

통신장비

ISSUE PAPER #19-05



[Analyst]

- 손승우** ☎ 02-3772-1565
책임연구원 ✉ swson85@shinhan.com
- 박형우** ☎ 02-3772-2184
수석연구원 ✉ hyungwou@shinhan.com
- 윤창민** ☎ 02-3772-1579
책임연구원 ✉ changmin.yoon86@shinhan.com
- 최유준** ☎ 02-3772-1964
책임연구원 ✉ junechoi1@shinhan.com
- 김규리** ☎ 02-3772-1549
책임연구원 ✉ kimkuri@shinhan.com
- 김현욱** ☎ 02-3772-1545
연구원 ✉ hyunwook.kim@shinhan.com

5G, 거스를 수 없는 메가트렌드

5G 통신 인프라 시장 개화

5G는 거스를 수 없는 IT 메가트렌드다. 4G 시대는 활용 디바이스가 스마트폰에 국한됐다. 5G 시대는 다르다. 자율주행, 사물인터넷, 스마트 팩토리 등 B2B 영역까지 확장 가능하다. 4차 산업혁명을 가능하게 하는 핵심 인프라다. 국내 통신사는 향후 3년간 연평균 8.2조원 투자가 예상된다. 가입자 유치, 서비스 품질 향상을 위해 CAPEX는 예상치를 상회할 가능성이 높다.

상반기보다 하반기, 19년보다 20년이 더 기대

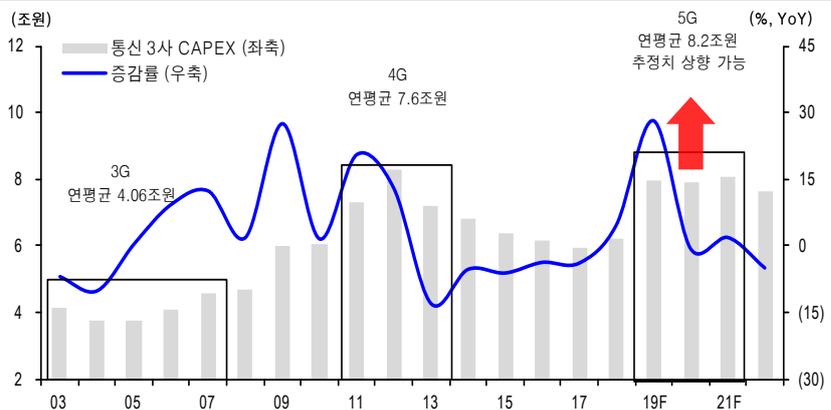
통신 장비주들은 5G 신규 투자가 본격화 되면서 1Q19 어닝서프라이즈를 기록했다. 어닝프라이즈에도 19년 분기 실적은 1분기가 최저점이 될 전망이다. 연간 실적 트렌드는 '상저하고' 가능성이 높다.

반화웨이 이슈로 고객사들의 글로벌 시장 점유율 확대가 기대된다. 경험해보지 못한 해외 통신사 투자 수혜를 누릴 전망이다. 3G, 4G 사이클과 다른 관점으로 국내 업체들을 바라봐야 한다.

5G 투자전략: 무선, 유선 투자 타임 라인에 따른 Basket 매수

19년 상반기는 기지국 장비, 부품업체(오이솔루션, 케이엠더블유, 에이스테크, 서진시스템, RFHIC), 하반기는 프론트홀, 중계기, 스몰셀 업체(에치에프알, 솔리드), 20년 상반기부터는 유선 장비, 부품 업체(유비쿼스, 다산네트웍스, 머큐리)까지 매수 확대 전략이 유효하다.

국내 통신 3사 CAPEX 추이 및 전망



자료: 신한금융투자 추정

Contents

3 Investment Summary

1Q19 어닝 서프라이즈 확인되며 통신 장비 주가 급등
상반기보다 하반기, 19년보다 20년 실적이 더 기대
상반기 높은 주가 상승에도 5G 관련주에 대한 긍정적 시각 유지

6 5G 통신 인프라 시장 개황

5G 통신은 4차 산업혁명 핵심 인프라. 사회, 경제적 높은 파급효과 예상
5G 인프라 구축으로 통신장비 업종 직접적인 수혜
美·中 무역 분쟁 최대 수혜: 주요 고객사 점유율 확대로 낙수 효과 전망

10 5G 관련주, 현재 주가 분석 및 투자 전략

5G 관련주 주가 급등에도 긍정적 시각 유지
5G CAPEX 사이클 초입: 상반기보다 하반기, 19년 보다 20년이 더 기대된다
무선, 유선 투자 타임라인에 따른 Basket 매수 전략 유효

12 개별기업

오이솔루션(138080) - 5G 바스켓 필수 Stock
케이엠더블유(032500) - 5G 사이클 최대 수혜
에이스테크(088800) - 5G 시대 ACE
에치에프알(230240) - 유선/무선, 국내/해외 동시 수혜
서진시스템(178320) - 통신 장비 부문 고성장이 기대된다
머큐리(100590) - 실적은 기본, 10기가 인터넷은 보너스
와이솔(122990) - 2Q19 성수기 진입, 2020년 5G 모멘텀
RFHIC(218410) - 지금 내리는 비가 소나기이길

Investment Summary

- 1Q19 어닝 서프라이즈 확인되며 통신 장비 주가 급등
- 상반기보다 하반기, 19년보다 20년 실적이 더 기대
- 상반기 높은 주가 상승에도 5G 관련주에 대한 긍정적 시각 유지

19년 연간 실적 트렌드
1Q 서프라이즈에도 최저점
'상저하고' 예상

5G 통신 장비주들의 1Q19 서프라이즈가 확인되며 통신 장비 주가가 급등했다. 5G는 거스를수 없는 IT 핵심 트렌드다. 상반기보다 하반기, 19년보다 20년 실적이 더 기대된다. 상반기 높은 주가 상승에도 5G 관련주에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

통신 장비주들은 1Q19 어닝 서프라이즈를 기록했다. 5G 신규 투자 속도가 예상보다 빠르고 이익률이 높았다는 것을 방증한다. 1분기 실적이 최저점이 될 전망이다. 연간 실적 트렌드는 '상저하고' 가능성이 높다. 1) 국내 투자는 통신 품질 이슈로 3사의 투자 속도, 규모가 빨라질 가능성이 높고, 2) 하반기부터는 국내 투자 뿐만 아니라 미국, 일본 등 해외 투자도 본격화되기 때문이다.

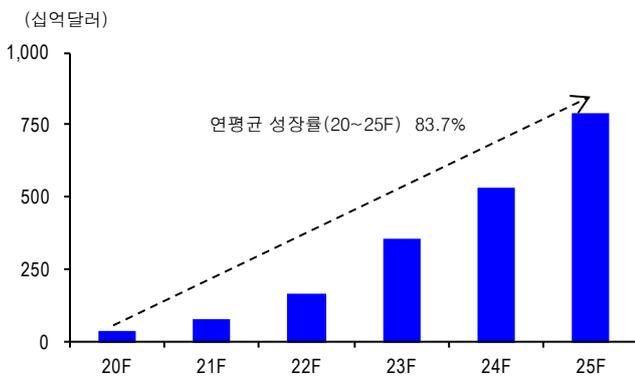
5G 관련 기업들의 1Q19 호실적은 일시적 흐름이 아니다. 미국과 서방 국가들의 반화웨이 이슈는 의미있는 해외 진출이라는 추가 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다. 올해 하반기부터 미국, 중국, 일본, 유럽의 5G 투자가 기대된다.

과거 사이클과 가장 큰 차이
국내 업체들이 해외 투자 수혜
를 직접적으로 받는다는 점

반화웨이 이슈로 국내 통신 장비 업체 고객사(삼성전자, 에릭슨, 노키아)들의 글로벌 시장 점유율 확대가 기대된다. 이전에는 경험해보지 못한 해외 통신사들의 투자 수혜를 국내 통신 장비 업체들이 직접적으로 누릴 수 있다. 과거 받았던 밸류에이션은 의미가 없다. 3G, 4G 사이클과는 다른 관점으로 국내 통신장비 업체들을 바라봐야 한다.

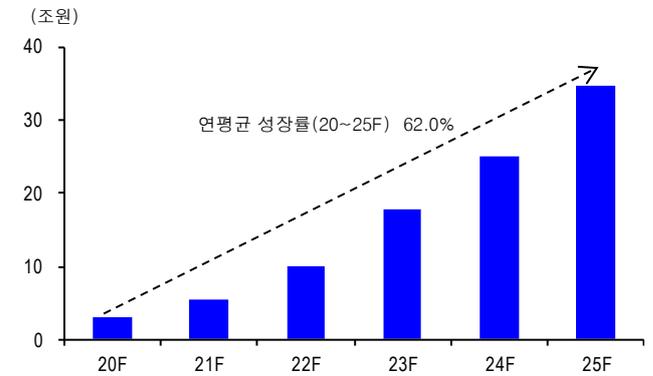
5G 관련주 투자 전략은 장비 투자 타임라인에 따른 Basket 매수 전략이 유효하다. 투자 타임라인에 따라 무선 장비 내 기지국 장비, 부품 업체 → 프론트홀, 중계기, 스몰셀 업체 → 유선 장비 업체로 투자 비중을 확대해야 한다. 19년 상반기는 기지국 장비, 부품업체(케이엠더블유, 에이스테크, 오이솔루션, 서진시스템, RFHIC), 하반기는 프론트홀, 중계기, 스몰셀 업체(에치에프알, 솔리드, 삼지전자), 20년 상반기부터는 유선 장비, 부품 업체(유비쿼스, 다산네트웍스, 머큐리)까지 매수 전략을 제시한다.

글로벌 5G 시장 규모 추이 및 전망



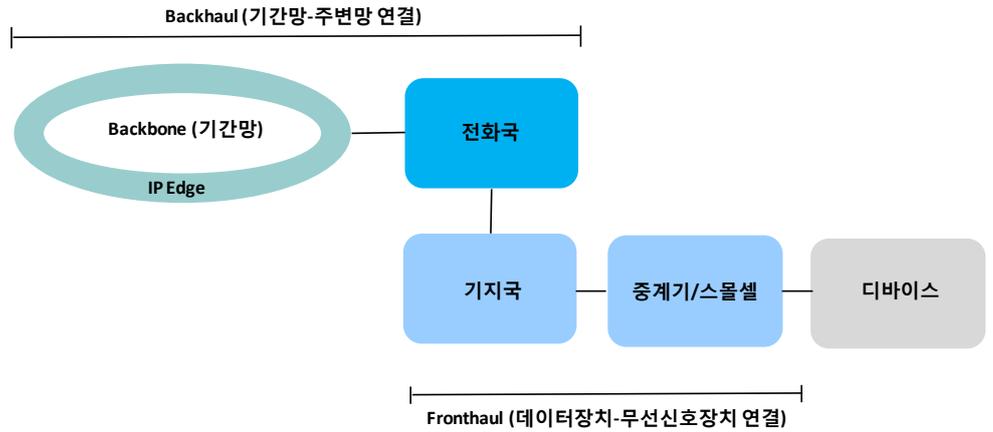
자료: KT경제경영연구소, 신한금융투자

국내 5G 시장 규모 추이 및 전망



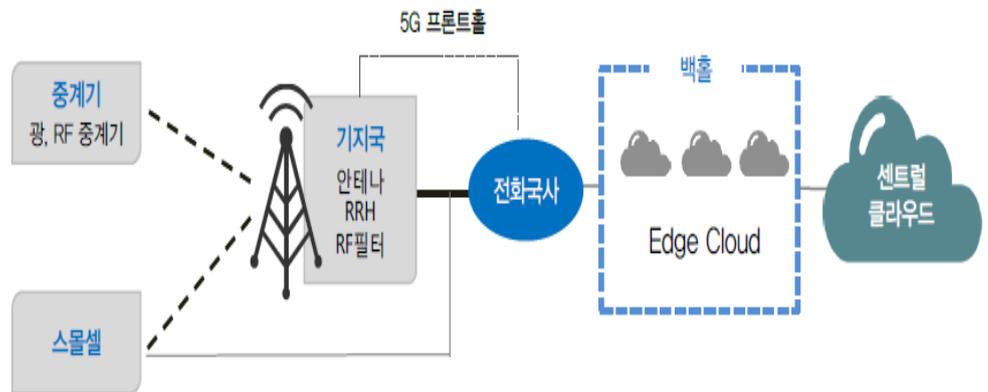
자료: KT경제경영연구소, 신한금융투자

5G 이동통신 네트워크 구조



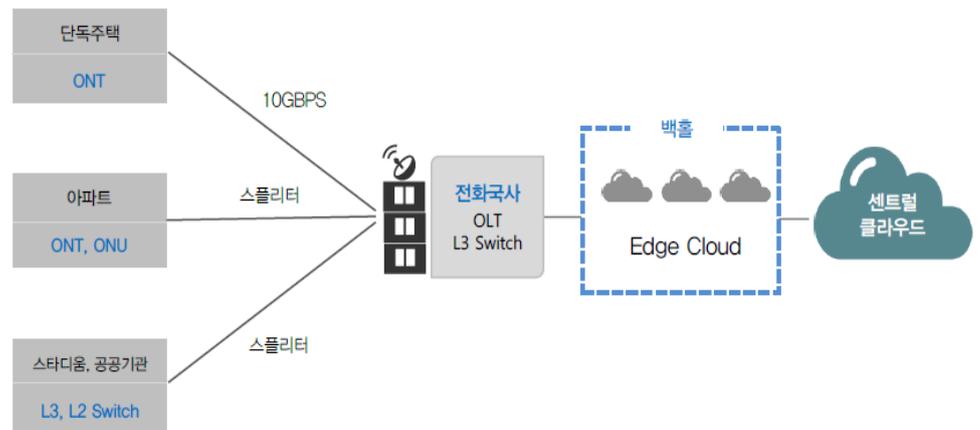
자료: 신한금융투자 정리

5G 무선 네트워크 구조



자료: 신한금융투자

5G 유선 네트워크 구조



자료: 신한금융투자

5G 관련 수혜주, 실적 및 밸류에이션 테이블 (시가총액 順)

코드	종목명	시가총액 (십억원)	매출액 증가율 (%)		영업이익 증가율 (%)		PER (배)		PBR (배)	
			2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
032500	케이엠더블유	744.9	80.9	26.7	흑전	22.7	15.1	10.9	7.9	4.6
218410	RFHIC	651.7	35.8	21.6	30.9	27.1	19.7	16.0	3.5	3.0
178320	서진시스템	484.2	34.7	22.3	31.8	14.0	9.3	7.2	1.9	1.5
138080	오이솔루션	448.9	161.8	34.2	30,382.6	32.7	9.7	8.5	4.0	2.7
088800	에이스테크	438.3	24.3	25.9	202.5	32.2	17.2	13.2	4.4	3.3
122990	와이솔	430.0	(6.0)	1.4	(2.9)	12.0	10.3	9.5	1.5	1.3
039560	다산네트웍스	335.1	27.4	15.2	111.8	41.2	14.3	12.3	1.6	1.3
050890	솔리드	321.4	14.3	16.2	1045.5	92.9	41.5	18.7	2.7	2.3
230240	에치에프알	266.0	48.6	36.0	723.4	109.9	13.3	7.1	2.8	2.0
264450	유비쿼스	247.5	10.2	15.2	(4.2)	12.5	17.7	15.5	2.4	2.1
100590	머큐리	186.8	12.3	10.8	15.2	13.6	19.4	16.9	2.3	2.0

자료: 신한금융투자 추정

주: 시가총액은 2019년 5월 29일 종가 기준

5G 관련 수혜주 종목 및 투자포인트 (선호도 順)

종목코드	종목명	투자포인트
138080	오이솔루션	1) 2분기 매출액 전망 공시는 540억원(5G 向 매출액 404억원), 영업이익률은 24.8%(+2.4%p QoQ) 전망 2) SK텔레콤 向 비중 확대 가능성 존재, 3) 원재료(LD Chip) 내재화로 향후 수익성 개선 가능
032500	케이엠더블유	1) 5G 통신 장비 매출 성장, 2) 노키아 向 고단가 장비 판매로 수익성 개선 전망 3) 19년 매출액, 영업이익 각각 5,359억원(+81% YoY), 1,102억원(흑자전환) 전망
088800	에이스테크	1) 기지국 안테나 국내 1위(M/S 50%), 글로벌 5위(M/S 7%) 2) 통신 3사 투자 가속화 및 美中 무역 분쟁 수혜, 3) 19년 매출액 4,691억원(+24.3% YoY), 영업이익 399억원(+203%) 전망
230240	에치에프알	1) 고객사의 기지국 수에 비례해 Fronthaul 장비 수요 증가, 2) 해외 통신사 장비 수주로 19년 이후 장기 성장성 확보 3) 19년 매출액 2,006억원(+48.6 YoY), 영업이익 237억원(+723.4) 예상
178320	서진시스템	1) 삼성전자 글로벌 5G 장비 시장 점유율 확대 기대, 통신 장비 부문의 매출 고성장: 19년 +72%, 20년 +27% 2) 19년 매출액 4,394억원(+35% YoY), 영업이익 594억원(+61% YoY) 전망
050890	솔리드	1) 무선 중계기 고도화 19년 하반기부터 통신 3사 向으로 본격화 2) 북미 등에서 통신사 외에 중계기 사업자 向 신규 매출 발생. 일본 망투자 확대에 따른 실적 증가 기대
039560	다산네트웍스	1) 보급률이 낮은 글로벌 시장 성장과 함께 국내 5G 스위치 장비 수주 확보를 통한 성장 전망 2) 다양한 고객사를 바탕으로 美中 무역 분쟁 수혜 기대
264450	유비쿼스	1) KT, LG유플러스를 주요 고객사로 보유한 국내 유선 네트워크 장비 시장 점유율 1위 업체 2) 5G 서비스 확대에 따른 유선통신망 투자가 본격화 되면 뚜렷한 매출 증가와 수익성 개선 전망
100590	머큐리	1) AP 단말 장비 꾸준한 수요와 지배력(국내 점유율 1위)을 기반으로 한 실적 성장, 2) 10기가 인터넷 투자 수혜 모멘텀; 국내 10기가 인터넷 확산 → AP 단말 장비 매출 확대
122990	와이솔	1) 주요 고객사 중저가 스마트폰 증산 효과로 2Q19 실적 반등. 영업이익135억원(-6% YoY) 기대 2) 5G 스마트폰 채용 SAW필터 수량 증가 (3G에서 30개 → 4G에서 45개 → 5G에서 55개), 20년 BAW 필터 공급 전망
218410	RFHIC	1) 글로벌 통신장비 고객사 확대로 4G때와 다른 장기적인 통신장비 업그레이드 수혜 가능 2) 화웨이 제재로 인해 고점(5/15) 대비 주가 40% 하락,

자료: 신한금융투자

5G 통신 인프라 시장 개화

- 5G 통신은 4차 산업혁명 핵심 인프라. 사회, 경제적 높은 파급효과 예상
- 5G 인프라 구축으로 통신장비 업종 직접적인 수혜
- 美·中 무역 분쟁 최대 수혜: 주요 고객사 점유율 확대로 낙수 효과 전망

5G 통신 세계 최초 상용화로 국내외 통신 인프라 투자 개화

지난 4월 3일 우리나라는 세계 최초로 5G 통신 상용화의 문을 열었다. 5G 통신은 ICT 융합으로 이뤄지는 '4차 산업혁명'의 핵심 인프라로 많은 국가들이 기술개발과 인프라 투자에 열을 올리고 있다. 차세대 통신기술은 VR/AR, 사물인터넷과 자율주행 등 다양한 모바일 융합 서비스를 구현하기 위해 필수적이다. 5G 통신은 이와 같은 서비스를 구현하기 위해 1) 빠른 통신 속도, 2) 초저지연, 3) 연결 기기 수 확대, 4) 폭발적인 트래픽 수용 등의 특징을 가진다. 멀티미디어 콘텐츠 중심인 4G 대비 속도는 20배(20Gbps vs. 1Gbps), 사물인터넷 기기 연결 수는 1,000배(100만개 vs. 1,000개), 네트워크 에너지 효율은 100배의 차이를 갖는다.

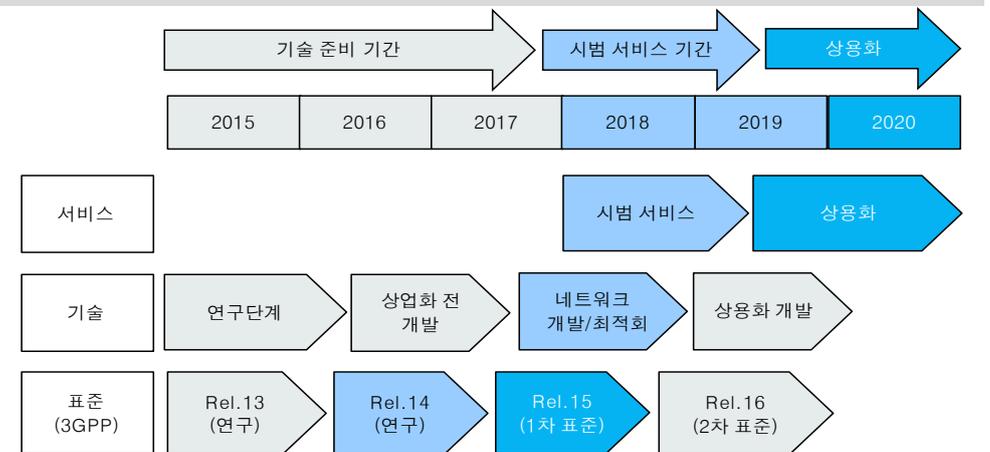
국내 상용화까지 5년 동안의 기술연구와 네트워크 개발, 시범 서비스를 거쳤다. 상용화 이후 품질 개선과 전국망 확대를 위해 상당한 통신 인프라 구축이 필요하다. 국내 첫 상용화 이후 데이터 전송 속도 저하, 사각 지대 발생 등 품질에 대한 불만이 터져나왔다. 5G용 통신 인프라 부족이 가장 큰 원인이다. 현재 국내 통신 3사의 5G 기지국 수는 약 90,000개로 4G의 11% 수준에 불과하다. 과기부는 "통신사들은 인프라 최적화 작업을 추진하고 있고, 현재 추진 속도로 2022년에 전국망 개통이 가능하다"고 밝혔다. 미국, 유럽, 일본을 비롯한 주요 국가들은 2019~2020년에 상용화 계획을 갖고 있다. 상용화 이후 전국망 확산을 위해 최소 2년 이상의 인프라 투자가 필요하다. 많은 국가들이 5G 통신 상용화에 나서는 가운데, 통신 인프라 시장은 꽃을 피우기 시작했다.

