항목	내용	비고
1) 케이엠더블유 2021F 순이익	213.2	
2) Target PER multiple (배)	18.7	Peer 평균에 30% 프리미엄 반영
3) Target 시가총액	3,987.5	
4) 주식수 (주)	39,820,883	
5) 적정주가 (원)	100,135	
6) Upside	36.8%	

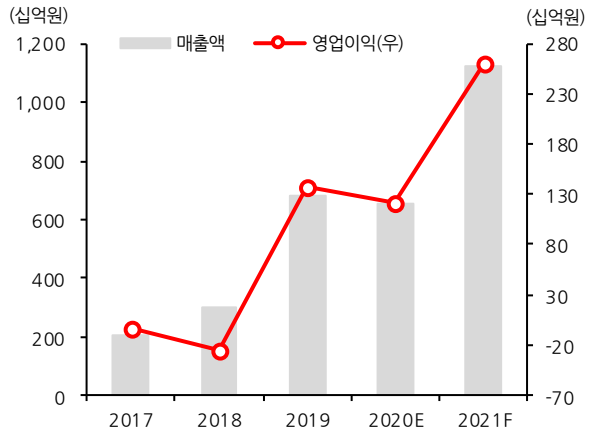
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표7] 케이엠더블유 분기별 실적 추이 (단위: 십억 원)

	2019	2020E	2021F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F
매출액	**682.9**	**652.3**	**1,121.2**	**118.2**	**212.3**	**265.0**	**87.3**	**77.5**	**127.2**	**149.2**	**298.3**
시스템(MMR, RRH)	422.6	411.5	776.5	41.2	132.5	206.7	42.2	51.6	64.8	79.3	215.8
안테나	83.5	44.5	58.8	37.9	18.4	15.0	12.2	5.2	11.1	12.6	15.7
필터	156.7	184.7	273.7	33.1	57.7	36.9	29.0	17.6	48.6	54.6	64.0
LED	20.1	11.6	12.1	5.8	4.0	6.4	4.0	3.2	2.8	2.8	2.9
영업이익	**136.7**	**121.2**	**260.7**	**24.8**	**55.5**	**57.8**	**-1.4**	**6.6**	**22.0**	**26.6**	**66.0**
영업이익률	***20.0%***	***18.6%***	***23.2%***	***21.0%***	***26.2%***	***21.8%***	***-1.7%***	***8.5%***	***17.3%***	***17.8%***	***22.1%***

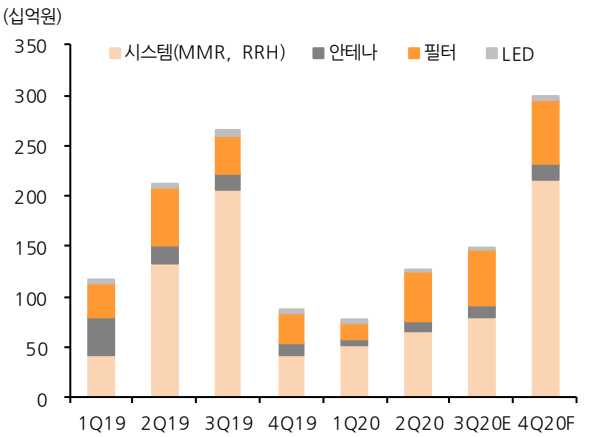
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 케이엠더블유 실적성장 지속될 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 케이엠더블유 제품별 매출추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	204	296	683	652	1,121
매출총이익	61	60	218	196	341
영업이익	-3	-26	137	121	261
EBITDA	7	-17	146	133	272
순이자손익	-6	-6	-5	-4	-4
외화관련손익	-3	4	-2	4	0
지분법손익	0	-1	1	1	2
세전계속사업손익	-8	-30	129	126	260
당기순이익	-9	-31	103	99	206
지배주주순이익	-9	-31	103	103	213
증가율(%)					
매출액	-3.2	45.4	130.5	-4.5	71.9
영업이익	적지	적지	흑전	-11.4	115.1
EBITDA	2,599.5	적전	흑전	-8.9	105.4
순이익	적전	적지	흑전	-3.0	107.9
이익률(%)					
매출총이익률	30.0	20.3	31.9	30.0	30.4
영업이익률	-1.5	-8.9	20.0	18.6	23.2
EBITDA 이익률	3.4	-5.6	21.3	20.3	24.3
세전이익률	-3.7	-10.0	19.0	19.3	23.2
순이익률	-4.3	-10.6	15.0	15.3	18.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	124	173	313	414	616
현금성자산	23	54	50	202	383
매출채권	45	63	187	156	172
재고자산	53	52	74	51	56
비유동자산	90	100	114	130	148
투자자산	12	9	13	13	14
유형자산	74	88	98	113	131
무형자산	4	3	3	4	3
자산총계	213	273	427	544	764
유동부채	141	163	179	175	184
매입채무	54	58	64	75	82
유동성이자부채	66	91	90	80	80
비유동부채	21	24	31	52	53
비유동이자부채	8	1	9	32	32
부채총계	162	187	210	227	237
자본금	8	9	20	20	20
자본잉여금	59	117	132	132	132
이익잉여금	-10	-41	61	162	371
자본조정	-5	1	3	3	3
자기주식	-6	-1	0	0	0
자본총계	51	86	217	317	527

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-8	-37	-4	160	209
당기순이익	-9	-31	103	100	207
자산상각비	10	10	9	12	12
운전자본증감	-17	-24	-149	60	-11
매출채권 감소(증가)	-17	-8	-131	27	-16
재고자산 감소(증가)	-13	1	-23	21	-5
매입채무 증가(감소)	4	1	10	10	7
투자현금흐름	0	-22	-18	-24	-28
유형자산처분(취득)	1	-20	-14	-24	-29
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-1	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	7	90	17	12	4
차입금의 증가(감소)	-1	27	23	12	4
자본의 증가(감소)	8	54	3	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	16	-8	160	117	220
(-)운전자본증가(감소)	8	20	127	-57	11
(-)설비투자	6	21	18	25	29
(+)자산매각	6	0	2	1	0
Free Cash Flow	7	-49	17	149	179
(-)기타투자	8	4	23	-3	-1
잉여현금	-1	-54	-6	152	181
NOPLAT	-2	-19	108	96	207
(+) Dep	10	10	9	12	12
(-)운전자본투자	8	20	127	-57	11
(-)Capex	6	21	18	25	29
OpFCF	-6	-51	-28	139	178

