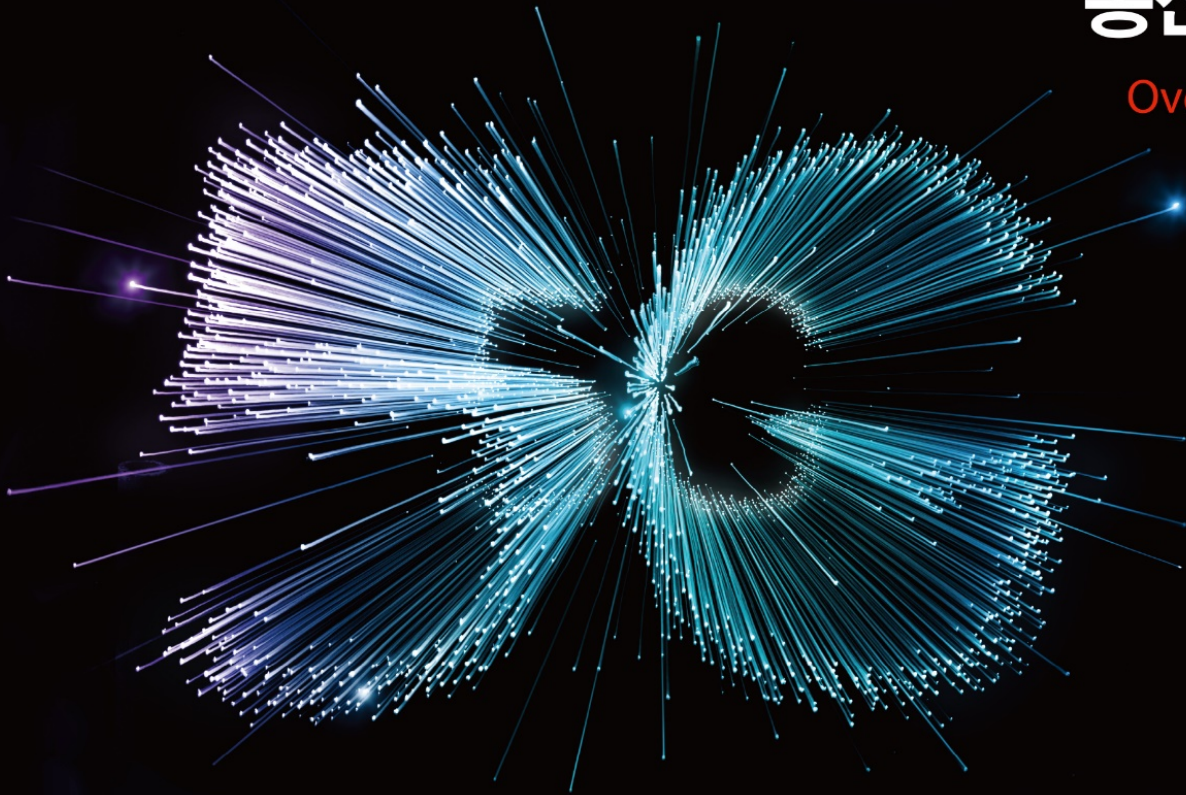


통신장비

Overweight



5G 통신장비 2021년 실적 전망

5G 투자 길라잡이 3

Part I 2021년 상반기 5G 통신장비 산업 Review

Part II 2021년 5G 통신장비 업종 전망

Part III 2021년 실적 전망 및 Valuation



통신/미디어 Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
대한광통신 (010170)	Not Rated	-

관심종목

종목	투자판단	적정주가
서진시스템 (178320)	Not Rated	-
RFHIC (218410)	Buy	50,000원
원스 (136540)	Buy	22,000원

5G 통신장비 2021년 실적 전망

5G 투자 길라잡이 3

Contents

Summary	3
Key Chart	4
1. 2021년 상반기 5G 통신장비 산업 Review	8
1) 2021년 상반기 주가 Review	8
2) 2020년 & 1Q21 실적 Review	10
2. 2021년 5G 통신장비 업종 전망	11
1) 글로벌 5G 투자 현황	11
2) Samsung Networks: 언더독의 반란	20
3) 글로벌 광섬유 시장 재도약	26
3. 2021년 실적 전망 및 Valuation	45
1) 2Q21 실적 Preview	45
2) 투자전략 및 Valuation	48
기업분석	
대한광통신 (010170) 3년 만에 찾아온 기회	50
서진시스템 (178320) 5G에 이어 이차전지 부품 양산 시작	54
RFHIC (218410) 질주하는 전력 반도체	58
원스 (136540) 조용히 오래가는 주식	61

Summary

1H21 주가 및 실적 Review

1H21 국내 네트워크 장비 섹터 주가는 대부분 부진한 수익률을 기록하고 있다. 조사 대상 27개 종목 중 2020년 매출액이 전년 대비 증가한 업체는 9개, 영업이익 증가나 흑자전환을 달성한 종목은 6개에 불과했으나, 1Q21 매출액과 영업이익이 전년 대비 개선된 업체는 각각 18개, 12개로 2020년 코로나19로 인해 지연된 5G 투자가 재개되면서 소폭 개선된 것으로 파악된다.

글로벌 5G 투자 본격화

2021년 5월 기준 전세계 70개 국가, 167개 통신사들이 5G 상용화에 성공했다. 현재 전세계 5G 서비스 이용자수는 약 3억명으로 단말기 라인업 확대에 2026년에는 35억명을 돌파할 전망이다. 선제적으로 대규모 투자를 단행한 한국의 2021년 CAPEX는 전년 수준을 유지하나, 중국과 미국의 2021년 CAPEX는 각각 530억달러(+9.8% YoY), 508억달러(+15.2% YoY)로 올해부터 5G 인프라 구축을 본격적으로 시작할 전망이다.

삼성전자의 유럽 공략

2020년 코로나19 확산으로 주춤했지만 글로벌 네트워크 장비 시장에서 삼성전자의 위상은 계속 커지고 있다. 우수한 제품 경쟁력과 미중 무역분쟁 반사수혜까지 더해져 삼성전자는 미국에 이어 일본, 인도, 동남아 시장으로 진출하고 있으며, 최근 영국 Vodafone과도 5G 공급 계약을 체결하면서 유럽 시장 진출의 교두보를 마련했다. 삼성전자 네트워크사업부 매출액은 2020년 3.6조원(-27.0% YoY)을 기록했으나, 2021년에는 전년 대비 +32.8% 증가한 4.8조원을 전망한다.

글로벌 광섬유 시장 재도약

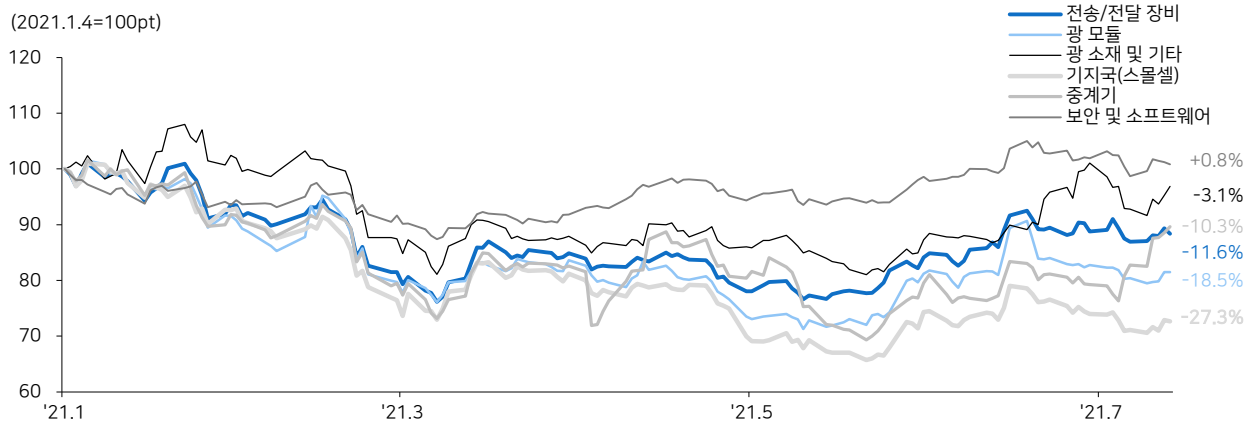
글로벌 광섬유 시장은 지난 3년 간의 침체기를 지나 향후 장기적인 호황기를 맞이할 전망이다. 글로벌 광섬유 시장 성장 배경은 초고속인터넷 보급 확대, 글로벌 5G 수요 증가, 대규모 데이터센터 구축 등이다. 특히, 코로나19 사태로 비대면 근무 환경에 대한 요구가 증가하면서 전세계 주요 국가들은 앞다투어 초고속인터넷 인프라 정책들을 발표하고 있다. 중국발 공급 파장으로 일시적인 약세 사이클에 진입해 있는 글로벌 광섬유 시장은 2021년 507M f.km로 성장을 재개해 2024년에는 619M f.km에 달할 전망이다. 국내 광섬유 수출 데이터를 살펴보면, 최근 5~6월 수출증량이 호황기였던 2016년 수준까지 회복된 것을 확인할 수 있으며, 대한광통신, LS전선 등 장기간 실적 부진이 이어졌던 국내 광섬유/광케이블 업체들 역시 점진적으로 실적이 개선될 전망이다.