이동통신 세대별 상용화 시기 및 특징

	1G	2G	3G	4G	5G
국내 상용화 시기	1984년	1996년	2000년	2011년	2019년
기능	음성통화	1G + 텍스트	2G + 영상, 인터넷	3G + 멀티미디어	4G + IoT
최고전송속도	-	153kbps	14.4Mbps	1Gbps	20Gbps

자료: 언론 자료, 신한금융투자

국내 5G 통신 상용화 로드맵



자료: KT, 신한금융투자

모바일 트래픽은 연평균 46% 증가하며 5G 관련 시장의 높은 성장성에 주목

정부는 5G를 성장의 원동력으로 여겨 민간과 협력을 통한 활성화 정책 추진

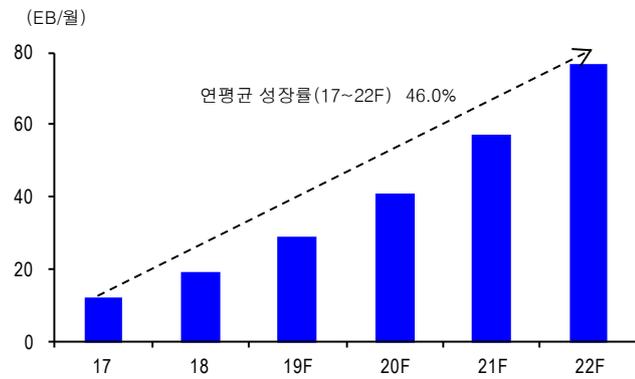
5G 통신은 4차 산업혁명 핵심 인프라. 사회, 경제적 높은 파급효과 예상

4G가 등장하면서 스마트폰을 중심으로 모바일 데이터 사용이 증가했다. 2012년 이후 5년 간 국내 모바일 데이터 트래픽은 10배 이상 증가했다. 모든 사물이 연결되는 5G 시대에는 트래픽이 더욱 폭발적 증가할 것이다. Cisco는 2017~2022년에 글로벌 모바일 데이터 트래픽이 연평균 46.0%씩 증가할 것으로 전망한다. 더 많은 트래픽을 수용할 수 있는 5G 통신 보급률도 같이 늘어날 것이다. 주요 국가들이 상용화를 시작한 2020년에는 보급률이 8%에 불과하지만 2025년에 34%에 달할 것으로 전망된다.

5G 통신 관련 시장의 높은 성장성도 주목할 만하다. KT경제경영연구소에 따르면 2020년 이후 글로벌, 국내 5G 시장 규모는 각각 연평균 83.7%, 62.0%의 고성장이 전망된다. 스마트시티/헬스케어/팩토리, 자율주행차 및 실감콘텐츠 증가에 따른 5G 통신의 확산이 고성장의 근거다. 우리나라를 비롯한 많은 국가들은 성장성에 주목하며 5G 통신을 경제 성장의 원동력으로 활용할 계획을 갖고 있으며 정부와 민간이 함께 활성화에 나서고 있다.

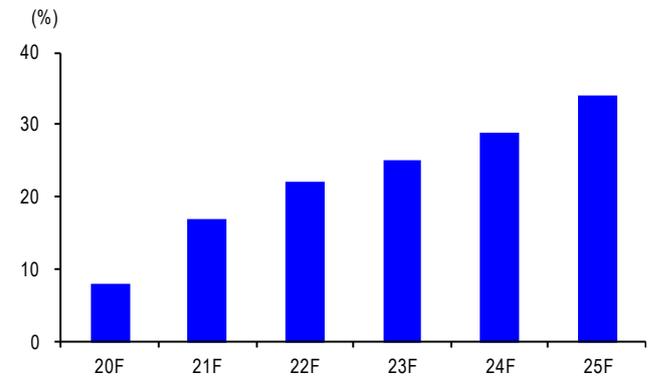
상용화 직후 정부는 '5G+전략' 정책을 발표하여 세계 최고 5G 생태계 구축을 추진하기로 했다. 5G+전략산업 육성을 통한 목표는 2026년까지 생산, 수출액 각각 180조원, 730억 달러, 일자리 60만개를 창출하는 것이다. 전략산업은 10대 핵심산업(VR/AR, 웨어러블, 드론/로봇, 네트워크 등)과 5대 핵심서비스(스마트공장/시티, 자율주행차, 디지털 헬스케어, 실감콘텐츠)로 구성된다. 이 정책의 핵심은 지속적인 저성장 국면에서 5G 생태계 구축으로 새로운 성장동력을 얻고 글로벌 우위의 경쟁력을 얻는 것이다. 또한 이를 위해 정부는 민간과의 협력을 통해 30조 원 이상을 투자할 계획이다. 현재는 인프라 구축 초기 단계로 통신장비 업체의 수혜가 가시적이지만 향후 콘텐츠, 스마트장비 등 전후방 산업으로 수혜가 확산될 것으로 기대된다.

글로벌 모바일 데이터 트래픽 추이 및 전망



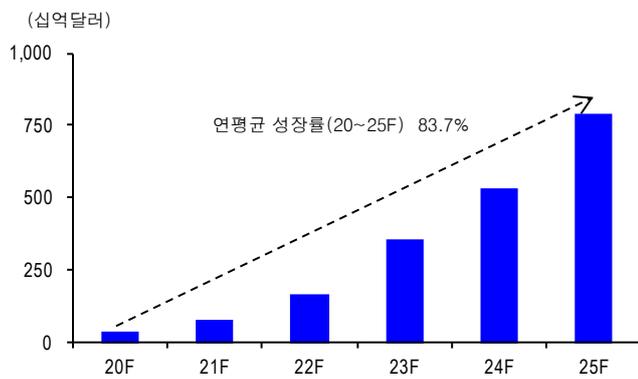
자료: Cisco VNI Mobile, 신한금융투자

글로벌 5G 통신 보급률 전망



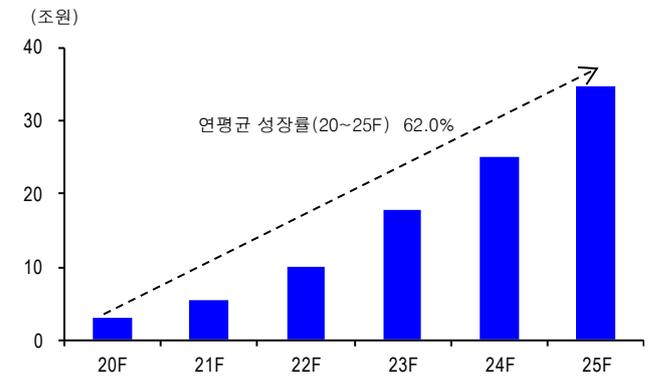
자료: GSMA, 신한금융투자

글로벌 5G 시장 규모 추이 및 전망



자료: KT경제경영연구소, 신한금융투자

국내 5G 시장 규모 추이 및 전망



자료: KT경제경영연구소, 신한금융투자

국내 통신 3사 연평균 CAPEX

3G: 4.1조원

4G: 7.6조원

5G: 8.2조원 전망(예상치 상회 가능)

내년 주요 국가의 5G 상용화와 인프라 구축 가속으로 통신장비 업체의 전망은 밝아

5G 인프라 구축으로 통신장비 업종 직접적인 수혜

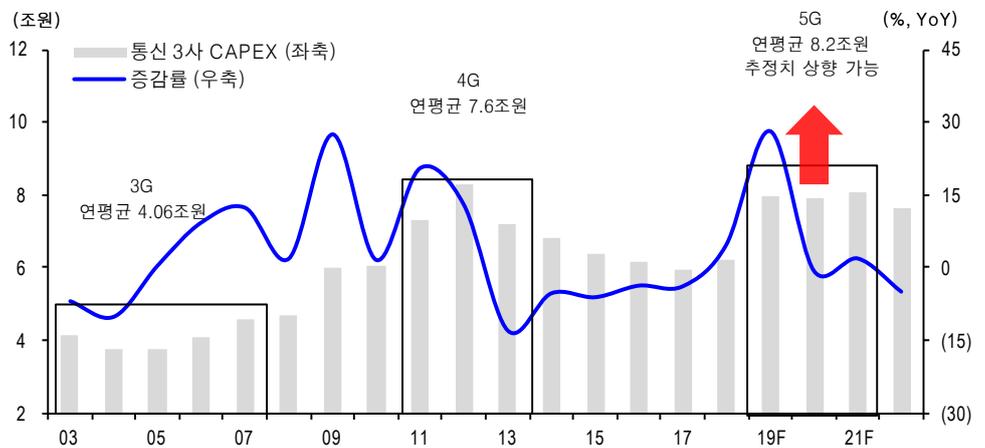
새로운 통신기술이 개발되고 상용화에 이르면 통신 인프라 투자부터 일어난다. 인프라 구축은 많은 비용과 시간이 수반된다. 과거 3G, 4G 상용화 이후에도 그랬다. 상용화 이후 전국망 구축까지 3G는 5년이 소요됐는데 국내 통신 3사의 연평균 CAPEX는 4.06조원에 달했다. 4G 구축은 3G보다 짧은 3년이 걸렸으나 획기적인 통신 패러다임 전환만큼 연평균 CAPEX는 7.60조원으로 3G의 2배 수준이었다. 5G는 2022년 전국망 개통을 목표로 하는데, 3년간 연평균 8.2조원(신한 리서치 추정치)의 CAPEX 지출이 전망된다. 5G 가입자 유치와 5G 서비스 품질을 목표로 2021년까지의 CAPEX는 기존 예상치를 상회할 가능성이 매우 높다.

5G는 LTE대비 높은 주파수 대역(3.5GHz, 28GHz)을 사용한다. LTE보다 직진성이 강하고, 장애물 영향도 많이 받는다. 통신 사각지대를 없애기 위해 기존보다 3배~10배 더 많은 기지국이 필요하다. 5G에서 구현될 VR/AR, 자율주행과 같은 고용량 데이터 활용할 어플리케이션들은 초고주파수 대역(28GHz)을 필요로 한다. 고대역 주파수는 직진성이 강해 중간대역보다 통신장비를 더욱 촘촘하게 구성해야한다.

2020년에는 글로벌 주요 국가들의 상용화가 예정되어 이에 따른 수혜도 기대된다. 우리나라 면적은 세계 107위, 인구는 28위 규모인데 5G 전국망 구축을 위해 3년이 소요될 예정이다. 면적이 더 넓고 많은 인구를 가진 국가가 인프라 구축을 위해 더 많은 시간과 자금을 쓸 것은 분명하다. 미국 버라이즌이 세계 두 번째로 5G 상용화에 나섰으나 4G 스마트폰에 5G 모뎀을 장착한 형태로 반쪽짜리 상용화에 불과했다. 본격적인 상용화는 올해 중순 이후에 이뤄질 예정이다.

중국은 국가 차원에서 상용화에 박차를 가하고 있다. 2020년 상용화를 목표로 했으나 미-중 갈등 심화로 올해 10월로 시기를 앞당겼다. 일각에서는 미국의 화웨이 제재로 중국 정부가 화웨이에 숨통을 트여주려는 의도가 있다고 해석한다. 이처럼 세계 곳곳에서 5G 상용화에 속도를 내는 가운데 수출 경쟁력을 가진 국내 통신장비 업체의 전망이 밝다.

국내 통신 3사 CAPEX 추이 및 전망



자료: 신한금융투자 추정

주요 국가별 5G 통신 상용화 시기

지역	국가	상용화 시기	내용
아시아	한국	2019년 4월	이통 3사 세계 첫 상용화, 2022년 전국망 구축 목표
	일본	2020년	올해 시범 운용, 도쿄올림픽에 맞춰 상용화
	중국	2019년 10월	2022년까지 1.5조 위안 규모 투자 전망
유럽	영국	2019년	유럽 내 첫번째 상용화 국가
	독일	2020년	2022년까지 보급률 98% 목표
아메리카	미국	2019년 4월	버라이즌 4월, AT&T 5월 상용화

자료: 언론 자료, KOTRA, 신한금융투자

미국의 강력한 화웨이 제재는 기술패권에 있어 중국을 견제하기 위한 수단으로 해석

좁아진 화웨이 입지는 국내 통신장비 업체의 점유율 확대로 이어질 것

美·中 무역 분쟁 최대 수혜: 주요 고객사 점유율 확대로 낙수 효과 전망

미국이 화웨이에 대한 제재 수위를 높이면서 국내 통신장비 업체의 반사이익이 가능하다. 5월 미-중 무역협상 결렬 이후 미국은 1) 중국산 통신장비에 대한 관세 부과와 2) 화웨이 제재를 강화했다. 미국의 강경책은 첨단기술 경쟁에 있어 중국을 견제하기 위한 목적이다. 2018년 중국은 191억 달러 규모의 통신장비를 미국에 수출했다. 올해 5월 10일 선적분부터 25%의 관세가 부과된다. 화웨이에 대한 규제는 더욱 강력하다. 미국 상무부의 거래제한 기업 지정으로 미국 IT기업들과의 거래가 중단됐다. 기존 화웨이 제품 운용을 위한 90일간의 제재 유예조치가 내려졌지만 동맹국의 화웨이 보이콧은 계속되고 있다.

미국을 중심으로 한 서방 국가들의 중국산 통신제품 보이콧으로 타업체(Ericsson, Nokia, Samsung)들이 반사이익을 누릴 가능성이 높아졌다. 실제로 중국산 통신장비에 대한 제재가 본격화 되면서 ZTE의 글로벌 시장 점유율은 17년 13%에서 18년 상반기 4%까지 줄어들었다. 5G 투자가 본격화되면 Huawei도 점유율 하락을 피할 수 없을 전망이다. 2019년 Huawei 시장 점유율은 18년 31%에서 20%대로 하락이 예상된다.

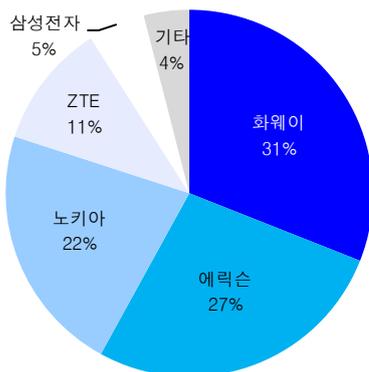
5G 투자는 초기에 한국을 시작으로 북미 지역을 중심으로 이뤄진다. 국내는 LG유플러스를 제외하면 SKT, KT가 LTE때에 이어 Huawei를 배제했다. 미국 주요 통신사 AT&T, Verizon, Sprint도 이미 5G 통신장비 공급업체로 에릭슨, 노키아, 삼성전자를 선정했다. 삼성전자는 20년 글로벌 시장 점유율을 20%까지 확대할 계획이다. 글로벌 5G 투자가 본격화 되는 시점에서 화웨이의 좁아진 입지는 국내 통신장비 기업들에게 성장 동력으로 작용할 수 있다.

미국의 중국과 화웨이에 대한 기술 제재 사례

시기	화웨이 보이콧 내용
2018년 1월	AT&T, 버라이즌의 화웨이 '메이트 10' 출시 무산
2018년 4월	미 연방통신위원회, 중국 통신장비 사용 업체 보조금 중단 결정
2018년 8월	미 연방정부, 화웨이, ZTE 장비 전면 사용 금지 호주 정부, 화웨이 5G 통신장비 공급 제한
2018년 10월	영국 정부, 화웨이 포함 통신장비 시장조사 착수
2018년 11월	미 정부, 독일·이탈리아·일본에 화웨이 설비 사용 중지 요청
2018년 12월	미, 캐나다, 몽완저우 화웨이 CFO 이란 제재 위반 혐의로 체포
2019년 1월	미 검찰, 화웨이 기술탈취 혐의로 기소 방침 독일, 5G 네트워크 인프라에 화웨이 배제 검토
2019년 5월	미 상무부, 화웨이 거래제한 기업 지정 구글, 인텔, 퀄컴, ARM, 파나소닉 등 화웨이와 거래 중단 미 상무부, 화웨이 제재 90일간 유예 (기존 제품만 가능) 일본, 대만, 영국 이동통신사 화웨이 스마트폰 신제품 판매 중단 미 정부, 한국 정부에 '화웨이 보이콧' 동참 요구

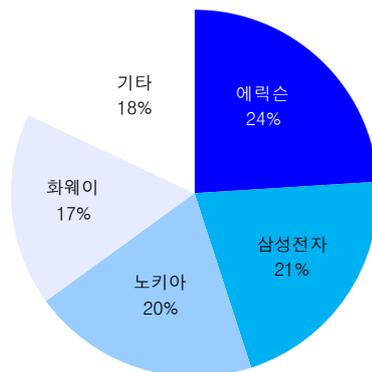
자료: 언론 자료, 신한금융투자 정리

2018년 글로벌 통신장비 시장 점유율



자료: IHS Markit, 신한금융투자

2018년 글로벌 통신장비 수출물량 점유율



자료: IHS Markit, 신한금융투자

5G 관련주, 현재 주가 분석 및 투자 전략

- 5G 관련주 주가 급등에도 긍정적 시각 유지
- 5G CAPEX 사이클 초입: 상반기보다 하반기, 19년보다 20년이 더 기대된다
- 무선, 유선 투자 타임리인에 따른 Basket 매수 전략 유효

5G 관련주 주가 급등에도 긍정적 시각 유지

5G 관련주 1Q19 어닝서프라이즈 확인, 18년 대비 200~400% 주가 상승

2019년 4월, 5G 서비스의 상용화와 함께 삼성전자와 LG전자의 5G 스마트폰도 출시됐다. 하지만 국내 5G 서비스 사용하는 소비자들의 불만(신호 단절과 통화권 이탈)이 지속되고 있다. 이에 대한 해결책으로 통신사들의 기지국, 중계기 투자 확대가 요구된다. 기지국 투자 이후 데이터 트래픽이 늘어나면 유선망 고도화에 대한 투자도 단계적으로 이어질 전망이다. 유선망에서는 기기급에서 10기가 인터넷 서비스로 전환이 이루어지고 있다. 정부는 22년까지 10기가 인터넷 커버리지를 전국 85개시 기준 50%까지 확대한다는 계획을 발표했다.

지난 5월 1Q19 서프라이즈가 확인되며 통신장비 기업들의 주가는 급등했다. 다수는 연초 대비 200~400% 상승했다. 5G는 향후 IT 판도를 바꿀 대세임이 분명하다. 이미 가파른 상승폭에도 5G 관련주에 대한 긍정적 시각을 유지한다.

5G CAPEX 사이클 초입: 상반기보다 하반기, 19년보다 20년이 더 기대된다

통신 3사 Capex 합산액 22년까지 연 8.2조원 이상 추산 글로벌 5G 투자 19년 하반기부터 본격화 예상

국내 통신 3사의 5G 망 구축을 위한 CAPEX(설비투자) 증가 방향성은 명확하다. 통신 3사의 CAPEX 합산액은 과거 4년 간(15~18년) 약 6조원에서 19년에는 30% 증가한 8조원으로 추산된다. 8조원 수준의 투자 규모는 정부와 통신사들의 5G 전국망 구축 완료 시점인 2022년까지 지속될 전망이다. 연간 투자 규모는 상향될 가능성이 매우 높다.

5G 투자는 초기 국면이고 여전히 5G 인프라 구축이 미흡한 점(현재 3.5GHz 사용 → 향후 3.5GHz & 28GHz 듀얼 밴드 활용)을 감안하면 투자규모가 늘어날 수 밖에 없다. 국내 통신 3사의 투자규모가 2019년을 기점으로 폭발적인 증가가 예상된다.

올해 하반기부터 미국, 중국, 일본, 유럽의 본격적인 5G 투자가 예상된다. 反화웨이 이슈로 국내 통신장비 업체 고객사(삼성전자, 에릭슨, 노키아)들의 글로벌 시장 점유율 확대가 기대된다. 이전에는 경험해보지 못한 해외 통신사들의 투자 수혜를 국내 통신장비 업체들이 누릴 수 있다. 과거 3G, 4G 투자 사이클과는 다른 관점으로 국내 통신장비 업체들을 바라봐야 한다.

국내외 통신사 CAPEX 추이 및 전망

(십억달러)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
SK텔레콤	1.7	1.9	2.7	3.0	2.6	2.9	2.2	2.1	2.4	2.5	2.9	2.7	2.7
KT	2.2	2.3	2.9	3.3	2.8	2.7	2.8	2.4	2.2	2.1	2.7	2.8	2.7
LG유플러스	0.4	1.0	1.2	1.7	1.6	2.0	1.2	1.1	1.0	1.1	1.7	1.7	1.6
Chinamobile	17.1	16.9	19.3	19.8	22.8	28.5	27.6	28.5	28.7	29.2	23.3	27.9	29.4
AT&T	16.6	19.5	20.1	19.5	20.9	21.2	20.0	22.4	21.6	21.3	22.3	22.8	22.1
Verizon	16.9	16.5	16.2	16.2	16.6	17.2	17.8	17.1	17.2	16.7	17.5	17.9	18.0
China Telecom	5.9	6.2	7.5	8.0	11.6	13.1	16.2	14.6	13.0	12.7	11.7	14.4	15.1
Deutsche Telekom	10.6	9.1	9.1	7.2	8.7	9.5	9.1	8.9	10.3	10.8	14.5	14.7	14.4
Softbank Group	2.4	2.4	2.4	5.8	7.1	13.7	12.8	11.3	8.5	9.6	13.1	14.3	14.3
China Unicom	11.4	11.2	12.0	13.8	11.8	11.3	14.1	15.4	9.7	8.6	8.4	11.4	12.4
Vodafone	8.9	7.7	6.8	7.6	6.3	7.0	10.6	9.1	6.9	5.8	8.3	8.1	8.2
T-Mobile US	0.9	0.8	1.0	0.8	4.0	4.3	4.7	4.7	5.2	5.5	6.1	6.3	7.1
KDDI	4.7	4.2	4.0	4.0	3.9	4.4	4.4	2.9	3.1	3.3	5.0	5.4	5.4

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

19년 상반기 기지국장비, 부품
하반기 프론트홀, 중계기
20년 상반기 유선 장비 부품
업체에 주목

무선, 유선 투자 타임라인에 따른 Basket 매수 전략 유효

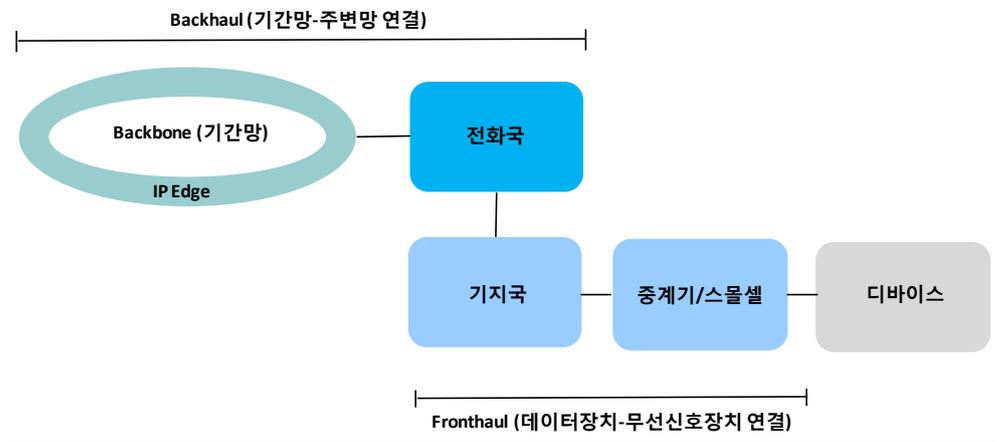
5G 관련주 투자 전략은 장비 투자 타임라인에 따른 Basket 매수 전략이 유효하다. 5G 투자 초기에는 무선망 중심의 투자가 선제적으로 이루어진다. 1) 기지국을 설치하고, 2) 프론트홀 전송 장비, 음영 지역 커버리지를 위해 중계기와 스몰셀이 설치된다. 3) 이후에 무선쪽 트래픽이 많아지면 유선 장비에 대한 고도화 투자가 이어진다.

투자 타임라인에 따라 무선 장비 내 기지국 장비, 부품 업체 → 프론트홀, 중계기, 스몰셀 업체 → 유선 장비 업체로 투자 비중을 확대해야 한다. 19년 상반기는 기지국 장비, 부품업체(케이엠더블유, 에이스테크, 오이솔루션, 서진시스템, RFHIC), 하반기는 프론트홀, 중계기, 스몰셀 업체(에치에프알, 쏘리드, 삼지전자), 20년 상반기부터는 유선 장비, 부품 업체(유비쿼스, 다산네트웍스, 머큐리)까지 매수 전략을 제시한다.

