

통신장비 Overweight

결국은 AI가 통신장비 투자 이끌 것



2024.3.21

Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 고연수 yeansookoh@hanafn.com

통신장비

결국은 시가 통신장비 투자 이끌 것

Summary

- ✓ 거래량, 발생 예상 이벤트로 보면 통신장비주 이미 대세 상승기로 진입 중
- ✓ AI 활성화로 2025년엔 전세계적으로 신규 주파수 투자 가능성 높다
- ✓ 5G 대표 종목 투자 유망, 솔리드/이노와이어/RFHIC/KMW 매수 추천

Top Pick 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(3월19일)
솔리드(050890)	BUY	15,000원	5,660원
이노와이어리스(073490)	BUY	70,000원	26,400원
RFHIC(218410)	BUY	40,000원	15,040원
KMW(032500)	BUY	25,000원	12,540원

목차

1. 대세 상승기에 진입한다고 볼 수 있나?	3
1) 9월과 1월 거래량 폭증 속에 상승세	3
2) 화웨이/노키아가 5G Advanced 장비 출시를 예고	5
3) 삼성이 6G Ready를 통해 설욕을 준비 중	7
4) 실적 바닥 이미 통과, 2025년 급격한 이익 증가 예상	9
5) AI와 고주파수 발굴이 빅 이슈로 부상 중	11
2. 5G Advanced 2025년 상용 서비스 가능성 있나?	13
1) 2024년 한국/미국 주파수 경매 예정	13
2) 트래픽 증가, 장비 교체 주기론 대두 중	15
3) 한국/미국/중국 간 4차산업 패권 경쟁, 미국 대선도 변수	18
4) 통신사 이동전화매출 감소, 차세대 서비스 절실	19
5) 출력 증대/발열 감축/전파 간섭 방지 등 기술의 발전	21
6) 5G의 실패는 5G Advanced의 등판을 촉진	23
3. 이번엔 누가 대장주일까?	25
1) 기지국/인빌딩/스몰셀/유선 가입자/위성 중 누가 강할까?	25
2) 2024년 실적 호전주/낙폭과대 2025년 실적 기대주 중 승자는?	27
3) 1등업체와 3등업체 중 어디가 많이 오를까?	29
기업분석	31
솔리드(050890)	32
이노와이어리스(073490)	34
RFHIC(218410)	36
KMW(032500)	38

2024년 3월 21일 | 산업분석_Industry In-depth

Overweight

Top Pick 및 관심종목

*CP 2024년 3월 19일

썬리드(050890)

BUY | TP 15,000원 | CP 5,660원

이노와이어리스(073490)

BUY | TP 70,000원 | CP 26,400원

RFHIC(218410)

BUY | TP 40,000원 | CP 15,040원

KMW(032500)

BUY | TP 25,000원 | CP 12,540원

통신장비

결국은 시가 통신장비 투자 이끌 것

거래량, 발생 예상 이벤트로 보면 통신장비주 이미 대세 상승기로 진입 중

2023년 9월에 이어 2024년 1월에도 국내 통신장비주들이 대량의 거래를 수반하면서 주가 상승을 시도하였다. 2017~2018년과 비슷한 패턴이라 관심을 끈다. 이런 가운데 최근 화웨이, 노키아 등 글로벌 통신장비업체들을 중심으로 5G Advanced 상용화, 6G Ready 장비 출시를 예고하고 있다. 삼성전자 역시 이러한 흐름에 편승하며 5G 도입기 초반 부진에 대한 설욕을 준비 중이다. 선행 지표 역할을 하는 주파수 공급 계획 및 트래픽 동향도 양호하다. 통신업계 전반적으로 시가 급부상하는 가운데 고주파수 발굴이 본격화되고 있다. 새로운 네트워킹이 출현하고 성공하기 위해선 트래픽 증가와 새로운 주파수가 필요한데 최근 이러한 움직임이 포착되고 있어서 고무적이다.

AI 활성화로 2025년엔 전세계적으로 신규 주파수 투자 가능성 높다

국내 과기부가 디지털 스펙트럼 플랜을 발표하였다. 2024년 내 신규 주파수 경매가 이루어질 수 있음을 비추었으며, 제반 일정을 감안하면 6~7월 주파수 할당 공고가 나오고 10~11월 주파수 경매가 이루어질 전망이다. 미국 주파수 경매도 2024년 이루어질 가능성이 높다. 최근 FCC의 경매 권한이 상실된 탓에 경매 지연에 대한 우려가 있지만 상무부 주도로 이루어지던지 대선 이후 곧바로 진행될 수 있어 마냥 미뤄질 가능성은 낮다. 미국 통신 4개사가 3~15GHz 주파수 할당 요구에 나서고 있으며 트래픽 증가 추이와 글로벌 네트워크 경쟁 상황을 감안하면 2024년 내 5G 추가 주파수 할당에 나설 것이다. 일부 투자자들은 아직까지 뚜렷한 킬러서비스도 없는데 굳이 5G Advanced 서비스를 도입해야 하느냐고 묻는다. 하지만 중요한 것은 트래픽이다. 2010년 3.5G 투자, 2012년 LTE 투자, 2019년 5G 투자는 사실상 트래픽 증가로 인해 비롯된 네트워크 투자였다는 점을 상기해야 한다. 최근 5년간 고주파수 정복을 위한 괄목할만한 기술적 발전도 이루어졌다. 출력 증대 및 발열/전파 간섭 현상 해결이 대표적이다. 현재 상황은 LTE Ready 장비가 도입되었던 2010년과 흡사하다. 아마도 5G의 실패와 AI의 활성화가 5G Advanced의 조기 상용화, 6G Ready 장비의 도입을 촉진할 가능성이 높다.

5G 대표 종목 투자 유망, 썬리드/이노와이어/RFHIC/KMW 매수 추천

통신장비 업종에서 새로운 아이템이 주도 업종으로 부상할 가능성은 낮다. 여전히 기지국/인빌딩/스몰셀 업체를 주목하는 가운데 위성 장비 업체에 관심을 가져야 할 듯하다. 더불어 최근 3년간 주가 하락 폭이 크거나 오르지 못한 2025년 실적 호전 통신장비주에 주목할 것을 권고한다. 단 부품 간소화 및 통합화, 업체간 인수합병, 대규모 R&D 인력 유지 비용 등을 감안해 세부 업종별 1등 업체에 투자할 것을 추천한다. 기존의 5G 대표 종목이 투자 유망해 보이며 썬리드/이노와이어/RFHIC/KMW를 매수 추천한다.



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

1. 대세 상승기에 진입한다고 볼 수 있나?

1) 9월과 1월 거래량 폭증 속에 상승세

2023년 9월에 이어
2024년 1월에도 통신장비
업종 대표주 거래량 폭증 속에
주가 상승세 시현,
대세 상승 시도일 가능성 높아

2023년 9월에 이어 2024년 1월에도 국내 통신장비주들이 대량의 거래를 수반하면서 주가 상승을 시도하였다. 특징적인 것은 주도주군들의 거래량이 급증했다는 점인데 2017~2018년과 비슷한 패턴이라 관심을 끈다. 6년 전에는 통신장비주들이 1차 상승을 한 이후 일시 반락 과정을 거친 뒤에 4~6개월 후 진짜 본격 상승이 나타났다.

통신장비주 상승의 배경에는 지난 9월엔 양자암호통신/6G 등 차세대 기술, 올해 1월엔 삼성의 6G 발언이 촉매 역할을 했다고 알려지고 있지만 근본적으로는 5G 장비 투자 기대감 때문이라고 볼 수 있겠다. 구체적으로 5G 장비이긴 하지만 6G에서도 일부 부품/소프트웨어 교체만으로 장비 사용이 가능한 6G Ready 장비 수요가 2025년부터 크게 증가할 것이란 기대감이 작용했다는 판단이다.

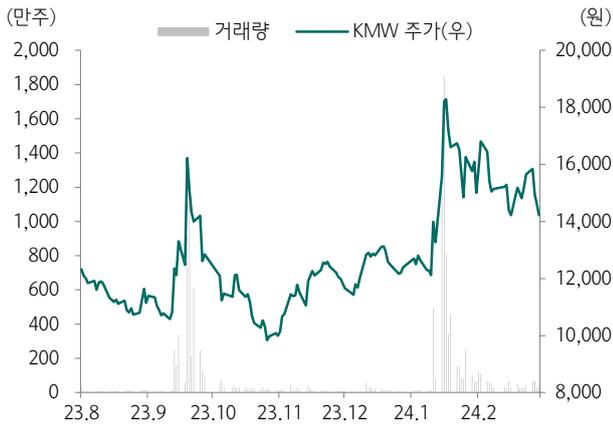
아직까진 2024년 1월을 기점으로 통신장비주가 3년간의 랠리를 지속할지 속단하긴 어렵다. 2023년 9월, 2024년 1월 쌍바닥을 확인하고 본격 상승할지, 아니면 한번의 반락 과정을 더 거친 뒤 본격 상승할지 솔직히 알기 어렵기 때문이다. 하지만 이제 분명한 것은 있다. 2023년과는 달리 통신장비주를 보유하고 있는 투자자들이 심리적으로 유리해질 가능성이 높아졌다는 점이다. 시기의 문제이지만 2025년에 근접할수록 통신장비주를 보유하려는 심리가 커질 수 있기 때문이다.

결국 이번 통신장비주 대세 상승은 5G Advanced 또는 6G 상용화가 만들어낼 가능성이 높다. 그렇다고 보면 빠르면 2024년 초, 늦어도 2024년 말에는 통신장비주가 상승할 것이란 판단이다. 2025년에 과도기적으로 5G Advanced를 도입하거나 당초 예상보다 빨리 2027년에 6G를 조기 도입할 가능성이 높고, 주가는 일반적으로 1년에서 최대 2년까지 선행할 것이기 때문이다.

2025년 5G Advanced 투자가 시작된다면 당장 올해 초 통신장비주가 움직일 수 있고 2026년 말부터 6G 투자가 개시된다고 보면 2024년말부터는 통신장비주가 대세 상승기로 진입할 공산이 크다. 극단적으로 5G Advanced 투자가 진행되지 않고 6G로 넘어간다고 해도 2024년도 내에는 통신장비주가 대세 상승기로 진입할 것이란 얘기가.

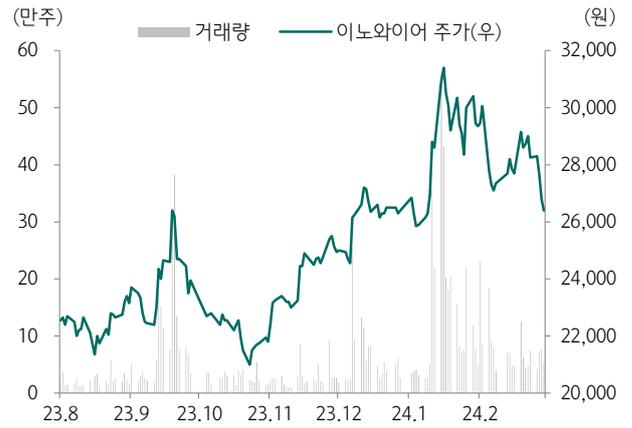
물론 단기적으로는 일시적 주가 하락을 경험할 가능성을 배제할 수 없다. 하지만 이제는 큰 그림을 봐야할 시점이다. 2025년 6G Ready 투자를 기대한 주가 상승이라면 엄청난 주가 상승이 나타날 수 있기 때문이다. 따라서 현 시점부터는 통신장비주 업사이드 리스크를 고민해야 할 필요가 있겠다. 매수를 고민하는 투자자라면 일시적 손해를 감내한 매수, 매도 포지션에 있는 투자자라면 점진적 포지션 전환을 추천한다.

도표 1. 2023년 8월~2024년 2월 KMW 주가 및 거래량 추이



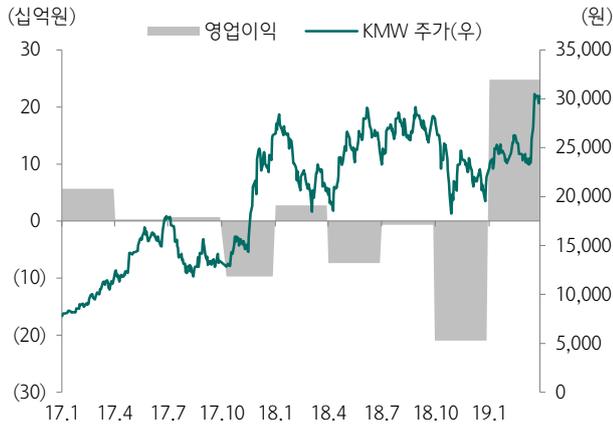
자료: Quantwise, 하나증권

도표 2. 2023년 8월~2024년 2월 이노와이어 주가/거래량 추이



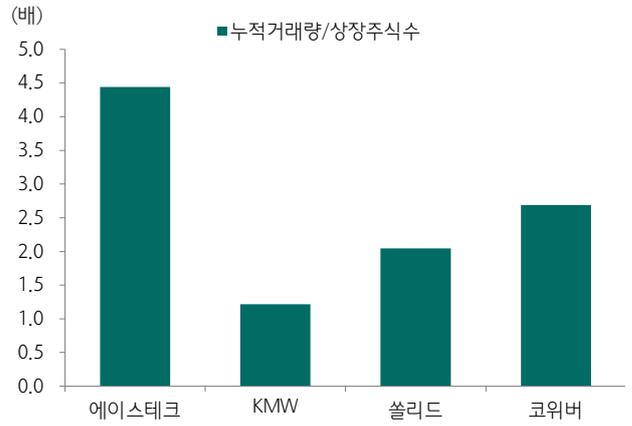
자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. KMW 주가 및 분기 영업이익 추이(17년 1월~19년 3월)



자료: Quantwise, 하나증권

도표 4. 2023년 9~10월 누적 거래량/상장 주식수 비율



자료: Quantwise, 하나증권

2) 화웨이/노키아가 5G Advanced 장비 출시를 예고

화웨이/노키아 등 글로벌
통신장비 업체들 2024년 내 5G
Advanced 장비 출시를 예고,
2018년과 모든 상황이 유사

2023년 10월 화웨이는 5G보다 10배 빠른 5G Advanced 테스트에 성공하고 2024년 상용화 하겠다는 목표를 발표하였다. 여기에 중국 통신사인 차이나유니콤이 2024년 말 5G Advanced 상용화에 나서겠다는 입장을 밝힌 데 이어 차이나모바일 역시 5G Advanced 조기 상용화 계획을 언급하였다.

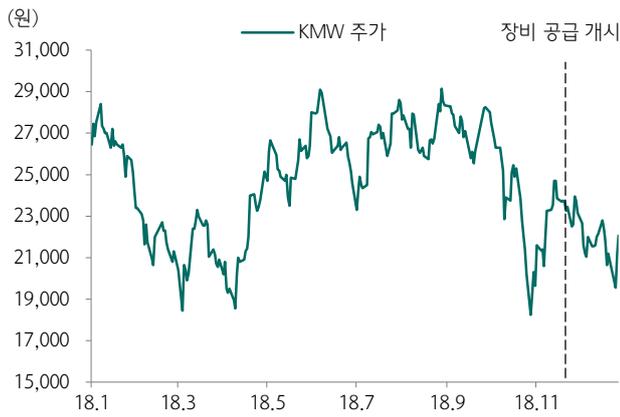
노키아 역시 비슷한 행보를 보였다. 2024년 1월 노키아 CEO는 2024년 최초의 5G 어드밴스드 네트워크가 등장할 것으로 예상함과 동시에 노키아 5G Advanced 장비 출시 가능성을 예고했다. 또 5G Advanced는 5G의 업그레이드 버전으로 모든 종류의 스마트 연결을 향상시키고 실감형 양방향 애플리케이션을 효율적으로 지원할 것으로 전망했다.

2023년 말부터 글로벌 통신장비 업체들의 5G Advanced 장비 출시 소식이 본격화되는 양상이다. 5G 서비스가 도입된 지 벌써 5년이 지났으니 어찌 보면 당연한 일이다. 그런데 글로벌 통신장비 업체들의 5G Advanced 장비 출시 예고는 국내 통신장비 업종의 본격 주가 상승이 임박했음을 예고한다. 2가지 과거 경험을 통해 예측해볼 수 있는데 2018년 말 5G 장비 출시를 앞두고 통신장비 업체들의 주가가 급등 양상을 보였다는 점과 2019년 3월 미국/한국/중국간 5G 상용 서비스 경쟁으로 확산된 바 있다는 것을 상기해볼 필요가 있다.