2021년 실적 전망 및 Top Pick : 대한광통신(010170)

2021년에는 27개의 국내 네트워크 장비 업체 대부분 외형 성장 및 이익 개선이 가능할 전망이다. 이 중 글로벌 광섬유 수요 회복에 따른 실적 턴어라운드가 기대되는 대한광통신(010170)을 Top Pick으로 제시한다. 서진시스템(178320)의 통신장비 매출은 삼성전자의 해외 사업이 호조를 보이면서 매 분기 성장이 예상되며, 하반기부터 시작되는 전기차 관련 부품 모멘텀이 추가되면서 투자 심리가 빠르게 회복될 전망이다.

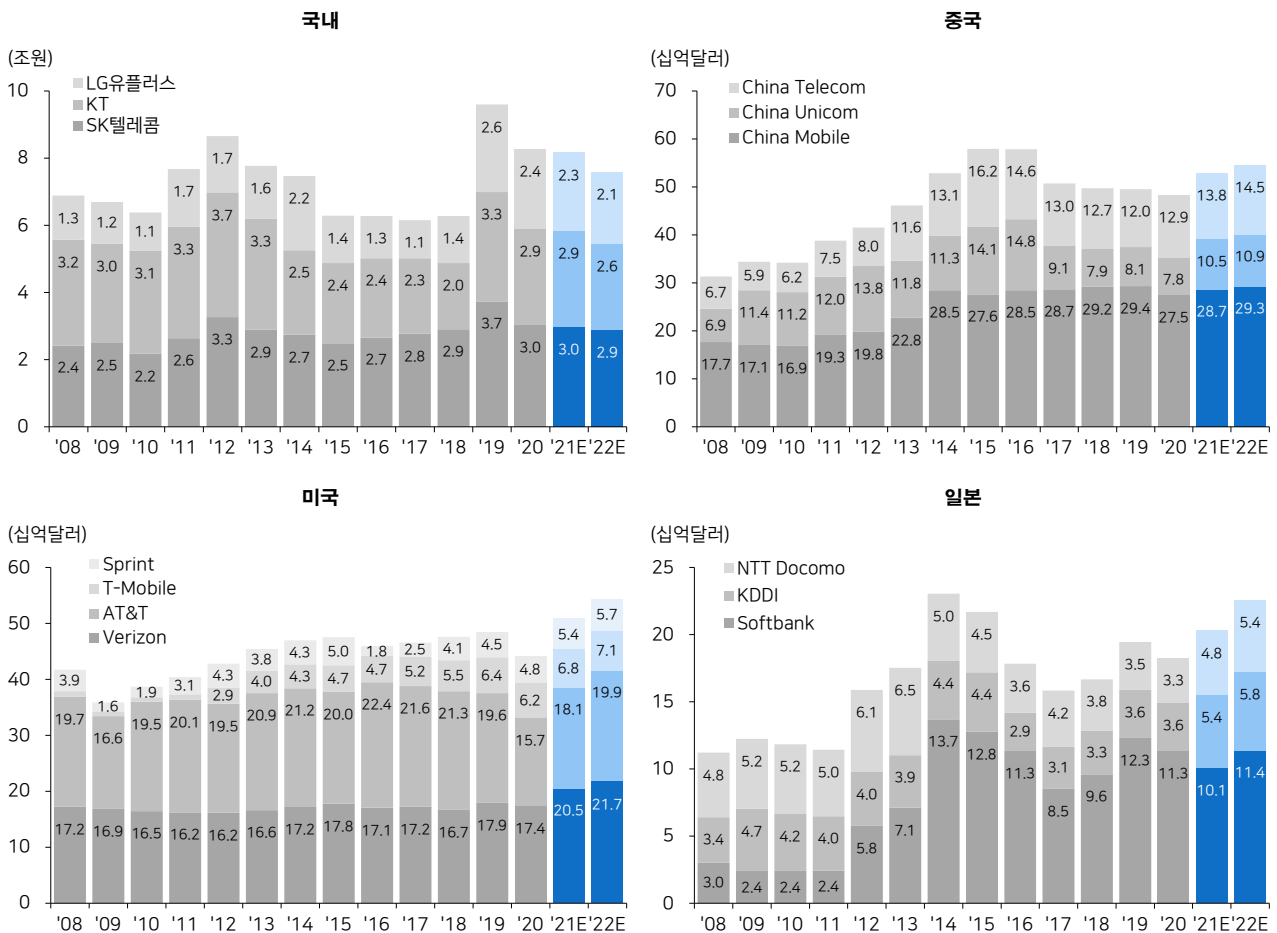
Key Chart

그림1 2021년 상반기 국내 네트워크 장비 분야별 주가 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주요 국가별 CAPEX 추이 및 전망



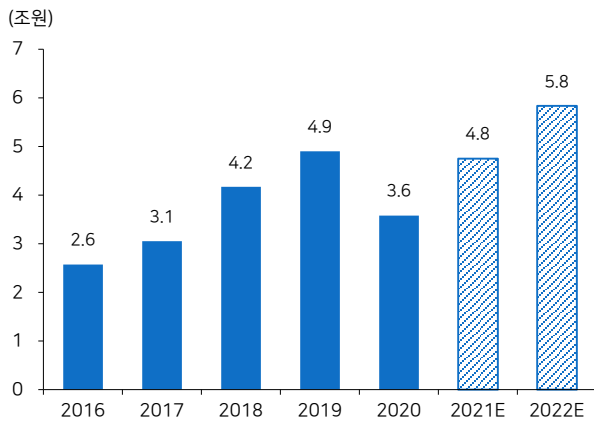
자료: 각 사, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼성전자 5G 장비 공급 체결 국가 및 통신사



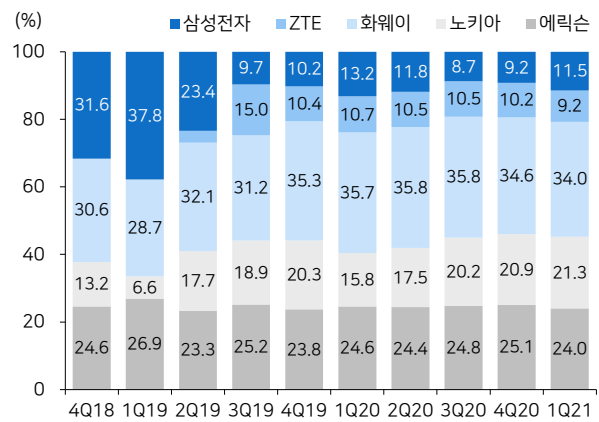
자료: 삼성전자, 언론, 메리츠증권 리서치센터

그림4 삼성전자 네트워크사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

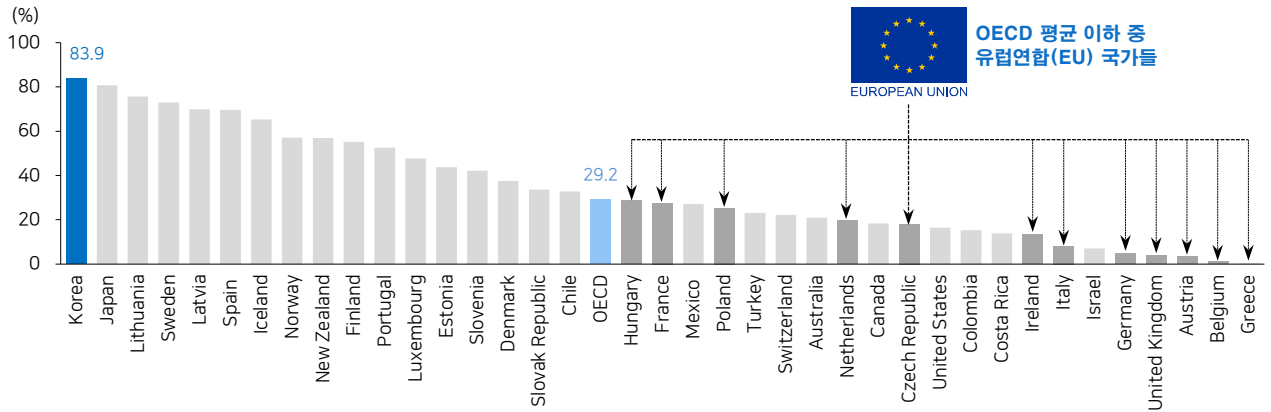
그림5 글로벌 RAN 장비 시장 점유율 추이



주: 2Q20부터 1Q21까지 시장 점유율은 당사 추정치

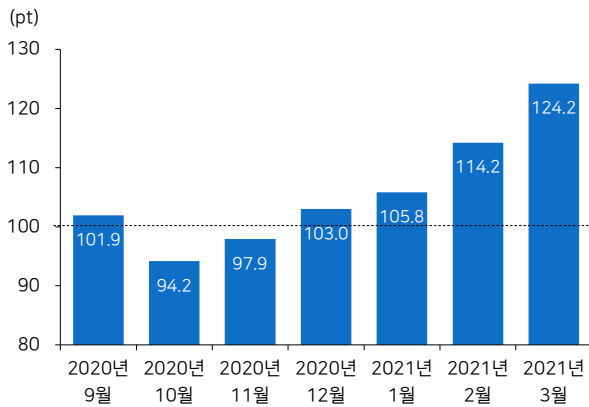
자료: Dell'oro, 메리츠증권 리서치센터

그림6 국가별 통신망 내 광케이블 설치 비율 현황 (2020년 6월 기준)