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-261	-915	2,658	2,522	5,258
BPS	1,540	2,292	5,446	7,966	13,224
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	467	-226	4,154	2,928	5,528
ROA(%)	-4.1	-12.9	29.3	20.7	32.0
ROE(%)	-17.9	-45.5	67.8	37.6	49.6
ROIC(%)	-2.2	-17.6	57.5	40.3	89.0
Multiples(x,%)					
PER	-	-	19.2	28.4	13.7
PBR	8.3	4.8	9.4	9.2	5.5
PSR	2.1	1.3	2.9	4.5	2.6
PCR	27.2	-48.9	12.3	25.0	13.2
EV/EBITDA	68.4	-27.3	14.3	21.3	9.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	315.9	217.2	97.0	71.5	45.0
Net debt/Equity	100.0	43.8	22.5	-28.5	-51.5
Net debt/EBITDA	739.8	-227.6	33.5	-68.1	-99.5
유동비율	88.0	106.2	174.8	237.3	334.6
이자보상배율(배)	-	-	24.1	10.1	9.7
자산구조(%)					
투하자본	73.7	65.2	80.5	50.4	38.4
현금+투자자산	26.3	34.8	19.5	49.6	61.6
자본구조(%)					
차입금	59.1	51.6	31.3	26.1	17.5
자기자본	40.9	48.4	68.7	73.9	82.5

주: IFRS 연결 기준

2020년 9월 28일
기업분석

에치에프알 (230240)

그림이 커지는 국면

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 50,000원

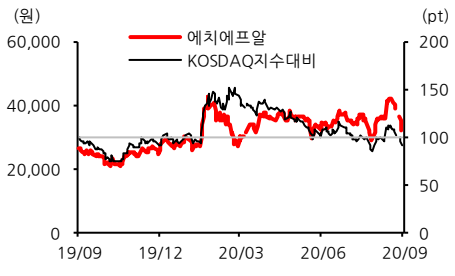
현재 주가(9/25)	32,850원
상승여력	▲52.2%
시가총액	3,936억원
발행주식수	11,982천주
52 주 최고가 / 최저가	42,750 / 21,200원
90 일 일평균 거래대금	201.54억원
외국인 지분율	1.9%
주주 구성	
정종민 (외 3 인)	34.4%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.8	2.3	8.6	22.8
상대수익률(KOSDAQ)	-0.5	-5.4	-51.2	-6.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	135	157	150	294
영업이익	3	2	2	40
EBITDA	7	7	7	45
지배주주순이익	0	1	2	32
EPS	151	87	128	2,683
순차입금	-8	-6	21	-2
PER	75.2	338.4	256.2	12.2
PBR	1.7	4.3	4.7	3.4
EV/EBITDA	18.5	52.7	61.2	8.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.7	1.3	1.9	32.4

주가 추이



최근 미국 Auction 105 결과는 동사의 고객사 및 제품 포트폴리오 확대에 대한 방향성을 뚜렷하게 해주는 이벤트라고 생각합니다. 투자의견 Buy, 목표주가 50,000 원을 유지합니다.

2Q20 실적이 바닥

에치에프알의 2분기 실적은 매출액 220억 원(-44.4% y-y), 영업적자 75억 원(적자전환 y-y)으로 부진하였다. 실적부진의 주요 원인은 2Q19대비 감소한 국내 및 해외수주였다. 국내를 포함한 글로벌 5G 투자 스케줄이 COVID-19 확산으로 인해 계속해서 지연되었기 때문이다. 3분기에도 COVID-19로 인한 비우호적인 영업환경은 지속될 전망이지만, 국내 및 해외 수주흐름이 개선되면서 2Q20이 2020년 분기 실적 기준 저점일 것으로 예상한다.

해외사업은 오히려 그림이 커지고 있다

에치에프알의 해외 5G 시장진입에 대한 그림은 여전히 유효하다. Verizon향 Fronthaul 장비는 초도물량 공급이 시작되었고, AT&T는 현재 Field Trial 마무리 단계에 진입하였다. 그리고 최근에는 미국 통신시장의 신규 통신사업자(기존 케이블사업자)향 Radio 장비 공급 가능성이 가시화 되고있다. 이는 고객사와 장비 포트폴리오 확대가 동시에 이루어지는 긍정적인 변화라고 생각한다. 이 외에 동남아(말레이시아, 베트남 등), 남아프리카 지역에서의 통신장비 판매계약이 진행되고 있어 해외사업의 그림은 계속해서 커지고 있다고 생각한다. 이를 반영했을 때, 에치에프알의 해외 매출액은 2020년 274억 원에서 2021년 1,720억 원 수준으로 크게 증가할 것으로 추정된다.

최근 주가조정은 매수기회

당사는 COVID-19로 인한 글로벌 5G 투자스케줄 지연을 반영하여 에치에프알의 2020년 실적을 매출액 1,502억 원(-4.1% y-y), 영업이익 17억 원(-25.3% y-y)으로 추정한다. 하지만, Verizon 초도 수주가 시작된 현 시점부터는 2021년 글로벌 5G 시장진출에 더 집중하는 것이 바람직하다고 생각한다. 미국의 경우 2021년부터는 mmWave와 Sub-6GHz 투자 Cycle이 중첩되고, 동사는 신규 고객 확보 및 장비공급 가능성이 높아지고 있기 때문에 그 기대감이 더 커지는 국면이다. 따라서 투자의견 Buy와 목표주가 50,000원을 유지한다.

투자의견 Buy, 목표주가 50,000 원 유지

에치에프알은 COVID-19 확산으로 인해 주요 고객사 투자스케쥴이 지연됐지만, Verizon향 초도물량 공급을 시작으로 수주흐름 개선세가 시작될 것으로 예상한다. 더불어, 북미 케이블사업자향 Radio 장비 공급은 고객 및 장비공급 레퍼런스 확대를 의미하기 때문에 매우 긍정적인 변화라고 생각한다.

동사는 동남아시아 지역에서도 Fronthaul 장비 매출이 발생할 것으로 예상된다. 동사는 KUBTel(KUB Telekomunikasi Sdn Bhd: KUB Malaysia Berhad의 자회사)의 지분 49%(현재 지분율 40%, 옵션행사 후 최종 지분율 49%)를 확보하였다. KUBTel의 주요 고객사는 Nokia, ZTE, Huawei이며, 향후 에치에프알의 Fronthaul 제품을 현지생산 및 판매할 계획이다. 더불어, Private 5G Platform을 현지화하여, Petronas, Sim Darby Berhad 등과 같은 말레이시아 대기업에 Private 5G Solution을 제공할 계획이다.