2019년 3월 5G 상용화를 앞둔 상황이었지만 2018년 가을까지도 5G 상용화에 대한 투자자들의 믿음은 크지 않았다. 첫번째는 통신사들의 5G 상용화 의지가 크지 않았고 두번째는 5G를 지원하는 휴대폰의 부재 때문이었다. 하지만 2018년 12월 국내 통신 3사에 대한 통신장비 공급이 시작되었고 우여곡절 끝에 삼성전자 휴대폰이 2019년 3월 국내 시장에 출시되면서 2019년 3월 전세계 최초로 5G 상용 서비스가 이루어졌다. 결정적으로 5G 통신장비의 공급이 있었기에 가능했다. 여기에 각국간 전세계 최초 5G 상용화 타이틀 경쟁도 서비스에 한 몫을 담당했다. 5G가 4차산업의 핵심으로 떠오르면서 정치적 이슈로까지 번진 탓이다.

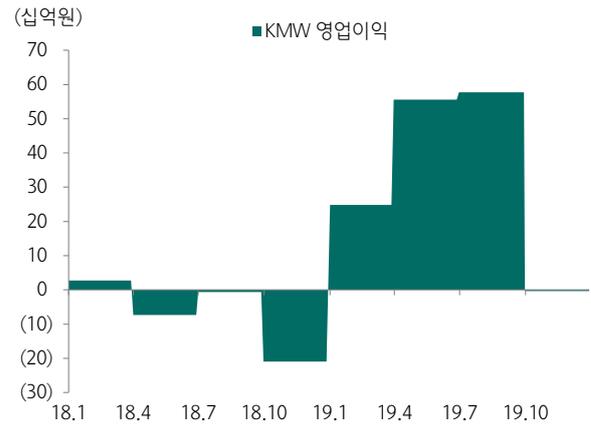
2024년 현재 글로벌 통신장비 대표 업체인 화웨이와 노키아가 2024년 내 5G Advanced 장비 출시를 예고하고 있으며 여전히 세계 각국간 4차산업 패권 경쟁이 여전한 상황이다. 통신사들이 5G Advanced 상용화 시점에 대해 말을 아끼고 있지만 2024년 한국/미국에서 주파수 경매가 예정되어 있고 휴대폰 출시에 별 다른 문제가 없을 것으로 예상됨을 감안 시 늦어도 2025년 국내 5G Advanced 상용화 가능성은 높은 편이다. 현재 글로벌 통신장비 업체들의 움직임과 각국 정부 스탠스로 보면 통신장비 업체 주가가 급등을 나타내기 시작했던 2018년과 모든 상황이 비슷하다.

도표 5. 2018년 KMW 주가 동향



자료: Quantwise, 하나증권

도표 6. KMW 2018~2019년 분기별 영업이익 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 7. 2019년 3월 국내 5G 상용서비스가 가능했던 이유

- 1 3GHz 대역 5G 지원하는 통신장비 출시
- 2 삼성 자체 칩 내장한 5G 휴대폰 출시
- 3 전세계 각국 경쟁적 5G 상용 서비스 도입
- 4 5G 서비스 요금 높은 가격으로 결정 승인
- 5 국내 통신 3사 5G 서비스 도입 결정

자료: 하나증권

3) 삼성이 6G Ready를 통해 설욕을 준비 중

2025~2028년 5G Advanced
부터 6G까지 삼성 M/S 회복
양상 나타난다면 국내
통신장비주 큰 수혜 예상

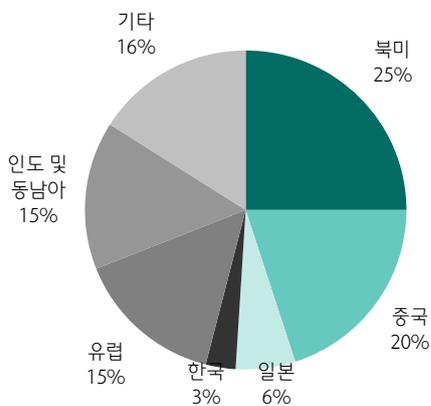
2024년 초 삼성 이재용 회장이 삼성 리서치를 찾아 6G 개발 현황 등 차세대 통신기술 트렌드를 논의했다는 소식이 전해지면서 2024년 통신장비 분야에서의 삼성의 활약을 예상하는 투자자들이 많다. 통상적으로 그룹 총수들의 새해 첫 행보는 그 해 사업의 중요성을 담고 있는 만큼 2024년에는 차세대 통신기술에 대한 적극적인 투자가 이뤄질 것이란 기대가 크다.

2022년 하반기 이후 전세계 최대 시장인 미국 시장이 AT&T와 버라이즌의 5G 투자 가세로 본격적인 회복세를 나타내고 2023년 3.7GHz 대역에 대한 투자가 증가하면서 호황기를 이어 나갔지만 정작 국내 통신장비 기업들의 수혜는 쏠리드 등 일부 기업에 국한되는 모습이었다. 가장 큰 이유는 삼성의 부진 때문이었다. 국내 5G 투자가 한창이었던 2019년에는 압도적인 M/S 향상 국면을 보여주었던 삼성이 미국 시장에서 예상외 부진을 나타내면서 국내 중소 아웃소싱업체들의 충격은 컸다. 국내 대다수 업체들의 대 삼성 의존도가 높기 때문이다. 특히 수출 부문에서는 더욱 그렇다.

그런데 삼성이 5G Advanced를 기반으로 6G까지 M/S 확장의 기반으로 잡을 가능성이 높아 국내 중소 아웃소싱 기업들의 수혜를 기대해 볼 만하다. 이미 5G를 투자한 지 5년이 지났지만 주파수 사용량이 큰 변화를 나타내지 못하면서 5G 통화품질은 LTE와 큰 차이를 보이지 않는다. 그런 가운데 6G 서비스가 4년 앞으로 다가왔고 2024년 5G 추가 주파수 할당이 예고되어 있다. 통신사 입장에서 고민이 커지는 상황인데 아마도 LTE 도입 당시 이전과 비슷한 투자 방식이 진행될 공산이 커 보인다. 3.5G 도입 당시의 LTE Ready 장비인데 3G와 마찬가지로 5G가 사실상 실패한 장비로 낙인 찍힘에 따라 비슷한 운명을 맞게 될 전망이다.

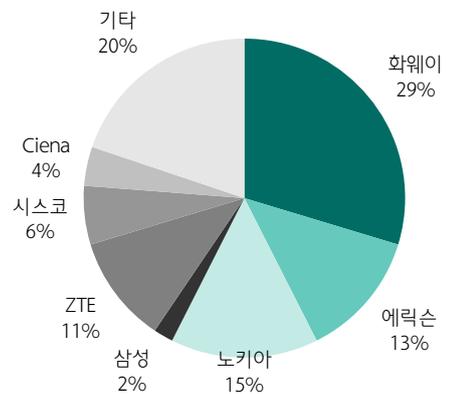
결국 삼성의 6G에 대한 준비는 사실상 6G Ready 장비인 5G Advanced 장비부터 이루어질 가능성이 높고 2025년부터 2027년까지 큰 성과로 나타날 가능성이 높다. 결국 국내 삼성 아웃소싱 장비 업체들의 수혜가 예상된다. 최근 삼성이 미국과 인도 주요 통신사에서 5G 벤더로 선정되는 결과를 보였지만 실제 수출 규모는 많지 않았다. 2025년부터 5G Advanced 성과로 드러날 가능성이 높아 큰 기대를 갖게 한다.

도표 8. 통신장비 시장 지역별 매출 비중 현황



자료: 언론 종합, 하나증권

도표 9. 글로벌 통신장비 M/S 현황



주: 2023년 기준
자료: 델로그룹, 하나증권

도표 10. 국내 통신장비 업체들의 주요 매출처 현황



자료: 하나증권

4) 실적 바닥 이미 통과, 2025년 급격한 이익 증가 예상

국내 통신장비 업종 이미
2022년부터 실적 개선 추세,
2024년 일시적 이익 정체 후
2025년부터 괄목할만한 실적
향상 추세 나타낼 전망

상징성이 높은 국내 대표 통신장비 업체들의 실적이 부진한 탓에 대다수 투자자들이 체감하지는 못하고 있지만 국내 통신장비 업종은 이미 2022년 이후 실적 개선 추세를 나타내고 있다. 2022년 국내 네트워크 상위 11개사 합산 기준 매출액 합계가 2조 7,205억원(+19% YoY), 연결 영업이익 합계가 1,429억원(+58% YoY)이었다는 점을 감안할 때 그렇다. 기지국 장비 업체들의 실적 부진이 이어졌지만 인빌딩 장비 업체들을 중심으로 수출 성과가 나타나면서 유의미한 실적 개선이 이루어졌다.

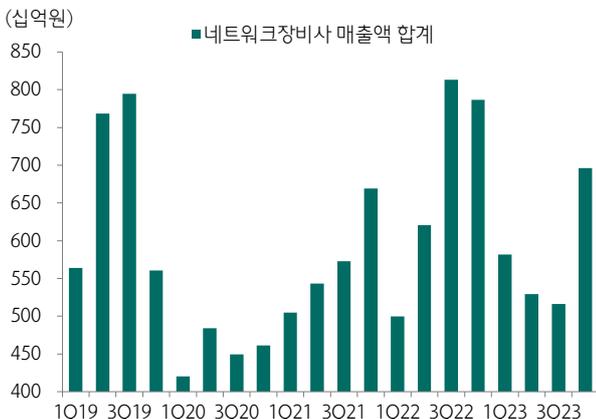
2023년에도 솔리드, RFHIC를 중심으로 실적 호전 추세가 진행되었다. 특히 하반기로 갈수록 실적 개선 추세가 뚜렷한데 이노와이어리스의 실적 개선에 힘입어 당사 커버리지 4개사 기준 4분기 연결 영업이익 합계가 132억원(흑자전환 QoQ)으로 큰 폭 개선이 예상되고 있다. 역시 미국과 일본 시장의 선전 탓이다.

향후 실적 전망은 더 밝다. 무엇보다 주파수 경매와 함께 고주파수 투자가 본격화될 것이기 때문이다. 3GHz 대역과 더불어 4~5GHz, 7~8GHz, 12~15GHz, 28GHz가 투자 가능 대역이다. 2024년 국내/미국이 5G 추가 주파수 경매에 들어갈 것이고 일본, 인도도 3GHz 이상의 주파수 대역에 5G 투자를 감행할 것으로 보인다.

물론 2024년엔 국내 통신장비 업종 전체적으로 이익 정체 양상이 나타날 가능성이 높다. 전 세계 최대 시장인 미국의 3.7GHz 대역(C밴드) 투자가 2023년을 정점으로 감소 추세에 진입했기 때문이다. 일본과 인도 시장이 2024년부터 다시 수출 물량 증가세를 나타낼 전망이지만 5G Advanced 투자가 개시되기 전까진 이익 정체가 불가피할 것으로 판단된다.

하지만 2025년부터는 재차 괄목할만한 이익 성장 추세를 나타낼 전망이다. 2019년을 뛰어넘는 실적을 달성할 것으로 예상되는데 무엇보다 국내와 미국 시장을 기대할 만하다. 2024년 가을 한국과 미국에서 주파수 경매가 이루어지고 나면 본격적인 5G Advanced 투자가 2025년에 이루어질 것으로 예상되기 때문이다. 항상 주파수 경매는 투자를 알리는 신호탄이었고 수년간에 달하는 장비 투자 보리고개는 이후 대규모 투자를 가져왔다. 여러모로 2025년엔 통신장비 업종의 빅사이클 진입 가능성이 높다.

도표 11. 국내 통신장비 상위 11개사 분기별 매출액 합계 추이



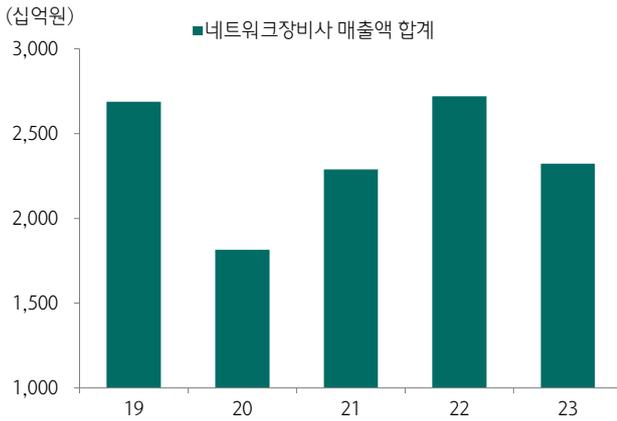
주: RFHIC/솔리드/이노와이어리스/HFR/KMW/에이스테크/오이솔루션/
유비쿼스/서진시스템/알에프텍/기가레인 합산 기준
자료: 각 사, 하나증권

도표 12. 국내 통신장비 상위 11개사 분기별 영업이익 합계 추이



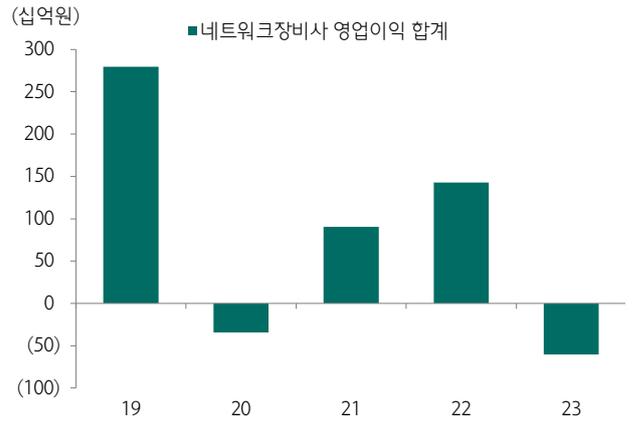
주: RFHIC/솔리드/이노와이어리스/HFR/KMW/에이스테크/오이솔루션/
유비쿼스/서진시스템/알에프텍/기가레인 합산 기준
자료: 각 사, 하나증권

도표 13. 국내 통신장비 상위 11개사 연간 매출액 합계 추이



주: RFHIC/솔리드/이노와이어리스/HFR/KMW/에이스테크/오이솔루션/유비쿼스/서진시스템/알에프텍/기가레인 합산 기준
자료: 각 사, 하나증권

도표 14. 국내 통신장비 상위 11개사 연간 영업이익 합계 추이



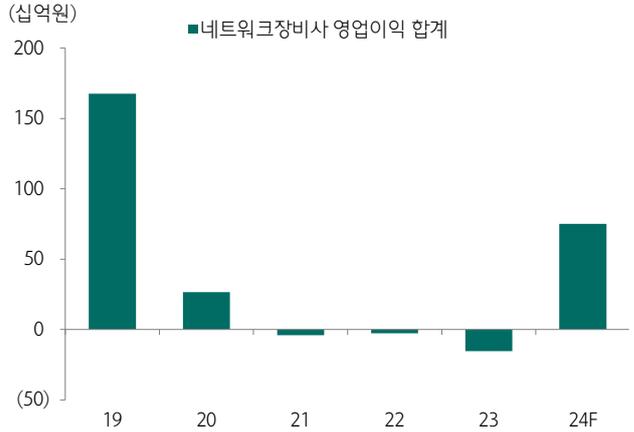
주: RFHIC/솔리드/이노와이어리스/HFR/KMW/에이스테크/오이솔루션/유비쿼스/서진시스템/알에프텍/기가레인 합산 기준
자료: 각 사, 하나증권

도표 15. 당사 통신장비 커버리지 4개사 분기별 영업이익 합계 전망



주: RFHIC/솔리드/이노와이어리스/KMW 합산 기준
자료: 각 사, 하나증권

도표 16. 당사 통신장비 커버리지 4개사 연간 영업이익 합계 전망



주: RFHIC/솔리드/이노와이어리스/KMW 합산 기준
자료: 각 사, 하나증권

도표 17. 2025년 국내 통신장비 업종 빅 사이클 진입을 예상하는 근거

- 1 한국/미국 2024년 하반기 주파수 경매 예상
- 2 화웨이/노키아 등 글로벌 통신장비업체 2024년 내 5G Advanced 장비 출시 예고
- 3 전세계 통신사 3GHz 대역 이상의 고주파수 사용 본격화
- 4 2020~2024년 동안 무선 네트워크 투자 급감
- 5 한국/미국/중국간 네트워크 경쟁 재점화 가능성

5) AI와 고주파수 발굴이 빅 이슈로 부상 중

AI가 트래픽 증가를 유발하는 가운데 고주파수 발굴 본격화되는 양상, 네트워크 진화 스토리 나올 것

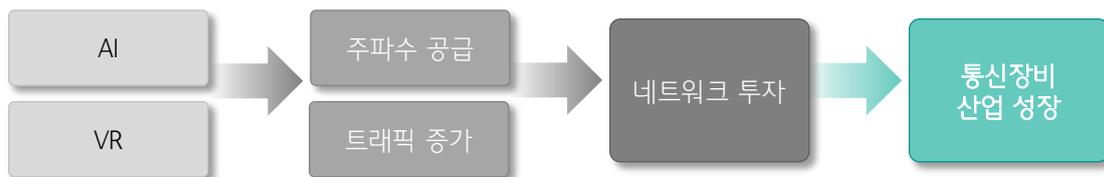
통신업계 전반적으로 AI가 급부상하는 가운데 고주파수 발굴이 본격화되는 양상이다. 새로운 네트워크가 출현하고 성공하기 위해선 트래픽이 증가하는 동시에 늘어난 트래픽을 감당할 수 있는 새로운 주파수가 필요한데 최근 이러한 움직임이 포착되고 있어서 고무적이다.