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

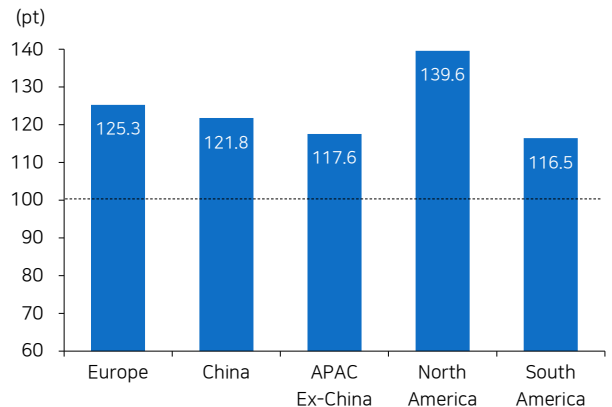
그림7 글로벌 광케이블 인덱스(FOCI) 월별 추이



자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

주: 100 이상일 경우 시장 확장 국면, 100 이하일 경우 시장 축소 국면

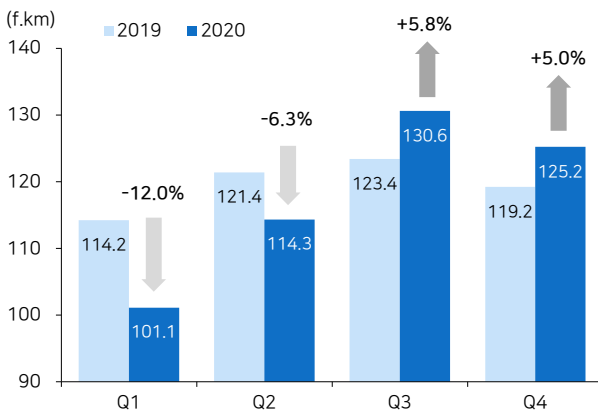
그림8 글로벌 광케이블 인덱스(FOCI) 지역별 추이



자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

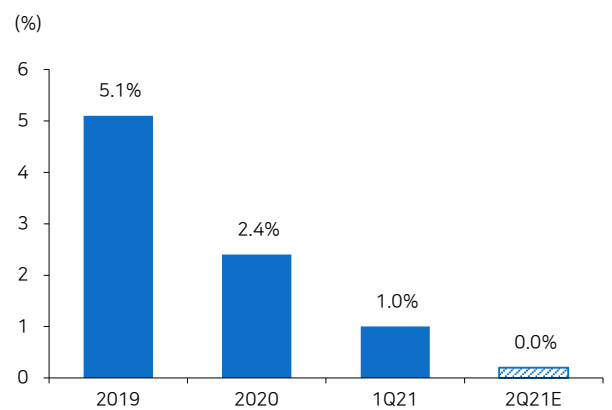
주: 100 이상일 경우 시장 확장 국면, 100 이하일 경우 시장 축소 국면

그림9 글로벌 광섬유 수요 비교



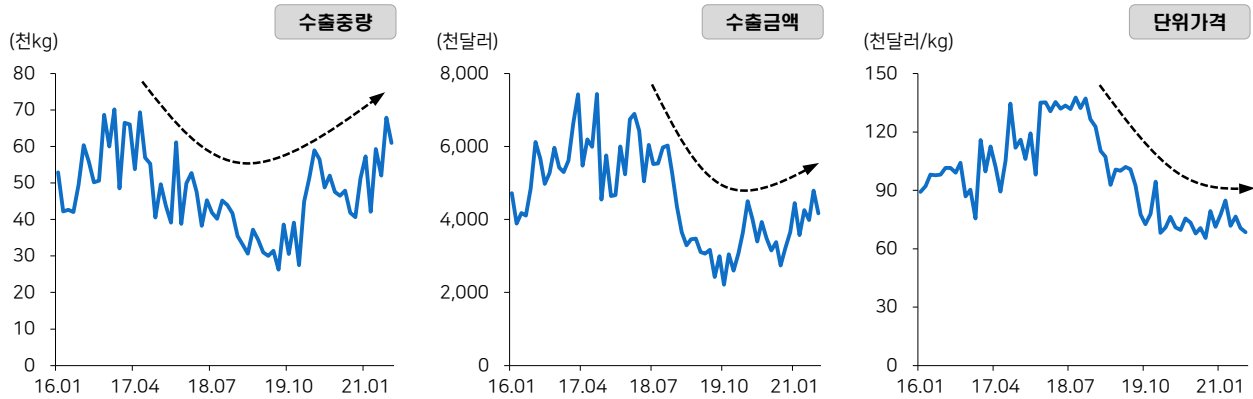
자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 광섬유 재고 정상화



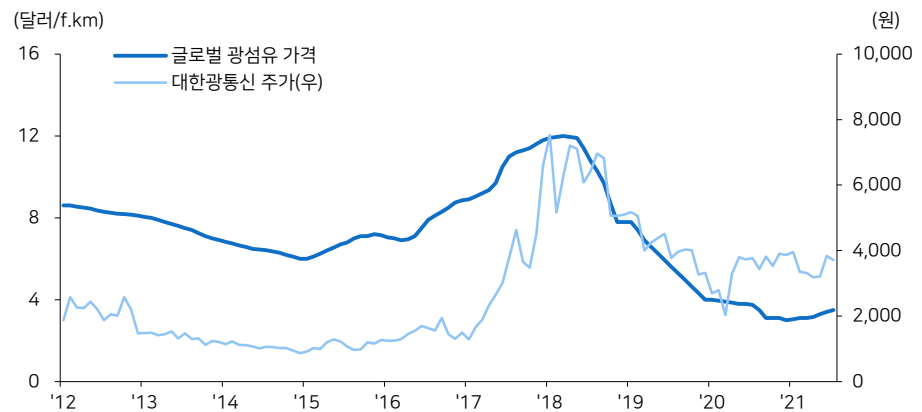
자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

그림11 국내 광섬유 수출 데이터



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 광섬유 가격과 대한광통신 주가 추이



자료: CRU, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표1 글로벌 광섬유/광케이블 Peer 밸류에이션

		시가총액		PER (x)		PBR (x)		매출액*		영업이익*		당기순이익*		EV/EBITDA (x)	
		(십억원)	(백만달러)	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
글로벌	FYBR	8,245	7,227	20.8	73.9	N/A	N/A	6,550.5	6,052.0	858.0	488.0	N/A	N/A	5.6	6.6
	OCC	33	29	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Corning	38,676	33,901	19.0	16.7	2.5	2.5	13,720.4	14,405.3	2,546.1	2,818.3	1,984.6	1,928.3	10.2	9.6
	COMM	4,796	4,204	10.6	8.8	6.1	4.5	8,710.2	8,977.0	1,163.9	1,275.6	-180.5	-47.0	10.4	9.3
	BDC	2,399	2,103	12.8	11.7	2.3	2.0	2,163.9	2,233.1	265.3	284.7	113.1	142.0	9.8	8.7
	STRETCH	1,823	1,598	23.7	17.4	5.2	4.4	848.6	1,010.6	131.5	163.3	70.3	97.7	12.3	9.7
중국	Fiberhome	3,721	3,213	31.9	27.1	1.6	1.6	4,022.5	4,438.4	N/A	N/A	115.6	130.2	11.6	10.1
	YOFC	2,202	1,930	32.2	26.0	1.9	1.8	1,376.8	1,524.4	87.1	115.7	87.7	108.7	13.5	11.2
	ZTT	5,572	4,884	9.6	8.6	1.2	1.1	7,630.8	8,037.6	622.3	695.9	511.5	578.0	N/A	N/A
	HTGD	5,029	4,408	17.6	14.6	1.4	1.3	5,611.9	6,334.3	330.6	449.6	227.4	264.9	10.5	9.8
	Kaile Science	1,427	1,251	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Tdii	868	760	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
국내	대한광통신	274	240	N/A	12.0	1.9	1.7	139.7	203.6	-12.2	24.7	-10.9	22.8	N/A	N/A

주: *국내업체는 십억원, 해외업체는 백만 달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1. 2021년 상반기 5G 통신장비 산업 Review

1) 2021년 상반기 주가 Review

전반적으로 부진한
2021년 상반기 주가 수익률

연초부터 지금까지 국내 네트워크 장비 섹터의 주가 흐름을 살펴보면, 장비 종류를 불문하고 전반적으로 부진한 수익률을 기록하고 있다. 보안 및 소프트웨어 주가 수익률(+0.8%)이 상대적으로 양호했으나, 이 역시 코스닥(+7.6%) 대비로는 실망스러운 수준이다. 네트워크 장비 중 가장 부진한 주가 흐름이 나타난 분야는 기지국(스몰셀)으로 코로나19 확산에 따른 국내외 통신사들의 5G 투자 지연이 지속되면서 실적 부진이 장기화됐기 때문이다. 기지국(스몰셀) 업체 가운데 2020년 주가 상승폭이 가장 컸던 케이엠더블유와 에이스테크의 경우 반대로 2021년에는 가장 큰 폭의 하락세를 기록 중이다.