5G 주요 업체 List		
	주요 제품 및 사업	주요 기업
무선통신장비	안테나, RRH, RF부품 광트랜시버 프론트홀 장비 중계기 기지국 장비 케이스 GaN트랜지스터	케이엠더블유, 에이스테크 오이솔루션 에치에프알, 쏘리드 에치에프알, 쏘리드 서진시스템 RFHIC
유선네트워크장비	FTTX, 스위치 장비 광트랜시버	유비쿼스, 다산네트웍스, 에치에프알, 머큐리 오이솔루션
시험인증	인증	에이치시티

자료: 신한금융투자

5G 이동통신 네트워크 구조



자료: 신한금융투자

오이솔루션 (138080)

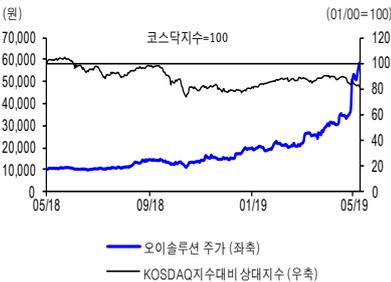
매수 (신규)

현재주가 (5월 29일) **58,000 원**
 목표주가 **85,000 원 (신규)**
 상승여력 **46.6%**

윤창민 손승우
 (02) 3772-1579 (02) 3772-1565
 changmin.yoon86@shinhan.com swson85@shinhan.com

KOSPI	2,023.32p
KOSDAQ	691.47p
시가총액	448.9 십억원
액면가	500 원
발행주식수	7.7 백만주
유동주식수	5.3 백만주(68.4%)
52 주 최고가/최저가	63,100 원/9,640 원
일평균 거래량 (60 일)	491,352 주
일평균 거래액 (60 일)	19,159 백만원
외국인 지분율	5.36%
주요주주	박찬 외 5 인 29.49%
절대수익률	3개월 182.2%
	6개월 276.6%
	12개월 460.4%
KOSDAQ 대비	3개월 207.0%
상대수익률	6개월 272.0%
	12개월 607.5%

주가차트



5G 바스켓 필수 Stock

통신용 광트랜시버 제조업체

2014년 상장한 통신용 모듈 제조업체다. 광트랜시버 단일 제품을 생산한다. 광트랜시버는 전기 신호를 광신호로 바꿔 송신하고, 반대로 송신된 광신호를 수신해 다시 전기 신호로 바꿔주는 통신 부품 모듈이다. 주요 고객사는 삼성전자, 노키아, CISCO, ARRIS다. 광주에 제조공장, 미국, 일본에 판매 법인을 보유하고 있다. 19년 5G 向 트랜시버 매출 비중은 73%다.

5G 투자 Cycle 초입: 상반기보다 하반기, 19년보다 20년이 더 기대된다

2분기 매출액 전망 공시는 540억원이다. 5G 向 매출액은 404억원(+27.9% QoQ)이 예상된다. 제품 믹스 개선, 매출액 확대에 따른 영업레버리지 효과로 OPM은 24.8%(+2.4%p QoQ)가 전망된다. 국내는 5G망이 상용화 됐지만 통신 품질 이슈가 제기되면서 통신 3사의 Capex 규모, 속도는 더 빨라질 전망이다. 하반기는 북미, 중국, 일본을 시작으로 글로벌 5G 투자도 본격화 된다.

3,4분기도 QoQ로 지속적인 매출 성장이 가능하다. 하반기는 기존 주요 고객사(KT, LG유플러스)와 SK텔레콤 向 비중 확대 가능성도 긍정적이다. SKT 向 광트랜시버를 대부분 납품하던 경쟁사가 경영 악화로 제품 공급 이슈가 발생하고 있다. SKT와도 벤더 등록 후 고객 관계를 이어왔기 때문에 향후에 추가적인 실적 추정치 상향도 가능하다.

원재료(LD Chip) 내재화로 향후 수익성 개선이 가능한 점도 기대할 만 하다. 17년 7월 유상증자를 통해 145억원을 조달했다. 5G 투자가 본격화 되면 발생 가능한 Chip 공급 부족 상황에 선제적으로 대응하기 위한 자금 조달이었다. 18년 11월에 25G급 LD Chip 개발이 완료됐다. 19년부터 25G/100G 자사 트랜시버에 LD Chip 일부 내재화가 진행될 예정이다.

투자이견 '매수', 목표주가 85,000원으로 신규 커버리지 개시

투자이견 '매수', 목표주가 85,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 19F EPS 6,010원에 Target P/E 14.3배(KMW, 에이스테크, RFHIC, 서진시스템 평균 P/E)를 적용했다. 19년 매출액 2,133억원(+162% YoY), 영업이익 507억원(+30,383% YoY)이 전망된다. 5G 向 매출액은 1,562억원(+3,618% YoY)이 예상된다. 하반기에서 20년 북미, 일본 5G 투자가 본격화 되면 추정치 상향, 밸류 리레이팅이 동시에 기대된다. 오이솔루션은 통신부품 매출 비중 100%다. 관련주 중 5G 투자 수혜가 가장 크다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2017	76.6	(1.9)	(3.8)	(1.8)	(251)	적전	8,650	(46.2)	32.8	1.3	(2.9)	(3.3)
2018	81.5	0.2	2.0	2.6	334	흑전	8,792	50.9	27.7	1.9	3.8	11.9
2019F	213.3	50.7	50.6	46.5	6,010	1,700.2	14,682	9.7	7.8	4.0	51.2	(10.3)
2020F	286.3	67.3	67.5	52.7	6,808	13.3	21,359	8.5	5.6	2.7	37.8	(29.5)
2021F	304.7	71.6	71.9	71.1	9,181	34.9	30,411	6.3	4.4	1.9	35.5	(49.8)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

오이솔루션의 P/E Valuation

		비고
EPS (원)	6,010	2019년 예상 EPS
Target P/E (배)	14.3	Peer그룹 19년 평균 P/E
목표주가 (원)	85,000	
현재가 (원)	58,000	
상승여력 (%)	46.6	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

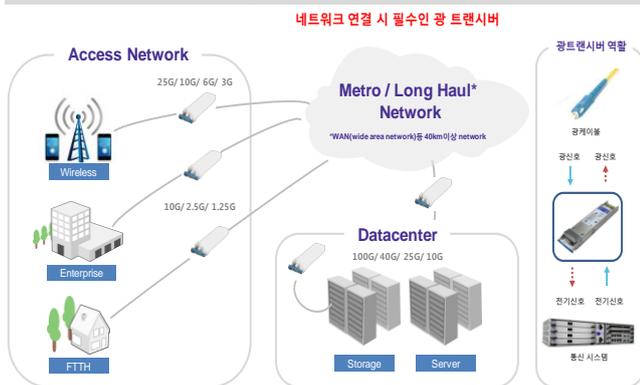
주: Peer 그룹은 KMW, 에이스테크, RFHIC, 서진시스템 4개 업체

오이솔루션의 분기별 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	23.3	19.6	16.7	16.9	17.3	18.7	20.2	25.4	43.4	55.1	56.9	57.9	79.7	76.6	81.5	213.3	286.3
Wireless	12.8	10.3	8.4	7.7	9.0	10.9	8.1	8.0	6.0	10.6	11.3	10.9	49.1	40.2	36.0	38.8	37.7
Telecom/Datacom	4.5	4.1	3.3	2.7	5.4	5.0	5.8	4.1	1.4	1.6	2.1	2.1	11.3	15.0	20.3	7.2	6.5
FTTH/MSO	6.0	5.3	5.0	6.5	2.9	2.7	6.4	9.0	4.3	2.6	2.3	2.0	19.3	21.4	20.9	11.1	9.5
5G 向 트랜시버								4.2	31.6	40.4	41.2	42.9			4.2	156.2	232.7
영업이익	1.2	0.2	(1.6)	(1.7)	(2.3)	(0.2)	0.1	2.6	9.7	13.6	14.1	13.2	4.7	(1.9)	0.2	50.7	67.3
지배주주순이익	0.1	1.1	(1.6)	(1.4)	(2.0)	1.6	1.1	3.2	9.6	13.7	12.0	11.3	6.1	(1.8)	2.6	46.5	52.7
영업이익률(%)	5.0	1.2	(9.7)	(10.1)	(13.4)	(1.0)	0.5	10.1	22.4	24.8	24.8	22.8	5.9	(2.5)	0.2	23.8	23.5
순이익률(%)	0.4	5.7	(9.4)	(8.4)	(11.6)	8.8	5.3	12.4	22.0	24.8	21.1	19.5	7.7	(2.3)	3.2	21.8	18.4
성장률 (% YoY)																	
매출액	42.5	26.5	(11.9)	(41.3)	(26.0)	(5.0)	20.8	50.2	151.6	195.6	181.8	127.9	34.2	(3.9)	6.4	161.8	34.2
영업이익	흑전	(65.8)	적지	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	15,340.6	412.0	833.0	적전	흑전	30,382.6	32.7
순이익	(34.1)	(19.8)	적지	적전	적전	47.5	흑전	흑전	흑전	733.8	1,024.8	256.8	223.2	적전	흑전	1,695.0	13.3

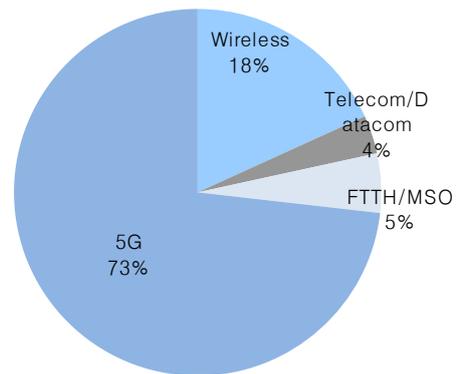
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

오이솔루션의 주요 제품(광트랜시버)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

적용 산업군별 예상 매출 비중(2019F)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	96.1	99.2	163.0	224.7	297.3
유동자산	57.2	57.0	118.4	178.9	254.5
현금및현금성자산	21.9	11.1	29.9	66.3	134.7
매출채권	14.6	19.0	49.7	66.6	70.9
채고자산	18.8	19.7	19.9	20.5	21.8
비유동자산	38.8	42.1	44.5	45.8	42.8
유형자산	29.6	30.5	28.4	26.5	22.8
무형자산	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5
투자자산	3.4	4.9	9.5	12.8	13.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	29.1	31.1	49.3	59.4	61.9
유동부채	24.8	25.4	35.0	40.4	41.7
단기차입금	20.0	19.4	19.4	19.4	19.4
매입채무	0.9	1.7	4.6	6.1	6.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.3	5.7	14.3	19.0	20.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	66.9	68.0	113.6	165.3	235.4
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	27.2	27.2	27.2	27.2	27.2
기타자본	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
기타포괄이익누계액	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	33.9	34.9	80.5	132.1	202.2
지배주주지분	66.9	68.0	113.6	165.3	235.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	20.5	20.0	20.3	20.4	20.4
*순차입금(순현금)	(2.2)	8.1	(11.7)	(48.7)	(117.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	4.1	1.1	28.3	43.9	70.1
당기순이익	(1.8)	2.6	46.5	52.7	71.1
유형자산상각비	4.5	4.7	5.2	4.7	3.7
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외화환산손실(이익)	0.3	(0.1)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(0.3)	(7.7)	(23.5)	(13.6)	(4.7)
(법인세납부)	(0.2)	(0.2)	(4.1)	(14.9)	(0.8)
기타	1.6	1.9	4.1	14.9	0.7
투자활동으로인한현금흐름	(4.3)	(11.1)	(9.0)	(6.8)	(1.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(4.2)	(5.4)	(3.1)	(2.8)	0.0
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	(6.1)	(4.6)	(3.3)	(0.8)
기타	0.0	0.5	(1.3)	(0.7)	(0.2)
FCF	4.0	(9.5)	16.9	36.4	68.8
재무활동으로인한현금흐름	13.7	(1.0)	(0.7)	(0.8)	(1.0)
차입금의증가(감소)	0.0	(0.4)	0.3	0.1	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(0.6)	(0.6)	(0.9)	(0.9)	(1.0)
기타	14.3	0.0	(0.1)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.8)	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	12.7	(10.9)	18.8	36.5	68.3
기초현금	9.3	21.9	11.1	29.9	66.3
기말현금	21.9	11.1	29.9	66.3	134.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	76.6	81.5	213.3	286.3	304.7
증가율 (%)	(3.9)	6.4	161.8	34.2	6.4
매출원가	54.0	54.1	131.8	183.2	195.0
매출총이익	22.6	27.4	81.5	103.1	109.7
매출총이익률 (%)	29.5	33.6	38.2	36.0	36.0
판매관리비	24.5	27.2	30.8	35.8	38.1
영업이익	(1.9)	0.2	50.7	67.3	71.6
증가율 (%)	적전	흑전	21,583.9	32.7	6.4
영업이익률 (%)	(2.5)	0.3	23.8	23.5	23.5
영업외손익	(1.9)	1.7	(0.1)	0.3	0.3
금융손익	(1.0)	0.0	(0.3)	(0.4)	(0.2)
기타영업외손익	(1.0)	1.5	0.2	0.7	0.5
종속 및 관계기업관련손익	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(3.8)	2.0	50.6	67.5	71.9
법인세비용	(2.0)	(0.6)	4.1	14.9	0.8
계속사업이익	(1.8)	2.6	46.5	52.7	71.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1.8)	2.6	46.5	52.7	71.1
증가율 (%)	적전	흑전	1,700.2	13.3	34.9
순이익률 (%)	(2.3)	3.2	21.8	18.4	23.3
(지배주주)당기순이익	(1.8)	2.6	46.5	52.7	71.1
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(2.0)	1.8	46.5	52.7	71.1
(지배주주)총포괄이익	(2.0)	1.8	46.5	52.7	71.1
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	2.7	5.0	56.0	72.1	75.4
증가율 (%)	(68.4)	88.5	1,012.3	28.7	4.6
EBITDA 이익률 (%)	3.5	6.2	26.3	25.2	24.7

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	(251)	334	6,010	6,808	9,181
EPS (지배순이익, 원)	(251)	334	6,010	6,808	9,181
BPS (자본총계, 원)	8,650	8,792	14,682	21,359	30,411
BPS (지배지분, 원)	8,650	8,792	14,682	21,359	30,411
DPS (원)	100	120	120	130	130
PER (당기순이익, 배)	(46.2)	50.9	9.7	8.5	6.3
PER (지배순이익, 배)	(46.2)	50.9	9.7	8.5	6.3
PBR (자본총계, 배)	1.3	1.9	4.0	2.7	1.9
PBR (지배지분, 배)	1.3	1.9	4.0	2.7	1.9
EV/EBITDA (배)	32.8	27.7	7.8	5.6	4.4
배당성향 (%)	(35.1)	35.9	2.0	1.9	1.4
배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.2	0.2	0.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	3.5	6.2	26.3	25.2	24.7
영업이익률 (%)	(2.5)	0.3	23.8	23.5	23.5
순이익률 (%)	(2.3)	3.2	21.8	18.4	23.3
ROA (%)	(1.9)	2.6	35.5	27.2	27.2
ROE (지배순이익, %)	(2.9)	3.8	51.2	37.8	35.5
ROIC (%)	(4.9)	(0.9)	54.7	48.5	60.3
안정성					
부채비율 (%)	43.5	45.7	43.4	35.9	26.3
순차입금비율 (%)	(3.3)	11.9	(10.3)	(29.5)	(49.8)
현금비율 (%)	88.4	43.6	85.3	164.3	322.8
이자보상배율 (배)	(4.0)	0.5	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.4	2.3	3.9	3.6	3.3
재고자산회수기간 (일)	87.0	86.4	33.9	25.8	25.4
매출채권회수기간 (일)	89.6	75.2	58.7	74.1	82.4

케이엠더블유 (032500)

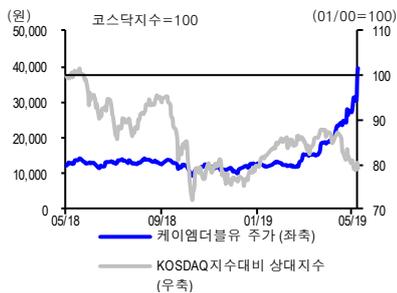
매수 (신규)

현재주가 (5월 29일) **39,600** 원
 목표주가 **53,000** 원 (신규)
 상승여력 **33.8%**

손승우 윤창민
 (02) 3772-1565 (02) 3772-1579
 swson85@shinhan.com changmin.yoon86@shinhan.com

KOSPI	2,023.32p
KOSDAQ	691.47p
시가총액	744.9 십억원
액면가	500 원
발행주식수	38.2 백만주
유동주식수	23.6 백만주(61.8%)
52 주 최고가/최저가	39,600 원/9,125 원
일평균 거래량 (60 일)	475,161 주
일평균 거래액 (60 일)	15,201 백만원
외국인 지분율	8.18%
주요주주	김덕용 외 2 인 36.74%
	미래에셋자산운용 외 2 인 8.28%
절대수익률	3 개월 226.6%
	6 개월 237.7%
	12 개월 230.5%
KOSDAQ 대비	3 개월 255.3%
상대수익률	6 개월 233.6%
	12 개월 317.2%

주가차트



5G 사이클 최대 수혜

무선통신 장비/부품 제조 업체

RF(무선주파수)장비 사업을 영위하고 있다. 주요 제품은 RRH(Massive MIMO 등), 안테나, 필터다. 17년 물적분할을 통하여 기가테라를 설립했다. LED 조명을 생산 및 판매한다. 19년 매출 비중은 RRH 39%, 안테나 30%, 필터 26%, LED 5% 수준으로 추정된다. 고객사는 노키아, 삼성전자 등이다. 통신 관련 매출 비중이 95% 수준으로 5G 통신 투자에 최대 수혜가 예상된다.

1) 5G 통신 장비 매출 성장, 2) 고단가 장비 판매로 수익성 개선 전망

5G 통신 장비 투자 본격화로 지난 1분기 매출액은 전년 대비 120% 성장, 그 중 RRH는 1,970% 성장했다. 고객사 노키아와 공동 개발한 5G Massive MIMO(대용량 다중입출력장비, 필터, 안테나가 장비 내부에 통합된 5G 전용 통신 장비)의 매출이 본격화 됐다. 주요 고객사별 매출 비중은 삼성전자 38%(-3%p QoQ), 노키아 38%(+18%p QoQ) 수준이다. RRH 內 5G용 매출 비중은 90% 수준으로 추정된다. 노키아의 국내 5G 통신장비 점유율은 19년 4% 수준(1Q19)으로 추정된다. 18년 점유율 30%(4G) 감안시 향후 5G SA(자립형 5G) 방식으로 확대될 경우 매출의 지속 성장이 예상된다.

1Q19 RRH 개당 평균 단가 864만원(4G, 5G 제품 Mix 기준)을 기록했다. 4G 용 통신 장비 단가(1개당) 18년 기준 242만원을 감안하면 5G 장비 단가는 약 7배 높은 단가가 추정된다. RF(RRH, 안테나, 필터) 영업이익률은 24.6%로 전년 동기 대비 약 21.2%p 상승했다.

19년 매출액과 영업이익은 각각 5,359억원(+81% YoY), 1,102억원(흑자전환)이 전망된다. 고수익성 5G 통신장비의 매출 고성장이 핵심이다. 영업이익률은 20.6%(흑전)으로 높은 수익성 개선이 기대된다.

투자의견 '매수', 목표주가 53,000원 신규 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 53,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 12개월 Forward EPS 2,987원에 Target P/E 18배를 적용했다. Target P/E는 국내 5G 통신 장비 관련주들의 12개월 Forward P/E 평균 14배 30% 프리미엄을 부여했다. 투자포인트는 1) 국내 5G 기지국 설치수가 1Q19 43,806대로 지난해 계획(19년 연간 28,034개) 대비 투자 속도가 빠른점과, 2) 높은 장비 단가로 과거 4G 투자 시기 대비 높은 실적 개선이 예상된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2017	203.7	(3.0)	(7.6)	(8.7)	(259)	적전	1,529	(49.1)	68.4	8.3	(17.9)	100.0
2018	296.3	(26.2)	(29.8)	(31.3)	(927)	적지	2,292	(11.9)	(27.3)	4.8	(45.5)	43.8
2019F	535.9	110.2	111.8	93.7	2,467	흑전	4,706	15.1	5.3	7.9	70.4	(16.6)
2020F	679.0	154.4	156.0	131.0	3,427	38.9	8,133	10.9	3.2	4.6	53.4	(46.3)
2021F	786.2	183.7	185.2	155.6	4,069	18.7	12,203	9.1	2.1	3.0	40.0	(61.4)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

12M FWD EPS 2,947원, Target P/E 18배 적용

과거 4G 투자 시기(12~13년)
12M FWD 기준 P/E(high) 12배
19년 국내 5G 관련주 평균 P/E 18배 수준

투자의견 '매수', 목표주가 53,000원 신규 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 53,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 12개월 Forward EPS 2,947원에 Target P/E 18배를 적용했다. Target P/E는 국내 5G 통신 장비 업체들의 12개월 Forward P/E 평균 14배에 30% 프리미엄을 부여했다. 투자포인트는 1) 국내 5G 기지국 설치 수가 1분기 43,806대로 지난해 계획(19년 28,034개) 대비 투자 속도가 빠른점과, 2) 높은 장비 단가로 과거 4G 투자 시기 대비 높은 실적 개선이 예상된다.

국내 통신 3사의 5G 통신 장비의 신규 투자가 본격화 됐다. 5G 통신 장비인 RRH, RF, 안테나의 Q와 P 증가로 실적 고성장이 기대된다. 1) 5G 통신 장비인 Massive MIMO의 노키아 向 단독 공급에 따른 매출 확대, 2) 삼성전자 向 필터, 안테나, RRH 매출 고성장, 3) 2분기, 3분기 중국 ZTE 向 5G 통신 장비 공급(267억원 규모)으로 19년 매출액은 전년 대비 약 81% 성장한 5,359억원이 추정된다. 높은 장비 단가(5G 장비는 기존 4G 대비 약 7배 높은 것으로 추정) 판매에 따른 수익성 개선(영업이익률 19.1%, 흑자전환)도 기대된다.

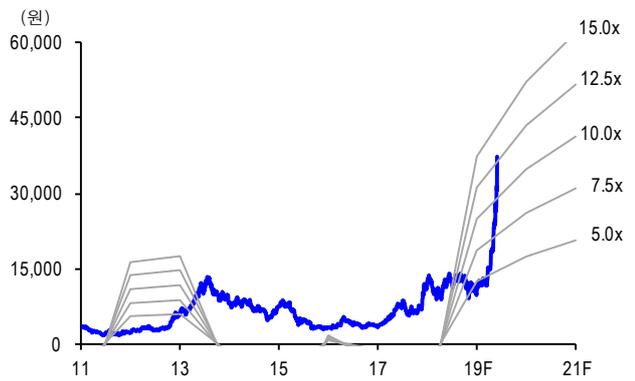
과거 4G 신규 투자 시기인 12년~13년의 12개월 Forward 기준 P/E 최대치는 12배다. 5G의 핵심은 무선 통신의 높은 속도(4G대비 더 넓은 주파수 대역폭, 국내 3.5Ghz 지향)와 짧은 커버리지 때문에 기존 예상보다 더 많은 기지국 수요가 전망된다. 국내 동종 업체(기지국, 중계기 장비 등)들의 평균 19F P/E는 18배 수준이다. 통신 장비 업체들은 역대 경험해보지 못한 밸류 에이션을 부여 받고 있다. 지난 1분기 기준 국내 기지국 부품 장비 업체들은 어닝서프라이즈(시장 기대치 상회)를 기록했다. 5G 투자 속도가 예상보다 빨라지고 있다는 점을 방증하고 있다.