최근 급부상하고 있는 AI, VR 등의 차세대 기술에는 큰 폭의 데이터 트래픽 증가를 유발한다는 공통점이 있다. 노키아의 경우 글로벌 데이터 트래픽이 2030년까지 연평균 25% 성장할 것으로 전망하고 있는데 이러한 배경에는 AI와 VR 시장의 성장이 크게 작용하고 있다. 2025년 이후 클라우드 게임과 VR 보급이 가파르게 나타난다면 전세계 연평균 트래픽 성장률이 32%까지 치솟을 수도 있을 것이란 예상이다. 클라우드와 AI, 메타버스(VR)는 가장 혁신적인 네트워크 발전을 이끌 후보군으로 주목받고 있으며 네트워크 발전이 없인 메타버스 발전이 없을 것으로 전망한다.

대량의 트래픽을 감당해줄 주파수 발굴 및 공급 절차도 본격화되고 있다. ITU(국제전기통신연합)가 4.4~4.8GHz, 7.1~8.5GHz, 14.8~15.4GHz 대역을 6G 표준 주파수로 채택하였고 전세계 통신사/통신장비업체 들의 7.1~8.5GHz, 14.8~15.4GHz 주파수 할당 요구가 이어지고 있다. 국내에선 과기부가 중/장기 주파수 공급 계획을 밝혔다. 구체적으로 2.3GHz/3.7GHz 대역은 광대역을 지원해 통신서비스 품질 제고 및 신규 사업자 경쟁력 강화를 추진하고, 4.4~4.8GHz/7.1~8.4GHz/14.8~15.4GHz 대역은 6G 주파수용으로 사용할 것을 대비해 연구를 지속한다는 계획이다. 추가로 UAM(도심항공교통) 실험 및 실증을 위해 5G용으로 1.8GHz/5GHz 대역 30MHz도 공급할 방침이다.

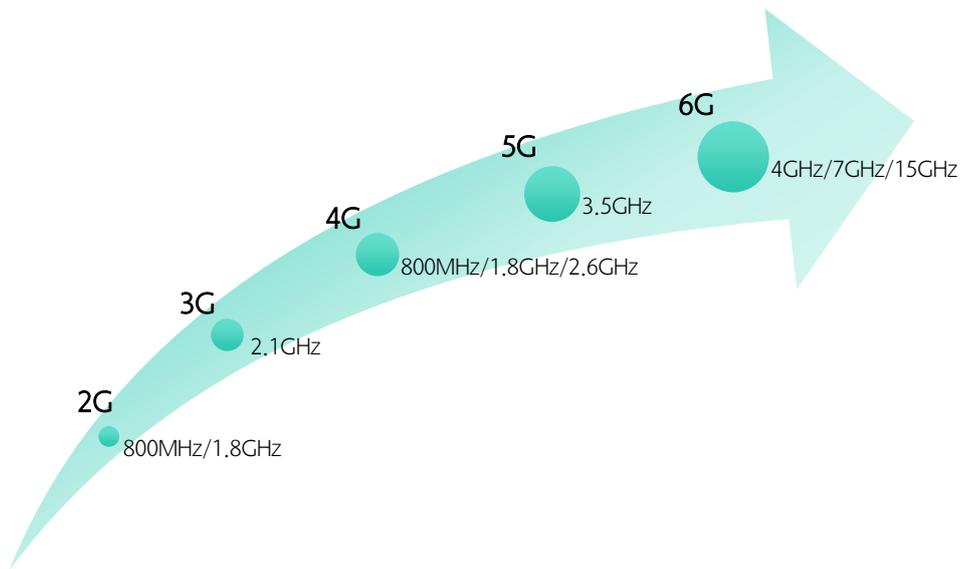
2014년 이후 트래픽에 연동하는 요금제로 전환이 이루어지면서 통신사 트래픽은 매출과 연동하기 시작했으며 AI 산업의 성장은 통신사 매출 증가로 이어지는 모습으로 나타날 전망이다. 이러한 가운데 신규 주파수 공급은 통신사 차세대 네트워크 투자로 이어질 것이 유력해 보인다. 트래픽 증가에 대비한 투자가 선행되어야 하기 때문이다. AI와 메타버스로 변화하는 통신 시장이 주파수 공급과 더불어 투자를 이끌 것으로 보여 통신장비주 대세 상승장이 곧 펼쳐질 가능성이 높다는 판단이다.

도표 18. AI/메타버스, 주파수 공급과 통신장비 산업과의 관계



자료: 하나증권

도표 19. 이동전화 세대별 주력 주파수 변화



자료: 하나증권

도표 20. 이동전화 주파수별 사용 용도 예측



자료: 하나증권

2. 5G Advanced 2025년 상용 서비스 가능성 있나?

1) 2024년 한국/미국 주파수 경매 예정

국내 3.7GHz 300MHz 할당+@
유력, 미국도 미들밴드 주파수
경매 이루어질 것

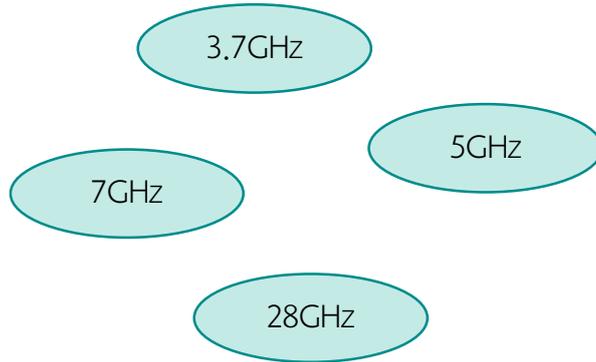
국내 과기부가 '디지털 스펙트럼 플랜'을 통해 중/장기 주파수 공급 계획을 밝혔다 주파수 경매 일정은 정확히 알 수 없으나 올해 연내 이루어질 가능성이 높음을 내 비추었으며, 제반 일정을 감안하면 6~7월 주파수 할당 공고가 나오고 10~11월 주파수 경매가 이루어질 전망이다. 연내 주파수 경매가 완료되고 내년도 5G Advanced 서비스를 준비하는 그림으로 간다고 보면 그렇다.

구체적인 2024년 주파수 공급 계획은 주파수 할당 공고를 통해 드러날 예정이다. 시장의 관심사는 얼마나 많은 주파수를 공급할 것인가와 더불어 장기 통신산업 성장성을 입증할만한 차세대 주파수 공급이 이루어질 것인가에 집중되는 양상이다. 결론적으로 언급하면 둘다 기대해도 좋을 듯하다. 먼저 주파수 공급은 당초 예상보다 많이 이루어질 가능성이 높다. 특히 당장 사용이 가능한 3.7~4.0GHz(C밴드) 300MHz가 시장에 공급될 전망이다. 과기부 발언에서도 눈치챌 수 있는 데 구체적인 이유를 들자면 1) 6년만의 주파수 공급이고, 2) 5G 통화 품질 개선 목적이라면 소량의 주파수 공급으로는 효과를 얻을 수 없으며, 3) 트래픽이 크게 증가한 상황인 데다가 2023년 4분기 이후 트래픽 증가 속도가 빨라지고 있고, 4) 주파수 공급을 통한 과기부 자원 마련이 필요한 시점이기 때문이다.

미국 주파수 경매도 2024년 이루어질 가능성이 높다. 물론 최근 정치권 다툼으로 인해 FCC의 경매 권한이 상실된 탓에 경매 지연에 대한 우려가 있다. 하지만 상무부 주도로 이루어지던지 대선 이후 곧바로 진행될 수 있어 마냥 미뤄질 가능성은 낮다. 버라이즌, AT&T 등 미국 통신 4개사가 3~15GHz 주파수 할당 요구에 나서고 있으며 트래픽 증가 추이와 글로벌 네트워크 경쟁 상황을 감안하면 2024년 내 5G 추가 주파수 할당에 나서는 것이 마땅하기 때문이다.

결국 당초 예상대로 2024년 미국과 더불어 국내 주파수 경매가 이루어질 가능성이 높다는 점에서 보면 이제 통신장비주에 집중할 필요가 있어 보인다. 주파수 경매는 네트워크 투자 징후를 예측할 수 있는 결정적 단서이며 주파수의 용량은 투자 규모와 직결되기 때문이다. 2018년 이후 6년 만에 이루어지는 경매에서 통화 품질 향상을 위해 대규모의 주파수 공급이 이루어질 가능성이 높아지는 상황이다. 2019년 본격적인 국내 5G 투자에 앞서 2018년 국내 5G 주파수 경매 전후로 통신장비주의 탄력적인 주가 상승이 이루어진 바 있다. 2024년에는 통신장비주의 높은 주가 상승이 예상된다. 이노와이어/RFHIC/솔리드를 매수 추천하며 KMW에 대한 관심을 높임과 동시에 긍정적 접근할 것을 권한다.

도표 21. 2024년 주파수 경매에 나올 수 있는 주파수 대역



자료: 하나증권

도표 22. 미국 사업자별 주파수 대역 관심도

	3GHz	CBRS(3.5GHz)	4GHz	7/8GHz	12GHz
버라이즌	o		o	o	
AT&T	o		o	o	o
티모바일	o		o	o	
US 셀룰러	o	o	o	o	o
디쉬		o			o

자료: NTIA, LightReading, 하나증권

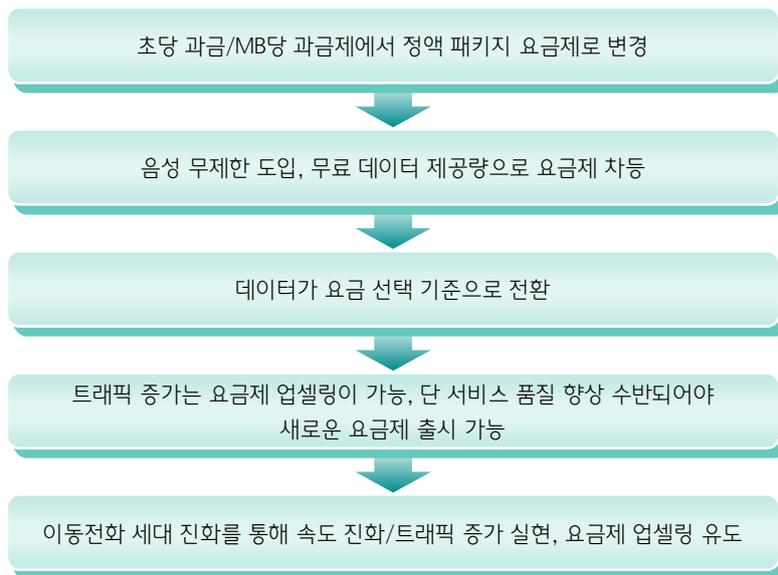
2) 트래픽 증가, 장비 교체 주기론 대두 중

킬러 서비스 논란에도
트래픽 급증 양상,
곧 네트워크 장비 용량
증설 불가피

일부 투자자들은 아직까지 뚜렷한 킬러서비스도 없는데 굳이 5G Advanced 서비스를 도입해야 하느냐고 묻는다. 그런데 이러한 질문은 과거 네트워크 투자 역사를 무시한 발언에 불과하다. 2010년 3.5G 투자, 2012년 LTE 투자, 2019년 5G 투자는 사실상 트래픽 증가로 인해 비롯된 네트워크 투자였다. 킬러서비스의 성공을 위해 통신사가 사전 기획한 망 투자가 아니었다. 지나고 나서 보니 망 투자 효과를 사후에 본 것에 불과하고 만약 네트워크 투자가 없었다면 킬러서비스는 성공하지 못했을 가능성이 높다.

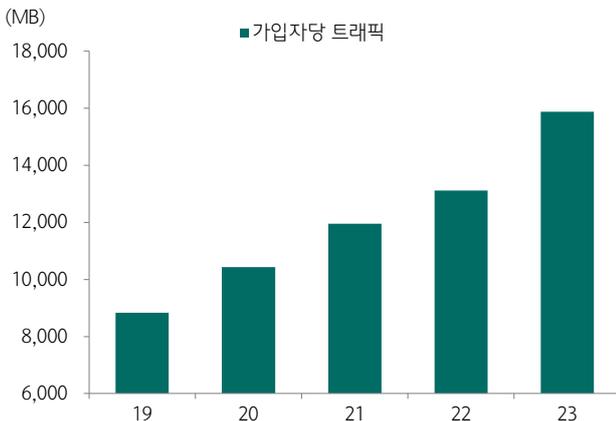
2014년 이후 국내외 통신사들은 데이터 위주의 과금으로 요금 정책을 변경하였다. 망중립성에 대한 논쟁이 한창이던 시절이었는데 결국 데이터 트래픽의 증가가 요금 인상으로 이어지는 구조가 정착되면서 통신사들이 네트워크 투자에 적극적으로 임하는 체계가 정립되었다. 통신사들의 망에 대한 패권이 강화되고 트래픽 증가로 인한 네트워크 투자 비용을 소비자들에게 전가할 수 있게 되면서 망 투자에 나설 수 있는 분위기가 정착되었다고 볼 수 있다.

도표 23. 데이터 위주로의 요금제 개편과 통신사 네트워크 투자와의 역학 관계



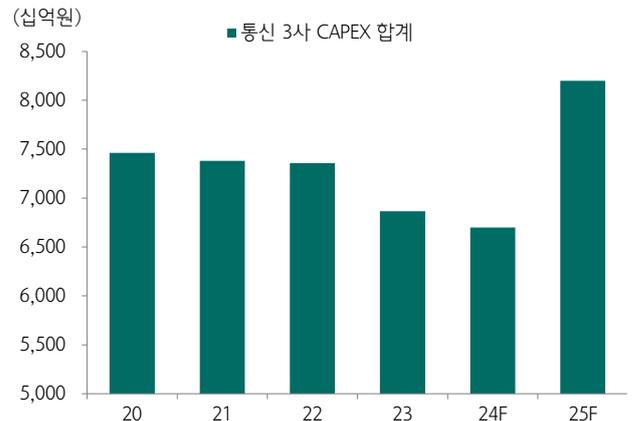
자료: 하나증권

도표 24. 국내 가입자당 트래픽 추이



주: 12월 기준
자료: 과기부, 하나증권

도표 25. 국내 통신 3사 CAPEX 합계 추이 및 전망



자료: 과기부, 하나증권

5G 초창기 대비 인당
트래픽 3배 증가,
과거 사례를 감안하면
6년 이상 투자 없이
버티긴 어렵다는 판단

최근 트렌드를 보면 통신사가 킬러 서비스를 발굴하고 육성하는 역할도 중요하지만 통신사들에게 있어 항상 기회 요인은 역시 트래픽이라고 할 수 있다. 극단적으로 새로운 킬러 서비스가 없어도 트래픽이 증가해 준다면 트래픽 증가에 따른 매출 성장이 가능하기 때문이다. 다만 킬러 서비스 없이 트래픽 증가가 쉽지 않고 용량 증설을 위한 네트워크 투자 비용이 부담스러울 뿐이다. 그런데 최근 킬러 서비스 부재 논란 속에서도 트래픽 급증 양상이 지속되고 있어 고무적이다.

2018년 6GB였던 인당 트래픽은 5G를 도입한지 5년이 지난 2023년 12월 현재 18GB로 정확히 3배 증가했다. 킬러서비스가 없다고 아우성이지만 트래픽은 여전히 급증세이다. 반면 국내 5G 네트워크 설비 투자는 2019년을 제외하면 유의미하게 이루어지지 못했다. 주파수 사용 대역 폭이 LTE와 비슷한 사업자당 100MHz 대역에 불과하며 여전히 LTE를 기반으로 한 NSA 방식의 5G를 사용 중이다. 이에 따라 5G 가입자 트래픽이 폭증하면 5G 가입자 뿐만 아니라 LTE 가입자 역시 속도가 저하되는 현상이 발생하고 있다. 특히 LTE 가입자들의 체감적인 속도 저하 현상이 사회적인 이슈로 등장한다. 당연히 네트워크 투자 이슈가 불거질 수 밖에 없는 상황이다.