위와 같은 1) 해외 고객사 확대, 2) 장비공급 레퍼런스 다변화를 감안 시, 현 시점부터는 에치에프알의 2020년 실적부진보다는 2021년 해외사업 성장 잠재력에 집중하는 것이 바람직하다고 생각한다. 당사가 추정하는 에치에프알의 2021년 예상실적은 매출액 2,941억 원(+95.8% y-y), 영업이익 397억 원(+2,270.7% y-y)이다. 이를 반영하여, 투자의견 Buy와 목표주가 50,000원을 유지한다.

[표8] 에치에프알 목표주가 산출 (단위: 십억 원)

항목	내용	비고
1) 에치에프알 2021F 순이익	32.1	
2) Target PER multiple (배)	18.7	Peer 평균에 30% 프리미엄 반영
3) Target 시가총액	601.2	
4) 주식수 (주)	11,982,020	
5) 적정주가 (원)	50,171	
6) Upside	52.7%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표9] 에치에프알 연간실적 추정 (단위: 십억 원)

	2019	2020E	2021F
매출액	**156.7**	**150.2**	**294.1**
무선 Access 장비	**82.8**	**60.6**	**203.4**
- 국내 Fronthaul	60.4	33.2	31.4
- 해외 Fronthaul + 중계기	22.4	27.4	172.0
유선 Access 장비	**73.8**	**89.6**	**90.7**
영업이익	**2.2**	**1.7**	**39.7**
영업이익률	***1.4%***	***1.1%***	***13.5%***

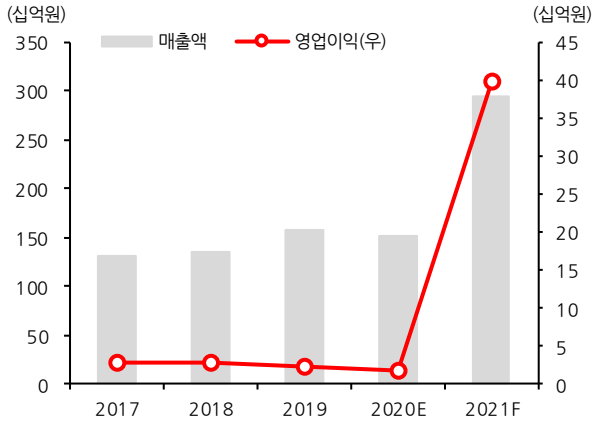
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표10] 에치에프알 분기별 실적 추이 (단위: 십억 원)

	2019	2020E	2021F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F
매출액	**156.7**	**150.2**	**294.1**	**16.0**	**39.5**	**46.2**	**54.9**	**10.0**	**22.0**	**47.7**	**70.6**
무선 Access 장비	82.8	60.6	203.4	8.6	26.8	29.5	17.9	4.5	8.0	16.6	31.6
- 국내 Fronthaul	60.4	33.2	31.4	2.5	21.5	26.1	10.3	2.4	5.0	6.8	19.1
- 해외 Fronthaul + 중계기	22.4	27.4	172.0	6.1	5.3	3.4	7.6	2.1	3.0	9.8	12.6
유선 Access 장비	73.8	89.6	90.7	7.5	12.6	16.7	37.0	5.5	14.0	31.1	39.0
영업이익	**2.2**	**1.7**	**39.7**	**-5.0**	**2.4**	**4.0**	**0.8**	**-5.8**	**-7.5**	**3.6**	**11.4**
영업이익률	***1.4%***	***1.1%***	***13.5%***	***-31.0%***	***6.1%***	***8.7%***	***1.4%***	***-58.4%***	***-34.4%***	***7.5%***	***16.2%***

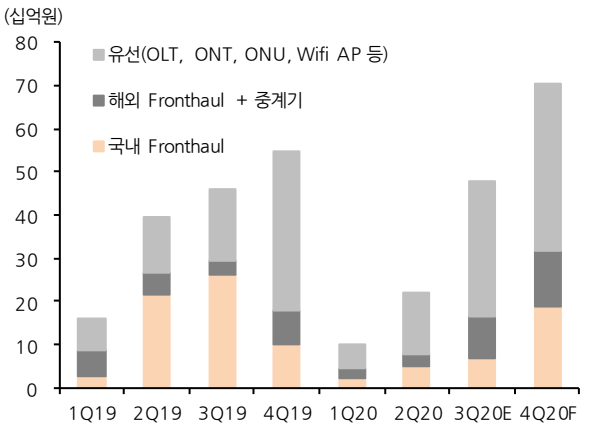
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 에치에프알 2021 년 고성장 예상



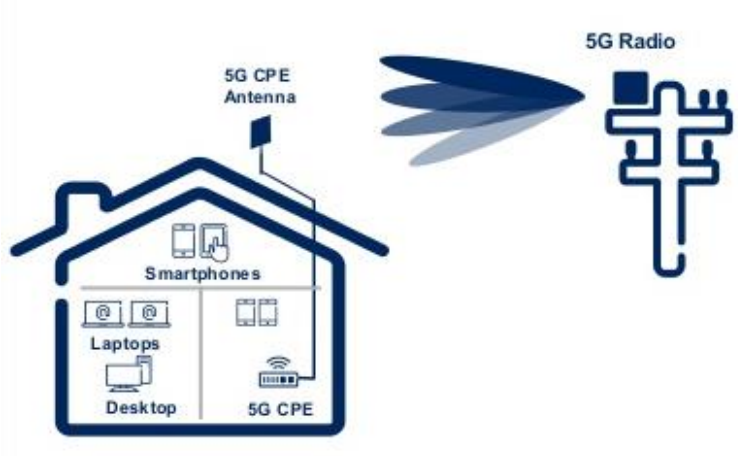
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 에치에프알 제품별 매출추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 5G FWA(Fixed Wireless Access) 구조



자료: Ericsson, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	131	135	157	150	294
매출총이익	18	21	24	24	63
영업이익	3	3	2	2	40
EBITDA	5	7	7	7	45
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	-2	1	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	2	0	1	2	40
당기순이익	3	1	0	1	32
지배주주순이익	3	0	1	2	32
증가율(%)					
매출액	16.5	3.2	16.1	-4.1	95.8
영업이익	-61.6	1.9	-21.9	-25.3	2,270.7
EBITDA	-44.7	25.8	-3.7	3.3	563.4
순이익	-59.0	-81.6	-26.9	154.5	2,850.4
이익률(%)					
매출총이익률	13.9	15.4	15.1	16.1	21.6
영업이익률	2.2	2.1	1.4	1.1	13.5
EBITDA 이익률	4.1	5.0	4.2	4.5	15.3
세전이익률	1.8	0.3	0.9	1.0	13.6
순이익률	2.4	0.4	0.3	0.7	10.8