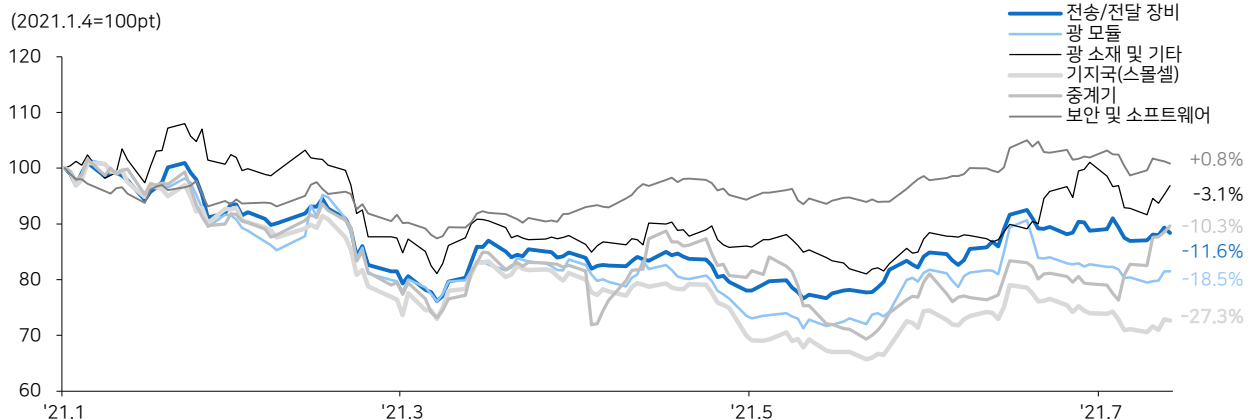
코로나19로 인한 투자 지연이
주가 부진의 주요인

국내 통신 3사 의존도가 높은 광전송/전달 장비 업체들은 국내 5G 투자 지연으로 실적 부진과 주가 하락이 동시에 나타났으며, 광 소재 및 부품 업체 중 대한광통신은 글로벌 광섬유 공급 과잉 우려가 지속되면서 연초 대비 -5.5% 수익률이 하락했다. 중계기 업체 중 쉐리드 주가는 장비 발주 기대감에 한 때 11,800원까지 상승했으나, 잇따른 실적 부진으로 현재는 연초 대비 -20.7% 하락했다. 국내 네트워크 장비 업체 중 피파아이(광모듈), CS, 기산텔레콤(이상 중계기)의 경우 정치 테마주로 분류되어 주가가 단기 급등했으나, 기업 펀더멘털과 무관한 이슈인 만큼 조정이 불가피할 전망이다.

섹터 투자 매력 하락으로
5G 투자 스타일에도 변화

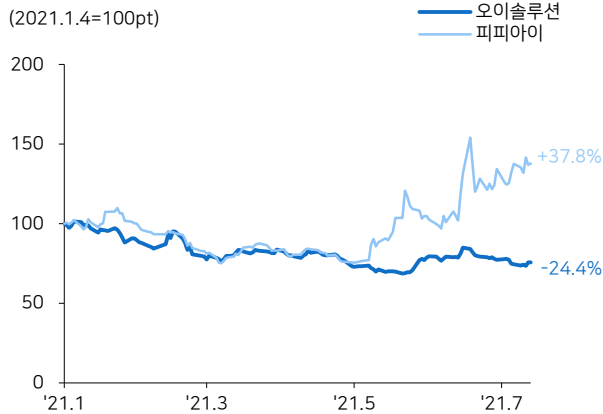
2019~2020년 주가 흐름을 2021년에도 이어갈 것이라는 기대가 컸으나, 국내외 주요 통신 사업자들의 기약 없는 투자 지연으로 기대감이 실망감으로 바뀌면서 5G 통신장비 섹터에 대한 투자 매력도가 하락했다. 현재 투자자들의 관심은 과거 높은 멀티플을 받아왔던 기지국(스몰셀) 업체들 보다는 그동안 소외되어 왔던 중목들 가운데 업황이나 실적 개선의 여지가 보이는 종목들 위주로 집중되고 있다.

그림13 2021년 상반기 국내 네트워크 장비 분야별 주가 추이



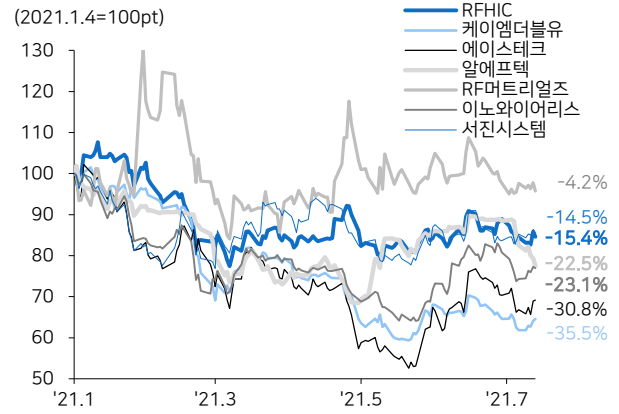
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림14 광모듈 업체 주가 추이



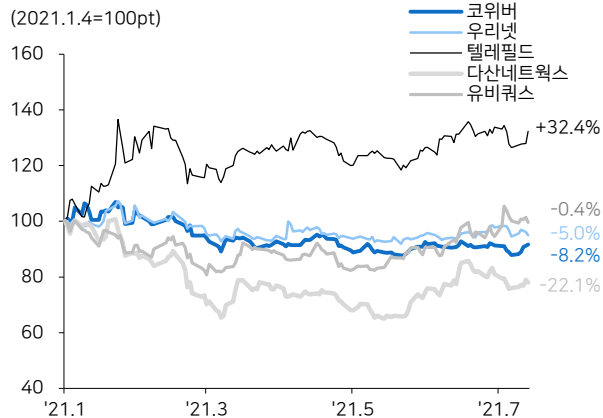
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림15 기지국(스몰셀) 업체 주가 추이



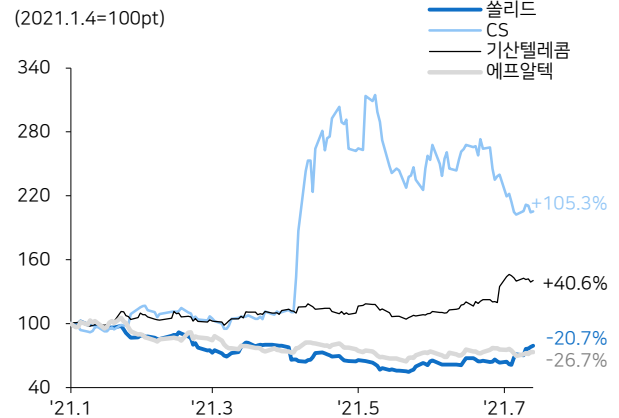
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림16 전송/전달 장비 업체 주가 추이



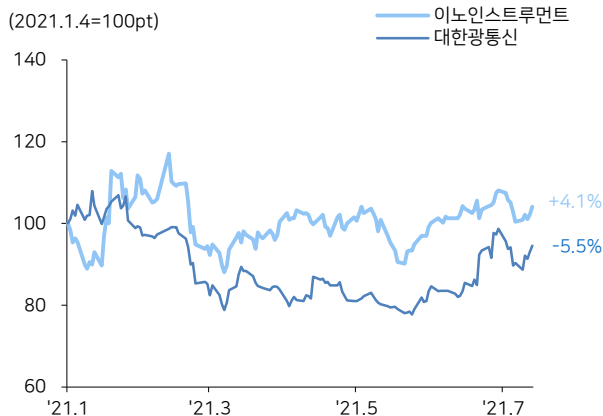
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림17 중계기 업체 주가 추이



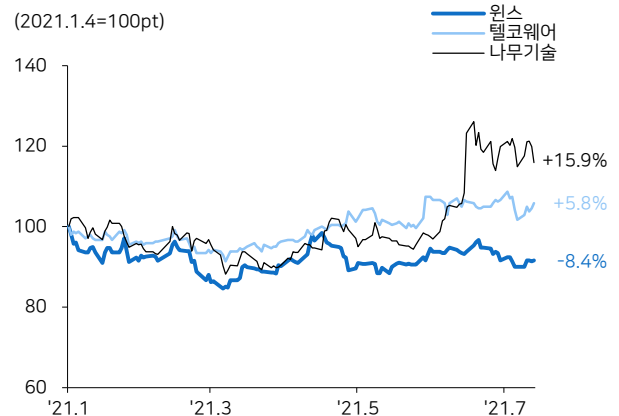
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림18 광 소재 및 기타 업체 주가 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림19 보안 및 소프트웨어 업체 주가 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

2) 2020년 & 1Q21 실적 Review

2020년 코로나19 충격에서
벗어나고 있는 1Q21 실적

조사 대상인 27개의 국내 통신장비 업체 가운데 2019년 대비 2020년 매출액이 증가한 종목은 9개, 영업이익 증가나 흑자전환을 달성한 종목은 6개로 나타났다. 유례 없는 코로나19 팬데믹으로 국내외 주요 통신사들의 투자 의사 결정이 지연 되면서 국내 통신장비 섹터 전반적으로 외형 축소 및 수익성 감소가 불가피했다. 반면, 1Q21 매출액과 영업이익이 전년 동기 대비 개선된 업체는 각각 18개, 12개로, 1Q20의 낮은 기저효과와 전방 산업의 투자 심리가 회복되면서 전체적으로 개선된 실적을 기록했다.