2012년 LTE 도입 당시 1GB에 불과하던 인당 트래픽은 2016년 4GB로 증가했고 결국 2018년 말부터 5G 투자를 단행했다. 2024년에 다시 비슷한 상황에 직면할 것이며 투자 급감이 나타나지 6년이 경과한 2025년부터는 유의미한 무선 인프라 투자가 재개될 가능성이 높아 보인다. 킬러 서비스 유/무를 떠나 동시 접속률을 고려하면 2025년엔 네트워크 과부하를 걱정해야 할 처지이기 때문이다.

일부 투자자들은 2028년까지도 국내 네트워크 투자가 없을 것이라고 단언한다. 5G 투자는 이미 끝났고 6G 서비스가 서서히 개시되면서 2028년부터 다시 네트워크 투자가 재개될 것 이란 주장이다. 네트워크 투자를 해봐야 매출이 크게 늘 것도 아닌데 굳이 투자할 이유가 있냐는 것이다.

물론 최근 통신사 망 투자 진행 상황 및 킬러 서비스 부재 논란을 근거로 본다면 이러한 주장도 설득력이 없는 것은 아니다. 하지만 현실적으로 2028년까지 네트워크 투자 없이 버틸 수 있을 것인가를 생각해 볼 필요가 있다. 동시 접속률을 보수적으로 감안하여 현재 망 부하 정도를 판단하면 그렇다. 이러한 이유로 국내 및 선진국 시장 중심으로 보면 무선 네트워크 투자 부진이 6년 이상 지속된 적을 찾기 힘들다. 2024년까지 네트워크 투자가 미진하다면 투자 냉각기가 5년이 진행되게 된다. 과거 경험상 정상적인 투자 패턴이라면 2025년부터는 무선 네트워크 투자가 이루어질 가능성이 높다는 판단이다.

도표 26. 6G 상용서비스 3년 전 네트워크 투자에 나서야 할 것으로 판단하는 이유

1	트래픽 급증 양상, 네트워크 품질 저하 우려
2	커버리지/용량 측면에서 과거 5G 투자 규모 미미했음
3	2025년 5G/6G 혼용 장비 출시 전망, CAPEX 절감에 유리
4	통신사 새로운 요금제 출시 욕구 커질 시점

자료: 하나증권

3) 한국/미국/중국 간 4차산업 패권 경쟁, 미국 대선도 변수

화웨이 5G Advanced 장비 출시를 결국 미/한/중 간 망고도화 경쟁 촉발할 것

최근 중국 화웨이가 5G Advanced 장비 출시를 예고하면서 2018년 이후 6년만에 전세계 각국간 4차산업 패권 경쟁이 재점화하는 양상이다. 중국 규제 환경을 감안하면 공업정보화 부 추진 하에 차이나유니콤/차이나모바일이 화웨이 장비를 토대로 5G Advanced 서비스를 전세계 최초로 상용화할 수 있기 때문이다.

중국이 5G Advanced 상용 서비스에 본격적으로 나설 경우 국가간 4차산업 패권 다툼으로 번질 소지가 커 보인다. 물론 각국 정부가 나선다고 해도 통신 사업자들이 투자에 나설지는 장담할 수 없다. 하지만 늦어도 2025년 상반기에는 국내를 비롯해 미국이 5G Advanced 투자에 나설 가능성이 높다. 기존 5G 투자 물량이 많지 않았던 상황에서 최근 투자가 미진했고 트래픽은 국내 기준 5G 도입 이전 대비 3배 증가했기 때문이다. 2019년 5G 도입 초기와 마찬가지로 사실상 네트워크 보완 투자가 필요한 상황에서 각국 정부가 2024년부터 5G Advanced 투자를 독려할 공산이 커 주목할만하다.

만약 중국이 전세계에서 가장 먼저 5G Advanced 상용화에 나선다고 했을 때 한국/미국/일본이 방관할 가능성은 낮다. 5G가 LTE와의 차별성을 보여주지 못했지만 5G Advanced가 사실상 진짜 5G 역할을 수행할 가능성이 높기 때문이다. 이미 화웨이를 비롯한 글로벌 통신 장비업체들이 5G Advanced를 통해 AI가 서비스 확장에 나설 것이며 온라인게임, 실시간 HD 스트리밍, AR/VR, 자율 주행이 킬러 서비스로 자리잡을 것임을 언급하고 있다. 더불어 양자암호통신 기술 상용화로 암호화폐 시장도 5G Advanced 서비스를 통해 큰 성장이 예고되고 있는 상황이다. 전세계 각국의 4차 산업 패권 경쟁이 5G를 통해 시작되었지만 진검승부는 5G advanced를 통해 시작될 가능성이 높아졌다.

2024년 11월 미국 대선이 예정되어 있다는 점도 흥미롭다. 민주당/공화당 모두 미국 망고도화를 주장하고 있는 가운데 만약 트럼프 전대통령이 당선된다면 중국과의 차세대 네트워크 진화 관련 패권 경쟁 및 자존심 싸움이 본격화될 수 있기 때문이다. 미/중 무역 전쟁은 사실상 화웨이 제재로 결론이 난 상황이며 트럼프 전대통령 당선 시 중국 통신장비산업에 대한 규제 강화와 더불어 4차 산업 패권 경쟁이 심화될 가능성이 높아지는 상황이다. 각국간 5G advanced 상용화 경쟁 속에 중국 장비에 대한 규제로 심화될 가능성이 높아 국내 통신장비주에 대한 선호도를 높일 것이란 판단이다.

도표 27. 미국/한국/중국 간 4차 산업 패권 경쟁이 재현될 가능성이 높은 이유

- 1 화웨이 5G Advanced 장비 출시를 중국 5.5G 상용화로 이어질 가능성 높은 상황
- 2 5.5G가 진정한 IoT로 진화하는 네트워크 될 것, 주도권 획득 경쟁 치열할 전망
- 3 미국 공화당/민주당 4차 산업 육성 표방, 특히 트럼프 전대통령 당선 시 기대 높을 것

4) 통신사 이동전화매출 감소, 차세대 서비스 결실

통신사 이익 성장을 위한
추가적인 도구 결실,
네트워크 진화에 따른
요금제 개편에 나설
가능성 높아

5G를 도입한 2019년 이후 통신사들은 서비스매출액 성장과 함께 이익 성장을 지속하였다. 요금제 업셀링에서 비롯된 결과이다. 하지만 2023년도에 들어 불안한 징후가 곳곳에서 나타나고 있다. 5G 순증 가입자가 급격히 줄어드는 것과 동시에 이동전화 매출액 증가 폭이 확실히 완만해지고 있기 때문이다. 현 추세대로 진행된다면 아마도 2024년도엔 국내 통신 3사 이동전화매출액이 감소로 전환할 전망이다. 연결 영업이익은 2023년 KT와 LGU+가 이미 감소 전환한 데 이어 2024년엔 3사 합산 기준으로도 감소 전환할 것으로 보인다. 물가 상승 여파로 영업비용 감축이 더 이상 쉽지 않기 때문이다.

이런 가운데 통신사들은 위기를 돌파할 카드로 많은 신사업을 선 보이고 있다. 차세대 성장 산업이 될 것이란 자신감을 나타낸다. 하지만 정작 투자자들의 관심을 모으지는 못하는 형국인데 서비스매출액과 이에 연동한 영업비용으로 볼 때 이익 성장으로 이어질 것이란 기대가 높지 않기 때문이다. IPTV는 너무 낮은 요금과 많은 콘텐츠 비용 지출로 초고속인터넷 서비스의 전철을 밟을 것이란 전망이 지배적이고 기업회선/IDC는 과도한 경쟁 속에 공급 과잉 이슈가 벌써 불거진다.

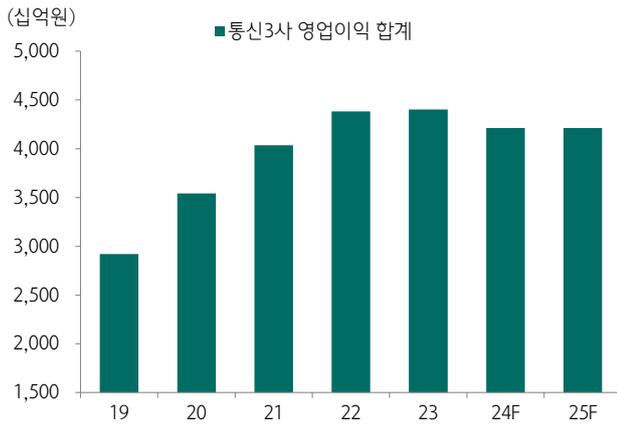
AI/VR/블록체인 사업은 매력적이지만 아직 차세대 네트워크 기술과 연동한 비즈니스 모델을 만들지 못하고 있고 걸도는 느낌이다. IoT가 차세대 네트워크와 연동하면서 성공 가능성을 보여주고 있으며 메타버스 역시 플랫폼/네트워크 발전과 더불어 변신을 시도하고 있는 점은 고무적이다. 다만 이익 성장으로 연결되려면 확실한 과금 체계로 연결되어야 한다. 회원수 및 트래픽 증가만으로는 성공할지 장담할 수 없다. 더불어 네트워크 진화가 필수적이다. 고도화된 망이 없다면 VR과 IoT는 공염불에 불과하다.

지난 20년간 통신사들은 통신과 동떨어진 분야에서 수많은 사업 기회를 포착했지만 성공한 경우는 대부분 네트워크 진화를 통해 요금제에서 변화가 나타난 경우에만 실적 개선의 성과를 맞보았다. AI와 IoT, VR이 향후 통신산업을 이끌 초석이지만 네트워크 고도화를 통해서만 성공 가능성을 타진할 수 있을 것이다.

흥미롭게도 통신사 주가는 네트워크 투자가 활발할 때 오히려 상승하는 모습을 자주 보였다. 당장 수익성에는 부정적일 수 있지만 장기 매출 성장의 그림이 나왔기 때문이다. 통신사 경영진들은 2023년을 지나가면서 이미 이익 성장에 대한 고민에 다시 봉착했다. 새로운 성장을 위한 투자를 감행할 것이냐, 아니면 확실한 킬러 서비스가 등장할 때까지 버틸 것인가 선택의 문제다.

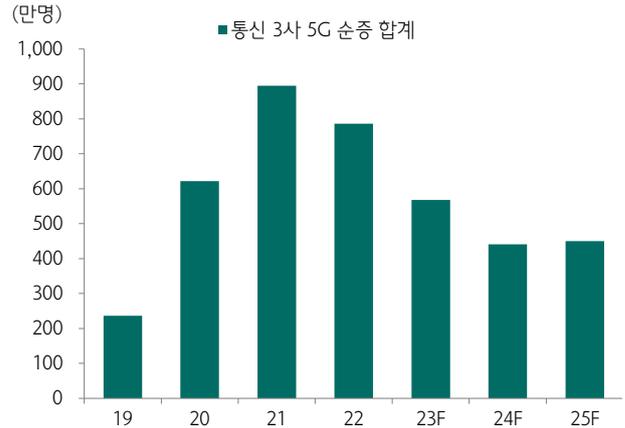
성장을 위한 투자를 선행적으로 나설 것인지 확실한 킬러 서비스가 보일 때까지 버틸 것인지를 단언할 수는 없다. 하지만 확률적으로 통신사들은 차세대 네트워크로의 진화를 통한 매출 성장과 투자 증대를 선택할 가능성이 높다. 후자를 택할 경우엔 뼈를 깎는 비용 감축이 진행되어야 하는데 현실적으로 인원 감축 없인 쉽지 않은 얘기이고 자칫 잘못하면 사업자간 경쟁에서 뒤쳐질 수 있기 때문이다. 규제 환경 측면에서도 후자를 선택하는 것은 큰 부담이 따른다. 요금 인하 압력을 높이는 동시에 산업 패권 경쟁에서 불리한 결과를 초래할 수 있기 때문이다. 5G Advanced 도입을 통한 요금제 업셀링 시도를 서서히 고민할 시기가 도래했다.

도표 28. 통신 3사 영업이익의 합계 전망



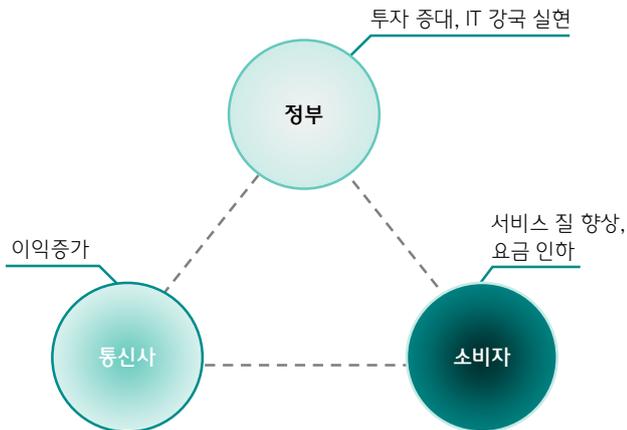
자료: 각 사, 하나증권

도표 29. 국내 통신 3사 합산 기준 5G 가입자 순증 폭 전망



자료: 각 사, 하나증권

도표 30. 통신산업 각 주체 별 추구 목표



자료: 하나증권

도표 31. 통신사 차세대 이동전화서비스 도입 이유



자료: 하나증권

5) 출력 증대/발열 감축/전파 간섭 방지 등 기술의 발전

최근 5년간 고주파수 정복을 위한 괄목할만한 기술적 발전 이루어진 상황, 출력 증대 및 발열/전파 간섭 현상 해결이 대표적

2019년 5G 도입 당시만 해도 초고주파수를 구현하는데 많은 기술적인 한계가 많았다. 주파수 손실이 너무 많았고 네트워크 안정성에 많은 문제점을 도출했기 때문이다. 이러한 이유로 국내에선 사업자당 800MHz에 달하는 대규모의 28GHz 주파수 할당이 이루어졌지만 설비투자 의무를 지키지 못해 주파수를 반납하는 초유의 사태가 벌어지기도 했다. 미국의 경우엔 버라이즌이 5G 도입 초기 28GHz 대역 주파수를 네트워크 차별성으로 부각시키면서 마케팅에 돌입했으나 망 품질 이슈와 더불어 과당 광고 논쟁까지 벌어지면서 투자가 중단되는 사태로까지 번졌다.

그런데 5년이 지난 지금 다시 고주파수에 대한 통신업계의 도전이 시작되고 있다. 과거의 전철을 밟지 않으려는 다소 조심스러운 행보이다. 5년전에는 6GHz 이하와 20GHz 이상에서의 주파수 발굴에 주력하는 양상이었는데 최근엔 3GHz 이상에서 30GHz까지 광범위한 주파수 발굴 작업이 이루어지고 있다. 대용량의 주파수를 확보하는 동시에 주파수 특성도 적극 고려하자는 취지이다. 물론 이러한 정책 변경으로 통신사 이외의 사업자와의 주파수 다툼 및 충돌 발생 소지가 커진 것도 사실이다. 하지만 그만큼 늘어나는 트래픽에 보다 빨리 민첩하게 적극적으로 대응한다는 취지이어서 다양한 주파수 대응책 마련에 기대감이 높아지고 있다. 사실상 넓은 신규 주파수 대역이 확보되어야 5G Advanced 또는 6G 서비스가 의미 있는 서비스의 확장을 나타낼 수 있기 때문이다.

그런데 다양한 주파수를 확보하려는 시도에도 불구하고 고주파수의 기술적인 벽은 여전히 높고 저주파수를 확보하기 위한 통신, 방송, 일반, 군사 등 각종 업체간 경쟁은 치열한 상황이다. 그런 가운데 최근 고주파수를 극복하기 위한 여러가지 방법들이 등장하고 있어 5G Advanced 도래 및 6G 등장에 대한 기대감을 높이고 있다. 구체적으로 출력 증대, 발열 감축, 전파 간섭 방지, 소형화를 들 수 있다.