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	78	102	103	91	130
현금성자산	9	22	35	22	45
매출채권	44	51	35	32	44
재고자산	19	26	31	34	37
비유동자산	25	27	34	63	65
투자자산	9	10	10	38	40
유형자산	4	5	12	14	14
무형자산	12	12	12	11	11
자산총계	103	128	137	155	194
유동부채	38	40	42	58	66
매입채무	20	24	16	19	26
유동성이자부채	14	11	21	36	36
비유동부채	11	8	13	13	13
비유동이자부채	5	3	8	7	7
부채총계	49	48	55	71	79
자본금	3	6	6	6	6
자본잉여금	2	23	24	24	24
이익잉여금	46	46	47	49	81
자본조정	1	4	4	4	4
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	54	80	82	83	115

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-2	-3	13	5	30
당기순이익	3	1	0	1	32
자산상각비	3	4	4	5	5
운전자본증감	-6	-12	5	-1	-8
매출채권 감소(증가)	1	-7	16	3	-12
재고자산 감소(증가)	-1	-8	-4	-4	-3
매입채무 증가(감소)	-8	3	-9	4	7
투자현금흐름	-4	4	-13	-35	-7
유형자산처분(취득)	-1	-2	-8	-3	-2
무형자산 감소(증가)	-3	-3	-5	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-2	9	1	-1	0
재무현금흐름	-1	14	15	15	3
차입금의 증가(감소)	-1	0	17	15	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	5	10	9	7	38
(-)운전자본증가(감소)	8	6	-3	0	8
(-)설비투자	1	2	8	3	2
(+)자산매각	-3	-3	-4	-3	-3
Free Cash Flow	-7	-1	0	1	25
(-)기타투자	-4	6	0	29	2
잉여현금	-3	-7	0	-29	23
NOPLAT	2	2	1	1	31
(+) Dep	3	4	4	5	5
(-)운전자본투자	8	6	-3	0	8
(-)Capex	1	2	8	3	2
OpFCF	-4	-2	1	3	26

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	2,103	151	87	128	2,683
BPS	34,132	6,728	6,813	6,941	9,624
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	3,387	3,484	731	570	3,139
ROA(%)	3.1	0.4	0.8	1.1	18.4
ROE(%)	6.4	0.7	1.3	1.9	32.4
ROIC(%)	3.7	3.2	0.9	1.6	39.8
Multiples(x,%)					
PER	5.0	75.2	338.4	256.2	12.2
PBR	0.3	1.7	4.3	4.7	3.4
PSR	0.1	0.2	2.2	2.6	1.3
PCR	3.1	3.3	40.2	57.7	10.5
EV/EBITDA	4.7	18.5	52.7	61.2	8.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	90.8	60.2	67.1	85.7	68.5
Net debt/Equity	18.1	-9.7	-7.9	25.8	-1.3
Net debt/EBITDA	180.4	-113.5	-98.8	317.1	-3.4
유동비율	203.3	252.4	244.1	156.1	196.8
이자보상배율(배)	8.0	6.7	5.5	2.6	93.9
자산구조(%)					
투하자본	76.3	69.3	62.0	55.2	49.2
현금+투자자산	23.7	30.7	38.0	44.8	50.8
자본구조(%)					
차입금	26.3	15.3	26.0	34.5	27.5
자기자본	73.7	84.7	74.0	65.5	72.5

주: IFRS 연결 기준

2020년 9월 28일
기업분석

RFHIC (218410)

이제는 미국에 집중

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 48,000원

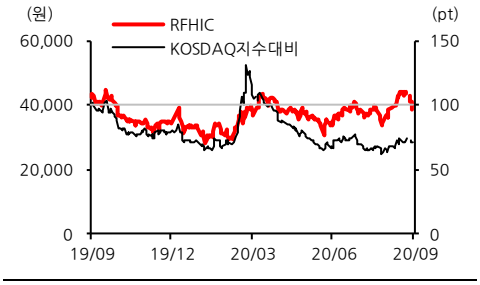
현재 주가(9/25)	38,650원
상승여력	▲24.2%
시가총액	9,217억원
발행주식수	23,848천주
52 주 최고가 / 최저가	45,150 / 28,450원
90 일 일평균 거래대금	289.41억원
외국인 지분율	6.0%
주주 구성	
조덕수 (외 10 인)	37.8%
자사주 (외 1 인)	0.2%
자사주신탁 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.7	13.5	-2.8	-9.3
상대수익률(KOSDAQ)	8.1	5.8	-62.6	-38.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	108	108	76	171
영업이익	27	18	-2	34
EBITDA	30	23	3	40
지배주주순이익	24	20	2	36
EPS	1,081	859	103	1,398
순차입금	-69	-109	-80	-95
PER	22.7	42.9	374.4	25.5
PBR	3.5	4.4	4.8	4.2
EV/EBITDA	16.0	33.5	247.6	20.8
배당수익률	0.8	0.5	1.0	1.0
ROE	17.2	11.2	1.3	16.2

주가 추이



RFHIC 는 최근 미중 갈등으로 인해 중화권 고객사 매출이 부정적인 영향을 받을 것으로 예상됩니다. 그럼에도 불구하고 2021 년에는 큰 폭의 실적 성장이 예상되기 때문에 긍정적인 시각을 유지합니다.

3분기에도 실적부진 이어질 전망

당사는 RFHIC의 3분기 실적을 매출액 155억 원, 영업적자 26억 원으로 추정한다. 실적 부진이 이어질 것으로 예상하는 이유는 1) 전년대비 소극적으로 진행되고 있는 국내 5G 투자, 2) 미중 갈등으로 인한 중화권 주요 고객사의 수주감소 등 때문이다. 하지만 4분기부터는 미국 5G 투자 관련 초도물량이 매출로 인식되면서 실적 개선세가 시작될 것으로 예상한다. 당사가 예상하는 RFHIC의 4분기 실적은 매출액 249억 원, 영업이익 17억 원이다.