케이엠더블유의 목표주가 산정

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2019년 순이익	93.7	12M FWD 순이익	112.4	2020년 순이익	131.0
EPS(원)	2,467	12M FWD EPS(원)	2,947	EPS(원)	3,427
목표주가(원)	53,000	목표주가(원)	53,000	목표주가(원)	53,000
PER(x)	21.5	Target PER(x)	18.0	PER(x)	15.5
현재주가(원)	39,600	현재주가(원)	39,600	현재주가(원)	39,600
현재가PER(x)	16.1	현재가PER(x)	13.4	현재가PER(x)	11.6

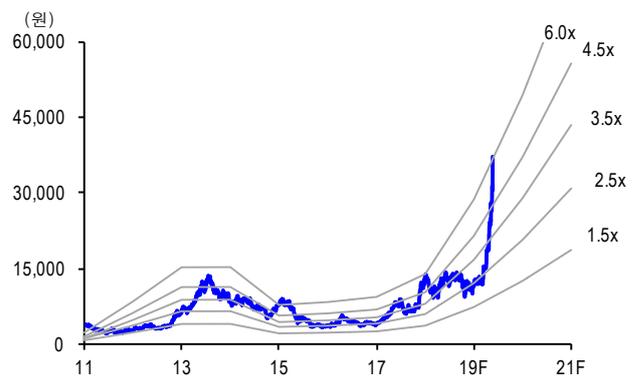
자료: 신한금융투자 추정 / 주: Target P/E는 국내 5G 통신 장비 업체 12M FWD평균 P/E 14배 x 30% 프리미엄 적용

케이엠더블유의 12개월 Forward P/E 추이 및 전망



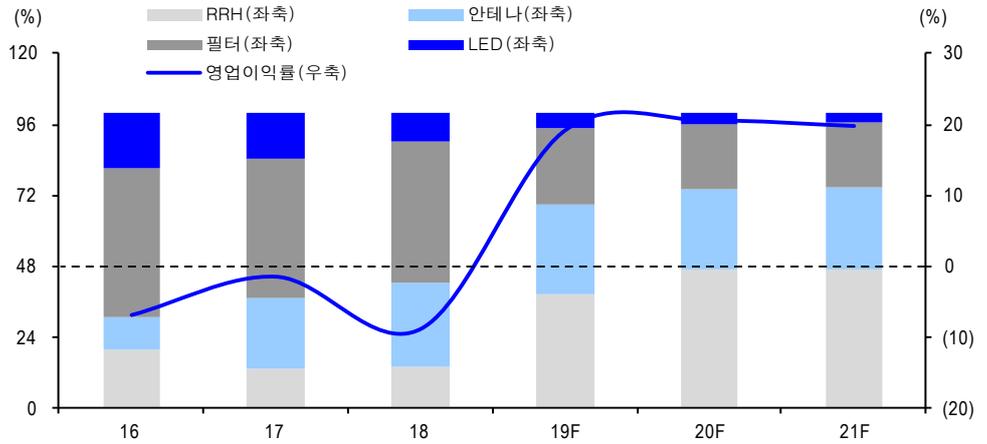
자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

케이엠더블유의 12개월 Forward P/B 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

케이엠더블유의 매출 비중, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

케이엠더블유의 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	68.3	55.0	43.8	36.6	70.4	85.0	86.7	54.2	118.2	138.8	149.1	129.7	203.7	296.3	535.9	679.0
RRH	10.0	9.1	7.7	(0.1)	2.0	7.0	26.0	5.6	41.5	53.2	61.3	50.1	26.7	40.7	206.0	336.0
안테나	14.8	18.2	9.5	6.6	22.6	29.7	18.0	14.7	37.9	43.6	45.4	36.8	49.2	85.1	163.7	175.0
필터	36.3	22.9	18.5	18.6	38.5	40.6	38.1	23.8	33.1	35.1	35.5	35.8	96.3	140.9	139.6	144.0
LED	7.3	4.7	8.1	11.5	7.3	7.6	4.6	10.1	5.8	6.9	6.9	6.9	31.6	29.6	26.6	23.9
매출 비중																
RRH	14.6	16.6	17.6	(0.4)	2.8	8.3	30.0	10.4	35.1	38.3	41.1	38.6	13.1	13.7	38.4	49.5
안테나	21.7	33.1	21.6	18.1	32.1	35.0	20.8	27.2	32.0	31.4	30.5	28.4	24.1	28.7	30.5	25.8
필터	53.1	41.7	42.2	50.9	54.7	47.8	43.9	43.9	28.0	25.3	23.8	27.6	47.3	47.6	26.0	21.2
LED	10.6	8.6	18.5	31.4	10.4	8.9	5.3	18.6	4.9	5.0	4.7	5.4	15.5	10.0	5.0	3.5
매출원가	46.9	39.7	27.6	28.4	51.0	69.5	66.8	48.8	75.8	87.5	92.4	81.7	142.6	236.0	337.4	431.6
원가율	68.7	72.1	63.1	77.5	72.4	81.7	77.0	90.1	64.1	63.0	62.0	63.0	70.0	79.7	63.0	63.6
매출총이익	21.4	15.3	16.1	8.3	19.4	15.5	19.9	5.4	42.5	51.4	56.7	48.0	61.1	60.2	198.5	247.4
판매비	15.7	15.0	15.5	18.0	16.7	22.9	20.6	26.3	17.7	21.5	24.0	25.2	64.2	86.5	88.3	92.9
판매비율	23.0	27.3	35.3	49.1	23.7	26.9	23.7	48.6	14.9	15.5	16.1	19.4	31.5	29.2	16.5	13.7
영업이익	5.7	0.3	0.7	(9.7)	2.8	(7.4)	(0.7)	(21.0)	24.8	29.8	32.7	22.8	(3.0)	(26.2)	110.2	154.4
순이익	3.6	(1.4)	0.7	(11.6)	0.7	(7.6)	(2.6)	(21.7)	21.4	25.3	27.7	19.4	(8.7)	(31.3)	93.7	131.0
성장률(YoY)																
매출액	13.4	(19.4)	(20.4)	(16.3)	92.1	20.7	2.0	(37.5)	118.2	17.4	7.4	139.3	(3.2)	45.4	80.9	26.7
영업이익	223.4	흑전	흑전	적지	(51.4)	적전	적전	적지	798.0	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	40.2
순이익	(81.2)	적지	(69.9)	적지	(81.4)	적지	적전	적지	3,114	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	39.8
수익성																
매출총이익률	31.3	27.9	36.9	22.5	27.6	18.3	23.0	9.9	35.9	37.0	38.0	37.0	30.0	20.3	37.0	36.4
영업이익률	8.3	0.6	1.5	(26.5)	3.9	(8.7)	(0.8)	(38.7)	21.0	21.5	21.9	17.6	(1.5)	(8.9)	20.6	22.7
순이익률	5.2	(2.6)	1.7	(31.6)	0.9	(9.0)	(3.0)	(40.1)	18.1	18.2	18.6	14.9	(4.3)	(10.6)	17.5	19.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	213.4	273.5	436.6	616.6	808.8
유동자산	123.8	173.1	329.3	503.7	691.6
현금및현금성자산	22.5	53.6	113.2	229.9	374.5
매출채권	42.2	51.6	93.3	118.2	136.9
채고자산	53.3	52.3	94.7	119.9	138.9
비유동자산	89.5	100.4	107.3	112.8	117.2
유형자산	73.7	88.0	92.9	96.9	100.1
무형자산	4.0	3.1	2.2	1.6	1.2
투자자산	5.8	5.1	8.0	10.2	11.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	162.1	187.3	256.7	305.6	342.2
유동부채	140.8	163.0	213.6	251.3	279.6
단기차입금	51.0	57.2	57.2	57.2	57.2
매입채무	42.7	45.0	81.5	103.2	119.5
유동성장기부채	15.2	12.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	21.3	24.3	43.1	54.3	62.7
사채	5.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	2.0	1.1	1.1	1.1	1.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	51.3	86.2	179.9	311.0	466.6
자본금	8.1	9.4	9.4	9.4	9.4
자본잉여금	58.8	117.1	117.1	117.1	117.1
기타자본	(5.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	0.1	1.2	1.2	1.2	1.2
이익잉여금	(10.1)	(41.4)	52.3	183.4	339.0
지배주주지분	51.3	86.2	179.9	311.0	466.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	74.1	91.9	84.2	87.0	89.1
*순차입금(순현금)	51.3	37.8	(29.9)	(144.0)	(286.7)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	(7.9)	(37.4)	90.1	135.8	163.8
당기순이익	(8.7)	(31.3)	93.7	131.0	155.6
유형자산상각비	8.9	8.5	15.1	16.0	16.8
무형자산상각비	1.1	1.1	0.9	0.6	0.4
외화환산손실(이익)	1.3	(3.4)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(1.3)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.1)	0.7	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(16.6)	(24.1)	(19.5)	(11.9)	(9.0)
(법인세납부)	(2.2)	(0.8)	(18.1)	(25.0)	(29.6)
기타	9.7	11.9	18.0	25.1	29.6
투자활동으로인한현금흐름	(0.5)	(21.9)	(23.3)	(22.4)	(21.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(5.9)	(20.9)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
유형자산의감소	6.6	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(1.0)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(2.9)	(2.1)	(1.6)
기타	(0.2)	(0.6)	(0.4)	(0.3)	(0.2)
FCF	(7.6)	(59.5)	50.2	103.6	134.5
재무활동으로인한현금흐름	7.2	90.1	(7.7)	2.9	2.1
차입금의증가(감소)	(1.3)	25.6	(7.7)	2.9	2.1
자기주식의처분(취득)	7.7	4.3	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.8	60.2	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.3	0.5	0.5
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.4)	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(1.6)	31.1	59.4	116.7	144.6
기초현금	24.2	22.7	53.8	113.2	229.9
기말현금	22.7	53.8	113.2	229.9	374.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	203.7	296.3	535.9	679.0	786.2
증가율 (%)	(3.2)	45.4	80.9	26.7	15.8
매출원가	142.6	236.0	337.4	431.6	504.7
매출총이익	61.1	60.2	198.5	247.4	281.5
매출총이익률 (%)	30.0	20.3	37.0	36.4	35.8
판매관리비	64.2	86.5	88.3	92.9	97.8
영업이익	(3.0)	(26.2)	110.2	154.4	183.7
증가율 (%)	적지	적지	흑전	40.2	18.9
영업이익률 (%)	(1.5)	(8.9)	20.6	22.7	23.4
영업외손익	(4.5)	(3.5)	1.6	1.6	1.6
금융손익	(8.2)	(3.4)	0.3	0.3	0.3
기타영업외손익	3.5	(0.2)	1.2	1.2	1.2
종속 및 관계기업관련손익	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	(7.6)	(29.8)	111.8	156.0	185.2
법인세비용	1.1	1.5	18.1	25.0	29.6
계속사업이익	(8.7)	(31.3)	93.7	131.0	155.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(8.7)	(31.3)	93.7	131.0	155.6
증가율 (%)	적전	적지	흑전	39.8	18.7
순이익률 (%)	(4.3)	(10.6)	17.5	19.3	19.8
(지배주주)당기순이익	(8.7)	(31.3)	93.7	131.0	155.6
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(13.6)	(30.2)	93.7	131.0	155.6
(지배주주)총포괄이익	(13.6)	(30.2)	93.7	131.0	155.6
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	6.9	(16.6)	126.1	171.1	200.9
증가율 (%)	2,599.5	적전	흑전	35.6	17.4
EBITDA 이익률 (%)	3.4	(5.6)	23.5	25.2	25.5

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	(259)	(927)	2,467	3,427	4,069
EPS (지배순이익, 원)	(259)	(927)	2,467	3,427	4,069
BPS (자본총계, 원)	1,529	2,292	4,706	8,133	12,203
BPS (지배지분, 원)	1,529	2,292	4,706	8,133	12,203
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(49.1)	(11.9)	15.1	10.9	9.1
PER (지배순이익, 배)	(49.1)	(11.9)	15.1	10.9	9.1
PBR (자본총계, 배)	8.3	4.8	7.9	4.6	3.0
PBR (지배지분, 배)	8.3	4.8	7.9	4.6	3.0
EV/EBITDA (배)	68.4	(27.3)	5.3	3.2	2.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	3.4	(5.6)	23.5	25.2	25.5
영업이익률 (%)	(1.5)	(8.9)	20.6	22.7	23.4
순이익률 (%)	(4.3)	(10.6)	17.5	19.3	19.8
ROA (%)	(4.1)	(12.9)	26.4	24.9	21.8
ROE (지배순이익, %)	(17.9)	(45.5)	70.4	53.4	40.0
ROIC (%)	(3.0)	(22.1)	60.8	68.5	72.3
안정성					
부채비율 (%)	315.9	217.2	142.6	98.3	73.4
순차입금비율 (%)	100.0	43.8	(16.6)	(46.3)	(61.4)
현금비율 (%)	16.0	32.9	53.0	91.5	134.0
이자보상배율 (배)	(0.5)	(4.1)	17.7	24.8	29.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	9.1	8.1	8.1	7.0	6.8
재고자산회수기간 (일)	84.2	65.1	50.1	57.7	60.1
매출채권회수기간 (일)	71.1	57.7	49.3	56.8	59.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자

에이스테크 (088800)

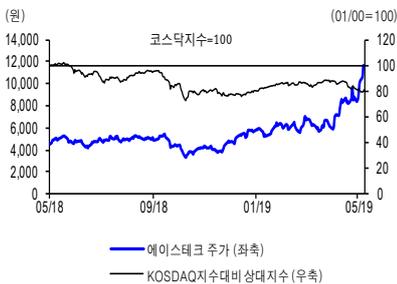
Not Rated

현재주가 (5월 29일) **11,600 원**

윤창민 **손승우**
(02) 3772-1579 **(02) 3772-1565**
 changmin.yoon86@shinhan.com swson85@shinhan.com

KOSPI	2,023.32p
KOSDAQ	691.47p
시가총액	438.3 십억원
액면가	500 원
발행주식수	38.9 백만주
유동주식수	29.1 백만주(74.9%)
52 주 최고가/최저가	11,650 원/3,315 원
일평균 거래량 (60 일)	2,258,210 주
일평균 거래액 (60 일)	17,381 백만원
외국인 지분율	2.16%
주요주주	구관영 외 7 인 24.20%
	토러스투자자문 외 3 인 6.15%
절대수익률	3 개월 86.2%
	6 개월 178.2%
	12 개월 156.6%
KOSDAQ 대비	3 개월 102.5%
상대수익률	6 개월 174.8%
	12 개월 224.0%

주가차트



5G 시대 ACE

기지국 안테나 제조 업체

무선 통신 장비, 부품 제조업체다. 기지국 안테나, RF부품, 중계기를 생산한다. 기지국 안테나는 국내 1위(M/S 50%), 글로벌 5위(M/S 7%)다. 고객사는 세계 각국 이동통신사, 통신장비 업체(삼성전자, 에릭슨)다. 무선통신 기술 기반 방산, 차량용 레이더 안테나 사업도 영위한다. 방산 부문은 LIG넥스원, 차량용 부문은 모비스와 협력 중이다. 19년 예상 매출 비중은 기지국 안테나 58%, RF부품 34%, 기타 8%다.

상반기보다 기대되는 하반기: 5G 매출액 970억원(+385% YoY) 예상

5G 向 매출액 고성장으로 외형 성장, 수익성 개선이 동시에 예상된다. 국내는 5G망이 상용화 됐지만 통신 품질 이슈가 제기되고 있다. 통신 3사 Capex 규모, 속도는 더 빨라질 전망이다. 19년 5G 매출액은 970억원(+385% YoY)이 예상된다. 하반기 북미 지역 투자가 본격화 되면 추정치 상향도 가능하다.

美·中 무역 분쟁 반사 수혜도 긍정적이다. 미국과 서방 국가에서 중국산 통신 장비 보이콧이 장기화 되고 있다. 일부 지역에서는 화웨이 제품에 대한 제한적인 사용을 허용했지만 여전히 反화웨이 기조가 유지되고 있다. 에이스테크는 삼성전자, 에릭슨 Top1 벤더다. 주요 고객사들의 글로벌 시장 점유율 확대로 낙수 효과가 전망된다. 19, 20년 5G 向 매출 추가 상향도 가능하다.

베트남 공장 수율 안정화로 수익성 개선이 전망된다. 15년 베트남 제조 공장을 설립했다. 최신 자동화 장비 도입으로 대량 생산 시스템을 구축해 경쟁력을 확보했다. 17년 하반기부터 국내 본사 안테나, RF 부품 물량 이관을 시작해 18년 상반기 완료 했다. RF필터 부문은 적자 사업부였는데 18년 3분기부터 흑자 전환 했다. 베트남 공장 안정화로 연간 100억원 수준의 비용 절감이 예상된다.

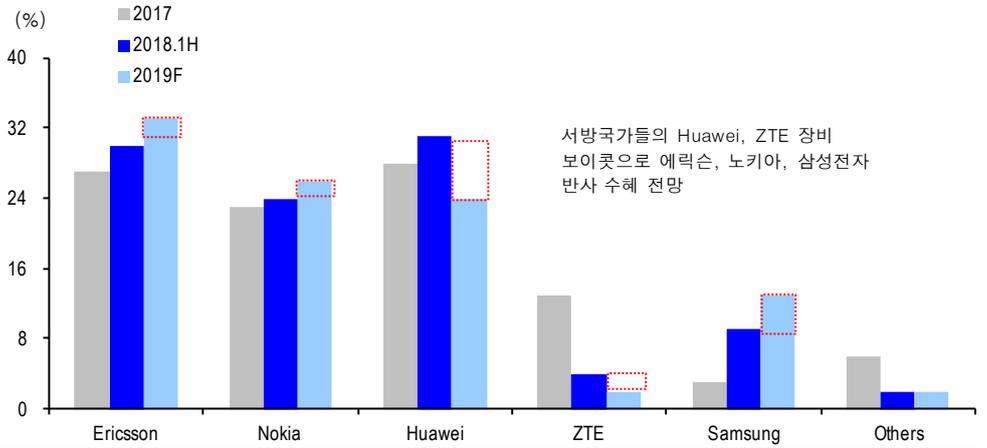
19년 매출액 +24% YoY, 영업이익 +203% YoY 예상

2019년 매출액 4,691억원(+24.3% YoY), 영업이익 399억원(+203% YoY)이 전망된다. 글로벌 5G 투자 속도에 따라 추정치 상향도 가능하다. 5G 글로벌 투자 사이클은 이제 시작됐다. 한국, 북미 지역을 시작으로 일본, 중국, 유럽, 신흥국으로 수년간 이어진다. 주가 리레이팅이 기대된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2017	351.6	(14.5)	(55.5)	(54.7)	(1,926)	적지	2,126	(2.6)	41.8	2.3	(61.2)	289.6
2018	377.3	13.2	1.8	3.1	96	흑전	2,291	53.3	11.1	2.2	4.4	215.1
2019F	469.1	39.9	27.8	25.2	676	606.4	2,661	17.2	10.6	4.4	27.8	128.2
2020F	590.6	52.7	41.5	34.1	878	29.9	3,539	13.2	7.6	3.3	28.3	65.4
2021F	661.5	68.3	62.4	51.8	1,333	51.8	4,872	8.7	5.8	2.4	31.7	22.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자

글로벌 통신시장 점유율 추이 및 전망



자료: HIS Market, 신한금융투자 추정

에이스테크의 분기별 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	109.9	107.3	84.4	50.0	83.9	109.2	87.7	96.4	107.7	117.2	118.1	126.2	322.1	351.6	377.3	469.1	590.6
기지국 안테나	55.5	59.9	45.0	17.8	41.2	30.6	37.9	44.7	50.0	58.0	70.0	78.4	117.6	178.2	154.4	256.3	369.1
RF부품	41.7	38.6	25.0	20.1	31.7	66.3	37.5	43.1	46.2	46.4	35.2	38.8	142.9	125.4	178.6	166.6	174.8
기타	12.7	8.8	14.4	12.0	11.0	12.3	12.3	8.7	11.5	12.8	12.8	9.0	61.5	48.0	44.4	46.2	46.7
영업이익	10.3	1.2	(3.9)	(22.0)	2.1	2.8	4.4	3.8	8.4	10.0	10.5	11.0	(13.8)	(14.5)	13.2	39.9	52.7
지배주주순이익	3.6	1.2	(5.1)	(54.4)	0.5	3.2	0.7	(1.2)	1.8	7.1	8.4	8.7	(32.3)	(54.7)	3.1	25.2	34.1
영업이익률(%)	9.4	1.1	(4.6)	(44.1)	2.6	2.6	5.0	4.0	7.8	8.6	8.9	8.7	(4.3)	(4.1)	3.5	8.5	8.9
순이익률(%)	3.3	1.1	(6.1)	(108.7)	0.6	2.9	0.8	(1.3)	1.7	6.1	7.1	6.9	(10.0)	(15.6)	0.8	5.4	5.8
성장률 (% YoY)																	
매출액	10.9	90.5	61.1	(56.3)	(23.6)	1.8	3.9	92.9	28.3	7.3	34.7	30.8	157.3	9.2	7.3	24.3	25.9
영업이익	487.8	흑전	적지	적전	(79.2)	133.3	흑전	흑전	290.5	260.1	138.6	185.0	적전	적지	흑전	202.5	32.2
순이익	흑전	흑전	적지	적지	(86.4)	161.7	흑전	적지	268.1	126.3	1,146.9	흑전	적전	적지	흑전	2,022.0	34.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	373.5	432.1	476.9	543.2	577.1
유동자산	204.4	258.7	310.5	385.0	425.3
현금및현금성자산	16.1	11.0	42.6	80.2	83.9
매출채권	100.4	141.6	135.9	138.7	155.3
채고자산	65.1	83.6	103.9	130.8	146.5
비유동자산	169.1	173.4	166.4	158.2	151.8
유형자산	111.5	121.5	116.5	107.5	101.2
무형자산	15.5	13.1	11.3	9.3	7.7
투자자산	10.8	10.7	10.6	13.4	15.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	306.4	351.2	369.7	400.7	382.9
유동부채	276.0	293.0	309.9	338.8	319.6
단기차입금	103.4	103.3	100.2	96.1	89.1
매입채무	60.9	117.4	129.1	151.0	169.2
유동성장기부채	51.1	36.7	36.7	36.7	0.0
비유동부채	30.4	58.2	59.8	62.0	63.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	25.5	51.5	51.5	51.5	51.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	67.1	80.9	107.2	142.4	194.3
자본금	14.7	17.1	17.1	17.1	17.1
자본잉여금	100.8	113.8	113.8	113.8	113.8
기타자본	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
기타포괄이익누계액	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
이익잉여금	(51.2)	(51.0)	(25.7)	8.4	60.2
지배주주지분	62.3	78.1	103.4	137.5	189.4
비지배주주지분	4.8	2.8	3.8	4.9	4.9
*총차입금	221.3	193.1	190.0	186.0	142.3
*순차입금(순현금)	194.2	174.1	137.4	93.2	44.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	(32.5)	21.6	44.7	54.2	58.9
당기순이익	(55.6)	1.2	26.3	35.3	51.8
유형자산상각비	11.5	13.7	13.1	16.2	14.8
무형자산상각비	11.2	4.6	1.8	2.0	1.6
외화환산손실(이익)	2.8	(1.4)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.9	1.8	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(35.8)	(8.6)	3.4	0.8	(9.3)
(법인세납부)	(0.1)	(0.0)	(1.6)	(6.2)	(10.6)
기타	33.1	10.3	1.7	6.1	10.6
투자활동으로인한현금흐름	(18.9)	(10.9)	(10.0)	(12.5)	(11.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(15.8)	(18.4)	(8.2)	(7.2)	(8.5)
유형자산의감소	2.8	3.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.8)	(2.8)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	2.6	66.1	0.1	(2.7)	(1.6)
기타	(5.7)	(59.3)	(1.9)	(2.6)	(1.5)
FCF	(25.9)	17.8	46.2	54.4	54.0
재무활동으로인한현금흐름	31.0	(14.4)	(3.1)	(4.1)	(43.7)
차입금의증가(감소)	31.5	(14.5)	(3.1)	(4.1)	(43.7)
자기주식의처분(취득)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(0.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.1	(1.4)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(20.2)	(5.1)	31.6	37.6	3.7
기초현금	36.4	16.1	11.0	42.6	80.3
기말현금	16.1	11.0	42.6	80.3	83.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	351.6	377.3	469.1	590.6	661.5
증가율 (%)	9.2	7.3	24.3	25.9	12.0
매출원가	289.6	288.9	345.7	447.7	499.4
매출총이익	62.1	88.4	123.4	142.9	162.1
매출총이익률 (%)	17.6	23.4	26.3	24.2	24.5
판매관리비	76.5	75.2	83.5	90.2	93.8
영업이익	(14.5)	13.2	39.9	52.7	68.3
증가율 (%)	적지	흑전	202.6	32.2	29.4
영업이익률 (%)	(4.1)	3.5	8.5	8.9	10.3
영업외손익	(41.0)	(11.4)	(12.0)	(11.3)	(5.9)
금융손익	(6.2)	(9.5)	(9.0)	(8.2)	(8.9)
기타영업외손익	(34.0)	(1.1)	(3.1)	(3.0)	3.1
종속 및 관계기업관련손익	(0.9)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(55.5)	1.8	27.8	41.5	62.4
법인세비용	0.1	0.6	1.6	6.2	10.6
계속사업이익	(55.6)	1.2	26.3	35.3	51.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(55.6)	1.2	26.3	35.3	51.8
증가율 (%)	적지	흑전	2,025.5	34.3	46.9
순이익률 (%)	(15.8)	0.3	5.6	6.0	7.8
(지배주주)당기순이익	(54.7)	3.1	25.2	34.1	51.8
(비지배주주)당기순이익	(0.9)	(1.9)	1.0	1.1	0.0
총포괄이익	(58.2)	0.9	26.3	35.3	51.8
(지배주주)총포괄이익	(57.6)	2.9	85.3	114.6	168.4
(비지배주주)총포괄이익	(0.6)	(2.0)	(59.1)	(79.4)	(116.6)
EBITDA	8.2	31.5	54.9	70.9	84.7
증가율 (%)	10.5	283.0	74.3	29.2	19.5
EBITDA 이익률 (%)	2.3	8.3	11.7	12.0	12.8