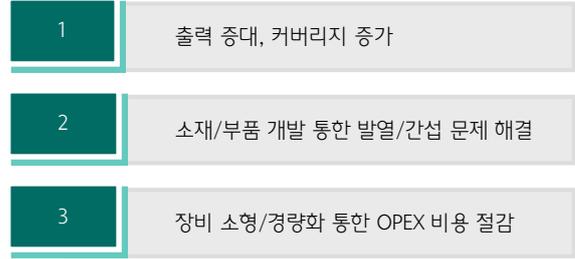
2019년만해도 통신사 기지국 출력은 60w에 불과했지만 2024년 350W로 6배나 증가하였다. 이론적으로 전파도달거리가 6배가 커진 것이다. 이에 따라 초고주파수 사용에 따른 기지국 수 폭증 부담이 완화될 전망이다. 더불어 발열 및 전파 간섭 현상이 개선되고 있다. 출력이 높아질 경우 부수적으로 발열 문제가 발생하고 상호 전파 간섭 이슈가 수반되는데 고출력 시대로 진입하면서 소재 및 부품의 개발로 많은 기술적 발전이 이루어지고 있다고 볼 수 있겠다. 기지국의 소형화 이슈에도 잘 대응하고 있다. 아무래도 기지국이 커질 경우 설치비용 및 관리/임대 비용이 증가할 수 있는데 적절한 대응이 이루어지고 있어 주목할만하다.

도표 32. 초고주파수 사용에 따른 장비 투자 문제점



자료: 하나증권

도표 33. 초고주파수 대응을 위한 장비업체 기술 발전 동향



자료: 하나증권

도표 34. 5G, 6G 사용 주파수 변화 예측



자료: 하나증권

현재 상황은 LTE Ready 장비가 도입되었던 2010년과 흡사, 5G 실패가 5G Advanced의 초기 상용화를 촉진할 것

6) 5G의 실패는 5G Advanced의 등판을 촉진

아이러니컬하게도 5G의 실패는 5.5G의 초기 등판을 촉진할 가능성이 높다. 과거 3G가 사실상 실패하고 2010년 3.5G가 초기 보급되면서 통신사들이 LTE Ready 장비를 도입했던 당시와 모든 상황이 흡사해 흥미롭다. 흡수 세대의 불운이 이번 세대에도 반복되는 느낌이다.

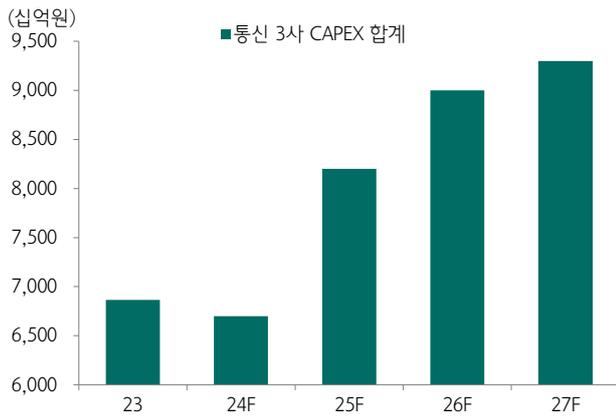
2007년 3G가 도입되었지만 시장의 존재감은 없었다. 아이팟, 넷북 유저들이 아이파이를 사용하는 경우는 있었지만 3G 이용자는 많지 않았는데 제대로 된 휴대폰이 없었기 때문이다. 그러다가 아이폰 3GS가 출시되고 통신사들이 패키지 형태의 정액 요금제를 선보이면서 3.5G 서비스가 큰 성공을 거두게 되고 이는 다시 네트워크 투자로 이어지게 된다. 트래픽 때문이었다.

이 당시만 해도 데이터 트래픽의 개념이 없었다. 데이터 사용량이 워낙 미미했기 때문이다. 하지만 스마트폰 및 노트북/태블릿 사용 증가는 데이터 폭증으로 이어졌고 결국 3G/4G 혼용 장비인 LTE Ready 장비 투자로 이어지게 된다. 3G가 도입된 지 3년이나 지났고 2년 후면 LTE가 도입될 예정인데 3G 장비를 투자하려고 하니 당연히 투자 효율성 문제가 제기되었다. 다행히 3G 장비이지만 LTE 도입 이후 일부 부품/소프트웨어 업그레이드를 통해 LTE 장비로 사용이 가능한 3G/4G 겸용 장비가 출시되면서 통신사들의 고민이 해결되었다. 당시 3G/4G 혼용 장비는 LTE Ready 장비로 불리며 큰 성장의 기회를 맞이한다.

2025년 5G/6G 혼용 장비가 본격 성장할 것으로 예상하는 것도 동일한 맥락이다. 물론 2019년 5G 서비스가 출시되면서 통신사는 일정 부분 성공을 거두었다. 하지만 서비스 품질 측면에서는 LTE와 큰 차별성을 느끼지 못하는 가운데 실패한 서비스로 낙인 찍힌 상황이다. 통신사들의 고민도 커지고 있다. 서비스 도입 초기 무제한 데이터 요금제를 적용한 탓에 5년 동안 요금제 업그레이드를 시도하지 못하고 있다. 2024년 이후 이동전화매출액 감소 전환에 이어 2025년엔 이익 감소 폭이 크게 나타날 수 있는데 통신사 입장에서 걱정이 커질 수 밖에 없는 상황이다.

여기에 트래픽 상황도 심각하다. 2025년이면 5G 도입 초기인 2019년 초 대비 트래픽이 4~5배 증가할 것으로 추정되는데 통화 품질에 문제가 없느냐는 것이다. 통화 품질 문제는 단순히 버텨서 될 문제가 아니다. 속도 저하 현상은 장기 트래픽 성장에 부정적인 영향을 미칠 수 있고 매출 성장의 기회를 날려 보낼 수 있기 때문이다. 2028년까지 네트워크 투자를 미룬다는 것은 상상하기 어렵다. 2025년 6G 표준이 마련되면 5G/6G 혼용장비가 출시될 것이다, 2010년과 마찬가지로 2025년에는 6G 시대를 대비하는 6G Ready 장비 투자가 개시되면서 네트워크 투자 붐이 다시 일어날 것이란 판단이다.

도표 35. 국내 통신 3사 CAPEX 합계 전망



자료: 각 사, 하나증권

도표 36. 과거 2010년 LTE Ready 장비가 도입된 이유



자료: 하나증권

3. 이번엔 누가 대장주일까?

1) 기지국/인빌딩/스몰셀/위성 중 누가 강할까?

통신장비 업종에서 새로운
아이템이 주도 업종으로
부상할 가능성은 낮음,
여전히 기지국/인빌딩/스몰셀
주목하는 가운데
위성 장비 업체에 관심 가져야

통신장비주가 다시 본격 상승한다면 어떤 장비업체가 주도주일 것인가라는 문의가 많다. 구체적으로 기지국, 인빌딩, 스몰셀, 위성 사업자 중 어떤 세부 업종 군이 가장 투자 유망하냐는 질문이다.

결론부터 말하자면 5G 도입 당시의 주도주 군이 5G Advanced 및 6G에서도 주도주가 될 가능성이 높다는 판단이다. 이러한 판단을 하는 이유는 세대 진화에도 통신사 망 구성이 크게 변화하지 않는 가운데 일부 장비들이 새롭게 기회를 맞이하는 형태가 될 가능성이 높기 때문이다.

LTE 도입 당시 중계기 업체들의 어려움을 걱정하는 투자자들이 많았지만 상위권 중계기 업체들의 시장 입지는 더 강화되는 양상을 보였다. 또 5G 도입을 앞두고 스몰셀 시장의 큰 폭 성장을 예측하는 목소리가 높았지만 2022년 이후에야 시장이 본격 형성되는 모습을 보이고 있다.

이런 가운데 2~3년전부터 6G에선 위성 사업자가 큰 기회를 맞이할 것이라는 의견이 많아진다. 그런데 결국 위성도 새로운 기회를 얻겠지만 일부 시장을 잠식하는데 그칠 공산이 커 보인다. 통신사 매출 비중이 높은 지역은 트래픽 처리에 유리한 기지국과 중계기 또는 스몰셀로 망이 구성되는 가운데 트래픽이 많지 않은 시골 지역 위주로 위성이 역할을 담당할 가능성이 높기 때문이다. 결국 기지국/중계기, 위성간 역할 분담이 이루어질 가능성이 높다는 판단이다.

5G에 이어 5G Advanced, 6G에서도 사업의 주체는 통신사일 것이고 통신사는 망 구성의 큰 변화를 원치 않을 것이다. 굳이 망에 큰 변화를 일으켜서 네트워크 장애 발생 확률을 높일 이유가 없고 기존 망을 유지하면서 신규 네트워크를 입혀 나가는 방식이 비용 측면에서도 유리할 수 있기 때문이다.

2G가 보급된 지 20년이 지났지만 기존 통신사 외에 다른 주체가 네트워크 제공 사업자가 될 가능성은 여전히 희박하다. 막대한 초기 자금이 투입되는 반면 회수 기간이 길고 규모의 경제가 필요하며 사업 영위에 따른 많은 규제가 따르는 산업이기 때문이다. 심지어 기간통신사업자는 대다수 나라에서 다른 규제를 적용 받으며 상당수의 국가에서 대주주 적격성 심사를 하며 소비자 피해 보상 적용이 엄격한 편이다.

이런 제반 환경을 감안할 때 재벌 기업이 아니면 통신산업에 신규로 진입한다는 것 자체가 불가능하며 굴지의 기업이라고 해도 성숙된 시장에서는 기존 업체 인수가 아니라면 많은 위험이 따른다. 신규 망 투자와 더불어 가입자 유치에 막대한 자금이 들어가며 국가별 문화가 다르고 유통 시장 대응/가입자 유치 및 유지가 쉽지 않기 때문이다. 국내의 경우 LG 그룹이 시장 진출 10여년 만에 비로소 흑자 구조가 정착되었으며 많은 휴대폰/소프트뱅크 등 글로벌 통신사들이 문화권이 다른 국가에 진출했다가 매각 절차를 밟고 철수한 바 있다는 점에 주목할 필요가 있겠다.

도표 37. 세대 진화에도 망 구성에 획기적인 변화가 잘 나타나지 않는 이유

1	통신사 외 IT/플랫폼 업체들의 신규 진입이 쉽지 않음
2	통신사 망 구성 변화에 따른 비용 증가, 품질 저하 위험 따름
3	동일 사업자가 여러 세대의 네트워크 서비스를 제공
4	커버리지 확보와 트래픽 처리를 동시에 실행

자료: 하나증권

2) 2024년 실적 호전주/낙폭과대 2025년 실적 기대주 중 승자는?

최근 3년간 주가 하락 폭이
크거나 오르지 못한
2025년 실적 호전
통신장비주에 주목해야

투자 전략상 현재 실적이 좋은 주식을 살 것인가, 아니면 미래 실적을 감안한 낙폭 과대주를 매수할 것인가도 고민일 것이다. 특히 주가 하락 시엔 실적 호전주들의 하방 경직성이 강한 반면 주가 상승 시엔 아무래도 낙폭과대주들의 반등 폭이 더 커 아직은 고민이 클 수 있다.

결론적으로 현재 실적이 양호한 업체보다는 2025년 실적이 좋아질 업체에 투자하라고 권하고 싶다. 현재 통신장비주를 매수하는 가장 큰 이유는 단기 실적보다는 과거의 영광을 재현할 수 있다는 기대감에서 장기 실적 전망을 토대로 투자하는 것이기 때문이다. 즉 2019년 5G 도입 당시보다도 더 좋은 실적을 달성할 수 있다는 기대감에서 장기 투자가 이루어졌을 가능성이 높다.

단 낙폭과대주에 집중해선 안된다. 펀더멘탈 손상으로 주가가 급락한 업체도 있기 때문이다. 현재 실적 호전이 본격화되고 있는 업체를 배제할 이유도 없다. 현재의 양호한 실적이 2025년까지 이어질 수도 있기 때문이다. 중요한 것은 2025~2026년 이론상 달성 가능한 실적으로 볼 때 현 주가대비 향후 1~2년 내 얼마나 주가가 오를 수 있을 것인가를 감별하는 작업이다. 주가가 크게 오르지 못했거나 낙폭이 큰 업체 중에서 1~2년 후 실적이 호전될 수 있는 잠재력을 갖춘 업체를 선택하면 된다. 장기 실적 흐름과 주가 반영 정도가 중요한 변수이다.

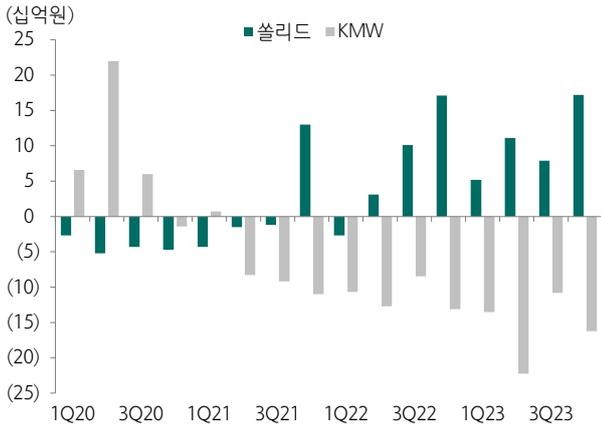
2023년 쏠리드가 괄목할만한 이익 성장을 나타냈지만 주가는 오르지 못했다. 장기 실적 호전에 대한 확신이 부족했기 때문이다. KMW와 같은 대표 종목들의 실적 부진이 투자 심리를 위축시켰다고 볼 수 있겠다. 양사간 실적 추세는 다르게 나타났지만 주가 흐름은 하락 폭의 차이만 있을 뿐 비슷한 양상을 보였다.

통신장비 업종의 경우 2019년 내수 호황기가 지나고 2020년 기대했던 수출 성과가 나타나지 못하면서 투자자들의 실망감이 컸다. 2022~2023년 일부 업체들의 실적이 괄목할만한 개선세를 나타냈지만 대다수 통신장비 업체들의 실적 부진이 쏠리드 등 실적 호전 업체의 주가 상승을 가로막는 분위기였다. 몇몇 실적 호전주들이 대다수 통신장비주의 부진한 실적 흐름에 묻히는 양상이었으며 차별화된 주가 흐름을 나타내지 못했다.

하지만 이젠 상황이 다르다. 2025년엔 내수와 미국을 기반으로 한 통신장비 업종의 호황이 다시 나타날 것이고 대표 종목들의 동반 주가 상승이 나타날 가능성이 높다. 신규 주파수 할당을 전제로 한 5G Advanced 투자라면 결국 대다수 기지국, 인빌딩 업체들이 수혜를 입을 것이란 믿음이 커질 수 있고 수익률에 차이가 있을 뿐 동일한 우상향 기초를 나타낼 가능성이 높다.

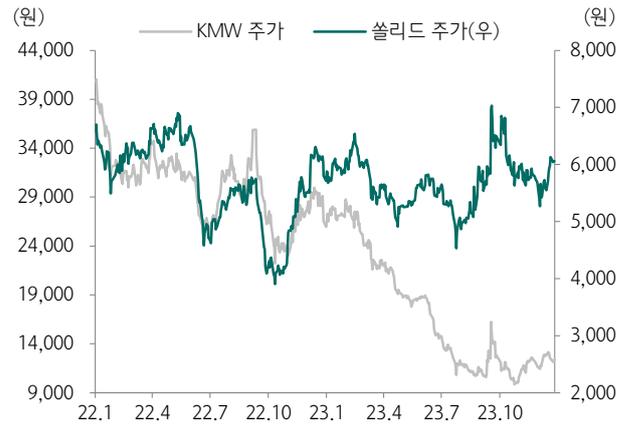
통신장비주 대세 상승 초창기에는 낙폭과대주들이 상승을 주도할 가능성이 높지만 1차 상승이 일단락되고 재차 상승을 시도하는 구간부터는 이익 증가 폭이 크고 이익 창출 능력 대비 상대적으로 가격 메리트가 큰 업체의 주가 상승 폭이 크게 나타날 가능성이 높아 보인다. 따라서 주가 하락 폭이 큰 업체 중에서 장기적으로 실적이 호전될 업체, 실적 호전이 예상됨에도 불구하고 주가가 오르지 못한 업체에 주목할 필요가 있겠다. 대표적으로 KMW, 이노와이어리스, 쏠리드, RFHIC가 이에 해당한다.