중화권 매출 감소 예상: 2020년 예상 매출액 하향조정

당사는 2020년 7월 13일에 발간한 보고서에서 RFHIC의 연간 실적 추정치를 하향조정한 바 있다. 당시에 실적 추정치를 하향했던 배경에는 COVID-19 팬데믹 영향으로 지연된 미국/인도 투자 스케줄이 있었다. 당사는 최근의 미중 갈등으로 인해 중국 주요 통신장비 업체의 영업상황이 어려워지면서, RFHIC의 관련 매출이 감소할 것으로 예상한다. 이를 추가로 반영하여 RFHIC의 2020년 GaN 트랜지스터 매출액을 409억 원(-38.6% y-y)으로 하향조정한다.

투자의견 Buy, 목표주가 48,000원 유지

당사는 1) 글로벌 5G 투자 스케줄 지연과 2) 미중 갈등으로 인한 중국 고객사 매출액 감소 등을 반영하여 RFHIC의 2020년 실적을 매출액 757억 원, 영업적자 18억 원으로 하향조정한다. 실적부진에도 불구하고 동사를 포함한 통신장비 업종 주가는 삼성전자의 글로벌 5G 시장 내 점유율 확대에 대한 가능성에 더 주목하면서 상승세를 이어왔다. 당사는 삼성전자의 점유율 확대가 결국 RFHIC의 GaN 트랜지스터 매출 확대로 이어질 것으로 예상하여 2021년 GaN 트랜지스터 매출액을 1,322억 원(+223.2% y-y)으로 추정한다. 따라서 현 시점부터는 올해 실적부진보다는 2021년에 기대되는 매출액의 고성장세에 초점을 맞추고, 최근 주가조정을 매수기회로 잡는 것이 바람직하다고 생각한다. 투자의견 Buy, 목표주가 48,000원을 유지한다.

투자의견 Buy, 목표주가 48,000 원 유지

RFHIC에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 48,000원을 유지한다. 당사는 미중 갈등으로 인해 감소할 것으로 예상되는 중국향 매출액을 반영하여 2020년 예상실적을 매출액 757억 원(-29.8% y-y), 영업적자 18억 원(적자전환 y-y)으로 하향조정하였다. 실적 추가 하향조정에도 불구하고 목표주가를 유지하는 이유는 1) 삼성전자의 Verizon향 대규모 수주는 이제 미국 5G 투자 Cycle이 임박했음을 의미하고, 2) 삼성전자의 미국 내 점유율 확대로 인해 GaN 트랜지스터 물량이 크게 증가할 것으로 예상돼, 3) 현 시점부터는 올해 실적부진 보다는 2021년 성장 잠재력에 집중하는 것이 바람직하다고 생각하기 때문이다. 당사가 예상하는 RFHIC의 2021년 예상실적은 매출액 1,712억 원(+126.1% y-y), 영업이익 340억 원(흑자전환 y-y)이다.

[표11] RFHIC 목표주가 산출 (단위: 십억 원)

항목	내용	비고
1) RFHIC 2021F 순이익	36.2	
2) Target PER multiple (배)	31.7	과거 Trailing PER 평균
3) Target 시가총액	1,149.0	
4) 주식수 (주)	23,847,620	
5) 적정주가 (원)	48,179	
6) Upside	24.7%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표12] RFHIC 분기별 실적 추이 (단위: 십억 원)

	2019	2020E	2021F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F
매출액	**107.8**	**75.7**	**171.2**	**34.8**	**35.4**	**14.9**	**22.7**	**20.6**	**14.7**	**15.5**	**24.9**
GaN 트랜지스터	66.6	40.9	132.2	21.1	23.8	7.2	14.5	13.5	7.9	6.6	12.9
전력증폭기	38.1	31.6	35.8	13.1	10.9	6.8	7.3	6.4	6.2	8.1	10.9
MMIC	2.2	2.2	2.3	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
기타	0.9	0.9	1.0	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1	0.0	0.2	0.6
영업이익	**17.9**	**-1.8**	**34.1**	**7.7**	**9.6**	**-0.4**	**1.0**	**1.8**	**-2.7**	**-2.6**	**1.7**
영업이익률	***16.6%***	***-2.4%***	***19.9%***	***22.2%***	***27.2%***	***-2.8%***	***4.4%***	***8.6%***	***-18.2%***	***-16.8%***	***6.8%***

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	62	108	108	76	171
매출총이익	21	47	40	20	57
영업이익	8	27	18	-2	34
EBITDA	11	30	23	3	40
순이자손익	0	0	2	2	2
외화관련손익	-1	0	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	7	27	20	2	38
당기순이익	6	25	20	2	33
지배주주순이익	6	24	20	2	36
증가율(%)					
매출액	1.3	74.2	-0.3	-29.8	126.1
영업이익	47.7	230.8	-32.9	적전	흑전
EBITDA	36.7	173.8	-24.5	-85.1	1,070.5
순이익	10.1	314.6	-20.6	-88.9	1,372.7
이익률(%)					
매출총이익률	33.9	43.2	36.7	25.9	33.5
영업이익률	13.0	24.7	16.6	-2.4	19.9
EBITDA 이익률	17.8	28.0	21.2	4.5	23.2
세전이익률	10.6	25.1	18.9	2.6	22.2
순이익률	9.9	23.5	18.7	3.0	19.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	107	178	191	176	196
현금성자산	39	102	122	95	110
매출채권	17	23	13	16	17
재고자산	50	47	52	61	66
비유동자산	48	56	69	78	88
투자자산	6	10	19	28	29
유형자산	36	40	45	46	55
무형자산	6	5	5	5	4
자산총계	155	234	260	254	285
유동부채	25	44	43	44	46
매입채무	7	12	15	17	19
유동성이자부채	17	8	12	16	16
비유동부채	3	27	2	1	1
비유동이자부채	1	25	1	0	0
부채총계	28	71	45	45	47
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	52	61	87	87	87
이익잉여금	61	84	99	92	121
자본조정	-2	1	1	0	0
자기주식	-2	0	0	-1	-1
자본총계	127	164	216	209	237