표2 국내 주요 네트워크 장비 업체 2020년 및 1Q21 실적 Review

(십억원)	2020년						1Q21						자산	자본	부채	부채비율
	Sales	(%YoY)	OP	(%YoY)	NP	(%YoY)	Sales	(%YoY)	OP	(%YoY)	NP	(%YoY)	(%)			
코위버	80.9	-28.5	3.2	-72.6	5.6	-72.9	11.9	-10.5	0.0	적축	0.8	흑전	145.7	121.9	23.8	19.5
우리넷	52.4	-28.9	-3.3	적전	-11.7	적전	14.2	16.9	-0.7	적축	-0.8	적축	96.6	59.0	37.6	63.6
텔레필드	40.0	-29.3	-5.8	적전	-6.9	적전	3.8	-56.3	-2.6	적전	-3.7	적축	54.3	17.1	37.3	218.4
다산네트웍스	405.0	-8.1	-5.8	적축	-29.9	적축	104.9	55.4	-19.6	적축	-25.1	적축	492.9	270.1	222.8	82.5
유비쿼스	110.5	6.3	19.0	55.2	16.1	44.5	31.8	19.7	7.0	68.9	7.1	118.3	143.5	105.9	37.6	35.5
머큐리	117.8	6.1	3.4	60.0	8.2	252.4	27.7	68.2	2.1	흑전	1.6	흑전	120.0	82.1	37.9	46.2
오이솔루션	103.2	-50.9	7.3	-87.4	12.4	-73.2	23.1	21.8	-1.2	적축	2.6	1,411.8	198.9	146.4	52.4	35.8
피피아이	21.9	-55.1	-6.5	적전	-5.0	적전	2.8	-35.6	-2.4	적축	-2.0	적축	32.5	15.6	17.0	109.1
대한광통신	136.1	-11.8	-22.7	적축	-27.4	적축	25.5	-27.2	-6.9	적축	-4.9	적축	269.3	147.7	121.5	82.3
이노인스트루먼트	42.0	-3.3	3.1	흑전	5.3	흑전	7.9	11.9	0.3	흑전	1.9	흑전	113.8	79.7	34.1	42.7
케이엠더블유	338.5	-50.4	32.7	-76.3	26.6	-74.3	78.7	1.5	0.7	-89.6	7.6	-41.4	381.2	254.1	127.1	50.0
에이스테크	210.8	-44.3	-61.4	적전	-83.1	적축	52.5	18.5	-15.9	적축	-14.6	적축	361.4	58.0	303.4	523.5
알에프텍	257.9	-9.4	9.8	-25.8	-30.9	적축	82.3	22.6	2.4	495.1	11.6	-31.5	260.2	179.3	80.9	45.1
기가레인	44.3	-18.9	-14.5	적축	-25.8	적축	14.8	-8.1	-0.6	적축	-0.5	적축	101.2	49.9	51.3	102.8
알엔투테크놀로지	23.9	13.8	4.1	43.3	4.0	335.2	6.8	47.0	0.6	90.6	0.1	-57.1	76.3	40.6	35.7	88.0
서진시스템	321.9	-18.0	4.9	-91.0	-5.8	적전	134.6	76.6	9.3	66.7	4.6	-24.5	831.6	276.3	555.3	201.0
RFHIC	70.5	-34.6	-3.0	적전	1.6	-92.2	21.4	4.1	0.1	-96.0	-0.3	적전	342.0	220.3	121.8	55.3
RF머터리얼즈	18.2	12.3	-0.6	적전	-0.2	적전	7.9	190.4	0.0	적전	-0.2	적전	63.2	33.6	29.6	88.0
솔리드	172.9	-41.2	-16.9	적전	-11.9	적전	32.5	53.9	-4.3	적축	-5.1	적축	274.2	107.0	167.3	156.4
에치에프알	92.1	-6.9	-25.9	적축	-29.0	적축	15.3	-86.9	-6.4	적축	-6.2	적축	139.2	68.0	71.2	104.8
에프알텍	24.4	33.6	-1.3	흑전	-3.9	흑전	1.7	14.7	-1.3	적축	-0.6	적축	53.7	26.9	26.8	99.5
CS	43.0	2.6	0.4	-89.5	0.2	-90.3	6.8	8.9	-0.2	적축	-0.2	적전	26.7	21.9	4.9	22.2
기산텔레콤	68.8	-4.0	0.4	-10.1	0.3	-0.4	7.1	-35.8	-2.5	-69.3	-2.5	-72.6	69.7	32.6	37.1	113.7
이노와이어리스	93.0	14.4	13.8	적전	13.1	적축	17.9	5.6	1.8	적축	1.7	적축	121.4	104.3	17.2	16.5
원스	93.9	14.3	18.7	21.7	18.3	22.4	14.3	-42.4	0.3	-94.9	0.4	-93.6	169.1	126.7	42.4	33.5
텔코웨어	36.4	-12.9	0.6	-83.6	1.9	-56.3	4.7	6.1	-2.5	적축	-2.3	적축	114.3	105.1	9.2	8.7
나무기술	100.1	18.2	-2.5	적전	-6.3	적전	17.8	-41.0	1.4	흑전	1.3	흑전	68.4	35.7	32.7	91.8

주: 자산, 자본, 부채, 부채비율 항목은 2021년 1분기 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

2. 2021년 5G 통신장비 업종 전망

1) 글로벌 5G 투자 현황

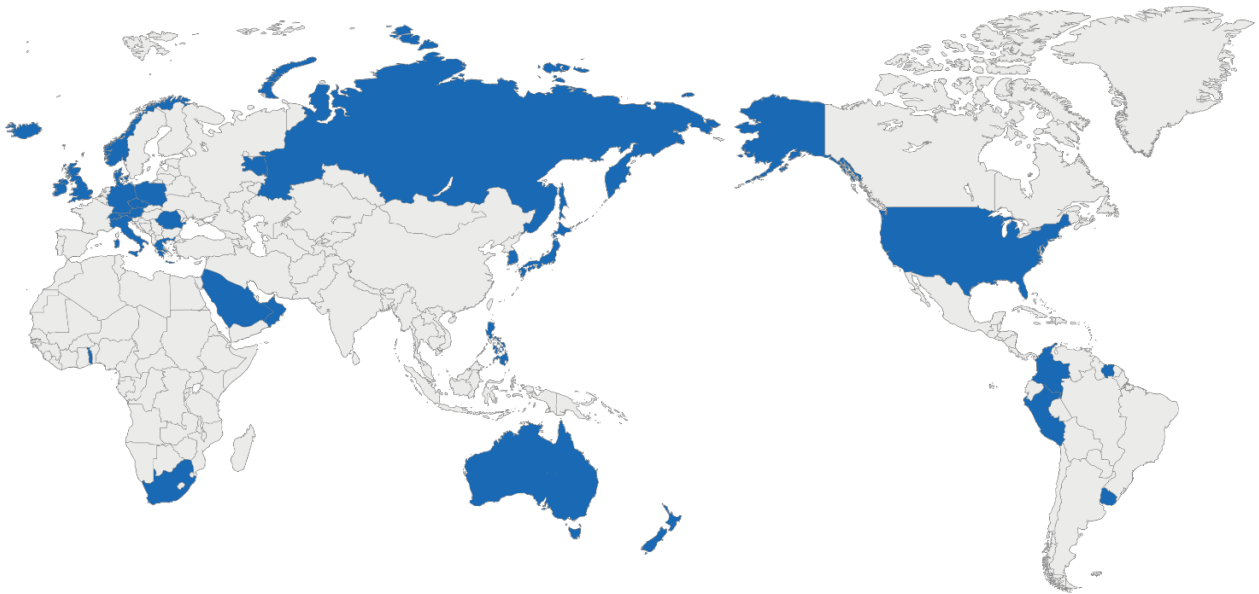
전세계 70개 국가, 167개 통신사
5G 상용화 서비스 시작

2019년 4월 대한민국이 세계 최초로 5G 서비스 상용화를 선언한 이후 미국을 비롯한 다양한 국가들의 5G 투자가 이어지고 있다. 2021년 5월 기준 전세계 133개 국가, 443개 통신사들이 5G 네트워크에 대한 투자를 진행 중이며, 이 중 70개 국가, 167개 통신사들이 5G 상용화에 성공했다. 현재 전세계 LTE 서비스를 제공하고 있는 통신사업자 수가 811개라는 점을 감안하면 약 20.6%의 사업자들이 5G 서비스를 제공하고 있는 셈이며, 이는 지난 2020년 3월 조사한 9.2% 대비 크게 증가한 수치다.