도표 38. 2022~2023년 솔리드와 KMW 분기별 영업이익 추이



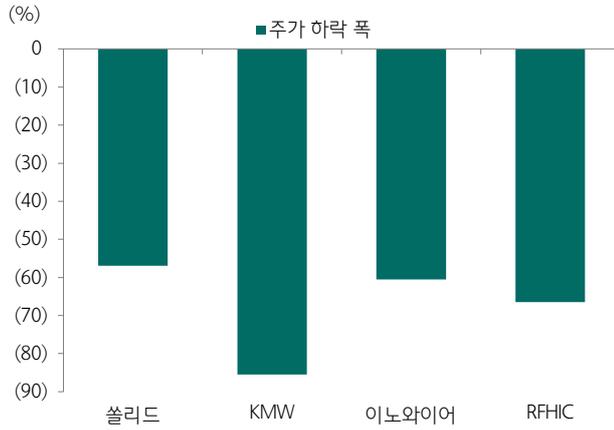
자료: Quantwise, 하나증권

도표 39. 2022~2023년 솔리드와 KMW 주가 추이



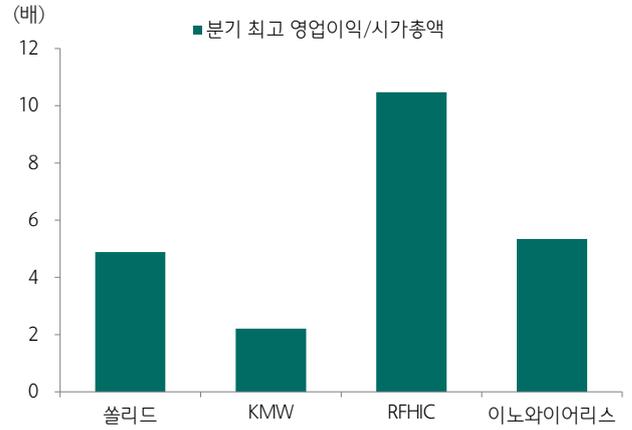
자료: Quantwise, 하나증권

도표 40. 2020년 고점 대비 주가 하락 폭 비교



자료: Quantwise, 하나증권

도표 41. 5년내 분기 최고 영업이익대비 현재 시가총액 비중 비교



자료: Quantwise, 하나증권

3) 1등 업체와 3등 업체 중 어디가 많이 오를까?

부품 간소화 및 통합화,
 업체간 인수합병, 대규모 R&D
 인력 유지 비용 등을 감안해
 세부 업종별 1등 업체에
 투자할 것을 추천

과거 통신장비 대세 상승 시점에 선발업체가 아닌 후발업체 주가가 많이 상승한 경우가 다수 있었다. 2020년 에이스테크가 대장주 역할을 했던 것이 대표적이다. 하지만 설사 최고의 수익률을 기록하는 종목을 놓치더라도 각 세부 업종별 1등 업체에 투자할 것을 권한다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째 통신장비 업계가 인수 합병 절차를 통해 상위 업체로 집중되는 양상을 나타내고 있다. 1등 업체로의 매출 쏠림 현상이 심해질 전망이다. 물론 2, 3위 업체가 경쟁을 통해 1등 업체로의 도약을 시도할 가능성이 없는 것은 아니다. 하지만 그럴 확률보다는 1등 업체가 M/S를 올리며 매출 성장할 가능성이 더 높고 각 세부 업종 내 1등 업체만이 살아남을 가능성이 크다. 1~2업체가 대등한 경쟁 상황이 아니라면 이왕이면 1등 업체에 투자하는 것이 유리하다.

둘째 통신장비가 소형화, 단순화되는 경향을 보이면서 여러 부품이 하나로 합쳐지는 형태로 진화할 전망이다. 세대 진화, 고주파수 사용이 본격화되면서 통신장비의 경량화, 소형화가 보편화되고 있다. 부품 통합이 본격화되고 모듈화되면서 장기적으로 업계 재편이 진행될 가능성이 높다. 세부 업종별로 보면 타업종간 경쟁이 시작될 것인데 아무래도 1등 업체끼리의 경쟁 구도가 형성될 가능성이 높아 일단 세부 업종별 1등 업체에 투자하고 경쟁 상황을 지켜볼 필요가 있어 보인다.

셋째 짧은 제품 개발 기간, 고정비 부담 증가로 자금력을 갖춘 업체만이 살아남을 수 있다. 통신장비 업종은 성수기 3년, 비수기 4년의 순환 주기를 갖고 있다. 결국 3년 동안 벌어서 7년 동안 버티는 형태이며 통신사가 요구하는 차세대 제품을 수 개월 내에 완성해서 입찰에 참여해야 하는 구조이다. 따라서 대규모 연구인력을 갖추고 있어야 하며 이들을 고용 할만한 자금력이 없으면 살아남기 힘들다. 선행적으로 표준에 맞는 차세대 통신장비 제품을 개발하고 발주가 나오길 기대하는 형태이기 때문이다.

도표 42. 각 부문별 1등 업체에 투자해야 하는 이유

1	통신장비 업계가 인수 합병 절차를 통해 상위 업체로 집중되는 양상
2	통신장비가 소형화/단순화되는 경향을 보이면서 여러 부품이 하나로 합쳐지는 형태로 진화
3	짧은 제품 개발 기간, 고정비 부담 증가로 자금력을 갖춘 업체만이 살아남을 것

자료: 하나증권

도표 43. 통신장비 매수 종목 선정 시 유의사항

1	각 아이템 별 1등 업체에 투자할 것
2	매출 지역 분포 다양한 업체 고를 것
3	매출처 확대되고 있는 업체 선정
4	진입 장벽 높은 아이템 고를 것
5	가격 경쟁 심한 아이템 피할 것
6	제품 변화에 대한 대응 능력 평가

자료: 하나증권

기업분석

솔리드(050890)	32
이노와이어리스(073490)	34
RFHIC(218410)	36
KMW(032500)	38

2024년 03월 21일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 15,000원
현재주가(3.19) 5,660원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	891.91
52주 최고/최저(원)	7,080/4,530
시가총액(십억원)	346.5
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	61,221.6
60일 평균 거래량(천주)	1,371.8
60일 평균 거래대금(십억원)	9.0
외국인지분율(%)	5.32
주요주주 지분율(%)	
정준 외 2인	10.42

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	335.6	N/A
영업이익(십억원)	42.4	N/A
순이익(십억원)	36.7	N/A
EPS(원)	599	N/A
BPS(원)	4,335	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	212.3	279.8	324.8	339.4
영업이익	6.1	28.6	37.0	38.2
세전이익	33.8	36.3	52.4	38.8
순이익	23.9	29.8	44.7	34.1
EPS	417	487	730	557
증감율	흑전	16.79	49.90	(23.70)
PER	15.76	11.91	8.30	10.16
PBR	2.03	1.53	1.35	1.13
EV/EBITDA	33.15	9.70	7.96	6.85
ROE	15.56	14.06	17.81	11.83
BPS	3,233	3,779	4,495	5,002
DPS	0	50	50	50



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

솔리드 (050890)

과도한 저평가, 장기 실적 전망 좋아 결국엔 오를 것

매수/목표가 15,000원 유지, 통신장비 업종 주가 회복되면서 동반 상승할 것

솔리드에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표가 15,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) 2022년에 이어 2023년에도 높은 이익 성장을 기록했지만 주가는 오르지 못했고, 2) 2024년 한국/미국 주파수 경매에 이어 2025년 5G Advanced 상용화 기대감으로 곧 통신장비 업종 강세 현상이 나타날 가능성이 높으며, 3) 단기 미국 통신사향 매출 감소가 예상되나 유럽, 북미 관공서향 매출과 일본 매출 회복으로 2024년에도 이익 급감 현상이 나타나진 않을 것이고, 4) 2025~2026년 6G Ready 장비 매출이 본격화될 것임을 감안하면 2021년 이후 나타난 장기 실적 호전 추세가 지속될 가능성이 높은 것으로 판단되며, 5) 높은 진입장벽, 1위 중계기 사업자로소의 위상, 인빌딩 시장에서의 성장 잠재력 등을 감안하면 너무 낮은 Multiple을 형성 중이기 때문이다.

거저 높다는 것은 부담, 하지만 실적 23년에도 좋았고 25년에도 우수할 것이다

현재 솔리드의 최대 약점은 최근 실적이 너무 좋아 역기저 효과가 발생할 수 있다는 것이라고 볼 수 있다. 대표적으로 2022년 4분기 실적이 역대급으로 좋았던 관계로 2023년 4분기 연결 영업이익이 QoQ 62% 증가한 128억원을 기록했음에도 불구하고 YoY로는 25% 감소해 실적 호전이 부각되지 못했던 사례를 들 수 있다. 더불어 2024년 실적 우려가 존재한다. 2023년 연결영업이익이 370억원, 순이익이 446억에 달했기 때문이다. 2024년 미국 통신사향 매출이 감소할 것이란 점을 감안하면 부담스러운 측면이 있다. 그럼에도 불구하고 솔리드의 장기 실적 향상 국면은 지속될 전망이다. 당연한 얘기지만 2025년 신규 주파수 투자에 따른 인빌딩 투자가 확대될 전망이고 매출처 확대 양상이 계속될 것이기 때문이다.

2024년 이익 정체에도 5G Advanced 기대로 주가는 오히려 오를 것

솔리드의 최근 주가 부진은 아무래도 통신장비 대다수 업체들의 4분기 실적 부진에 따른 동반 하락의 영향이 크다. 실적은 뚜렷하게 다른 면모를 나타냈지만 주가는 차별화되지 못하고 동행하는 양상을 보였다. 2023년 9월과 2024년 1월 통신장비 업체들의 주가가 쌍바닥을 찍고 반등하는 양상을 보이다가 4분기 어닝 시즌 다시 약세 국면에 진입하는 양상이다. 전체적인 통신장비 업종 약재는 솔리드 주가에 반영된 반면 최근의 실적 호전 양상 및 장기 6G Ready 장비 도입 기대감은 주가에 반영되지 못한 상태로 보인다. Multiple로 보면 주가 하방 경직성을 확보한 가운데 장기 높은 주가 상승이 기대되는 바 현 시점 매수로 대응할 것을 권고한다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	212.3	279.8	324.8	339.4	366.5
매출원가	143.7	171.8	205.4	214.3	231.4
매출총이익	68.6	108.0	119.4	125.1	135.1
판매비	62.4	79.4	82.4	86.9	82.4
영업이익	6.1	28.6	37.0	38.2	52.7
금융손익	(1.5)	(1.2)	4.2	3.6	4.3
종속/관계기업손익	(0.8)	(0.0)	8.6	(3.0)	(3.6)
기타영업외손익	30.0	8.8	2.5	0.0	0.0
세전이익	33.8	36.3	52.4	38.8	53.4
법인세	8.6	6.4	7.7	4.7	6.6
계속사업이익	25.2	29.8	44.7	34.1	46.8
중단사업이익	(1.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.7	29.8	44.7	34.1	46.8
비배주주지분 손이익	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	23.9	29.8	44.7	34.1	46.8
지배주주지분포괄이익	34.5	33.5	47.0	34.1	46.8
NOPAT	4.6	23.5	31.6	33.5	46.2
EBITDA	12.9	38.4	48.0	52.2	68.4
성장성(%)					
매출액증가율	24.08	31.79	16.08	4.50	7.98
NOPAT증가율	흑전	410.87	34.47	6.01	37.91
EBITDA증가율	흑전	197.67	25.00	8.75	31.03
영업이익증가율	흑전	368.85	29.37	3.24	37.96
(지배주주)순이익증가율	흑전	24.69	50.00	(23.71)	37.24
EPS증가율	흑전	16.79	49.90	(23.70)	37.34
수익성(%)					
매출총이익률	32.31	38.60	36.76	36.86	36.86
EBITDA이익률	6.08	13.72	14.78	15.38	18.66
영업이익률	2.87	10.22	11.39	11.26	14.38
계속사업이익률	11.87	10.65	13.76	10.05	12.77

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	417	487	730	557	765
BPS	3,233	3,779	4,495	5,002	5,717
CFPS	333	847	1,072	804	1,059
EBITDAPS	225	627	785	853	1,118
SPS	3,711	4,570	5,306	5,544	5,986
DPS	0	50	50	50	50
주가지표(배)					
PER	15.76	11.91	8.30	10.16	7.40
PBR	2.03	1.53	1.35	1.13	0.99
PCFR	19.73	6.85	5.65	7.04	5.34
EV/EBITDA	33.15	9.70	7.96	6.85	4.39
PSR	1.77	1.27	1.14	1.02	0.95
재무비율(%)					
ROE	15.56	14.06	17.81	11.83	14.38
ROA	7.33	7.42	9.95	6.94	8.59
ROIC	6.08	21.81	23.00	20.43	27.82
부채비율	89.05	89.77	70.05	70.85	64.20
순부채비율	12.40	7.67	4.09	1.81	(14.85)
이자보상배율(배)	3.69	10.05	11.25	(63.67)	(87.83)

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	159.7	216.5	208.8	245.6	312.8
금융자산	55.8	75.5	73.6	79.6	136.8
현금성자산	54.4	72.1	70.4	75.6	132.6
매출채권	47.8	53.5	51.0	62.7	66.5
재고자산	48.6	76.0	72.4	89.0	94.4
기타유동자산	7.5	11.5	11.8	14.3	15.1
비유동자산	209.8	217.9	254.9	273.4	257.8
투자자산	3.6	4.7	5.3	5.8	6.0
금융자산	3.4	4.6	5.2	5.6	5.8
유형자산	61.0	62.4	99.7	108.7	100.2
무형자산	44.0	44.1	51.2	60.2	53.0
기타비유동자산	101.2	106.7	98.7	98.7	98.6
자산총계	369.5	434.3	463.7	519.0	570.7
유동부채	158.7	194.5	175.3	197.3	204.5
금융부채	71.2	92.1	78.5	78.9	79.0
매입채무	18.1	22.1	21.1	25.9	27.5
기타유동부채	69.4	80.3	75.7	92.5	98.0
비유동부채	15.4	10.9	15.7	17.9	18.6
금융부채	8.8	0.9	6.2	6.2	6.2
기타비유동부채	6.6	10.0	9.5	11.7	12.4
부채총계	174.1	205.5	191.0	215.2	223.1
지배주주지분	195.5	228.9	272.7	303.8	347.5
자본금	30.6	30.6	30.6	30.6	30.6
자본잉여금	113.3	113.3	113.3	113.3	113.3
자본조정	(10.5)	(10.6)	(10.7)	(10.7)	(10.7)
기타포괄이익누계액	23.7	27.4	29.7	29.7	29.7
이익잉여금	38.4	68.2	109.8	140.9	184.7
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	195.5	228.9	272.7	303.8	347.5
순금융부채	24.2	17.6	11.1	5.5	(51.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(34.0)	15.1	69.3	48.0	62.5
당기순이익	23.7	29.8	44.7	34.1	46.8
조정	(6.3)	19.7	13.7	14.0	15.7
감가상각비	6.7	9.8	11.0	14.0	15.7
외환거래손익	(0.3)	3.6	(1.8)	0.0	0.0
지분법손익	0.8	0.0	(0.1)	0.0	0.0
기타	(13.5)	6.3	4.6	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(51.4)	(34.4)	10.9	(0.1)	(0.0)
투자활동 현금흐름	(22.5)	(8.7)	(43.7)	(33.2)	(0.4)
투자자산감소(증가)	24.0	4.5	(0.6)	(0.5)	(0.2)
자본증가(감소)	(11.1)	(3.0)	(22.3)	(17.0)	0.0
기타	(35.4)	(10.2)	(20.8)	(15.7)	(0.2)
재무활동 현금흐름	49.3	10.4	(14.2)	(2.7)	(2.9)
금융부채증가(감소)	(3.8)	13.0	(8.3)	0.3	0.1
자본증가(감소)	50.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	2.9	(2.6)	(2.9)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(3.0)	(3.0)	(3.0)
현금의 증감	(4.5)	17.7	(1.5)	5.3	57.0
Unlevered CFO	19.1	51.8	65.6	49.2	64.8
Free Cash Flow	(45.7)	12.1	47.0	31.0	62.5

2024년 03월 21일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 70,000원
현재주가(3.19) 26,400원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	891.91
52주 최고/최저(원)	31,400/21,000
시가총액(십억원)	200.7
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	7,603.8
60일 평균 거래량(천주)	93.4
60일 평균 거래대금(십억원)	2.7
외국인지분율(%)	3.04
주요주주 지분율(%)	
엘이이지 외 3인	30.16

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	137.9	239.1
영업이익(십억원)	10.9	36.1
순이익(십억원)	12.0	33.0
EPS(원)	1,583	4,340
BPS(원)	22,081	26,079

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	90.7	132.9	137.4	239.1
영업이익	13.4	14.3	10.3	36.1
세전이익	15.3	14.6	13.3	37.5
순이익	15.2	13.5	10.9	33.0
EPS	2,250	1,996	1,435	4,340
증감율	14.04	(11.29)	(28.11)	202.44
PER	19.78	17.03	18.40	6.08
PBR	2.53	1.75	1.20	1.02
EV/EBITDA	13.94	8.89	7.06	1.97
ROE	13.64	10.78	7.31	18.14
BPS	17,602	19,430	21,935	25,925
DPS	250	350	350	350



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

이노와이어리스 (073490)

장/단기 실적 흐름 좋고 가격도 싸다

매수/TP 70,000원 유지, 매수를 망설일 이유가 없는 주식

이노와이어리스에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표주가 7만원을 유지한다. 추천 사유는 1) 2023년 4분기에 이어 2024년 1분기에도 우수한 실적을 기록할 전망이고, 2) 스몰셀 매출 추세, 매출처 동향, 기업 인수 효과를 감안하면 2024년엔 최근 5년간 중 가장 괄목할만한 실적 호전 양상을 나타낼 것으로 예상되며, 3) 전세계 주요 통신사들이 신규 주파수 경매를 통해서 초고주파수 사용을 본격화할 전망이라 스몰셀 시장 확대가 기대되고, 4) 2024년 국내/미국/인도 5G 주파수 경매, 2025년 중국/미국/한국 5G Advanced 투가 개시 가능성이 높으며, 5) 장/단기 실적 호전이 유력함에도 불구하고 주가 차별화 현상이 나타나지 않은 관계로 낮은 Multiple을 기록 중이기 때문이다. 실적 흐름 및 밸류에이션으로 볼 때 매수를 망설일 이유가 없는 주식으로 평가한다.