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	5	48	27	-6	35
당기순이익	6	25	20	2	33
자산상각비	3	4	5	5	6
운전자본증감	-5	16	3	-14	-4
매출채권 감소(증가)	-1	-7	10	-2	-1
재고자산 감소(증가)	2	2	-6	-9	-4
매입채무 증가(감소)	-5	3	4	-1	1
투자현금흐름	3	-30	-8	-29	-17
유형자산처분(취득)	-2	-7	-9	-5	-14
무형자산 감소(증가)	-1	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	10	-22	8	-15	-1
재무현금흐름	-2	26	10	-7	-5
차입금의 증가(감소)	-1	22	5	3	0
자본의 증가(감소)	0	3	-4	-9	-5
배당금의 지급	0	1	4	9	5
총현금흐름	12	32	25	7	39
(-)운전자본증가(감소)	8	-20	-2	14	4
(-)설비투자	2	8	9	5	14
(+)자산매각	-1	0	-1	0	0
Free Cash Flow	1	45	17	-12	21
(-)기타투자	2	4	5	9	1
잉여현금	0	40	13	-21	20
NOPLAT	8	25	18	-1	30
(+) Dep	3	4	5	5	6
(-)운전자본투자	8	-20	-2	14	4
(-)Capex	2	8	9	5	14
OpFCF	1	41	16	-15	17

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	770	1,081	859	103	1,398
BPS	5,587	6,976	8,387	8,038	9,236
DPS	50	200	200	400	400
CFPS	1,471	1,424	1,078	293	1,637
ROA(%)	4.3	12.4	8.1	1.0	12.4
ROE(%)	5.4	17.2	11.2	1.3	16.2
ROIC(%)	8.0	26.3	19.4	-1.2	21.8
Multiples(x,%)					
PER	21.8	22.7	42.9	374.4	25.5
PBR	3.0	3.5	4.4	4.8	4.2
PSR	2.2	5.1	7.9	12.2	5.4
PCR	11.4	17.3	34.2	132.1	23.6
EV/EBITDA	31.6	16.0	33.5	247.6	20.8
배당수익률	0.3	0.8	0.5	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	21.7	43.1	20.7	21.8	19.9
Net debt/Equity	-16.2	-42.1	-50.7	-38.2	-39.8
Net debt/EBITDA	-186.6	-227.8	-478.1	-2,345.7	-237.5
유동비율	430.3	407.7	448.0	398.6	428.5
이자보상배율(배)	27.2	17.9	16.0	-	35.2
자산구조(%)					
투하자본	69.9	43.6	40.8	51.2	50.7
현금+투자자산	30.1	56.4	59.2	48.8	49.3
자본구조(%)					
차입금	12.5	16.8	5.7	7.0	6.2
자기자본	87.5	83.2	94.3	93.0	93.8

주: IFRS 연결 기준

2020년 9월 28일
기업분석

오이솔루션 (138080)

그림은 좋아지는 중

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

Hold (유지)

목표주가(상향): 53,000원

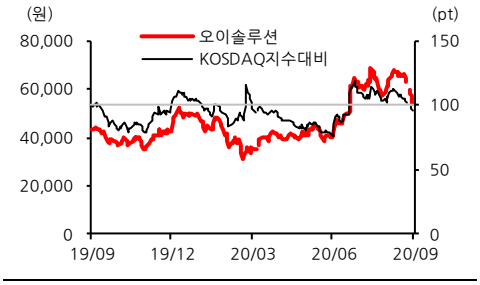
현재 주가(9/25)	53,600원
상승여력	▼1.1%
시가총액	5,695억원
발행주식수	10,624천주
52 주 최고가 / 최저가	68,500 / 30,900원
90 일 일평균 거래대금	379.01억원
외국인 지분율	7.6%
주주 구성	
박찬 (외 5 인)	29.1%
유준상 (외 1 인)	1.4%
이상호 (외 1 인)	0.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.1	34.7	50.4	23.3
상대수익률(KOSDAQ)	-6.7	27.0	-9.5	-5.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	82	210	109	168
영업이익	0	58	11	34
EBITDA	5	64	17	40
지배주주순이익	3	46	11	27
EPS	261	4,607	1,045	2,581
순차입금	3	-50	-39	-48
PER	50.9	10.7	51.3	20.8
PBR	1.9	3.8	3.9	3.4
EV/EBITDA	26.7	7.5	31.1	13.2
배당수익률	0.9	0.8	0.7	0.7
ROE	3.8	44.4	7.8	17.4

주가 추이



오이솔루션은 국내 트랜시버 수요둔화에 따라 2020 년 실적이 부진할 전망입니다. 다만, 4 분기부터 시작될 것으로 예상되는 미국향 광트랜시버 수출이 2021 년 실적성장에 기여할 것으로 전망됩니다. 2021 년 실적성장을 감안하여 목표주가는 53,000 원으로 상향하지만, 밸류에이션 부담을 고려하여 투자의견은 Hold 를 유지합니다.

2020년 국내 광트랜시버 수요둔화 예상

당사는 오이솔루션의 2020년 실적을 매출액 1,094억 원(-48.0% y-y), 영업이익 112억 원(-80.8% y-y)으로 추정한다. 매출액 감소의 배경으로 1) COVID-19 팬데믹으로 인한 글로벌 5G 투자스케쥴 지연, 2) 제품 단가인하 영향 등을 예상한다. 3분기에도 비우호적인 영업환경이 지속되면서 유의미한 q-q 개선세는 기대하기 어려울 것으로 예상한다. 당사의 오이솔루션 3분기 실적 추정치는 매출액 301억 원(+2.3% q-q, -50.4% y-y), 영업이익 40억 원(-4.5% q-q, -80.0% y-y)이다.

2021년 그림은 좋다

2020년 글로벌 5G 투자 지연에 따라 실적부진은 불가피하지만, 2021년 실적개선에 대한 방향성은 뚜렷하다. 특히 주요 고객사인 삼성전자의 미국 5G 시장 내 점유율 확대가 기대됨에 따라 동사의 미국향 광트랜시버 매출액이 크게 개선될 것으로 예상된다. 더불어, Fujitsu도 주요 고객사로 확보한 상황이라는 점 또한 긍정적이다. 최근 Fujitsu는 Dish Network의 주요 통신장비 공급업체로 선정되었기 때문에, 오이솔루션 입장에서는 신규 End-customer를 확보한 셈이다. 이러한 긍정적인 요인들을 반영하여 2021년 실적을 매출액 1,677억 원(+53.3% y-y), 영업이익 338억 원(+202.5% y-y)으로 추정한다.

투자의견 Hold 유지, 목표주가는 53,000원으로 상향조정

오이솔루션의 주가 상승세는 주로 삼성전자의 미국 5G 시장내 점유율 확대로 인한 매출성장 기대감을 반영하고 있다고 생각한다. 당사 역시 현 시점부터는 2021년에 예상되는 긍정적인 요인들에 더 집중하는 것이 바람직하다고 생각한다. 하지만, 상향조정된 2021년 실적 추정치를 감안해도 동사의 현 주가의 밸류에이션은 PER 20.8배로 매수관점에서 접근하기에는 부담스러운 수준이라고 생각한다. 따라서 투자의견은 Hold를 유지하고, 목표주가는 53,000원으로 상향조정한다.