2021년 말 전세계 5G 가입자
5.8억명 전망

현재 전세계 5G 서비스 이용자수는 약 3억명으로 추정된다. 5G 단말기 라인업의 증가로 1Q21 전세계 5G 가입자 순증은 7천만명을 기록했으며, 이 추세대로라면 2021년 말 기준 글로벌 5G 사용자수는 5.8억명에 달할 전망이다. Ericsson에 따르면, 2026년 5G 가입자수는 35억명을 돌파해 전체 스마트폰 이용자의 40%를 차지할 전망이다.

그림20 전세계 5G 상용 국가 현황

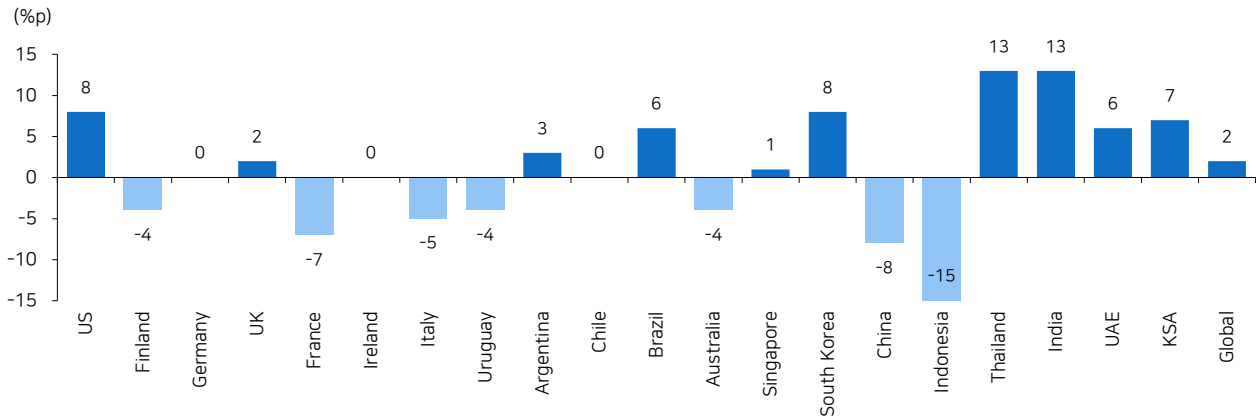


자료: GSA, 메리츠증권 리서치센터

코로나19 상황에도 5G 전환에
대한 소비자 응답은 긍정적

5G 단말기의 경우 전세계 128개 제조사로부터 822개의 5G 전용 스마트폰이 공개됐으며, 이 중 511개의 단말기가 보급되고 있다. 2020년 12월 Ericsson에서 조사한 5G 스마트폰 업그레이드 의향에 대한 소비자 응답에 따르면, 코로나19 팬데믹 상황에도 불구하고 글로벌 평균 +2%p가 증가했으며, 한국(+8%p)과 미국(+8%p), 인도(+13%p) 지역에서 가장 크게 증가한 것을 알 수 있다.

그림21 전세계 5G 전환에 대한 소비자 의향 조사

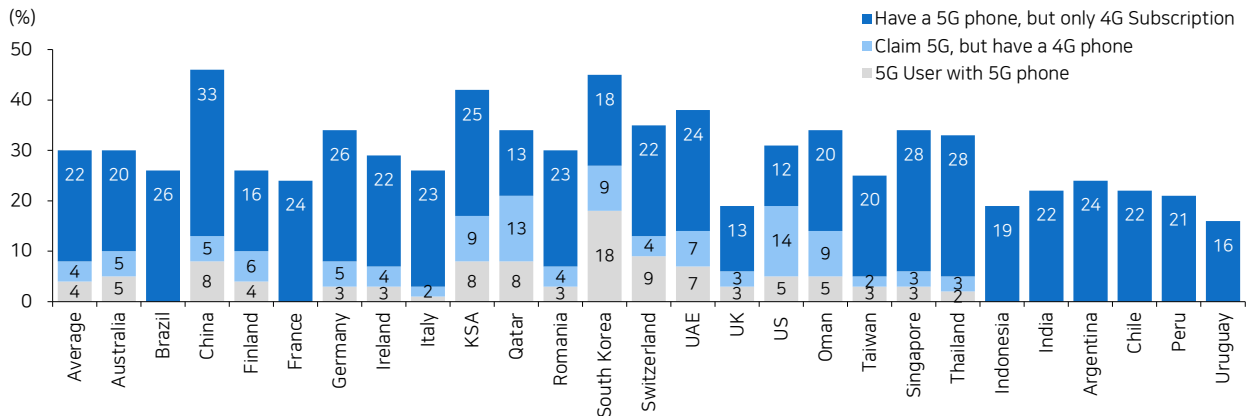


자료: Ericsson, 메리츠증권 리서치센터

5G 서비스에 대한 소비자 인식
개선에 따른 가입자 성장 전망

한편, 5G 스마트폰의 기능 및 호환성, 네트워크의 가용성에 대한 소비자 인식 차이로 인해 전세계 5G 스마트폰을 보유한 사용자의 22%는 여전히 4G LTE 서비스에 가입된 것으로 파악되며, 이는 5G 서비스에 대한 소비자 인식 개선에 따라 빠르게 개선될 전망이다.

그림22 전세계 5G 요금제 가입 현황 분석



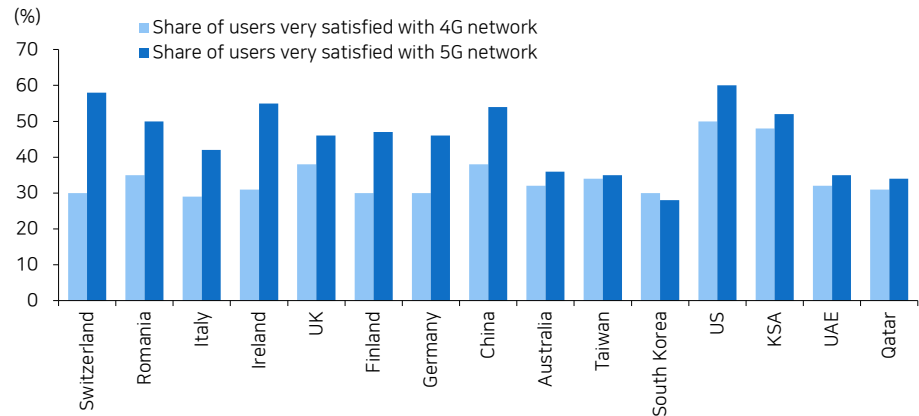
자료: Ericsson, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 트렌드와 달리 4G 대비 5G 만족도가 낮은 한국 시장

① 한국의 5G 투자 현황

글로벌 주요 15개 시장에서 5G 네트워크 만족도를 조사한 결과에 따르면, 소비자들은 4G 대비 5G에 대해 평균 10%p 높은 만족도를 보이는 것으로 나타났다. 유일하게 한국만이 4G(31%) 대비 5G(27%) 만족도가 저조하게 나타났으며, 이는 프로모션 기간 중 과장 광고와 불만족스러운 5G 실내 커버리지, 합리적인 요금제 부족 등이 원인이었다.

그림23 글로벌 4G vs 5G 네트워크 만족도 조사



자료: Ericsson, 메리츠증권 리서치센터

계획 대비 현저히 낮은 국내 5G 기지국 커버리지

국회에 제출된 '연도별 5G 기지국 구축 계획'에 따르면, 통신 3사는 2019년부터 2020년까지 3.5GHz 기지국 4.7만 국, 28GHz 기지국 1.9만 국을 구축할 계획이었으나, 통신사들의 투자 의사 결정 지연, 공동망 구축 대응, 코로나19 등 복합적인 상황으로 인해 계획 대비 현저히 낮은 수준의 투자만이 진행된 상황이다.