2023년엔 살짝 아쉬웠지만 2024년 실적은 역대급으로 나올 듯합니다

2023년 이노와이어리스의 실적은 다소 기대에 미치지 못했다. 일본 스몰셀 매출이 일부 이월되었기 때문이다. 하지만 2024년엔 6년만에 업그레이드 된 실적을 발표할 수 있을 것으로 보인다. 시험장비 매출처가 확대되는 가운데 일본 지역 스몰셀 매출이 2023년 말부터 다시 증가하는 양상이며 하반기 이후엔 스몰셀 매출처 확대가 기대되기 때문이다. 여기에 명성라이픽스 인수 효과도 클 전망이다. 단순 계산하면 명성라이픽스로 인한 매출액 및 영업이익 증가 효과가 각각 800억원, 100억원에 달한다. 스몰셀 매출이 확대되는 가운데 기업 인수 효과가 긍정적으로 나타날 수 있어 2024년엔 한 단계 높아진 수준의 실적 발표가 유력시된다.

매수세가 형성된다면 주가 의외로 크게 오를 수도 있다

2023년 10월 이후 이노와이어리스 주가가 바닥을 찍고 상승하고 있지만 상승폭은 크지 않다. 이노와이어리스 2023년 4분기 및 연간 실적이 기대에 미치지 못했고 상당수 통신장비 업체들이 부진한 실적과 더불어 주가 하락 양상을 나타냈기 때문이었다. 하지만 현 주가 수준에서는 매수에 부담이 전혀 없어 보이며 업종 주가 반등이 동반된다면 의외의 높은 주가 상승도 가능할 것으로 판단한다. 비수기인 관계로 실적이 좋지 않은 1분기에 지난 4분기 매출 지연분이 반영됨에 따라 이번 2024년 1분기는 양호한 실적을 발표할 전망이며 2024년 여름 주파수 경매 할당 공고와 더불어 5G Advanced 상용화 기대감이 높아질 것이기 때문이다. 무엇보다 성장성이 높은 업체임에도 불구하고 낮은 Multiple을 기록하고 있어 매력적으로 평가된다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	90.7	132.9	137.4	239.1	275.3
매출원가	52.6	80.8	88.1	155.5	179.3
매출총이익	38.1	52.1	49.3	83.6	96.0
판매비	24.6	37.7	39.0	47.5	49.7
영업이익	13.4	14.3	10.3	36.1	46.3
금융손익	1.5	(0.0)	3.0	1.2	1.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.3	0.0	0.2	0.2
세전이익	15.3	14.6	13.3	37.5	48.1
법인세	0.1	1.1	2.4	4.5	5.8
계속사업이익	15.2	13.5	10.9	33.0	42.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15.2	13.5	10.9	33.0	42.3
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	15.2	13.5	10.9	33.0	42.3
지배주주지분포괄이익	16.6	14.0	11.9	33.0	42.3
NOPAT	13.3	13.2	8.4	31.8	40.7
EBITDA	17.2	18.1	14.6	40.6	51.1
성장성(%)					
매출액증가율	(2.47)	46.53	3.39	74.02	15.14
NOPAT증가율	5.56	(0.75)	(36.36)	278.57	27.99
EBITDA증가율	(2.27)	5.23	(19.34)	178.08	25.86
영업이익증가율	(2.90)	6.72	(27.97)	250.49	28.25
(지배주주)순이익증가율	16.03	(11.18)	(19.26)	202.75	28.18
EPS증가율	14.04	(11.29)	(28.11)	202.44	28.27
수익성(%)					
매출총이익률	42.01	39.20	35.88	34.96	34.87
EBITDA이익률	18.96	13.62	10.63	16.98	18.56
영업이익률	14.77	10.76	7.50	15.10	16.82
계속사업이익률	16.76	10.16	7.93	13.80	15.37

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	2,250	1,996	1,435	4,340	5,567
BPS	17,602	19,430	21,935	25,925	31,142
CFPS	2,652	2,893	2,038	5,268	6,615
EBITDAPS	2,556	2,683	1,928	5,341	6,716
SPS	13,457	19,718	18,120	31,445	36,205
DPS	250	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	19.78	17.03	18.40	6.08	4.74
PBR	2.53	1.75	1.20	1.02	0.85
PCFR	16.78	11.75	12.95	5.01	3.99
EV/EBITDA	13.94	8.89	7.06	1.97	0.71
PSR	3.31	1.72	1.46	0.84	0.73
재무비율(%)					
ROE	13.64	10.78	7.31	18.14	19.51
ROA	11.40	8.24	5.31	13.46	14.72
ROIC	40.54	40.91	25.73	86.37	115.86
부채비율	18.85	41.68	34.75	34.77	30.67
순부채비율	(50.37)	(52.22)	(58.42)	(61.82)	(69.92)
이자보상배율(배)	344.60	148.75	77.94	202.31	234.51

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	87.9	132.3	165.2	202.1	250.6
금융자산	60.5	69.9	99.2	123.7	167.4
현금성자산	60.4	60.3	88.9	111.6	154.6
매출채권	18.1	41.1	43.7	51.9	55.0
재고자산	3.6	17.7	18.8	22.3	23.7
기타유동자산	5.7	3.6	3.5	4.2	4.5
비유동자산	53.0	53.2	59.5	63.6	58.8
투자자산	0.0	0.3	0.5	0.5	0.5
금융자산	0.0	0.3	0.5	0.5	0.5
유형자산	33.7	33.4	40.6	44.0	41.1
무형자산	6.8	4.8	6.3	6.9	5.1
기타비유동자산	12.5	14.7	12.1	12.2	12.1
자산총계	140.9	185.5	224.8	265.7	309.4
유동부채	20.6	50.7	53.7	63.8	67.6
금융부채	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7
매입채무	2.9	18.7	19.9	23.6	25.1
기타유동부채	17.3	31.4	33.2	39.5	41.8
비유동부채	1.7	3.9	4.2	4.8	5.0
금융부채	0.4	1.0	1.1	1.1	1.1
기타비유동부채	1.3	2.9	3.1	3.7	3.9
부채총계	22.4	54.6	58.0	68.6	72.6
지배주주지분	118.6	130.9	166.8	197.1	236.8
자본금	3.4	3.4	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	26.1	26.1	52.0	52.0	52.0
자본조정	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	(0.5)	0.0	1.0	1.0	1.0
이익잉여금	89.7	101.5	110.0	140.4	180.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	118.6	130.9	166.8	197.1	236.8
순금융부채	(59.7)	(68.4)	(97.4)	(121.9)	(165.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	13.8	13.5	27.9	40.1	48.1
당기순이익	15.2	13.5	10.9	33.0	42.3
조정	1.1	3.2	3.7	4.5	4.8
감가상각비	3.8	3.7	4.3	4.5	4.8
외환거래손익	0.0	1.4	(0.3)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(2.7)	(1.9)	(0.3)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(2.5)	(3.2)	13.3	2.6	1.0
투자활동 현금흐름	(2.2)	(10.8)	(10.3)	(10.5)	(0.8)
투자자산감소(증가)	0.0	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
자본증가(감소)	(1.5)	(1.0)	(6.9)	(6.0)	0.0
기타	(0.7)	(9.5)	(3.3)	(4.4)	(0.8)
재무활동 현금흐름	(2.4)	(2.3)	23.2	(2.6)	(2.6)
금융부채증가(감소)	(0.2)	0.8	0.2	0.1	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	26.4	0.0	0.0
기타재무활동	(0.5)	(1.4)	(1.0)	0.0	0.1
배당지급	(1.7)	(1.7)	(2.4)	(2.7)	(2.7)
현금의 증감	10.2	(0.1)	28.5	22.6	43.0
Unlevered CFO	17.9	19.5	15.5	40.1	50.3
Free Cash Flow	12.3	12.3	21.0	34.1	48.1

2024년 03월 21일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) **40,000원**
 현재주가(3.19) **15,040원**

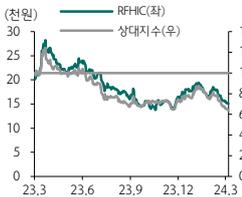
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	891.91
52주 최고/최저(원)	28,200/13,840
시가총액(십억원)	398.3
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	26,484.4
60일 평균 거래량(천주)	200.2
60일 평균 거래대금(십억원)	3.6
외국인지분율(%)	7.82
주요주주 지분율(%)	
조덕수 외 8 인	36.60

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	112.3	143.0
영업이익(십억원)	(2.0)	17.3
순이익(십억원)	4.3	18.9
EPS(원)	163	697
BPS(원)	10,539	11,159

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	101.6	108.0	111.4	146.3
영업이익	4.4	0.8	0.2	20.7
세전이익	5.4	4.0	7.2	22.7
순이익	6.0	2.8	16.3	18.8
EPS	237	104	608	710
종감율	185.54	(56.12)	484.62	16.78
PER	150.42	215.87	29.69	21.18
PBR	3.24	2.04	1.54	1.22
EV/EBITDA	78.14	67.04	53.04	11.98
ROE	2.53	1.01	5.84	6.41
BPS	11,014	10,979	11,690	12,302
DPS	150	100	100	100

RFHIC (218410)

방산에 이어 이제 통신도 깨어난다

매수/목표가 4만원 유지, 이젠 추가 계단식 상승할 것

RFHIC에 대한 투자의견 매수, 12개월 목표가 4만원을 유지한다. 추천 사유는 1) 2023년 영업이익 흑자 전환에 이어 2024년 이후엔 본격 이익 성장이 예상되고, 2) 2024년 한국/미국/인도 주파수 경매 이후 신규 주파수 투자에 따른 수혜가 기대되며, 3) 최근 방산 사업 호황을 기반으로 자회사인 RF시스템즈 IPO 추진이 예상되고, 4) 2024년 연내 반도체 부문에서 수출 성과가 나타날 것이며, 5) 초고주파수 사용 확대, 높은 진입 장벽, 높은 경쟁사 Multiple 등을 감안할 때 높은 Multiple 형성이 가능할 것이고 1년 뒤 실적을 감안하면 현재 주가 현저히 저평가된 상황이기 때문이다. 2023년 흑자 전환에 따른 추가 반영 폭이 미미했고 2024년 1~2분기 실적 기대감이 높지 않음을 감안 시 RFHIC 주가는 통신장비 업종 주가에 연동된 주가 흐름을 이어갈 공산이 커 보인다. 4분기 어닝 시즌이 끝나가고 있어 서서히 통신장비 업종 주가 반등에 따른 추가 상승이 예상되며 글로벌 주파수 경매 일정 구체화와 더불어 주가 상승이 지속될 것이라 판단이다.

2024년 하반기 이후 삼성전자 살아날 것, 2024년 실적 개선 폭 클 전망

화웨이향 수출이 중단되면서 삼성전자에 대한 RFHIC의 매출 의존도가 높아졌다. 당초 예상보다 노키아로의 매출도 지연되면서 당분간 삼성전자가 차지하는 비중은 절대적일 수 밖에 없다. 그런데 삼성전자가 미국/국내/인도 시장을 기반으로 하반기 이후 시장 확대에 본격 나설 것으로 보여 기대를 갖게 한다. 삼성전자가 공격적인 영업을 통해 5G 후반기에는 M/S를 올릴 것으로 판단되기 때문이다. 최근 삼성이 미국과 인도 주요 통신사에서 5G 벤더로 선정되는 결과를 보였지만 실제 수출 규모는 크지 않았다. 하지만 3.7GHz 이상의 고주파수 공급이 본격적으로 이루어지고 나면 다른 양상이 펼쳐질 것이다. 5G 초창기와는 달리 국내 통신장비 업체들이 강점을 갖고 있는 고주파수 대역의 활용도가 증가할 것이기 때문이다. 삼성이 고주파수 시대를 맞이하여 5G Advanced를 기반으로 6G까지 M/S 확장의 기반으로 잡을 가능성이 높아 RFHIC의 수혜가 기대된다.

신규 주파수 투자 가능성에 주목, 주가는 선반영할 것

2024년 각국의 5G 추가 주파수 경매, 2025년 본격 신규 주파수 투자를 예상하면 RFHIC의 실적은 2024년 말부터 본격적인 개선 추세에 돌입하겠지만 주가는 2024년 상반기 내 본격 상승할 가능성이 높아 보인다. 과거 사례를 보면 신규 주파수 경매는 투자를 유발할 가능성이 높고 투자자들이 당연히 이를 인지하고 있기 때문이다. 주가로 보면 호재가 전혀 반영되지 않은 상태라 매수에 부담이 없다는 판단이다.



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
 RA 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	101.6	108.0	111.4	146.3	189.3
매출원가	63.9	69.6	77.5	102.3	132.3
매출총이익	37.7	38.4	33.9	44.0	57.0
판매비	33.3	37.6	33.6	23.3	12.9
영업이익	4.4	0.8	0.2	20.7	44.1
금융손익	(0.2)	2.8	4.8	2.0	2.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.3	0.4	2.2	0.0	0.0
세전이익	5.4	4.0	7.2	22.7	46.5
법인세	(0.5)	(0.9)	(9.2)	3.4	7.0
계속사업이익	5.9	4.9	16.4	19.3	39.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	5.9	4.9	16.4	19.3	39.5
비배주주지분 손익	(0.1)	2.1	0.2	0.5	0.7
지배주주순이익	6.0	2.8	16.3	18.8	38.8
지배주주지분포괄이익	6.4	1.7	17.4	18.8	38.8
NOPAT	4.7	1.0	0.5	17.6	37.5
EBITDA	10.9	7.8	7.7	27.6	50.0
성장성(%)					
매출액증가율	44.11	6.30	3.15	31.33	29.39
NOPAT증가율	흑전	(78.72)	(50.00)	3,420.00	113.07
EBITDA증가율	336.00	(28.44)	(1.28)	258.44	81.16
영업이익증가율	흑전	(81.82)	(75.00)	10,250.00	113.04
(지배주주)순이익증가율	200.00	(53.33)	482.14	15.34	106.38
EPS증가율	185.54	(56.12)	484.62	16.78	106.48
수익성(%)					
매출총이익률	37.11	35.56	30.43	30.08	30.11
EBITDA이익률	10.73	7.22	6.91	18.87	26.41
영업이익률	4.33	0.74	0.18	14.15	23.30
계속사업이익률	5.81	4.54	14.72	13.19	20.87

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	237	104	608	710	1,466
BPS	11,014	10,979	11,690	12,302	13,670
CFPS	562	373	485	1,120	1,981
EBITDAPS	426	293	289	1,043	1,887
SPS	3,990	4,035	4,165	5,524	7,148
DPS	150	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	150.42	215.87	29.69	21.18	10.26
PBR	3.24	2.04	1.54	1.22	1.10
PCFR	63.43	60.19	37.22	13.43	7.59
EV/EBITDA	78.14	67.04	53.04	11.98	6.12
PSR	8.93	5.56	4.33	2.72	2.10
재무비율(%)					
ROE	2.53	1.01	5.84	6.41	12.16
ROA	1.59	0.61	3.39	3.70	6.95
ROIC	3.39	0.68	0.29	9.22	18.44
부채비율	44.95	53.76	50.41	57.00	57.91
순부채비율	(42.38)	(36.33)	(32.91)	(32.10)	(35.52)
이자보상배율(배)	1.03	0.18	0.04	3.71	7.13