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	(1,957)	38	704	907	1,333
EPS (지배순이익, 원)	(1,926)	96	676	878	1,333
BPS (자본총계, 원)	2,288	2,372	2,758	3,666	4,999
BPS (지배지분, 원)	2,126	2,291	2,661	3,539	4,872
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(2.5)	133.3	16.5	12.8	8.7
PER (지배순이익, 배)	(2.6)	53.3	17.2	13.2	8.7
PBR (자본총계, 배)	2.2	2.2	4.2	3.2	2.3
PBR (지배지분, 배)	2.3	2.2	4.4	3.3	2.4
EV/EBITDA (배)	41.8	11.1	10.6	7.6	5.8
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	2.3	8.3	11.7	12.0	12.8
영업이익률 (%)	(4.1)	3.5	8.5	8.9	10.3
순이익률 (%)	(15.8)	0.3	5.6	6.0	7.8
ROA (%)	(13.8)	0.3	5.8	6.9	9.2
ROE (지배순이익, %)	(61.2)	4.4	27.8	28.3	31.7
ROIC (%)	(6.0)	3.7	17.2	21.4	27.5
안정성					
부채비율 (%)	456.9	433.9	345.0	281.3	197.1
순차입금비율 (%)	289.6	215.1	128.2	65.4	22.8
현금비율 (%)	5.8	3.8	13.8	23.7	26.3
이자보상배율 (배)	(1.4)	1.2	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.0	4.1	5.4	6.8	7.1
재고자산회수기간 (일)	65.1	71.9	72.9	72.5	76.5
매출채권회수기간 (일)	109.7	117.1	108.0	84.9	81.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자

에치에프알 (230240)

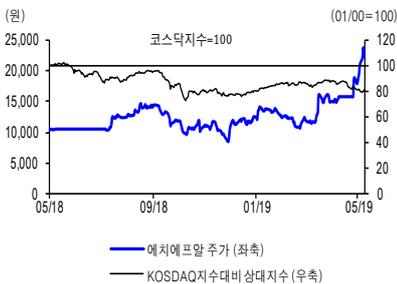
Not Rated

현재주가 (5월 29일) **22,200 원**

윤창민 (02) 3772-1579 changmin.yoon86@shinhan.com
 손승우 (02) 3772-1565 swson85@shinhan.com

KOSPI	2,023.32p
KOSDAQ	691.47p
시가총액	266.0 십억원
액면가	500 원
발행주식수	12.0 백만주
유동주식수	7.9 백만주(65.6%)
52 주 최고가/최저가	23,700 원/8,575 원
일평균 거래량 (60 일)	2,548,581 주
일평균 거래액 (60 일)	10,921 백만원
외국인 지분율	0.28%
주요주주	정종민 외 3 인 37.12%
	스톤브릿지벤처스 외 1 인 8.03%
절대수익률	3개월 76.5%
	6개월 99.1%
	12개월 111.9%
KOSDAQ 대비	3개월 92.0%
상대수익률	6개월 96.7%
	12개월 167.6%

주가차트



유선/무선, 국내/해외 동시 수혜

무선, 유선 네트워크 장비 보유 업체

2000년 SK텔레콤에서 분사해 설립된 통신장비 업체다. 18년 5월 스펙합병을 통해 성장했다. 주요 제품은 Fronthaul 장비(무선용), OLT/ONU 장비(유선용), WiFi-AP(유선용)가 있다. 주요 고객사는 국내는 SK텔레콤, SK브로드밴드, 해외 고객사는 Verizon, AT&T(미국), NTT Docomo(일본)가 있다. 주요 자회사는 지피시스(54%), 올래디오(70%), HFR 네트워크스(90%)다.

5G 투자 Cycle 초입: 무선/유선 네트워크 국내-해외 투자 동시 수혜

과거 일체형 구조였던 기지국이 4G 이후부터 무선 부문(RU:Radio Unit)과 데이터 부문(DU:Digital Unit)으로 분리되고 있다. Fronthaul은 RU와 DU를 연결하는 솔루션 장비다. 고객사의 기지국 수가 늘어날 수록 Fronthaul 장비 수요도 늘어날 수밖에 없는 구조다. 국내 무선 Fronthaul 매출은 RU-DU가 분리된 형태를 채택하고 있는 SKT에 집중될 전망이다.

해외 매출은 19년 이후에도 고성장을 담보하는 Key Point다. 2015년에 이미 미국 Verizon에 4G용 Fronthaul 공급을 시작했다. 18년 말에는 AT&T 向 Fronthaul 장비 수주 계약도 성공했다. 일본 NTT Docomo와도 장비 납품을 협상중이다. 통상적으로 해외 매출이 수익성이 높아 이익률 개선도 긍정적이다. 19년 OPM은 11.8%(+9.7%p YoY), 20년 18.2%(+6.4%p YoY)가 기대된다. 미국, 일본의 5G 투자가 본격화되면 내년 고성장도 담보돼 있다.

유선 네트워크 투자도 긍정적이다. 에치에프알은 OLT/ONU, WiFi-AP 등 유선장비 포트폴리오도 보유하고 있다. 과거에는 유선 네트워크 속도가 무선 네트워크 속도보다 월등히 빨랐다. 최근에는 무선 데이터 전송속도가 유선에 못지않게 빨라졌다. 5G는 최고 전송속도가 20Gbps에 달할 정도로 빨라질 전망이다. 현재 5G 투자는 무선망에 집중되고 있지만 유선 네트워크의 고도화 없이 진정한 의미의 5G 통신은 이루어질 수 없다.

19년 매출액 +49% YoY, 영업이익 +723% YoY 예상

19년 매출액 2,006억원(+48.6 YoY), 영업이익 237억원(+723.4% YoY)이 예상된다. 1분기에 이어되었던 SKT 向 프론트홀 매출이 2분기부터 본격화 될 전망이다. 하반기에는 미국 Verizon, AT&T 向 매출도 추가될 수 있다. 5G 유선 장비 매출도 내년에 본격화 될 전망이다. 상반기보다 하반기, 올해보다 내년이 더 기대된다. 5G 바스켓 內 필수 Stock이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2017	130.8	2.8	2.3	3.2	256	(55.7)	4,136	38.9	5.1	2.4	6.4	18.1
2018	135.0	2.9	0.4	(0.9)	(74)	적전	6,286	(152.7)	18.6	1.8	(1.4)	(9.6)
2019F	200.6	23.7	24.7	21.3	1,672	흑전	7,854	13.3	8.8	2.8	23.7	(26.4)
2020F	272.7	49.7	50.0	40.2	3,138	87.6	10,992	7.1	3.8	2.0	33.3	(44.2)
2021F	349.1	67.3	67.6	53.0	4,138	31.9	15,129	5.4	2.2	1.5	31.7	(57.7)

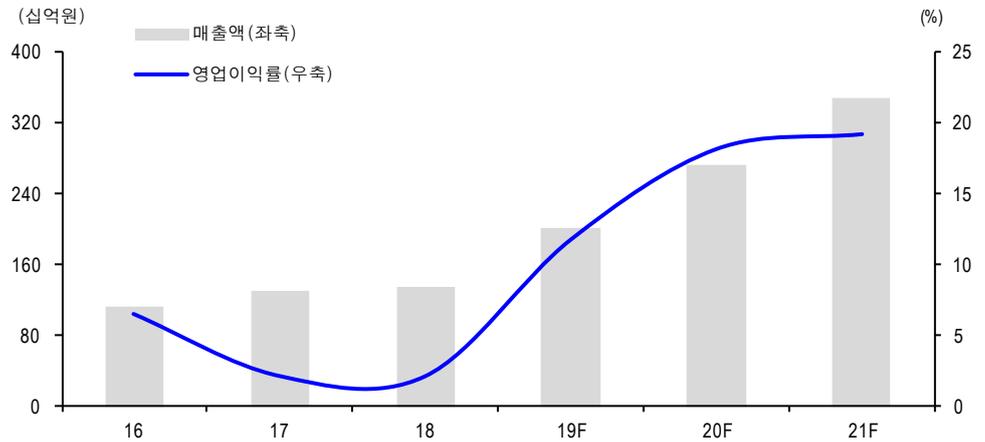
자료: 회사 자료, 신한금융투자

에치에프알의 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	112.3	130.8	135.0	200.6	272.7
제품(프론트홀, AP)	94.0	106.1	101.2	153.8	218.4
상품(OLT,ONT)	13.5	19.7	30.6	43.4	50.8
기타	4.7	5.1	3.2	3.3	3.5
영업이익	7.3	2.8	2.9	23.7	49.7
지배주주순이익	7.2	3.2	(0.9)	21.3	40.2
영업이익률(%)	6.5	2.2	2.1	11.8	18.2
순이익률(%)	6.5	2.5	(0.7)	10.6	14.7
성장률(%, YoY)					
매출액	71.3	16.5	3.2	48.6	36.0
영업이익	234.1	(61.6)	1.9	723.4	109.9
지배주주순익	90.0	(59.0)	적전	흑전	88.3

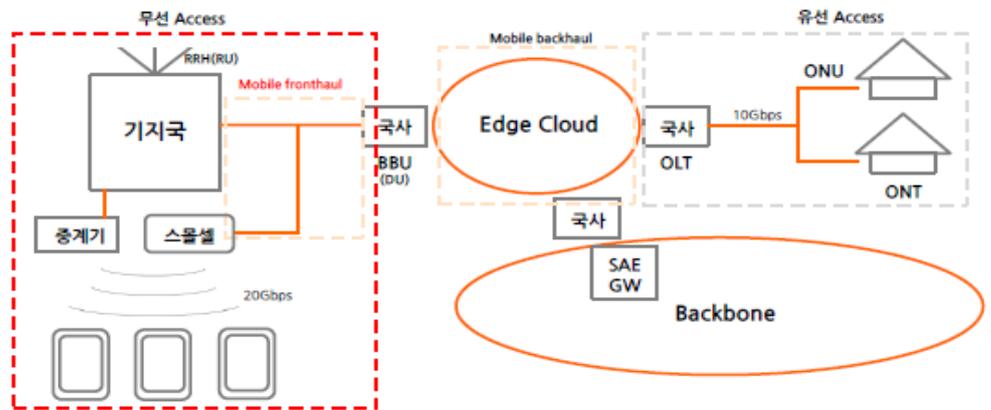
자료: 신한금융투자 추정

에치에프알의 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

5G 네트워크 내 유무선 네트워크 망과 Fronthaul



자료: 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	102.9	128.1	165.2	222.8	293.5
유동자산	77.5	101.5	137.6	192.0	260.9
현금및현금성자산	4.8	20.1	37.2	70.9	117.7
매출채권	42.9	49.7	53.2	57.0	61.0
채고자산	19.2	26.3	39.1	53.1	68.0
비유동자산	25.4	26.6	27.6	30.8	32.6
유형자산	3.9	5.1	5.5	5.6	5.2
무형자산	12.2	11.9	11.8	12.4	11.9
투자자산	5.6	6.2	6.9	9.4	12.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	49.0	48.1	63.5	80.1	96.7
유동부채	38.1	40.2	53.3	67.6	81.6
단기차입금	8.0	10.0	8.9	7.5	5.0
매입채무	17.8	21.0	31.2	42.4	54.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	10.8	7.9	10.1	12.5	15.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	5.3	3.4	3.4	3.4	3.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	53.9	79.9	101.7	142.7	196.8
자본금	2.5	5.9	5.9	5.9	5.9
자본잉여금	2.5	22.6	22.6	22.6	22.6
기타자본	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	1.1	6.2	6.2	6.2	6.2
이익잉여금	46.0	44.8	66.1	106.3	159.3
지배주주지분	52.1	79.2	100.6	140.8	193.8
비지배주주지분	1.8	0.7	1.1	1.9	3.0
*총차입금	19.2	14.4	13.3	12.0	9.5
*순차입금(순현금)	9.8	(7.7)	(26.8)	(63.0)	(113.5)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	(1.8)	(3.3)	24.1	43.6	55.4
당기순이익	3.1	(0.8)	21.8	41.0	54.1
유형자산상각비	0.8	0.7	1.3	1.3	1.2
무형자산상각비	1.8	3.2	2.5	2.8	1.8
외화환산손실(이익)	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(6.4)	(12.2)	(1.5)	(1.5)	(1.7)
(법인세납부)	(0.4)	(0.9)	(3.0)	(9.0)	(13.5)
기타	(1.2)	6.6	3.0	9.0	13.5
투자활동으로인한현금흐름	(3.5)	4.4	(5.8)	(8.4)	(6.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.8)	(1.9)	(1.7)	(1.4)	(0.8)
유형자산의감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(3.2)	(3.2)	(2.4)	(3.4)	(1.4)
투자자산의감소(증가)	2.6	6.6	(0.7)	(2.5)	(2.6)
기타	(2.2)	2.9	(1.0)	(1.1)	(1.2)
FCF	(2.4)	(10.1)	19.1	39.4	51.7
재무활동으로인한현금흐름	(0.8)	14.2	(1.1)	(1.4)	(2.5)
차입금의증가(감소)	(0.8)	0.0	(1.1)	(1.4)	(2.5)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.3	14.2	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	(3.5)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(9.6)	15.3	17.1	33.7	46.8
기초현금	14.5	4.8	20.1	37.2	70.9
기말현금	4.8	20.1	37.2	70.9	117.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	130.8	135.0	200.6	272.7	349.1
증가율 (%)	16.5	3.2	48.6	36.0	28.0
매출원가	112.6	114.2	158.3	202.9	259.1
매출총이익	18.2	20.8	42.3	69.8	90.0
매출총이익률 (%)	13.9	15.4	21.1	25.6	25.8
판매관리비	15.4	17.9	18.7	20.2	22.8
영업이익	2.8	2.9	23.7	49.7	67.3
증가율 (%)	(61.6)	1.9	723.4	109.9	35.4
영업이익률 (%)	2.2	2.1	11.8	18.2	19.3
영업외손익	(0.5)	(2.5)	1.1	0.4	0.3
금융손익	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
기타영업외손익	(0.4)	(2.3)	1.1	0.5	0.5
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	2.3	0.4	24.7	50.0	67.6
법인세비용	(0.8)	1.2	3.0	9.0	13.5
계속사업이익	3.1	(0.8)	21.8	41.0	54.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.1	(0.8)	21.8	41.0	54.1
증가율 (%)	(59.0)	적전	흑전	88.3	31.9
순이익률 (%)	2.4	(0.6)	10.9	15.0	15.5
(지배주주)당기순이익	3.2	(0.9)	21.3	40.2	53.0
(비지배주주)당기순이익	(0.1)	0.1	0.4	0.8	1.1
총포괄이익	4.0	4.1	21.8	41.0	54.1
(지배주주)총포괄이익	4.2	4.0	21.1	39.7	52.3
(비지배주주)총포괄이익	(0.2)	0.1	0.7	1.3	1.8
EBITDA	5.4	6.8	27.4	53.8	70.3
증가율 (%)	(44.7)	25.8	302.7	96.0	30.7
EBITDA 이익률 (%)	4.1	5.0	13.7	19.7	20.1

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익, 원)	250	(63)	1,706	3,202	4,222
EPS(지배순이익, 원)	256	(74)	1,672	3,138	4,138
BPS(자본총계, 원)	4,276	6,339	7,940	11,142	15,364
BPS(지배지분, 원)	4,136	6,286	7,854	10,992	15,129
DPS(원)	21	0	0	0	0
PER(당기순이익, 배)	39.9	(181.0)	13.0	6.9	5.3
PER(지배순이익, 배)	38.9	(152.7)	13.3	7.1	5.4
PBR(자본총계, 배)	2.3	1.8	2.8	2.0	1.4
PBR(지배지분, 배)	2.4	1.8	2.8	2.0	1.5
EVEBITDA(배)	5.1	18.6	8.8	3.8	2.2
배당성향 (%)	7.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	4.1	5.0	13.7	19.7	20.1
영업이익률 (%)	2.2	2.1	11.8	18.2	19.3
순이익률 (%)	2.4	(0.6)	10.9	15.0	15.5
ROA (%)	3.0	(0.7)	14.9	21.1	20.9
ROE(지배순이익, %)	6.4	(1.4)	23.7	33.3	31.7
ROIC (%)	5.4	(9.0)	30.1	55.3	69.2
안정성					
부채비율 (%)	90.8	60.2	62.4	56.1	49.1
순차입금비율 (%)	18.1	(9.6)	(26.4)	(44.2)	(57.7)
현금비율 (%)	12.7	50.0	69.7	104.9	144.3
이자보상배율(배)	8.0	6.7	67.3	155.0	247.8
활동성					
순운전자본회전율(회)	3.3	2.9	3.9	4.9	5.8
재고자산회수기간(일)	52.3	61.5	59.4	61.7	63.3
매출채권회수기간(일)	122.3	125.1	93.6	73.7	61.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

서진시스템 (178320)

Not Rated

현재주가 (5월 29일) **26,750 원**

손승우
 (02) 3772-1565
 swson85@shinhan.com

KOSPI	2,023.32p
KOSDAQ	691.47p
시가총액	484.2 십억원
액면가	500 원
발행주식수	18.1 백만주
유동주식수	10.1 백만주(55.9%)
52 주 최고가/최저가	28,850 원/12,875 원
일평균 거래량 (60 일)	776,077 주
일평균 거래액 (60 일)	18,332 백만원
외국인 지분율	5.37%
주요주주	전동규 외 18 인 42.87%
절대수익률	3 개월 40.8%
	6 개월 75.7%
	12 개월 83.2%
KOSDAQ 대비	3 개월 53.1%
상대수익률	6 개월 73.6%
	12 개월 131.2%

주가차트



통신 장비 부문의 고성장이 기대된다

정밀 금속 가공 업체

다이캐스팅(금형과 똑 같은 주물을 얻는 정밀주조법) 및 메탈 가공 업체다. 2015년 텍슨을 인수해 반도체 식각 장비 케이스, ESS 시장에 진출했다. 19년 매출 비중은 통신장비 63%, 모바일 14%, 반도체 4%, ESS(에너지저장장치) 4%, 기타(자동차, 중공업, LED 등) 15%이다. 연결 법인은 5개사(베트남, 미주, 한국)다. 텍슨(반도체 식각장비 케이스, ESS) 인수 후 대규모 생산 설비를 구축했다. 제품의 개발/설계, 금형, 잉곳, 다이캐스팅 등 생산에 필요한 전공정 수직계열화를 완성했다.

통신 장비 부문의 매출 고성장: 19년 +72%, 20년 +27%

통신 장비의 매출 고성장이 핵심이다. 소형 기지국 통신 장비의 함체(케이스)를 납품한다. 주요 고객사는 삼성전자다. 삼성전자는 통신 장비 시장에서 18년 기준 글로벌 점유율 4% 수준에서 20년 까지 약 20% 점유율 확대를 계획 중이다. 미/중 무역분쟁의 연장 선상인 反화웨이 기조가 유지가 되고 있다. 5G 통신 장비 시장에서 삼성전자의 점유율 확대가 기대된다. 5G는 방대한 데이터량 처리를 위해 높은 주파수 즉, 기존 제품 대비 보다 많은 장비량과 대형화된 장비가 요구된다. 통신 장비의 출하량(Q)은 19년 +62%, 20년 +30% YoY가 기대된다. 2분기부터는 인도 릴라이언스 向 4G 관련 장비, 3분기부터는 미국 통신사 向 물량도 반영될 전망이다.

19년 매출액 4,394억원(+35% YoY), 영업이익 593억원(+61% YoY) 전망

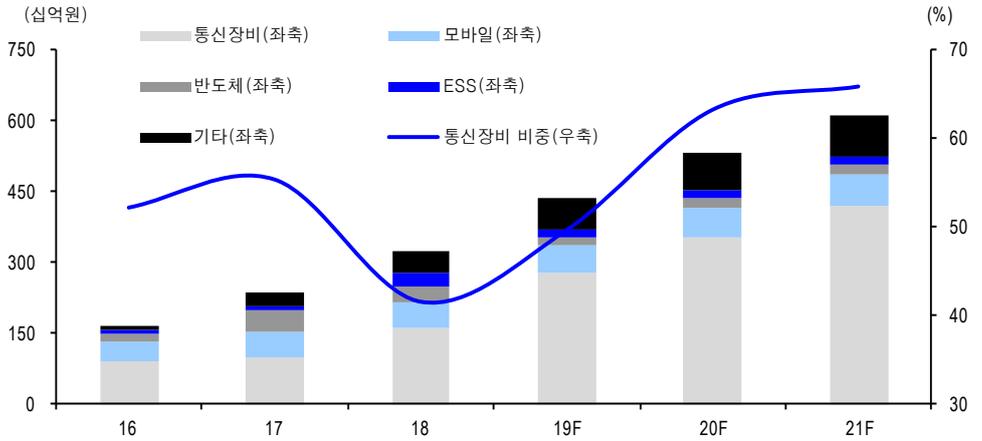
19년 매출액 4,394억원(+35% YoY), 영업이익 593억원(+61% YoY)이 전망된다. 모바일 사업은 19년 상반기 갤럭시 S10 판매 호조, A와 J시리즈의 판매 확대, 하반기 갤럭시 노트10, 20년 신규 모델 물량 반영이 예상된다. 모바일 부문 +4% YoY 성장이 예상된다. 기타 부분은 자동차 向 부품(프랑스 발레오), 중공업 부문 매출 성장과 신규 양산 제품 확대에 따라 전년 대비 매출 +50% 성장이 예상된다. 영업이익률은 13.5%(+2.1%p YoY)이 기대된다.