표3 국내 통신 3사 연도별 5G 기지국 구축 계획

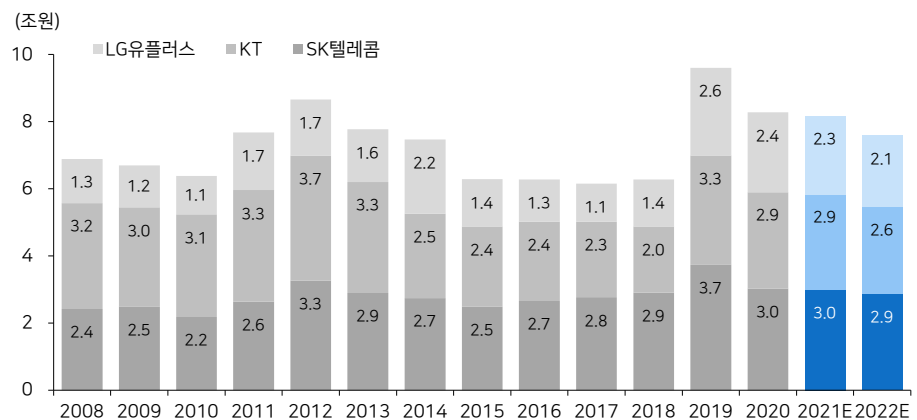
구분		연도별 구축 수 (국)				
		2019	2020	2021E	2022E	2023E
SKT	3.5GHz	9,065	9,225	9,225	8,964	8,790
	28GHz	1,269	5,042	8,904		
KT	3.5GHz	5,300	6,300	10,900	12,700	9,800
	28GHz	3,000	5,000	7,000		
LGU+	3.5GHz	8,400	8,950	9,500	9,150	9,000
	28GHz	1,000	4,000	10,000		
합계	3.5GHz	22,765	24,475	29,625	30,814	27,590
	28GHz	5,269	14,042	25,904		

자료: 양정숙 의원실, 메리츠증권 리서치센터

2021년 통신 3사 합산 CAPEX 8.2조원(-1.4% YoY) 전망

국내 통신 3사는 5G 상용화 서비스를 시작한 2019년 9.6조원(+52.9% YoY)의 CAPEX를 집행했으나, 2020년에는 8.3조원(-13.7% YoY)으로 투자가 감소했다. 상용화 초기 무리한 투자로 인해 소진되지 못하고 쌓인 재고 물량과 코로나19 사태가 맞물리면서 국내 통신장비 업체들 대부분 부진한 2020년 실적을 기록했다. 2021년 국내 통신 3사 합산 CAPEX는 전년 수준인 8.2조원(-1.4% YoY)을 예상하며, 상반기에 투자가 부족했던 만큼 하반기에 대부분의 CAPEX 투자가 집중될 전망이다.

그림24 국내 통신 3사 CAPEX 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

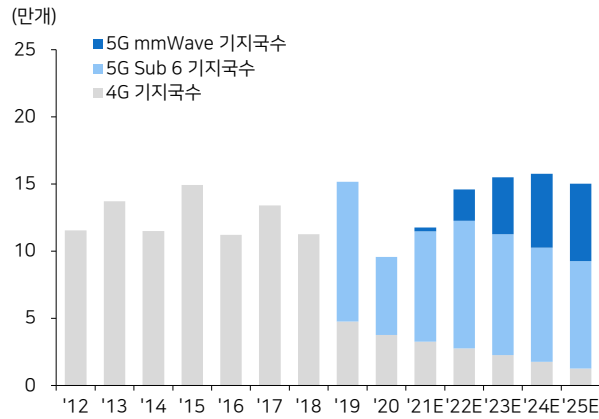
2021년 국내 5G 신규 기지국 8.2만 개 설치 전망

국내 5G 기지국 수를 살펴보면, 상용화 첫 해인 2019년 10.4만 개에 장비 22.7만 개를 설치했으나, 2020년에는 코로나19 사태로 인해 5.8만 개에 장비 10.4만 개로 신규 투자가 절반 가까이 줄어든 것으로 파악된다. 2021년 국내 5G 기지국 투자는 5G 커버리지에 대한 소비자 불만과 정부의 투자 촉진을 감안할 때 8.2만 개에 장비 18.0만 개로 2020년 대비 증가할 전망이다.

2021년 하반기부터 28GHz 5G 기지국 투자 전망

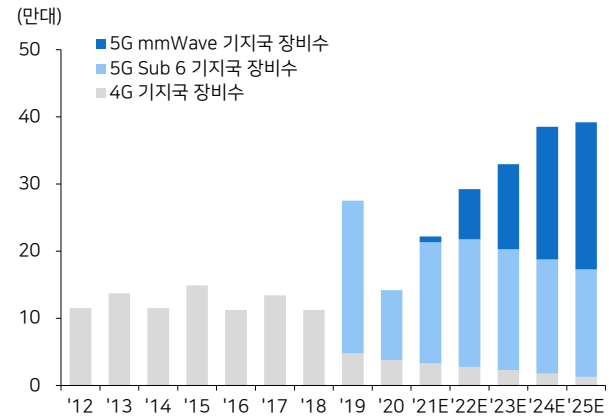
한편, 2021년 하반기부터는 국내 통신사들의 28GHz 대역 기지국 투자가 예고되어 있다. 국내 통신 3사가 2021년 말까지 의무적으로 구축해야 하는 28GHz 5G 기지국 수는 총 4.5만 개이나, 2021년 3월까지 누적으로 설치된 28GHz 5G 기지국 수는 고작 91개에 불과하다. 2022년 과기정통부의 5G 기지국 구축 이행 점검이 예고된 만큼 28GHz 5G 기지국에 대한 투자도 하반기부터 탄력을 받을 전망이다. 28GHz 5G 기지국 수는 올해 3천 개를 시작으로 2025년까지 총 18.1만 개가 설치될 전망이다.

그림25 국내 4G/5G 신규 기지국 수 추이 및 전망



자료: KCA, 메리츠증권 리서치센터

그림26 국내 4G/5G 신규 기지국 장비 수 추이 및 전망



자료: KCA, 메리츠증권 리서치센터

표4 국내 기지국 및 기지국 장비 수 설치 전망

(만개)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
기지국수	12	26	37	52	63	77	88	103	113	124	139	154	170	185
4G LTE 기지국	12	26	37	52	63	77	88	93	96	100	102	105	106	108
(Net Add)	12	14	11	15	11	13	11	5	4	3	3	2	2	1
5G Sub 6 기지국								10	16	24	34	43	51	59
(Net Add)								10	6	8	10	9	9	8
5G mmWave 기지국										0	3	7	12	18
(Net Add)										0	2	4	5	6
기지국 장비 수	12	26	37	52	63	77	88	115	130	152	181	214	252	292
4G LTE 장비수	12	26	37	52	63	77	88	93	96	100	102	105	106	108
(Net Add)	12	14	11	15	11	13	11	5	4	3	3	2	2	1
5G Sub 6 장비수								23	33	51	70	88	105	121
(Net Add)								23	10	18	19	18	17	16
5G mmWave 장비수										1	8	21	41	63
(Net Add)										1	7	13	20	22
제조사별 5G Sub 6 기지국 장비														
삼성전자								10	5	8	9	8	8	7
에릭슨								5	2	4	4	4	4	4
노키아								5	2	4	4	4	4	4
화웨이								3	1	2	2	2	2	2
제조사별 5G Sub 6 기지국 M/S														
삼성전자								45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
에릭슨								22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
노키아								22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
화웨이								11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

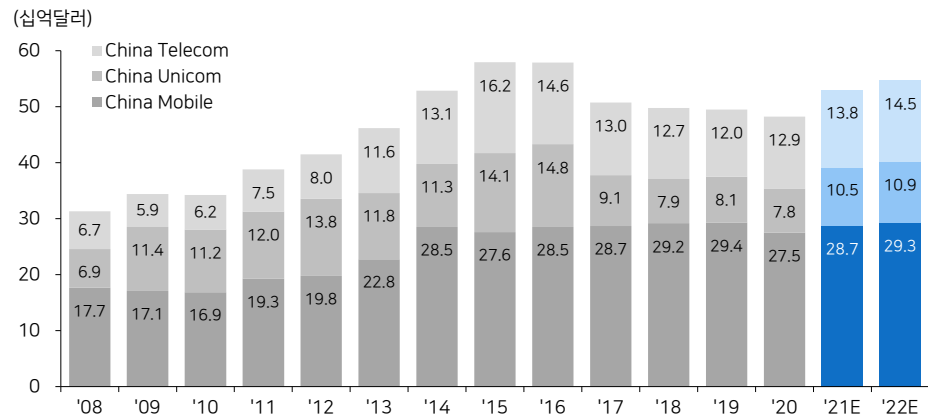
자료: KCA, 메리츠증권 리서치센터

② 중국의 5G 투자 현황

2021년 중국 5G 신규 기지국
62만 국 설치 전망

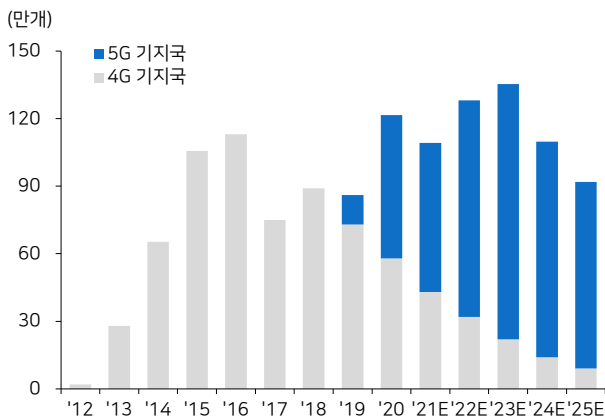
2020년 중국 통신 3사 합산 CAPEX는 483억달러로 전년 대비 -2.5% 감소했으나, 2021년에는 +9.8% 증가한 530억달러를 집행할 전망이다. 중국도 코로나19 여파로 작년 한 해 투자 위축이 불가피했으나, 올해부터는 정부 주도로 5G 투자에 박차를 가할 계획이다. 지난 4월 중국 공업정보화부가 발표한 <5G 응용 출범 행동계획(2021~2023)>에 따르면, 2023년까지 5G 보급률 40% 이상을 달성하고, 인구 1만 명당 5G 기지국 18개를 보유한다는 목표를 공개했다. 중국 5G 기지국 수는 2019년 13만 국 설치를 시작으로, 2020년 64만 국을 신규로 구축했고, 2021년에는 62만 국의 기지국이 추가될 전망이다. 과거 LTE 투자 흐름을 감안해 볼 때 중국의 5G 설비 투자는 향후 2~3년 꾸준히 증가할 전망이다.