투자의견 Hold 유지, 목표주가 53,000 원으로 상향조정

[표13] 오이솔루션 목표주가 산출 (단위: 십억 원)

항목	내용	비고
1) 오이솔루션 2021F 순이익	27.4	
2) Target PER multiple (배)	15.0	고객사의 점유율 확대 수혜를 반영하여 50% 상향조정
3) Target 시가총액	411.3	
4) 주식수 (주)	7,739,532	
5) 적정주가 (원)	53,139	
6) Upside	-0.9%	

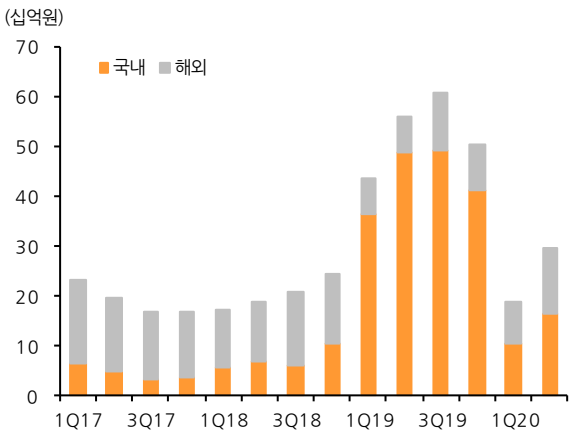
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표14] 오이솔루션 분기별 실적 추이 (단위: 십억 원)

	2019	2020E	2021F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F
매출액	210.3	109.4	167.7	43.4	56.0	60.6	50.2	18.9	29.4	30.1	31.0
-y-y	*158.0%*	*-48.0%*	*53.3%*	*151.6%*	*200.4%*	*189.6%*	*103.6%*	*-56.4%*	*-47.6%*	*-50.4%*	*-38.2%*
-q-q	-	-	-	*76.0%*	*29.1%*	*8.2%*	*-17.2%*	*-62.3%*	*55.1%*	*2.3%*	*3.2%*
영업이익	58.3	11.2	33.8	9.7	16.5	19.9	12.1	-1.4	4.2	4.0	4.4
-y-y	*24820.2%*	*-80.8%*	*202.5%*	*흑자전환*	*흑자전환*	*1814.8%*	*612.2%*	*적자전환*	*-74.7%*	*-80.0%*	*-63.5%*
-q-q	-	-	-	*474.4%*	*69.8%*	*20.5%*	*-39.4%*	*적자전환*	*흑자전환*	*-4.5%*	*10.3%*
영업이익률	***27.7%***	***10.2%***	***20.1%***	***22.4%***	***29.5%***	***32.9%***	***24.0%***	***-7.4%***	***14.2%***	***13.3%***	***14.2%***

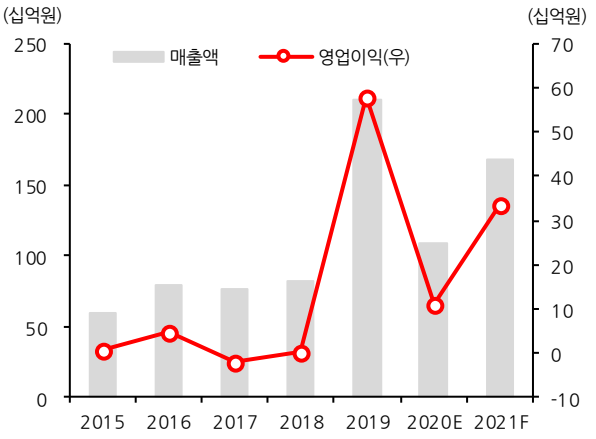
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 오이솔루션 분기별 매출추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 오이솔루션 연간실적 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	77	82	210	109	168
매출총이익	23	27	87	45	70
영업이익	-2	0	58	11	34
EBITDA	3	5	64	17	40
순이자손익	0	0	0	0	1
외화관련손익	-2	1	0	1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-4	2	58	13	35
당기순이익	-2	3	46	11	27
지배주주순이익	-2	3	46	11	27
증가율(%)					
매출액	-3.9	6.4	158.0	-48.0	53.3
영업이익	적전	흑전	24,820.2	-80.8	202.5
EBITDA	-68.4	88.5	1,165.5	-73.2	132.2
순이익	적전	흑전	1,682.9	-75.9	147.0
이익률(%)					
매출총이익률	29.5	33.6	41.6	40.8	41.7
영업이익률	-2.5	0.3	27.7	10.2	20.1
EBITDA 이익률	3.5	6.2	30.3	15.6	23.6
세전이익률	-4.9	2.4	27.8	11.9	20.7
순이익률	-2.3	3.2	21.9	10.1	16.4

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	57	57	137	139	165
현금성자산	23	17	78	77	86
매출채권	15	19	33	31	39
재고자산	19	20	24	28	38
비유동자산	39	42	47	57	55
투자자산	8	11	16	23	24
유형자산	30	30	30	32	30
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	96	99	184	195	221
유동부채	25	25	43	47	49
매입채무	3	4	5	6	8
유동성이자부채	20	19	27	37	37
비유동부채	4	6	2	2	2
비유동이자부채	0	0	0	1	1
부채총계	29	31	45	49	51
자본금	4	4	5	5	5
자본잉여금	27	27	52	52	52
이익잉여금	34	35	80	87	110
자본조정	2	2	2	2	2
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	67	68	139	146	169

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	4	1	43	7	18
당기순이익	-2	3	58	11	27
자산상각비	5	5	5	6	6
운전자본증감	0	-8	-26	-4	-16
매출채권 감소(증가)	4	-3	-13	2	-8
재고자산 감소(증가)	-3	-2	-8	-5	-10
매입채무 증가(감소)	0	0	-1	2	2
투자현금흐름	-4	-11	-42	-19	-6
유형자산처분(취득)	-4	-5	-4	-8	-3
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-6	-37	-10	-2
재무현금흐름	14	-1	33	6	-4
차입금의 증가(감소)	0	0	7	10	0
자본의 증가(감소)	14	-1	26	-4	-4
배당금의 지급	1	1	1	4	4
총현금흐름	5	9	69	18	34
(-)운전자본증가(감소)	-5	4	10	8	16
(-)설비투자	4	5	4	8	3
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	5	-1	55	2	14
(-)기타투자	5	3	18	-4	1
잉여현금	0	-3	38	6	13
NOPLAT	-1	0	46	10	27
(+) Dep	5	5	5	6	6
(-)운전자본투자	-5	4	10	8	16
(-)Capex	4	5	4	8	3
OpFCF	4	-5	38	-1	13