19년 예상 실적 기준 P/E는 9.3배 수준이다. 국내 5G 장비사 19년 평균 18배 대비 저평가 받고 있다. 국내 통신사들의 5G 신규 투자가 본격화했다. 동사의 1Q19 실적은 통신 장비 매출 확대에 따라 어닝 서프라이즈를 기록했다. 삼성전자 글로벌 5G 장비 점유율 확대에 따른 매출 고성장이 기대된다. 주가는 실적 개선에 맞춰 Re-rating이 기대된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2017	237.9	17.8	7.4	5.4	422	(81.9)	8,657	37.9	9.3	1.8	5.6	59.2
2018	324.6	36.9	36.6	30.1	1,941	360.2	11,982	8.9	4.5	1.4	17.9	36.1
2019F	439.4	59.4	61.8	55.3	3,055	57.4	14,837	9.3	5.6	1.9	22.8	9.9
2020F	538.8	78.5	80.4	71.4	3,945	29.1	18,582	7.2	4.1	1.5	23.6	(12.2)
2021F	652.8	97.2	99.1	88.0	4,864	23.3	23,246	5.8	3.0	1.2	23.3	(29.4)

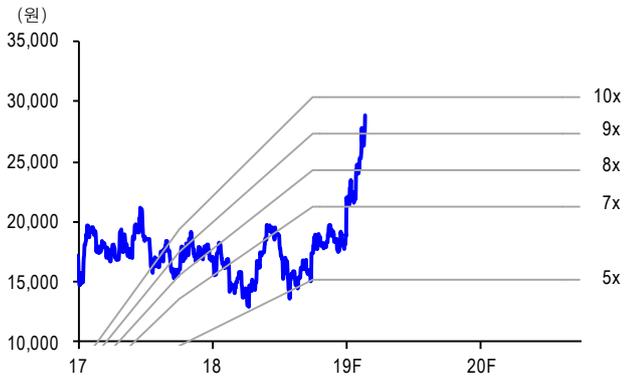
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

서진시스템의 매출액과 통신장비 부문 비중 추이 및 전망



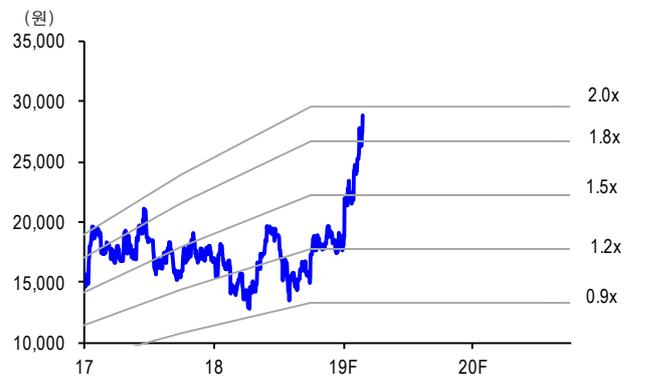
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

서진시스템의 12개월 Forward P/E 추이 및 전망



자료: Quantwise, 신한금융투자 추정

서진시스템의 12개월 Forward P/B 추이 및 전망



자료: Quantwise, 신한금융투자 추정

서진시스템의 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	63.2	63.8	50.9	60.0	83.3	87.8	74.3	79.2	101.3	104.7	114.2	119.3	237.9	324.6	439.4	538.8
통신장비	34.3	31.9	14.1	18.6	52.0	42.1	40.9	26.1	63.4	68.4	65.8	78.9	98.8	161.1	276.5	352.2
모바일	11.6	10.9	15.6	15.3	10.7	17.4	28.0	15.0	14.6	12.9	18.7	12.2	53.4	56.0	58.4	64.6
반도체	10.8	11.7	11.0	10.7	12.3	9.1	3.6	4.6	3.6	3.0	4.4	5.8	44.2	29.6	16.8	18.7
ESS	1.6	3.4	5.1	1.3	5.8	8.6	6.8	11.3	4.3	4.6	5.5	5.4	11.4	32.6	19.7	21.7
기타	4.9	6.0	5.1	14.3	2.5	10.6	10.0	22.1	15.3	15.8	19.9	16.9	30.2	45.3	68.0	81.6
YoY																
매출액	(89.6)	1.0	(20.3)	18.0	38.7	5.5	46.1	31.9	21.6	19.2	53.6	50.7	43.5	36.4	35.4	22.6
통신장비					51.5	32.1	191.0	40.2	21.9	62.5	60.7	202.7	7.6	63.0	71.6	27.4
모바일					(7.9)	59.2	(17.5)	(1.8)	36.5	(25.9)	(33.4)	(18.4)	33.1	4.8	4.4	10.6
반도체					13.8	(21.9)	(67.3)	(56.5)	(70.3)	(67.2)	21.1	25.6	161.2	(32.9)	(43.2)	10.9
ESS					254.5	154.6	34.0	177.2	65.7	20.8	24.1	23.5	44.6	186.7	(39.5)	10.0
기타					(48.0)	77.7	98.9	55.1	504.3	49.0	98.0	(23.5)	230.5	50.2	50.0	20.0
영업이익	-	-	-	-	41.4	451.3	70.5	90.4	61.0	37.7	149.6	28.2	(26.8)	106.6	61.0	32.2
순이익	-	-	-	-	254.8	414.6	(53.3)	(340.4)	89.2	(12.0)	775.2	61.5	(67.8)	412.5	71.4	29.1
영업이익	6.8	1.9	3.8	5.3	9.6	10.7	6.5	10.1	15.5	14.7	16.3	12.9	17.8	36.9	59.4	78.5
영업이익률	10.8	3.0	7.5	8.8	11.5	12.1	8.8	12.7	15.3	14.0	14.3	10.8	7.5	11.4	13.5	14.6
순이익	2.4	3.0	3.6	(2.7)	8.6	15.4	1.7	6.6	16.3	13.5	14.9	10.7	6.3	32.3	55.4	71.6
순이익률	3.9	4.7	7.1	(4.6)	10.4	17.5	2.3	8.3	16.1	12.9	13.0	8.9	2.7	10.0	12.6	13.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	259.2	437.8	517.6	619.3	742.7
유동자산	110.3	154.4	241.9	350.1	478.9
현금및현금성자산	19.7	25.0	66.7	135.2	218.6
매출채권	27.1	35.9	48.6	59.6	72.2
채고자산	52.5	71.2	96.4	118.2	143.2
비유동자산	148.9	283.4	275.7	269.2	263.8
유형자산	129.2	259.9	252.7	246.7	241.7
무형자산	16.5	16.0	15.5	15.0	14.6
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	137.9	216.1	244.2	277.9	316.7
유동부채	125.0	189.8	216.0	248.2	285.2
단기차입금	68.5	73.6	73.6	73.6	73.6
매입채무	34.7	91.7	124.1	152.2	184.4
유동성장기부채	12.3	11.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	12.9	26.3	28.1	29.7	31.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	10.8	21.2	21.2	21.2	21.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	121.3	221.7	273.5	341.4	426.0
자본금	3.1	9.1	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	66.0	128.2	128.2	128.2	128.2
기타자본	9.1	6.5	6.5	6.5	6.5
기타포괄이익누계액	(3.4)	0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	43.9	72.8	124.5	192.2	276.7
지배주주지분	118.7	216.9	268.6	336.4	420.8
비지배주주지분	2.6	4.8	4.9	5.0	5.2
*총차입금	91.6	105.8	94.8	94.8	94.8
*순차입금(순현금)	71.8	80.1	27.2	(41.6)	(125.2)

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	(8.0)	70.5	86.5	102.4	117.2
당기순이익	6.3	32.3	55.4	71.6	88.2
유형자산상각비	12.9	16.2	37.1	36.0	35.0
무형자산상각비	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
외화환산손실(이익)	4.1	0.3	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(33.9)	13.8	(6.5)	(5.6)	(6.5)
(법인세납부)	(2.8)	(1.3)	(6.4)	(8.8)	(10.9)
기타	4.6	9.5	6.4	8.7	10.9
투자활동으로인한현금흐름	(35.6)	(144.4)	(30.2)	(30.2)	(30.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(36.2)	(147.3)	(30.0)	(30.0)	(30.0)
유형자산의감소	4.8	3.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.2)	0.5	0.0	(0.0)	(0.0)
투자자산의감소(증가)	0.1	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
기타	(0.1)	(0.6)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
FCF	(37.1)	(75.3)	52.5	69.1	83.6
재무활동으로인한현금흐름	50.0	79.1	(14.6)	(3.6)	(3.6)
차입금의증가(감소)	10.3	14.7	(11.0)	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(1.7)	(0.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
기타	41.4	65.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	6.3	5.3	41.7	68.5	83.3
기초현금	13.3	19.7	25.0	66.7	135.2
기말현금	19.7	25.0	66.7	135.2	218.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	237.9	324.6	439.4	538.8	652.8
증가율 (%)	43.5	36.4	35.4	22.6	21.2
매출원가	194.4	261.3	348.8	428.0	518.7
매출총이익	43.5	63.2	90.6	110.8	134.1
매출총이익률 (%)	18.3	19.5	20.6	20.6	20.5
판매관리비	25.7	26.4	31.2	32.4	37.0
영업이익	17.8	36.9	59.4	78.5	97.2
증가율 (%)	(26.8)	106.6	61.0	32.2	23.8
영업이익률 (%)	7.5	11.4	13.5	14.6	14.9
영업외손익	(10.4)	(0.3)	2.4	1.9	2.0
금융손익	(10.2)	(2.0)	0.6	0.1	0.2
기타영업외손익	(0.3)	1.8	1.8	1.8	1.8
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	7.4	36.6	61.8	80.4	99.1
법인세비용	1.1	4.3	6.4	8.8	10.9
계속사업이익	6.3	32.3	55.4	71.6	88.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	6.3	32.3	55.4	71.6	88.2
증가율 (%)	(67.8)	412.5	71.4	29.1	23.3
순이익률 (%)	2.7	10.0	12.6	13.3	13.5
(지배주주)당기순이익	5.4	30.1	55.3	71.4	88.0
(비지배주주)당기순이익	0.9	2.2	0.1	0.1	0.2
총포괄이익	0.9	35.5	55.4	71.6	88.2
(지배주주)총포괄이익	0.8	31.5	49.1	63.4	78.2
(비지배주주)총포괄이익	0.1	4.0	6.3	8.1	10.0
EBITDA	31.5	53.6	97.0	114.9	132.6
증가율 (%)	(8.9)	69.9	81.0	18.5	15.4
EBITDA 이익률 (%)	13.3	16.5	22.1	21.3	20.3

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	494	2,084	3,062	3,953	4,874
EPS (지배순이익, 원)	422	1,941	3,055	3,945	4,864
BPS (자본총계, 원)	8,846	12,246	15,108	18,861	23,534
BPS (지배지분, 원)	8,657	11,982	14,837	18,582	23,246
DPS (원)	46	200	200	200	200
PER (당기순이익, 배)	32.4	8.3	9.3	7.2	5.8
PER (지배순이익, 배)	37.9	8.9	9.3	7.2	5.8
PBR (자본총계, 배)	1.8	1.4	1.9	1.5	1.2
PBR (지배지분, 배)	1.8	1.4	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA (배)	9.3	4.5	5.6	4.1	3.0
배당성향 (%)	11.6	12.0	6.5	5.1	4.1
배당수익률 (%)	0.3	1.2	0.7	0.7	0.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	13.3	16.5	22.1	21.3	20.3
영업이익률 (%)	7.5	11.4	13.5	14.6	14.9
순이익률 (%)	2.7	10.0	12.6	13.3	13.5
ROA (%)	2.6	9.3	11.6	12.6	13.0
ROE (지배순이익, %)	5.6	17.9	22.8	23.6	23.3
ROIC (%)	8.3	13.2	18.1	23.5	28.9
안정성					
부채비율 (%)	113.7	97.5	89.3	81.4	74.3
순차입금비율 (%)	59.2	36.1	9.9	(12.2)	(29.4)
현금비율 (%)	15.7	13.2	30.9	54.5	76.6
이자보상배율 (배)	4.7	9.7	13.1	17.4	21.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	7.6	9.3	15.8	15.2	15.1
재고자산회수기간 (일)	74.9	69.6	69.6	72.7	73.0
매출채권회수기간 (일)	47.2	35.4	35.1	36.6	36.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자

머큐리 (100590)

Not Rated

현재주가 (5월 29일) **12,650 원**

김규리 (02) 3772-1549 kimkyuri@shinhan.com
 윤창민 (02) 3772-1579 changmin.yoon86@shinhan.com

KOSPI	2,023.32p
KOSDAQ	691.47p
시가총액	186.8 십억원
액면가	500 원
발행주식수	14.8 백만주
유동주식수	5.0 백만주(33.6%)
52 주 최고가/최저가	15,100 원/7,120 원
일평균 거래량 (60 일)	1,531,317 주
일평균 거래액 (60 일)	20,001 백만원
외국인 지분율	0.00%
주요주주	아이즈비전 64.28%

절대수익률	3개월	17.1%
	6개월	-
	12개월	-
KOSDAQ 대비 상대수익률	3개월	23.9%
	6개월	-
	12개월	-

주가차트



* 10기가 인터넷 - 기존 1기가 인터넷 서비스보다 10배, 광랜(100Mbps) 보다 100배 빠른 초고속 인터넷 서비스

실적은 기본, 10기가 인터넷은 보너스

국내 점유율 1위의 AP 단말장비 제조 및 판매 업체

내수 판매 위주의 통신장비 업체이다. 07년 아이즈비전(031310 KS)의 자회사로 편입되어 18년 코스닥 상장(공모가 6,100원)했다. 사업부는 단말(주요 제품: 유무선공유기-AP), 광통신(광케이블), 컨버전스(교환장비)로 나뉜다. 각각의 매출 비중은 69%, 20%, 11%를 기록했다. 매출의 대부분인 AP는 통신 3사에 모두 납품하고 있으며 국내 점유율 1위(18년 약 65%)다.

1) 안정적인 실적 성장, 2) 10기가 인터넷 투자 수혜

18년 실적은 고객사 재고조정 등의 영향으로 부진했다. 단말 사업부 매출은 9,18억원(-9% YoY), 전사 매출은 1,339억원(-3% YoY)을 기록했다. 19년에는 기저효과로 인한 실적 성장(매출액 +12% YoY)이 예상된다. 19년 이후에도 1) 단말 장비 교체수요, 2) AP 고사양화에 따른 ASP 상승 등으로 안정적인 외형 성장이 가능하다. 20년과 21년 매출액은 각각 +10% YoY 전망된다.

10기가 인터넷은 5G 통신, AR-VR, IoT 등 대용량 트래픽이 요구되는 서비스를 이용하는데 필요한 인프라다. 정부는 22년까지 10기가 인터넷 커버리지를 50% 이상 달성한다는 목표를 세웠다. SK와 KT는 작년에 상용화했으며 LG U+은 올해 중 상용화 예정이다. 국내 10기가 인터넷 확산은 동사의 AP 단말장비 매출 확대에 이어질 전망이다. 19년 단말 사업부 매출액은 1,028억원(+12% YoY)이 예상된다. 가입자 수가 늘어나고 관련 장비 투자가 앞당겨진다면 단말 사업부 매출액 추정치 상향도 가능하다.

19년 영업이익 117억원(+15% YoY) 전망

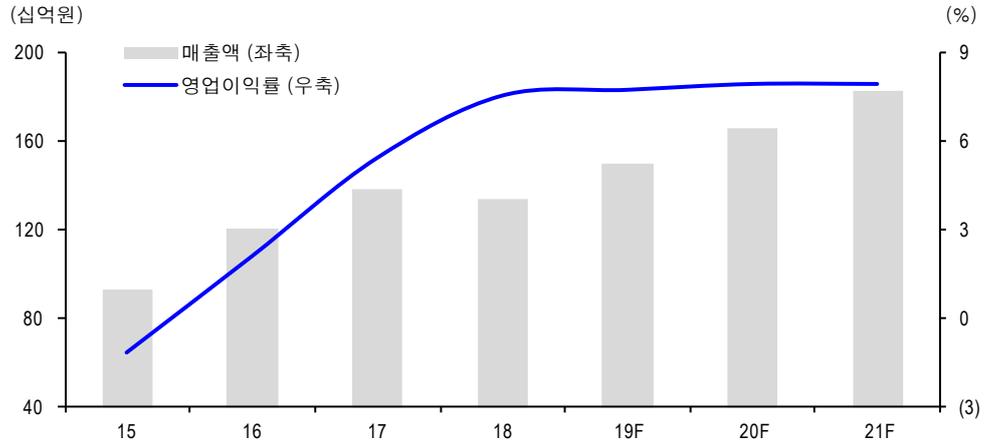
19년 매출액과 영업이익은 각각 1,503억원(+12% YoY), 117억원(+15% YoY)이 예상된다. 비수기인 1Q19까지는 고객사 재고 조정 영향으로 부진한 실적(매출액 -20% YoY)을 기록했으나, 2Q19부터는 개선되는 흐름을 보일 전망이다. 단말 사업부와 컨버전스 사업부는 각각 12%, 30% YoY 성장이 예상된다.

현 주가는 19F PER 19.4배다. 투자 포인트는 1) AP 단말 장비 꾸준한 수요와 지배력(국내 점유율 1위)을 기반으로 한 실적 성장, 2) 10기가 인터넷 투자 수혜 모멘텀이다. 모회사 아이즈비전의 지분 16%를 인수(지난 10일 공시)한 파워넷(037030 KS)과의 시너지도 주목할 만 하다. 추가적인 주가 상승이 기대된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2017	138.3	7.5	4.6	4.4	369	120.6	3,192		신규 상장		12.3	23.1
2018	133.9	10.2	9.5	13.6	1,112	201.5	4,600	9.3	11.4	2.2	25.5	(33.2)
2019F	150.3	11.7	11.4	9.1	618	(44.4)	5,218	19.4	11.3	2.3	12.6	(38.9)
2020F	166.5	13.3	13.1	10.5	710	15.0	5,928	16.9	9.5	2.0	12.7	(44.1)
2021F	183.2	14.6	14.5	11.6	786	10.6	6,714	15.3	8.1	1.8	12.4	(48.6)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

머큐리 연간 영업 실적 추이 및 전망



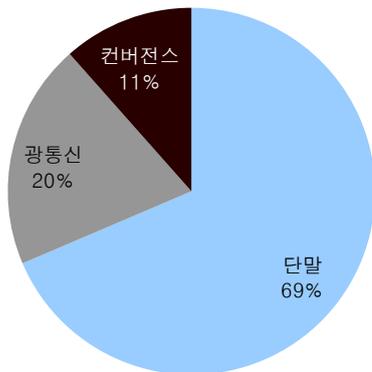
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

머큐리 연간 영업 실적 추이 및 전망

(십억원 %)	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	92.8	121.1	138.3	133.9	150.3	166.5	183.2
단말 사업			101.0	91.8	102.8	115.2	129.0
광통신 사업			27.1	26.6	27.4	28.2	29.4
컨버전스 사업			10.2	15.4	20.1	23.1	24.8
영업이익	(1.1)	2.5	7.5	10.2	11.7	13.3	14.6
당기순이익	(0.9)	2.0	4.4	13.6	9.1	10.5	11.6
매출액 증감률	16.9	30.4	14.3	(3.2)	12.3	10.8	10.0
영업이익 증감률	적전	흑전	196.5	34.6	15.2	13.6	10.2
순이익 증감률	적전	흑전	120.6	205.6	(32.8)	15.0	10.6
영업이익률	(1.2)	2.1	5.5	7.6	7.8	8.0	8.0
순이익률	(1.0)	1.7	3.2	10.1	6.1	6.3	6.3

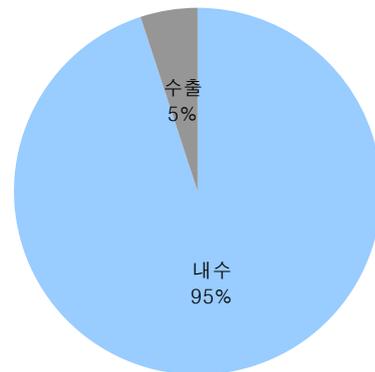
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

머큐리 사업부 별 매출 비중 (18년 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

머큐리 수출내수 비중 (18년 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	83.5	92.8	100.0	112.9	127.1
유동자산	60.3	64.1	71.6	84.7	98.9
현금및현금성자산	10.4	16.8	18.5	25.9	34.2
매출채권	26.8	6.4	7.1	7.9	8.7
채고자산	22.7	21.8	24.5	27.1	29.8
비유동자산	23.2	28.7	28.4	28.2	28.1
유형자산	22.5	22.1	21.9	21.5	21.3
무형자산	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
투자자산	0.2	1.4	1.4	1.5	1.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	45.0	24.9	22.9	25.4	27.9
유동부채	34.8	13.9	10.6	11.7	12.9
단기차입금	16.3	4.5	0.0	0.0	0.0
매입채무	9.5	4.1	4.6	5.1	5.6
유동성장기부채	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	10.3	11.0	12.3	13.6	15.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	38.5	67.9	77.0	87.5	99.1
자본금	24.1	7.4	7.4	7.4	7.4
자본잉여금	13.7	46.5	46.5	46.5	46.5
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	0.7	14.0	23.1	33.6	45.2
지배주주지분	38.5	67.9	77.0	87.5	99.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	19.3	4.5	0.0	0.0	0.0
*순차입금(순현금)	8.9	(22.6)	(29.9)	(38.6)	(48.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	1.3	17.3	8.5	9.8	10.9
당기순이익	4.4	13.6	9.1	10.5	11.6
유형자산상각비	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(5.5)	5.4	(2.0)	(2.0)	(2.1)
(법인세납부)	(0.1)	(0.2)	(2.3)	(2.6)	(2.9)
기타	1.2	(2.8)	2.3	2.6	3.0
투자활동으로인한현금흐름	(1.4)	(12.1)	(2.3)	(2.4)	(2.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(1.4)	(0.9)	(1.2)	(1.0)	(1.1)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.1	0.1	(0.1)	(0.1)
기타	0.0	(11.3)	(1.2)	(1.3)	(1.3)
FCF	0.1	21.9	6.1	7.5	8.4
재무활동으로인한현금흐름	0.7	1.2	(4.5)	0.0	0.0
차입금의증가(감소)	0.7	(14.8)	(4.5)	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	16.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	0.6	6.4	1.7	7.4	8.3
기초현금	9.9	10.4	16.8	18.5	25.9
기말현금	10.4	16.8	18.5	25.9	34.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	138.3	133.9	150.3	166.5	183.2
증가율 (%)	14.3	(3.2)	12.3	10.8	10.0
매출원가	118.0	110.5	124.1	137.5	151.2
매출총이익	20.3	23.4	26.2	29.0	32.0
매출총이익률 (%)	14.7	17.4	17.4	17.4	17.4
판매관리비	12.8	13.2	14.5	15.8	17.3
영업이익	7.5	10.2	11.7	13.3	14.6
증가율 (%)	196.5	34.6	15.2	13.6	10.0
영업이익률 (%)	5.5	7.6	7.8	8.0	8.0
영업외손익	(3.0)	(0.6)	(0.3)	(0.2)	(0.1)
금융손익	(0.3)	(0.3)	0.1	0.2	0.3
기타영업외손익	(2.7)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	4.6	9.5	11.4	13.1	14.5
법인세비용	0.1	(4.1)	2.3	2.6	2.9
계속사업이익	4.4	13.6	9.1	10.5	11.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	4.4	13.6	9.1	10.5	11.6
증가율 (%)	120.6	205.6	(32.8)	15.0	10.6
순이익률 (%)	3.2	10.1	6.1	6.3	6.3
(지배주주)당기순이익	4.4	13.6	9.1	10.5	11.6
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	4.4	13.3	9.1	10.5	11.6
(지배주주)총포괄이익	4.4	13.3	9.1	10.5	11.6
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	8.9	11.5	13.1	14.6	15.9
증가율 (%)	138.7	29.4	14.2	11.9	8.9
EBITDA 이익률 (%)	6.4	8.6	8.7	8.8	8.7