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	321.2	339.9	333.8	385.0	449.0
금융자산	224.6	227.3	211.7	225.9	258.0
현금성자산	33.4	85.4	62.2	65.1	87.4
매출채권	13.9	15.2	17.4	22.7	27.4
재고자산	78.6	83.2	95.7	124.9	150.2
기타유동자산	4.1	14.2	9.0	11.5	13.4
비유동자산	125.7	133.5	151.7	144.8	138.9
투자자산	35.1	24.8	12.1	12.1	12.1
금융자산	35.1	24.8	12.1	12.1	12.1
유형자산	80.6	96.8	124.4	118.8	114.0
무형자산	6.6	7.1	10.0	8.7	7.6
기타비유동자산	3.4	4.8	5.2	5.2	5.2
자산총계	446.9	473.3	485.5	529.8	588.0
유동부채	59.7	94.7	144.6	164.6	182.3
금융부채	16.6	46.4	89.3	92.5	95.6
매입채무	7.0	6.1	7.0	9.1	10.9
기타유동부채	36.1	42.2	48.3	63.0	75.8
비유동부채	78.9	70.8	18.2	27.8	33.3
금융부채	77.3	69.1	16.1	25.1	30.1
기타비유동부채	1.6	1.7	2.1	2.7	3.2
부채총계	138.6	165.5	162.7	192.4	215.6
지배주주지분	280.2	271.6	285.1	301.2	337.6
자본금	13.3	13.4	13.4	13.4	13.4
자본잉여금	178.8	181.4	181.3	181.3	181.3
자본조정	(12.6)	(21.6)	(22.9)	(22.9)	(22.9)
기타포괄이익누계액	0.4	(0.7)	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	100.4	99.2	112.9	129.1	165.3
비지배주주지분	28.1	36.2	37.7	36.2	34.8
자본총계	308.3	307.8	322.8	337.4	372.4
순금융부채	(130.7)	(111.8)	(106.2)	(108.3)	(132.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	22.1	4.0	19.2	9.9	31.3
당기순이익	5.9	4.9	16.4	19.3	39.5
조정	10.2	8.7	11.8	6.9	5.9
감가상각비	6.5	7.0	7.5	6.9	5.9
외환거래손익	(0.0)	0.3	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.7	1.4	4.4	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	6.0	(9.6)	(9.0)	(16.3)	(14.1)
투자활동 현금흐름	(122.8)	32.9	(22.6)	(13.3)	(11.8)
투자자산감소(증가)	(21.3)	10.2	12.8	0.0	0.0
자본증가(감소)	(9.7)	(23.5)	(32.5)	0.0	0.0
기타	(91.8)	46.2	(2.9)	(13.3)	(11.8)
재무활동 현금흐름	106.8	14.4	(12.7)	9.6	5.5
금융부채증가(감소)	24.9	21.5	(10.0)	12.2	8.1
자본증가(감소)	87.3	2.7	(0.1)	0.0	0.0
기타재무활동	(3.0)	(5.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(2.4)	(3.9)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
현금의 증감	6.4	51.8	(22.9)	2.9	22.3
Unlevered CFO	14.3	10.0	13.0	29.7	52.5
Free Cash Flow	12.3	(19.5)	(13.6)	9.9	31.3

2024년 03월 21일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (신규)

목표주가(12M) 25,000원
현재주가(3.19) 12,540원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	891.91
52주 최고/최저(원)	22,600/9,840
시가총액(십억원)	499.4
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	39,820.9
60일 평균 거래량(천주)	1,259.7
60일 평균 거래대금(십억원)	20.7
외국인지분율(%)	4.85
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 1인	33.22

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	205.2	179.5	100.1	175.6
영업이익	(27.9)	(45.0)	(62.9)	(19.9)
세전이익	(4.8)	(37.7)	(55.0)	(17.1)
순이익	(3.7)	(26.7)	(66.6)	(17.1)
EPS	(94)	(670)	(1,674)	(429)
증감율	적전	적지	적지	적지
PER	(437.77)	(39.55)	(7.40)	(29.23)
PBR	6.54	4.39	2.83	3.18
EV/EBITDA	(111.73)	(34.39)	(10.15)	(78.70)
ROE	(1.50)	(10.87)	(32.15)	(10.31)
BPS	6,291	6,034	4,378	3,949
DPS	0	0	0	0



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

케이엠더블유 (032500)

2025~2026년 예상 실적으로 보면 싸다

커버리지 개시, 5G Advanced/6G 맞이하면서 주가 다시 크게 오를 것

KMW에 대해 커버리지를 개시하며 12개월 목표가를 25,000원으로 산정한다. 2024~2025년 평균 EPS에 Target PER 15배를 적용한 것이다. 본격적인 실적 개선은 2024년 4분기부터로 예상하나 과거 경험상 주가는 빠르게 선반영할 것으로 판단하여 향후 2년간 평균 실적을 기준으로 TP를 산정한다. KMW를 신규 매수 추천하는 이유는 다음과 같다. 1) 주요 국가들의 2024년 5G 추가 주파수 경매가 예정되어 있음을 감안할 때 2025년 실적 호전 가능성이 높고, 2) 삼성과의 관계 회복과 더불어 시스템 장비 공급 가능성이 높아지는 상황이며, 3) 고출력/저발열 장비 개발, 제품 경량화 성공으로 고주파수 시장 확대에 따른 수혜가 예상되고, 4) 2025~2026년에 걸쳐 통신장비 호황기 진입에 따른 실적 정상화가 나타난다고 보면 지금이 매수 기회일 수 있기 때문이다.

2024년 4분기 영업이익 흑자 전환 예상, 주가는 이미 바닥 지났다

예측하긴 어렵지만 투자자들이 궁금해하는 KMW의 영업이익 흑자 전환 시기는 아마도 2024년 4분기가 될 가능성이 높다. 분기 매출액이 700억원이 넘어가야 하는데 ZTE형 매출이 급감했음을 감안할 때 필터 매출로는 한계가 있을 수 밖에 없고 결국 시스템 매출이 다시 본격 발생하는 시점이 될 것인데 현재 진행 상황으로 보면 2024년 4분기로 예상된다. 시스템 장비 매출처는 삼성전자, 후지쯔가 될 가능성이 높고 오픈랜도 유력 후보군이다. 2024년 상반기 내에 장비 수주가 기대되며 매출 발생 시점은 2024년 4분기가 예상된다. 하지만 주가는 이미 상승기에 진입했을 가능성이 높다. 2023년 9월과 2024년 1월 대량 거래와 더불어 주가 상승이 나타난 바 있으며 2024년 국내 및 미국 신규 주파수 할당, 2025년 CAPEX 집행이 예상되는 상황이기 때문이다. 연내 분기 영업이익 흑자 전환이 예상된다. 다만 감안 시 KMW 주가는 이미 지난 1월 바닥을 탈피하여 대세 상승기로 진입했을 가능성이 높다는 판단이다.

제품 사양은 여전히 최고 수준, 6G Ready 장비에서도 대장주 역할 할 것

KMW가 5G Advanced 및 6G 시대를 맞이하여 신규 주파수 공급 및 투자 시대에 5G 도입 당시와 같은 호황을 누리고 대장주 역할을 수행할 것인가에 대한 문의가 많다. 결론적으로는 그럴 가능성이 높다. 과거 3G/4G/5G 도입 당시에 모두 예외없이 실적 호전과 더불어 큰 폭의 주가 상승을 기록한 바 있고, 여전히 제품 기술력 및 우수한 레퍼런스를 기반으로 다양한 매출처를 확보하고 있기 때문이다. 글로벌 SI는 물론 통신사에도 잘 알려진 상태라 업계 내 위상 변화는 없을 것으로 보인다. 안테나/필터 분야에서의 강점을 바탕으로 아웃소싱 전문 시스템 장비 업체로의 도약에 성공할 가능성이 높다는 판단이다.

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	205.2	179.5	100.1	175.6	462.3
매출원가	155.0	146.6	89.6	148.3	405.6
매출총이익	50.2	32.9	10.5	27.3	56.7
판매비	78.0	77.8	73.4	47.2	(25.4)
영업이익	(27.9)	(45.0)	(62.9)	(19.9)	82.1
금융손익	2.2	1.6	0.8	(1.2)	(0.9)
종속/관계기업손익	2.1	0.5	0.7	0.2	0.4
기타영업외손익	18.7	5.2	6.4	3.8	2.9
세전이익	(4.8)	(37.7)	(55.0)	(17.1)	84.5
법인세	(1.1)	(11.0)	11.6	0.0	0.0
계속사업이익	(3.7)	(26.7)	(66.6)	(17.1)	84.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(3.7)	(26.7)	(66.6)	(17.1)	84.5
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(3.7)	(26.7)	(66.6)	(17.1)	84.5
지배주주지분포괄이익	4.5	(10.2)	(66.0)	(17.1)	84.5
NOPAT	(21.7)	(31.8)	(76.1)	(19.9)	82.1
EBITDA	(13.8)	(29.0)	(47.5)	(6.8)	92.8
성장성(%)					
매출액증가율	(39.38)	(12.52)	(44.23)	75.42	163.27
NOPAT증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
EBITDA증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
영업이익증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
EPS증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	24.46	18.33	10.49	15.55	12.26
EBITDA이익률	(6.73)	(16.16)	(47.45)	(3.87)	20.07
영업이익률	(13.60)	(25.07)	(62.84)	(11.33)	17.76
계속사업이익률	(1.80)	(14.87)	(66.53)	(9.74)	18.28

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(94)	(670)	(1,674)	(429)	2,122
BPS	6,291	6,034	4,378	3,949	6,071
CFPS	342	(327)	(991)	(65)	2,440
EBITDAPS	(348)	(729)	(1,192)	(172)	2,330
SPS	5,152	4,507	2,513	4,410	11,609
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(437.77)	(39.55)	(7.40)	(29.23)	5.91
PBR	6.54	4.39	2.83	3.18	2.07
PCFR	120.32	(81.04)	(12.50)	(192.92)	5.14
EV/EBITDA	(111.73)	(34.39)	(10.15)	(78.70)	5.59
PSR	7.99	5.88	4.93	2.84	1.08
재무비율(%)					
ROE	(1.50)	(10.87)	(32.15)	(10.31)	42.36
ROA	(0.98)	(7.49)	(22.01)	(6.07)	21.12
ROIC	(14.73)	(20.05)	(45.32)	(11.46)	37.87
부채비율	46.27	43.93	48.95	93.31	105.30
순부채비율	(36.81)	(23.72)	(6.77)	24.28	7.96
이자보상배율(배)	(11.54)	(28.49)	(27.68)	(8.73)	32.93

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	241.1	187.3	104.8	152.6	338.7
금융자산	152.4	107.5	56.4	10.4	35.3
현금성자산	151.9	107.0	56.1	9.6	33.7
매출채권	46.5	33.4	19.6	55.8	120.2
채고자산	37.9	39.2	24.5	74.8	158.7
기타유동자산	4.3	7.2	4.3	11.6	24.5
비유동자산	125.3	158.5	154.9	151.3	157.6
투자자산	9.7	9.5	5.4	14.9	31.8
금융자산	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3
유형자산	109.1	138.7	133.4	121.4	111.6
무형자산	4.7	5.5	5.9	4.8	3.9
기타비유동자산	1.8	4.8	10.2	10.2	10.3
자산총계	366.4	345.9	259.7	304.0	496.3
유동부채	107.7	93.9	71.1	129.6	232.4
금융부채	56.1	41.6	31.9	35.9	41.9
매입채무	32.5	35.7	20.1	57.5	123.8
기타유동부채	19.1	16.6	19.1	36.2	66.7
비유동부채	8.2	11.6	14.2	17.1	22.1
금융부채	4.1	8.9	12.7	12.7	12.7
기타비유동부채	4.1	2.7	1.5	4.4	9.4
부채총계	115.9	105.6	85.3	146.7	254.5
지배주주지분	250.5	240.3	174.3	157.2	241.7
자본금	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9
자본잉여금	132.0	132.0	132.0	132.0	132.0
자본조정	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
기타포괄이익누계액	12.4	28.9	29.6	29.6	29.6
이익잉여금	85.5	58.9	(7.8)	(24.9)	59.6
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	250.5	240.3	174.3	157.2	241.7
순금융부채	(92.2)	(57.0)	(11.8)	38.2	19.3

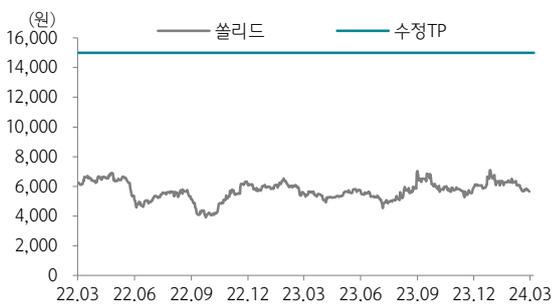
현금흐름표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	47.6	(6.9)	(36.6)	(41.5)	34.0
당기순이익	(3.7)	(26.7)	(66.6)	(17.1)	84.5
조정	19.2	15.2	18.5	13.1	10.7
감가상각비	14.0	16.0	15.4	13.1	10.7
외환거래손익	(0.8)	3.9	(0.4)	0.0	0.0
지분법손익	(2.1)	(0.5)	(0.5)	0.0	0.0
기타	8.1	(4.2)	4.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	32.1	4.6	11.5	(37.5)	(61.2)
투자활동 현금흐름	(9.6)	(21.9)	(1.9)	(10.0)	(17.8)
투자자산감소(증가)	0.2	0.7	4.6	(9.5)	(16.9)
자본증가(감소)	(8.5)	(19.7)	(4.6)	0.0	0.0
기타	(1.3)	(2.9)	(1.9)	(0.5)	(0.9)
재무활동 현금흐름	(16.5)	(11.1)	(7.6)	4.0	6.0
금융부채증가(감소)	(14.7)	(9.7)	(5.9)	4.0	6.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.8)	(1.4)	(1.7)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	22.2	(44.9)	(64.0)	(46.5)	24.0
Unlevered CFO	13.6	(13.0)	(39.5)	(2.6)	97.2
Free Cash Flow	38.1	(26.8)	(41.3)	(41.5)	34.0

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

솔리드



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.3.25	BUY	15,000		
21.3.26	BUY	14,593	-53.17%	-39.40%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

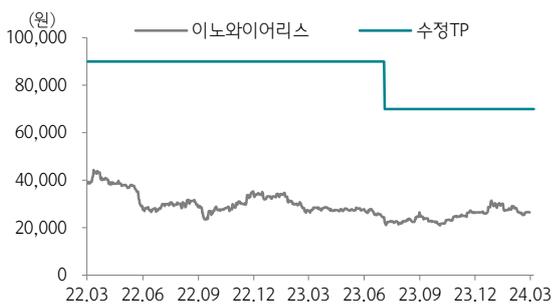
알에프에이치아이씨



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.7.20	BUY	40,000		
23.3.25	1년 경과		-	-
22.3.25	BUY	60,000	-59.43%	-45.08%
21.3.26	BUY	58,540	-41.89%	-29.79%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

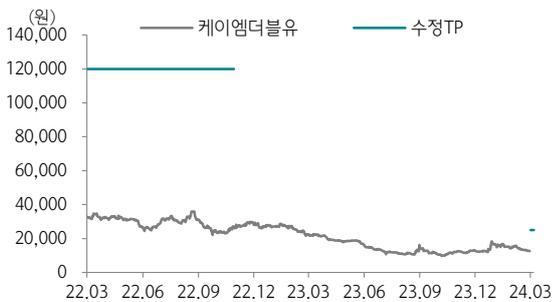
이노와이어리스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.7.24	BUY	70,000		
22.3.26	1년 경과		-	-
21.3.26	BUY	90,000	-51.70%	-41.44%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

케이엠더블유



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.3.21	BUY	25,000		
23.11.18	1년 경과		-	-
22.11.18	Not Rated	-	-	-
22.3.23	1년 경과		-	-
21.3.23	BUY	120,000	-62.34%	-44.92%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 3월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2024년 3월 21일 현재 해당회사의 유가증권은 보유하고 있지 않습니다.
- 솔리드,이노와이어리스,알에프에이,이치아이씨 은/는 투자자문업(타 자산운용사가 운용하는 펀드의 중목 선정 또는 포트폴리오 비중 의견 제시 등)에 활용된 법인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않음

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.43%	6.10%	0.47%	100%

* 기준일: 2024년 03월 21일