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-192	261	4,607	1,045	2,581
BPS	6,765	6,876	13,112	13,755	15,936
DPS	100	120	400	400	400
CFPS	528	940	6,910	1,717	3,169
ROA(%)	-1.9	2.6	32.5	5.8	13.2
ROE(%)	-2.9	3.8	44.4	7.8	17.4
ROIC(%)	-2.3	0.3	61.0	10.3	24.6
Multiples(x,%)					
PER	-	50.9	10.7	51.3	20.8
PBR	1.3	1.9	3.8	3.9	3.4
PSR	1.1	1.6	2.4	5.2	3.4
PCR	17.2	14.1	7.2	31.2	16.9
EV/EBITDA	32.6	26.7	7.5	31.1	13.2
배당수익률	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	43.5	45.7	32.3	33.6	30.3
Net debt/Equity	-4.0	4.0	-36.2	-26.7	-28.3
Net debt/EBITDA	-100.5	53.5	-79.1	-228.9	-121.1
유동비율	230.8	224.8	320.7	296.6	338.1
이자보상배율(배)	-	0.5	111.4	13.9	36.3
자산구조(%)					
투하자본	66.2	70.8	46.9	50.2	51.1
현금+투자자산	33.8	29.2	53.1	49.8	48.9
자본구조(%)					
차입금	23.0	22.4	16.7	20.7	18.4
자기자본	77.0	77.6	83.3	79.3	81.6

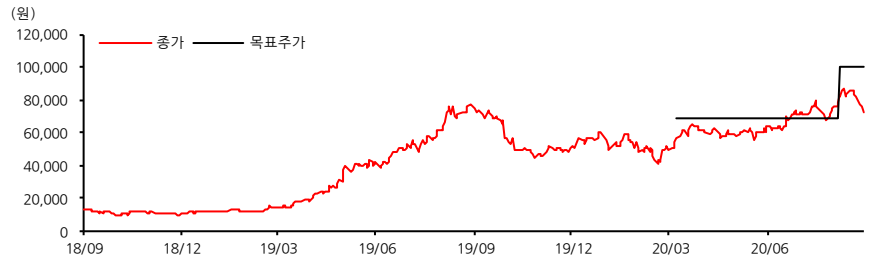
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2020 년 9 월 25 일)

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

[케이엠더블유 주가와 목표주가 추이]



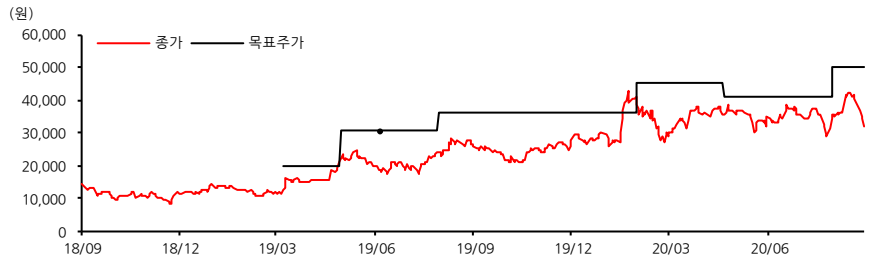
[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.04.03	2020.04.03	2020.09.02	2020.09.04	2020.09.25	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	최준영	69,500	100,000	100,000	100,000	

[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	-6.86	14.10
2020.09.02	Buy	100,000		

[에치에프알 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

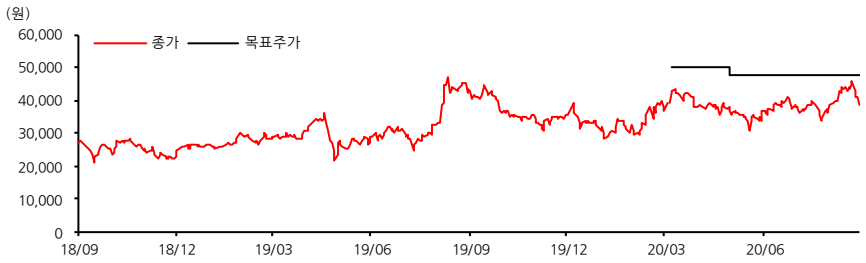
일 시	2019.04.03	2019.04.03	2019.05.17	2019.05.27	2019.05.31	2019.06.24
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	최준영	4,000	4,000	31,000	31,000	31,000
일 시	2019.07.15	2019.08.26	2019.09.02	2019.09.18	2019.09.20	2019.11.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	31,000	36,500	36,500	36,500	36,500	36,500
일 시	2020.01.13	2020.01.29	2020.02.26	2020.04.03	2020.05.18	2020.08.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	36,500	36,500	45,000	45,000	41,000	50,000
일 시	2020.09.04	2020.09.25				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	50,000	50,000				

[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	-23.37	-14.67
2020.05.18	Buy	41,000	-14.47	-5.61
2020.08.26	Buy	50,000		

[RFHIC 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

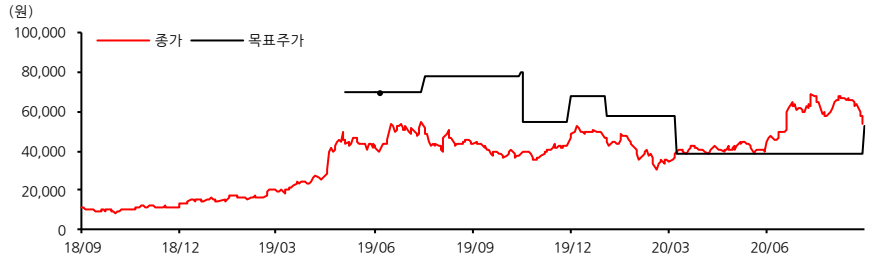
일 시	2020.04.03	2020.04.03	2020.05.27	2020.07.13	2020.09.25	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	최준영	50,000	48,000	48,000	48,000	

[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	-20.58	-13.20
2020.05.27	Buy	48,000		

[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	2020.09.25			
투자의견	Buy	Hold	Hold			
목표가격	58,000	39,000	53,000			

[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	30.62	75.64
2020.09.25	Hold	53,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2020 년 6 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%