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	369	1,112	618	710	786
EPS (지배순이익, 원)	369	1,112	618	710	786
BPS (자본총계, 원)	3,192	4,600	5,218	5,928	6,714
BPS (지배지분, 원)	3,192	4,600	5,218	5,928	6,714
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	9.3	19.4	16.9	15.3
PER (지배순이익, 배)	0.0	9.3	19.4	16.9	15.3
PBR (자본총계, 배)	0.0	2.2	2.3	2.0	1.8
PBR (지배지분, 배)	0.0	2.2	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA (배)	1.0	11.4	11.3	9.5	8.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	6.4	8.6	8.7	8.8	8.7
영업이익률 (%)	5.5	7.6	7.8	8.0	8.0
순이익률 (%)	3.2	10.1	6.1	6.3	6.3
ROA (%)	5.8	15.4	9.5	9.8	9.7
ROE (지배순이익, %)	12.3	25.5	12.6	12.7	12.4
ROIC (%)	13.4	17.9	17.7	19.0	19.7
안정성					
부채비율 (%)	117.1	36.6	29.7	29.0	28.2
순차입금비율 (%)	23.1	(33.2)	(38.9)	(44.1)	(48.6)
현금비율 (%)	29.9	120.7	174.0	220.2	264.7
이자보상배율 (배)	20.3	26.3	161.8	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.3	4.2	5.0	4.9	4.9
재고자산회수기간 (일)	51.5	60.7	56.2	56.5	56.7
매출채권회수기간 (일)	60.2	45.2	16.4	16.5	16.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자

와이솔 (122990)

매수 (유지)

현재주가 (5월 29일) **17,800** 원
 목표주가 **23,000** 원 (유지)
 상승여력 **29.2%**

박형우 김현욱
 (02) 3772-2184 (02) 3772-1545
 hyungwou@shinhan hyunwook.kim@shi

KOSPI	2,023.32p
KOSDAQ	691.47p
시가총액	430.0 십억원
액면가	500 원
발행주식수	24.2 백만주
유동주식수	18.1 백만주(74.9%)
52 주 최고가/최저가	19,950 원/12,300 원
일평균 거래량 (60 일)	599,792 주
일평균 거래액 (60 일)	10,392 백만원
외국인 지분율	14.17%
주요주주	대덕전자 외 3 인 23.01%

절대수익률	3 개월	13.0%
	6 개월	13.7%
	12 개월	31.4%
KOSDAQ 대비 상대수익률	3 개월	19.5%
	6 개월	14.4%
	12 개월	65.3%

주가차트



2Q19 성수기 진입, 2020년 5G 모멘텀

2Q19: 2분기와 3분기는 계절적 성수기. 중저가 스마트폰 효과

4Q18과 1Q19는 부진했지만 2Q19부터는 실적 반등이 예상된다. 영업이익은 135억원(-6%, 이하 YoY)으로 전분기 대비 104% 증가할 전망이다. 와이솔은 2분기와 3분기가 계절적으로 성수기다. 와이솔의 SAW(Surface Acoustic Wave) 모듈은 고객사의 플래그십 보다는 중저가 스마트폰에서 점유율이 높다. 고객사의 중저가 증산 시기는 2분기부터다. 3Q19에는 영업 양도가 결정된(지난 3월 31일 공시) IoT 모듈 사업의 제외로 추가적인 수익성 개선이 가능하다. IoT 모듈은 연간 약 700억원의 매출액과 적자를 기록해왔던 사업이다.

5G 수혜: SAW & BAW

2020년에는 5G가 성장동력으로 작용할 전망이다. 19년, 5G 상용화와 장비투자 확대에 이어 20년에는 다수의 5G 스마트폰 출시가 예상된다. 5G 부품 수요 증가가 기대된다. 스마트폰 한 대에 채용되는 SAW 필터 채용량은 약 20% 늘어날 전망이다. (3G에서 30개 → 4G에서 45개 → 5G에서 55개) 주파수 고대역에서 사용되는 BAW(Bulk Acoustic Wave)는 18년부터 개발과 투자가 시작됐다. 최근 샘플 생산에 성공했고, 20년부터 공급이 예상된다.

목표주가 23,000원, 투자의견 매수 유지

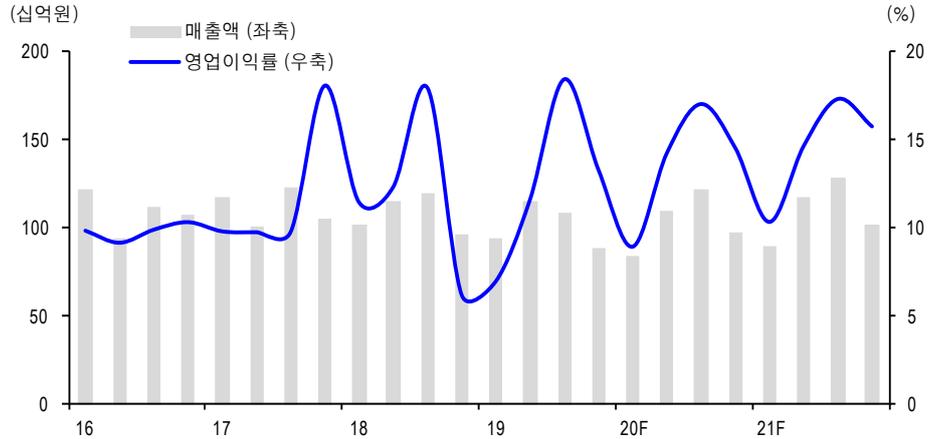
글로벌 Peer 평균 PER 13배를 적용해 목표주가를 산출했다. ① 5G로의 기술 변화에서 수요 증가가 가장 기대되는 부품사다. 5G 스마트폰의 출시가 확대될 경우 20년과 21년 실적은 추정치를 상회할 가능성이 높다. ② 건조한 현금 창출 능력과 재무구조도 주목한다. 매년 약 700~800억원의 CAPEX(설비 투자)를 지출하지만 EBITDA가 약 1,000억원에 달한다. 부채비율은 14년 135% → 17년 57% → 19년 32%로 예상된다. ③ 현재 PER은 10.0배다. 스마트폰들의 5G 채용 본격화와 맞물려 리레이팅이 필요하다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2017	446.1	52.6	49.7	44.6	1,928	33.6	9,114	7.3	3.5	1.6	23.6	(4.5)
2018	433.6	53.6	55.4	45.3	1,878	(2.6)	10,750	8.2	3.8	1.4	18.9	(3.9)
2019F	407.4	52.0	52.8	42.9	1,775	(5.4)	12,202	10.3	3.3	1.5	15.5	(16.4)
2020F	413.3	58.3	57.7	46.5	1,926	8.5	13,884	9.5	2.8	1.3	14.8	(25.9)
2021F	438.8	65.2	64.2	51.8	2,144	11.3	15,783	8.6	2.3	1.2	14.5	(32.5)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2012~2016년: 4G로 SAW 수요 증가
 2019년~: 5G로 SAW 성능 고사양화
 및 BAW 수요 증가 예상

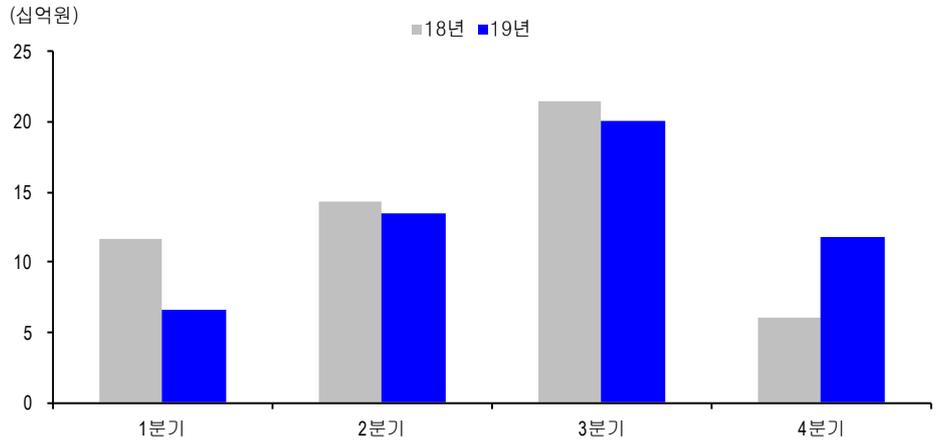
와이슬 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

2Q19 계절적 성수기 진입
 - 중저가 스마트폰 증산 시기
 - 와이슬은 중저가에서 점유율 높음

와이슬의 18년, 19년 분기별 영업이익 비교



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

와이슬 실적 추이 및 전망

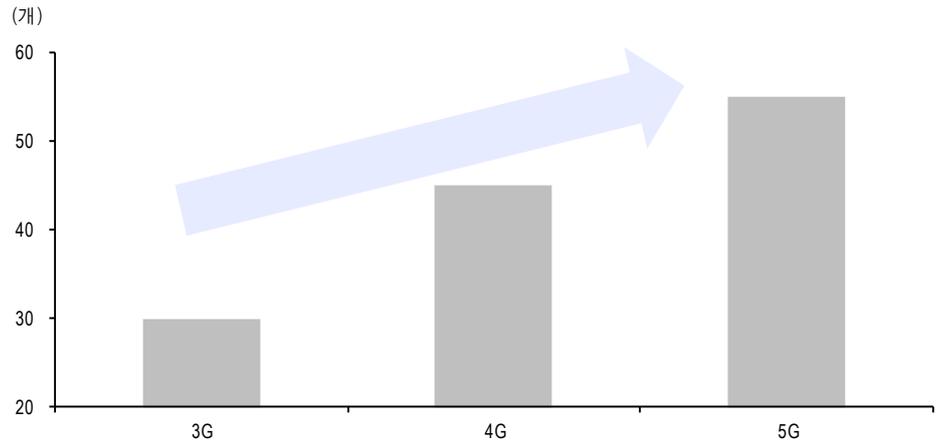
(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	101.6	115.7	119.7	96.6	94.3	115.9	108.5	88.8	433.6	407.4	413.3
SAW	80.1	99.4	102.2	81.5	768.0	979.5	1,081.5	882.5	363.2	371.1	411.3
IoT 모듈	21.5	16.3	17.4	15.1	175.0	174.0	0.0	0.0	70.3	0.0	0.0
매출비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
SAW	78.9	85.9	85.4	84.4	81.4	84.5	99.6	99.4	83.8	91.1	99.5
IoT 모듈	21.2	14.1	14.5	15.6	18.6	15.0	0.0	0.0	16.2	0.0	0.0
QoQ	(3.5)	13.9	3.4	(19.3)	(2.4)	22.9	(6.3)	(18.2)	-	-	-
SAW	(6.9)	24.1	2.8	(20.3)	(5.8)	27.5	10.4	(18.4)	-	-	-
IoT 모듈	12.0	(24.2)	6.7	(13.1)	15.7	(0.6)	(100.0)	-	-	-	-
YoY	(13.7)	15.1	(2.4)	(8.2)	(7.2)	0.1	(9.3)	(8.1)	(2.8)	(6.0)	1.4
SAW	(13.5)	28.3	6.6	(5.2)	(4.1)	(1.5)	5.8	8.3	3.2	2.2	10.8
IoT 모듈	(14.3)	(29.1)	(35.1)	(21.3)	(18.6)	6.7	(100.0)	(100.0)	(25.3)	(50.4)	-
영업이익	11.7	14.3	21.5	6.0	6.6	13.5	20.1	11.9	53.6	52.0	58.3
영업이익률	11.5	12.4	18.0	6.3	7.0	11.7	18.5	13.4	12.4	12.8	14.1
QoQ	(38.8)	22.5	50.5	(72.0)	9.6	104.0	48.6	(40.9)	-	-	-
YoY	0.6	45.1	79.1	(68.3)	(43.3)	(5.6)	(6.9)	96.2	1.9	(2.9)	12.0

자료: Dart, 신한금융투자 추정

SAW 모듈 채용량 증가

- 3G, 30개
- 4G, 45개
- 5G, 55개

통신 세대별 스마트폰 내 SAW 필터 채용량



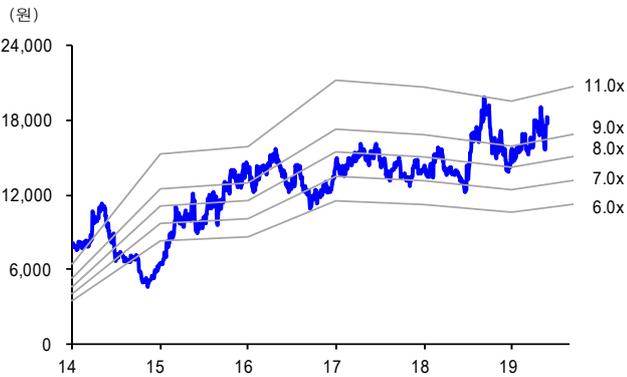
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

와이솔 PER / EPS 추이 및 전망

(원, 배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
EPS	676	525	453	651	587	1,389	1,443	1,928	1,878	1,775
PER (End)	8.0	19.2	17.1	12.6	11.2	10.3	10.2	7.3	8.2	10.0
PER (High)	9.5	22.0	23.1	19.7	19.8	10.7	11.2	8.6	10.8	10.9
PER (Low)	5.4	9.5	13.0	11.3	7.8	4.6	7.5	6.6	6.4	8.1
PER (Avg)	7.4	15.5	17.6	14.5	12.9	7.9	9.2	7.5	8.1	9.3

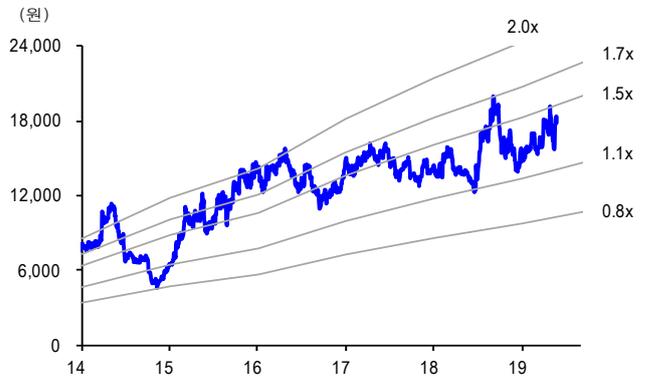
자료: 신한금융투자 추정

와이솔의 12MF P/E 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

와이솔의 12MF P/B 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	343.1	370.6	389.5	425.8	472.3
유동자산	143.4	131.3	152.3	187.3	225.4
현금및현금성자산	59.9	57.5	84.5	113.0	147.1
매출채권	45.6	35.7	32.8	36.0	37.9
채고자산	29.3	33.5	30.8	33.7	35.5
비유동자산	199.7	239.3	237.3	238.5	246.9
유형자산	172.8	213.9	207.5	208.1	216.1
무형자산	6.0	5.9	5.8	5.8	5.8
투자자산	8.6	7.6	7.0	7.7	8.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	123.8	111.1	94.8	90.3	90.6
유동부채	113.3	106.0	91.2	86.5	86.7
단기차입금	40.8	41.3	29.1	19.1	16.1
매입채무	24.3	19.7	18.1	19.8	20.8
유동성장기부채	5.1	4.0	6.4	6.4	6.4
비유동부채	10.5	5.2	3.6	3.8	3.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	7.8	3.3	1.9	1.9	1.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	219.3	259.5	294.7	335.6	381.7
자본금	11.5	12.1	12.1	12.1	12.1
자본잉여금	68.7	69.8	69.8	69.8	69.8
기타자본	(5.9)	(6.3)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
기타포괄이익누계액	(2.2)	(2.4)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
이익잉여금	147.6	186.5	219.9	260.5	306.4
지배주주지분	219.6	259.7	294.7	335.4	381.3
비지배주주지분	(0.3)	(0.2)	(0.0)	0.2	0.4
*총차입금	53.8	48.7	37.4	27.4	24.4
*순차입금(순현금)	(9.8)	(10.2)	(48.3)	(87.0)	(124.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	84.6	87.4	168.1	177.9	186.2
당기순이익	44.5	45.4	43.1	46.7	52.0
유형자산상각비	36.1	41.2	69.2	69.4	72.0
무형자산상각비	1.8	1.8	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	1.9	1.9	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.2	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	0.9	(5.5)	65.3	61.8	62.1
(법인세납부)	(7.8)	(7.8)	(10.9)	(11.0)	(12.2)
기타	7.0	10.6	1.4	11.0	12.3
투자활동으로인한현금흐름	(56.4)	(79.7)	(77.7)	(70.8)	(80.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(66.9)	(86.0)	(78.9)	(70.0)	(80.0)
유형자산의감소	8.8	4.4	2.4	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.3)	(0.5)	(0.4)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.3	(0.0)	(0.9)	(0.7)	(0.4)
기타	3.7	2.4	0.1	(0.1)	(0.1)
FCF	29.4	2.6	33.9	45.3	44.1
재무활동으로인한현금흐름	(12.2)	(10.2)	(16.9)	(15.9)	(8.9)
차입금의증가(감소)	(30.8)	(5.1)	(14.5)	(10.0)	(3.0)
자기주식의처분(취득)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(5.0)	(5.7)	(2.4)	(5.9)	(5.9)
기타	23.5	0.6	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(47.0)	(62.7)	(62.7)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.7	0.1	0.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	18.0	(2.4)	27.0	28.5	34.1
기초현금	41.9	59.9	57.5	84.5	113.0
기말현금	59.9	57.5	84.5	113.0	147.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	446.1	433.6	407.4	413.3	438.8
증가율 (%)	2.4	(2.8)	(6.0)	1.4	6.2
매출원가	349.5	327.8	304.7	299.0	316.6
매출총이익	96.6	105.7	102.7	114.3	122.2
매출총이익률 (%)	21.7	24.4	25.2	27.7	27.8
판매관리비	44.0	52.1	50.7	56.0	57.0
영업이익	52.6	53.6	52.0	58.3	65.2
증가율 (%)	22.1	2.0	(2.9)	12.0	11.9
영업이익률 (%)	11.8	12.4	12.8	14.1	14.9
영업외손익	(2.9)	1.9	0.8	(0.6)	(1.0)
금융손익	(1.5)	(2.1)	(0.0)	(0.5)	(1.0)
기타영업외손익	(1.3)	4.8	(0.2)	(1.1)	(1.0)
종속 및 관계기업관련손익	(0.1)	(0.8)	1.0	1.0	1.0
세전계속사업이익	49.7	55.4	52.8	57.7	64.2
법인세비용	5.1	10.1	9.8	11.0	12.2
계속사업이익	44.5	45.4	43.1	46.7	52.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	44.5	45.4	43.1	46.7	52.0
증가율 (%)	40.0	1.9	(5.0)	8.5	11.3
순이익률 (%)	10.0	10.5	10.6	11.3	11.9
(지배주주)당기순이익	44.6	45.3	42.9	46.5	51.8
(비지배주주)당기순이익	(0.1)	0.1	0.2	0.2	0.2
총포괄이익	42.5	45.2	44.7	46.7	52.0
(지배주주)총포괄이익	42.6	45.1	44.5	46.6	51.8
(비지배주주)총포괄이익	(0.1)	0.1	0.2	0.2	0.2
EBITDA	90.5	96.6	121.2	127.7	137.3
증가율 (%)	17.6	6.8	25.4	5.3	7.5
EBITDA 이익률 (%)	20.3	22.3	29.7	30.9	31.3

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	1,923	1,882	1,783	1,934	2,154
EPS (지배순이익, 원)	1,928	1,878	1,775	1,926	2,144
BPS (자본총계, 원)	9,100	10,740	12,201	13,891	15,800
BPS (지배지분, 원)	9,114	10,750	12,202	13,884	15,783
DPS (원)	238	250	250	250	250
PER (당기순이익, 배)	7.4	8.2	10.3	9.5	8.5
PER (지배순이익, 배)	7.3	8.2	10.3	9.5	8.6
PBR (자본총계, 배)	1.6	1.4	1.5	1.3	1.2
PBR (지배지분, 배)	1.6	1.4	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA (배)	3.5	3.8	3.3	2.8	2.3
배당성향 (%)	13.5	13.0	13.8	12.7	11.4
배당수익률 (%)	1.7	1.6	1.4	1.4	1.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	20.3	22.3	29.7	30.9	31.3
영업이익률 (%)	11.8	12.4	12.8	14.1	14.9
순이익률 (%)	10.0	10.5	10.6	11.3	11.9
ROA (%)	13.9	12.7	11.3	11.5	11.6
ROE (지배순이익, %)	23.6	18.9	15.5	14.8	14.5
ROIC (%)	23.7	20.6	18.1	20.7	22.7
안정성					
부채비율 (%)	56.5	42.8	32.2	26.9	23.7
순차입금비율 (%)	(4.5)	(3.9)	(16.4)	(25.9)	(32.5)
현금비율 (%)	52.9	54.3	92.6	130.7	169.7
이자보상배율 (배)	23.5	33.5	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	20.3	28.0	29.0	29.3	29.0
재고자산회수기간 (일)	25.0	26.4	28.8	28.5	28.8
매출채권회수기간 (일)	34.9	34.3	30.7	30.4	30.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

RFHIC (218410)

Not Rated

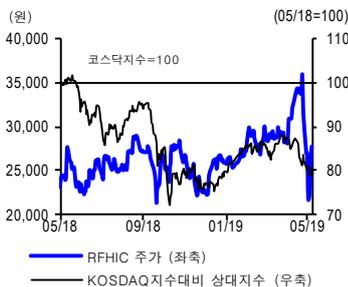
현재주가 (5월 29일) **27,800 원**

김현욱 **박형우**
(02) 3772-1545 **(02) 3772-2184**
hyunwook.kim@shinhan.co hyungwou@shinhan.com

KOSPI	2,023.32p
KOSDAQ	691.47p
시가총액	651.7 십억원
액면가	500 원
발행주식수	23.4 백만주
유동주식수	14.4 백만주(61.5%)
52 주 최고가/최저가	36,000 원/21,400 원
일평균 거래량 (60 일)	745,730 주
일평균 거래액 (60 일)	20,782 백만원
외국인 지분율	7.53%
주요주주	조덕수 외 9 인 38.51%

절대수익률	3개월	-4.1%
	6개월	14.9%
	12개월	15.8%
KOSDAQ 대비	3개월	1.4%
상대수익률	6개월	15.5%
	12개월	45.8%

주가차트



지금 내리는 비가 소나기이길

차세대 반도체 소재(GaN on SiC) 기술 보유 업체

차세대 반도체 소재인 GaN을 활용한 트랜지스터와 증폭기를 만든다. 주로 통신장비(기지국)와 방산에 쓰인다. 기존 LDMOS(실리콘) 대비 열전도성이 좋아 열이 많이 발생하는 5G 장비에 적합하다. 3.5GHz대에서는 LDMOS와 혼용되지만, 28GHz대에서는 독점적으로 GaN 소재의 트랜지스터가 쓰일 전망이다. 과거 4G 도입시 국내 고객사로의 전망 제한으로 13년 이후 실적 감소가 있었다. 하지만 현재 화웨이를 비롯해 글로벌 통신장비 업체로 고객사를 확대하며 과거보다 무선 통신 장비 업그레이드를 통한 장기적인 수혜가 가능한 구조다.

미중 갈등의 악영향: 화웨이로 매출에 빨간불

최근 미중 갈등의 영향으로 화웨이가 미국 정부로부터 거래제한 기업에 지정됐다. 주요 고객사인 화웨이(18년 매출 비중 45%)의 통신 장비 공급에 불확실성이 커졌다. 인텔, 퀄컴 등 화웨이의 핵심 미국 기업들이 현재 협력을 중단한 상황이다. 제재에 동참하는 기업들이 늘고 있다. 재고와 제재 전 부품 계약으로 내년 초까지는 장비 생산에 문제가 없다. 하지만 협상 타결 없이는 장기적인 장비 생산 차질이 불가피하다. 동사의 트랜지스터 공급도 불확실성이 커졌다.

GaN 트랜지스터 시장은 현재 3,000억 규모에서 2025년까지 연평균 22%의 성장을 지속하며 1.25조원으로 성장할 것으로 예상된다. 제재 전 동사의 GaN 트랜지스터 매출 규모는 2025년까지 전체 시장의 50% 가까이 점유율을 차지하며 5,960억 원 수준으로 예상됐다. 하지만 화웨이 제재 이슈가 지속된다면 25년 관련 매출은 4,552억원 수준으로 감소할 전망이다. 감소 효과는 2020년부터 나타날 전망이다.

미중 갈등은 과거부터 주가를 늘려온 주요 원인

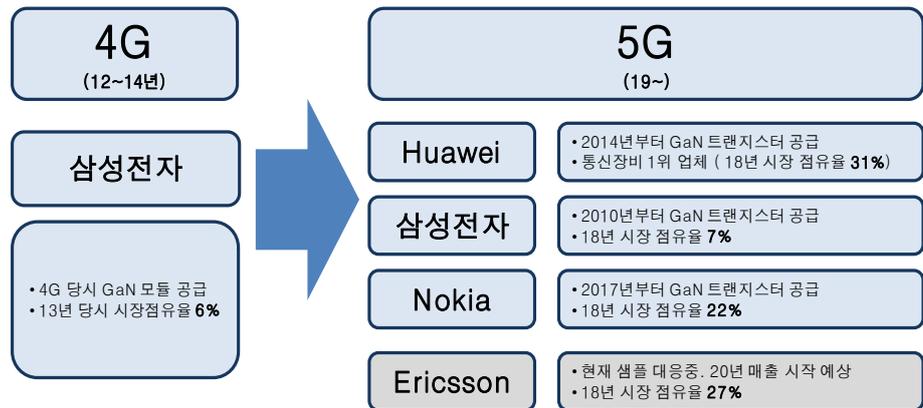
화웨이 제재 이후 주가는 고점(5/15) 대비 40% 급락 후 최근 반등했다. 제재 지속 가정시 19F, 20F PER은 각각 19.7배, 16.0배 수준(Peer 평균 20.4배/13.8배)이다. 5G 수혜는 20년부터로 예상된다. 20F PER은 향후 낮아질 가능성이 크다. 지난해 하반기 이후 상대주가 수익률은 최근 하락 전에도 국내 통신장비 업체 평균(+162%)대비 낮은 +55%였다. 미중 갈등의 압박이 과거에도 존재했다고 판단된다.

미중 협상 조기 타결시 고객사 Risk 해소에 따른 주가 급등과 즉각적인 실적 추정치 상승이 가능하다. 반대로 협상이 지연된다면, 타 장비업체들의 화웨이 제재 반사 수혜가 예상되며, 타 업체들로부터의 GaN 트랜지스터 주문이 가시화되는 시점에 주가 상승이 가능할 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2017	62.1	8.1	6.6	6.1	280	9.8	5,587	60.0	32.0	3.0	5.4	(16.2)
2018	108.1	26.7	27.2	24.1	1,081	286.0	6,976	22.8	16.2	3.5	17.2	(42.1)
2019F	146.8	34.9	35.7	31.9	1,376	27.3	7,669	19.7	14.1	3.5	19.0	(40.8)
2020F	178.6	44.2	44.9	39.6	1,687	22.7	9,157	16.0	10.8	3.0	20.1	(45.3)
2021F	237.3	59.7	60.3	53.2	2,270	34.5	11,227	11.9	7.8	2.4	22.3	(46.6)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

RFHIC의 GaN on SiC 트랜지스터 고객사 비교



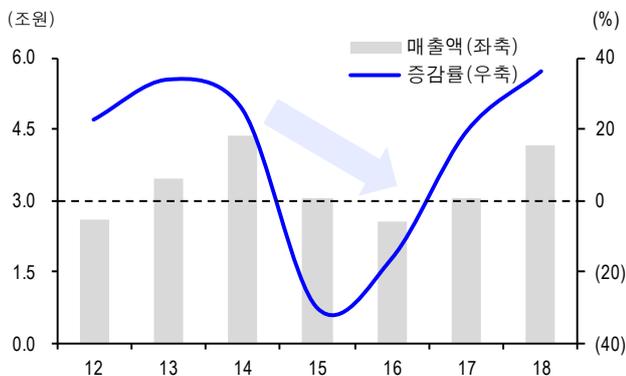
자료: RFHIC, 신한금융투자

RFHIC의 분기별 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	22.1	28.7	28.6	28.8	34.8	29.9	38.3	43.8	41.3	43.5	46.2	47.6	108.1	146.9	178.6
QoQ	24.5	30.1	(0.6)	0.8	21.1	(14.2)	28.2	14.3	(5.6)	5.1	6.2	3.1	-	-	-
YoY	-	-	98.8	62.4	57.9	4.1	34.2	52.3	18.7	45.4	20.4	8.6	74.4	35.9	21.6
GaN 트랜지스터	16.1	20.9	20.8	21.0	26.4	20.5	29.0	34.4	31.7	33.1	35.8	37.2	78.8	110.3	137.8
전력증폭기(통신)	1.3	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	6.3	6.5	6.2
전력증폭기(레이더)	4.2	5.5	5.4	5.5	6.3	7.1	7.1	7.1	7.6	8.2	8.1	8.2	20.6	27.6	32.1
MMIC	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.7	0.6	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7	2.4	2.4	2.5
매출 비중	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GaN 트랜지스터	72.9	72.9	72.9	72.9	75.7	68.6	75.7	78.6	76.6	76.1	77.6	78.2	72.9	75.1	77.2
전력증폭기(통신)	5.8	5.8	5.8	5.8	4.7	5.4	4.2	3.6	3.8	3.6	3.4	3.2	5.8	4.4	3.5
전력증폭기(레이더)	19.1	19.1	19.1	19.1	18.1	23.8	18.5	16.3	18.3	18.8	17.6	17.2	19.1	18.8	18.0
MMIC	2.2	2.2	2.2	2.2	1.4	2.2	1.7	1.5	1.2	1.5	1.4	1.4	2.2	1.7	1.4
영업이익	4.8	7.4	7.5	7.0	7.7	7.5	9.3	10.4	10.3	10.9	11.5	11.8	26.7	35.0	44.4
QoQ	147.7	52.0	1.5	(6.1)	10.1	(2.8)	23.5	12.5	(1.1)	5.4	5.4	2.8	-	-	-
YoY	-	-	402.8	258.8	59.4	2.0	24.1	48.7	33.5	44.7	23.5	12.9	675.7	30.9	27.1
영업이익률	22.0	25.7	26.2	24.4	22.2	25.1	24.2	23.8	25.0	25.0	24.8	24.8	24.7	23.8	24.9

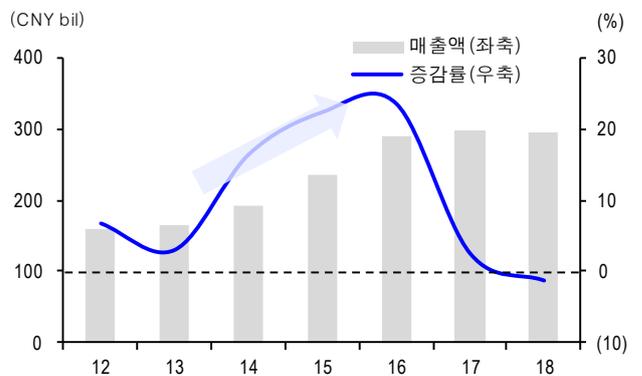
자료: 회사자료, 신한금융투자 추정 / 주: 분기 사업부별 매출구성은 자사 추정치

삼성전자 통신 장비 사업부 매출액 추이



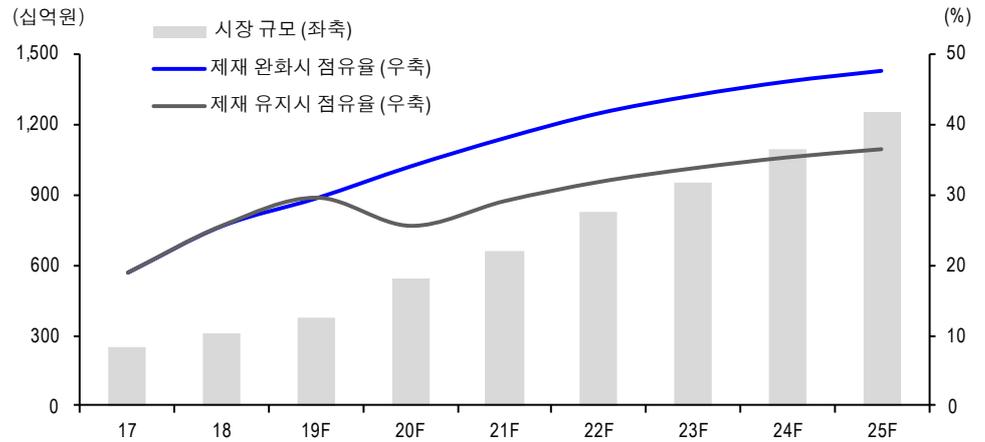
자료: 회사 자료, Bloomberg, 신한금융투자

화웨이 통신장비(Carrier) 매출액 추이



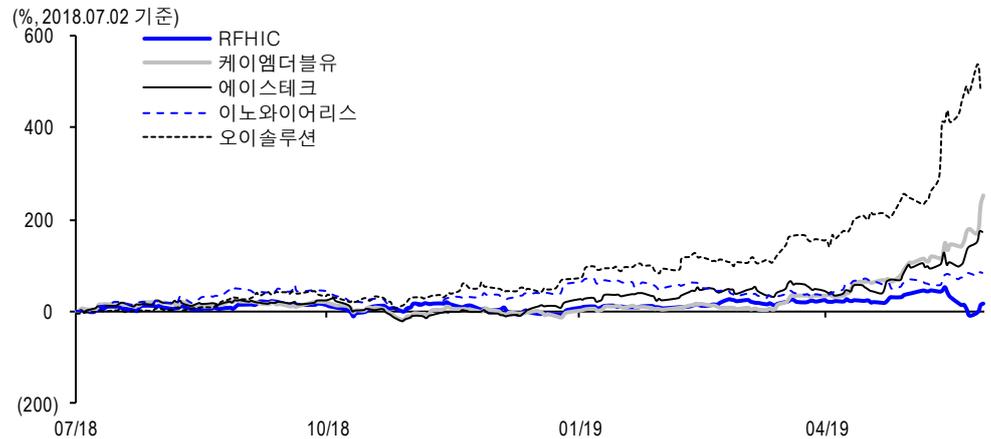
자료: Huawei, 신한금융투자

GaN 트랜지스터 시장 규모와 Huawei 제재 시나리오별 RFHIC의 시장 점유율 추이 및 전망



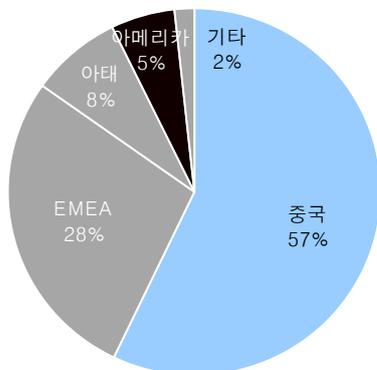
자료: RFHIC, 신한금융투자 추정

국내 5G 장비 업체 상대주가 추이



자료: RFHIC, 신한금융투자 추정

화웨이의 지역별 통신장비 매출 비중 (18년 기준, 추정)

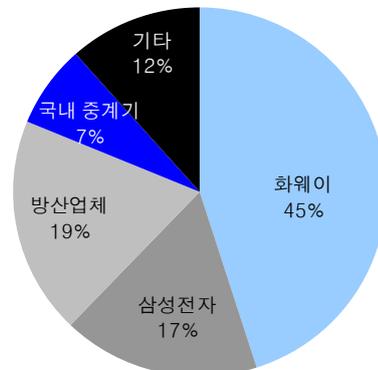


자료: Huawei, SA, 신한금융투자 추정

주: 미중갈등 제재로 인한 화웨이 통신장비 타격 정도를 색으로 표시.

하늘색: 상대적으로 양호, 회색: 보통, 검은색: 상대적으로 심각

RFHIC의 매출처 구성 (18년 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	155.1	234.3	281.0	321.8	391.1
유동자산	107.2	178.2	231.8	277.0	349.9
현금및현금성자산	35.5	80.6	83.1	115.5	138.4
매출채권	16.3	22.5	34.2	37.2	48.7
채고자산	49.7	47.3	72.0	78.3	102.5
비유동자산	47.9	56.1	49.2	44.8	41.2
유형자산	36.0	40.5	41.9	38.0	34.7
무형자산	6.2	5.5	5.1	4.7	4.3
투자자산	3.6	8.3	0.1	0.1	0.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	27.6	70.6	93.6	98.5	117.8
유동부채	24.9	43.7	65.4	70.2	88.7
단기차입금	14.0	7.5	10.3	10.3	10.3
매입채무	3.8	7.2	10.9	11.9	15.5
유동성장기부채	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.7	26.9	28.1	28.3	29.1
사채	1.4	25.4	26.0	26.0	26.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	127.4	163.7	187.4	223.3	273.3
자본금	11.0	11.2	11.2	11.2	11.2
자본잉여금	52.5	60.8	61.1	61.1	61.1
기타자본	(1.5)	0.4	0.4	0.4	0.4
기타포괄이익누계액	(0.2)	0.1	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	61.3	84.0	106.7	141.8	190.7
지배주주지분	123.1	156.6	179.8	214.9	263.8
비지배주주지분	4.3	7.1	7.6	8.4	9.5
*총차입금	18.2	32.9	36.2	36.2	36.2
*순차입금(순현금)	(20.6)	(68.9)	(79.3)	(114.5)	(148.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	5.2	48.1	12.5	39.8	38.5
당기순이익	6.1	25.4	32.3	40.6	54.7
유형자산상각비	2.4	2.7	4.3	3.9	3.3
무형자산상각비	0.6	0.9	0.6	0.4	0.4
외화환산손실(이익)	0.2	0.2	(0.2)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(5.3)	15.9	(24.0)	(5.1)	(19.8)
(법인세납부)	(1.4)	(0.5)	(4.3)	(4.5)	(6.1)
기타	2.6	3.5	3.8	4.5	6.0
투자활동으로인한현금흐름	3.1	(29.6)	(8.7)	(2.8)	(10.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(2.1)	(7.5)	(5.7)	0.0	0.0
유형자산의감소	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.5)	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(2.7)	(5.2)	8.3	(0.0)	(0.0)
기타	8.4	(17.2)	(11.1)	(2.8)	(10.9)
FCF	0.5	40.0	9.3	38.9	36.6
재무활동으로인한현금흐름	(1.9)	26.0	(1.3)	(4.7)	(4.7)
차입금의증가(감소)	(1.1)	22.2	2.8	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	1.1	4.3	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(1.1)	(4.5)	(4.7)	(4.7)
기타	(1.9)	0.6	0.4	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.2)	0.1	0.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	6.2	44.6	2.5	32.4	22.9
기초현금	29.8	36.0	80.6	83.1	115.5
기말현금	36.0	80.6	83.1	115.5	138.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	62.1	108.1	146.8	178.6	237.3
증가율 (%)	1.3	74.2	35.8	21.6	32.9
매출원가	41.0	61.4	87.7	105.5	140.1
매출총이익	21.0	46.7	59.1	73.0	97.3
매출총이익률 (%)	33.9	43.2	40.3	40.9	41.0
판매관리비	12.9	20.0	24.2	28.6	37.2
영업이익	8.1	26.7	35.0	44.4	60.1
증가율 (%)	47.7	230.8	30.9	27.1	35.3
영업이익률 (%)	13.0	24.7	23.8	24.9	25.3
영업외손익	(1.5)	0.5	0.8	0.7	0.7
금융손익	0.3	(0.0)	0.4	0.2	0.2
기타영업외손익	(1.8)	0.5	0.4	0.5	0.5
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	6.6	27.2	35.8	45.1	60.7
법인세비용	0.4	1.8	3.4	4.5	6.1
계속사업이익	6.1	25.4	32.3	40.6	54.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	6.1	25.4	32.3	40.6	54.7
증가율 (%)	10.1	314.6	27.3	25.5	34.7
순이익률 (%)	9.9	23.5	22.0	22.7	23.0
(지배주주)당기순이익	6.1	24.1	31.9	39.8	53.6
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	1.3	0.4	0.8	1.1
총포괄이익	5.7	25.7	32.5	40.6	54.7
(지배주주)총포괄이익	5.7	24.4	32.8	41.0	55.2
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	1.3	(0.3)	(0.4)	(0.5)
EBITDA	11.0	30.2	39.8	48.8	63.8
증가율 (%)	36.7	173.8	31.7	22.4	30.8
EBITDA 이익률 (%)	17.8	28.0	27.1	27.3	26.9

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

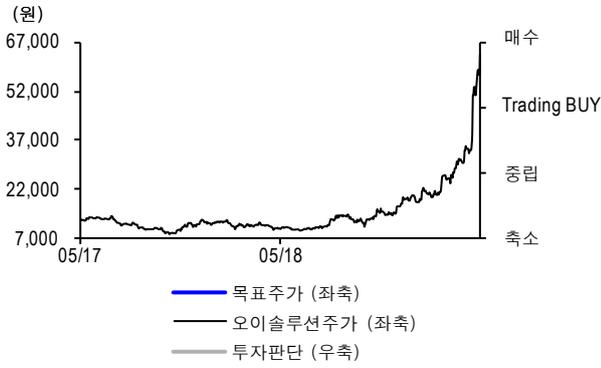
주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	279	1,140	1,394	1,722	2,317
EPS (지배순이익, 원)	280	1,081	1,376	1,687	2,270
BPS (자본총계, 원)	5,783	7,294	7,993	9,515	11,631
BPS (지배지분, 원)	5,587	6,976	7,669	9,157	11,227
DPS (원)	50	200	200	200	200
PER (당기순이익, 배)	60.1	21.6	19.4	15.7	11.7
PER (지배순이익, 배)	60.0	22.8	19.7	16.0	11.9
PBR (자본총계, 배)	2.9	3.4	3.4	2.8	2.3
PBR (지배지분, 배)	3.0	3.5	3.5	3.0	2.4
EV/EBITDA (배)	32.0	16.2	14.1	10.8	7.8
배당성향 (%)	17.8	18.6	14.7	11.9	8.8
배당수익률 (%)	0.3	0.8	0.7	0.7	0.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	17.8	28.0	27.3	28.1	27.8
영업이익률 (%)	13.0	24.7	23.8	24.7	25.1
순이익률 (%)	9.9	23.5	22.0	22.6	22.9
ROA (%)	4.3	13.0	12.6	13.5	15.4
ROE (지배순이익, %)	5.4	17.2	19.0	20.1	22.3
ROIC (%)	8.9	26.7	31.9	33.7	39.7
안정성					
부채비율 (%)	21.7	43.1	49.5	43.2	42.0
순차입금비율 (%)	(16.2)	(42.1)	(40.8)	(45.3)	(46.6)
현금비율 (%)	142.3	184.3	123.1	146.9	133.4
이자보상배율 (배)	27.2	17.9	64.6	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	1.1	2.1	2.8	2.7	3.0
재고자산회수기간 (일)	293.3	163.7	148.4	153.6	139.0
매출채권회수기간 (일)	86.4	65.4	70.4	72.9	66.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자의견 및 목표주가 추이

오이솔루션 (138080)

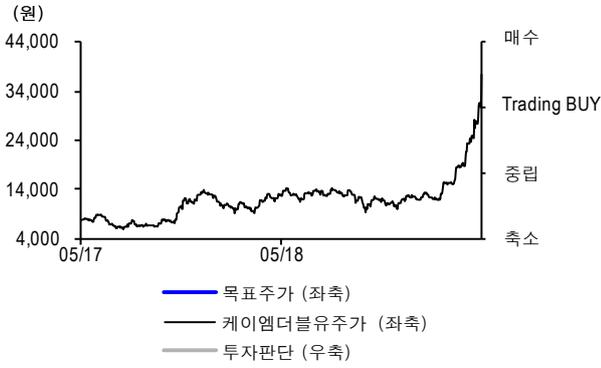


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

케이엠더블유 (032500)

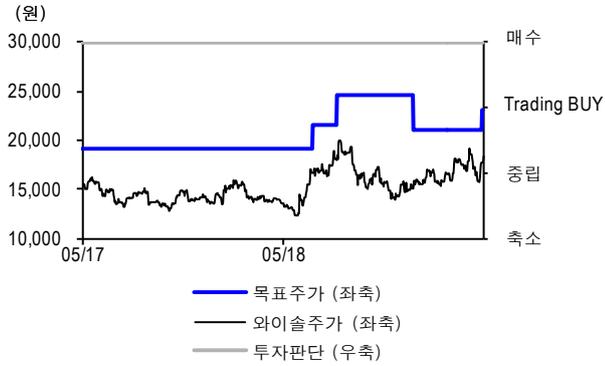


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

와이슬 (122990)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2017년 04월 12일	매수	19,113	(22.8)	(15.3)
2017년 10월 13일		6개월경과	(25.7)	(16.8)
2018년 04월 14일		6개월경과	(27.3)	(11.1)
2018년 07월 23일	매수	21,500	(19.7)	(12.1)
2018년 09월 05일	매수	24,500	(34.2)	(18.6)
2019년 01월 22일	매수	21,000	(20.7)	(8.8)
2019년 05월 27일	매수	23,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 손승우, 윤창민, 박형우, 최유준, 김규리, 김현욱)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기회사(와이솔)를 기초자산으로 한 주식의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

코 매 터	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 	섹 터	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----------------------	---	----------------	--