그림27 중국 통신 3사 CAPEX 추이 및 전망



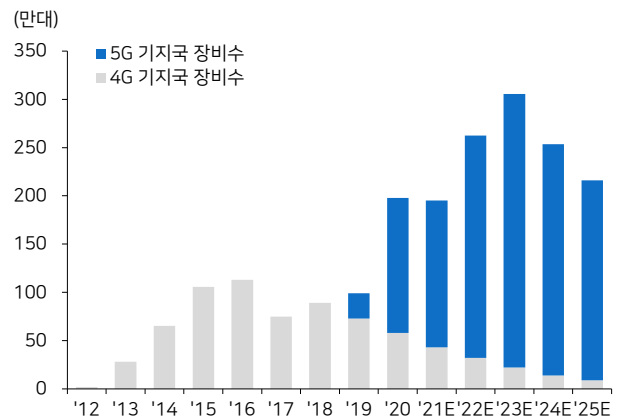
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림28 중국 4G/5G 신규 기지국 수 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림29 중국 4G/5G 신규 기지국 장비 수 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표5 중국 기지국 및 기지국 장비 수 설치 전망

(만개)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
China Mobile	2	21	72	110	151	187	241	286	350	414	473	528	579	624
4G	2	21	72	110	151	187	241	281	311	331	345	354	360	364
(Net Add)		19	51	38	41	36	54	40	30	20	14	9	6	4
5G								5	39	83	128	174	219	260
(Net Add)									34	44	46	46	45	41
China Telecom	0	6	14	51	89	117	138	163	195	219	242	263	282	296
4G		6	14	51	89	117	138	158	175	189	200	208	213	216
(Net Add)		6	8	37	38	28	21	20	17	14	11	8	5	3
5G								5	20	30	42	55	69	80
(Net Add)									16	11	11	13	14	11
China Unicom	0	3	9	40	74	85	99	117	141	158	177	194	210	225
4G		3	9	40	74	85	99	112	123	132	139	144	147	149
(Net Add)		3	6	31	34	11	14	13	11	9	7	5	3	2
5G								5	18	26	38	50	63	76
(Net Add)									14	8	12	12	14	12
기지국수	2	30	95	201	314	389	478	566	686	791	892	985	1,071	1,144
4G 합계	2	30	95	201	314	389	478	551	609	652	684	706	720	729
(Net Add)	2	28	65	106	113	75	89	73	58	43	32	22	14	9
5G 합계								15	77	139	208	279	351	415
(Net Add)								15	64	62	69	71	73	64
기지국 장비 수	2	30	95	201	314	389	478	581	775	960	1,158	1,358	1,554	1,723
4G 합계	2	30	95	201	314	389	478	551	609	652	684	706	720	729
(Net Add)	2	28	65	106	113	75	89	73	58	43	32	22	14	9
5G 합계								30	166	308	474	652	834	994
(Net Add)								30	140	143	165	178	182	160
제조사별 5G 기지국 장비														
Huawei								17	77	78	91	98	100	88
ZTE								8	35	36	41	44	45	40
Ericsson								3	14	14	17	18	18	16
etc.								3	14	14	17	18	18	16
제조사별 5G 기지국 M/S														
Huawei								55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
ZTE								25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Ericsson								10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
etc.								10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%

자료: China Mobile, China Unicom, China Telecom, 메리츠증권 리서치센터

미국 C-Band 주파수 경매
역대 최대 낙찰가액으로 종료

③ 미국의 5G 투자 현황

2020년 12월 시작된 미국의 C-Band(3.7GHz~4.2GHz) 주파수 경매는 2021년 2월 812억달러라는 역대 최대 낙찰가액으로 종료됐다. 이번 경매에는 총 21개 입찰자가 5,684개의 라이선스를 획득했으며, 28GHz 주파수 대비 6GHz 이하 대역이 부족한 Verizon의 경우 약점을 보완하기 위해 전체의 62%에 달하는 3,511개 라이선스를 455억달러에 획득했다. AT&T와 T모바일 역시 각각 234억달러, 93억달러를 지출했으며, 미국 통신 사업자들은 획득한 주파수를 활용해 2021년부터 본격적으로 5G 투자를 집행할 계획이다.

표6 미국 C-band 주파수 경매(Auction 107) 결과

(백만달러)	총 지출	청산 금액	잔여 금액	획득 주파수(MHz)
T-Mobile	10,666	1,330	9,336	27
AT&T	27,695	4,288	23,407	80
Verizon	53,364	7,909	45,455	161
Dish	3	0	3	0
Comcast	0	0	0	0
Charter	0	0	0	0
Others	3,391	423	2,968	13
Total	95,119	13,950	81,169	280

자료: FCC, 메리츠증권 리서치센터

미국 FCC, 2021년 10월 5일
5G 주파수 추가 경매 일정 확정

한편, 미국 FCC(Federal Communications Commission; 미국연방통신위원회)는 올해 하반기 5G 주파수 추가 경매(Auction 110) 일정을 공개했다. 경매 주파수 대역은 3.45~3.55GHz의 100MHz 대역폭이며, 경매 시작일은 2021년 10월 5일이다. FCC는 특화망 구축을 필요로 하는 비통신 사업자들을 위해 입찰 참여자의 최대 획득 주파수 대역폭을 40MHz로 제한했으며, 특정 주파수 대역에 한해서는 군사용 목적으로 제한함을 명시했다. Auction 107과 비교해 경매에 할당된 대역폭도 적고 제한 사항도 많으나, 미국 정부 주도 하에서 5G 투자를 독려하고, 지원한다는 관점에서 긍정적으로 풀이된다.

그림30 미국 5G 추가 주파수 경매(Auction 110) 일정 확정



PUBLIC NOTICE

Federal Communications Commission
45 L Street NE
Washington, DC 20554

News Media Information 202-418-0500
Internet: www.fcc.gov
TTY: 888-835-5322

I. INTRODUCTION

1. By this Public Notice, the Office of Economics and Analytics (OEA) and the Wireless Telecommunications Bureau (WTB) announce a change to the categories and the conditions applicable to the licenses that will be available for bidding in the forthcoming auction of new flexible-use licenses in the 3.45–3.55 GHz band (Auction 110). As a result of the special temporary authority granted to Lockheed Martin, there are changes to the inventory in three partial economic areas (PEAs): PEA 41 (Syracuse, NY), PEA 44 (Rochester, NY), and PEA 227 (Watertown, NY).¹ In addition, we correct an error in Attachment A (PEA Information, Upfront Payments, and Minimum Opening Bids) to accurately indicate certain PEAs in which coordination requirements apply to both the upper six blocks (Category 2 blocks E-J) and the lower four blocks (Category 1 blocks A-D). Also, OEA and WTB make available guides that provide technical and mathematical detail regarding the bidding procedures for the clock and assignment phases of Auction 110.

II. BACKGROUND

A. The Procedures and Inventory Established for Auction 110

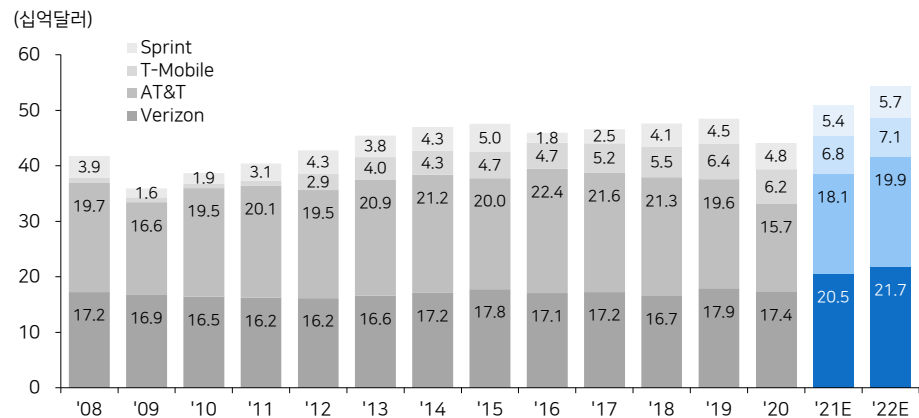
2. On June 9, 2021, OEA and WTB released a public notice establishing the procedures to be used for Auction 110.² The *Auction 110 Procedures Public Notice* detailed application requirements, minimum opening bids, upfront payments, and other procedures for Auction 110. Bidding in Auction 110 is scheduled to begin on October 5, 2021. The window for submitting a short-form application to participate in Auction 110 begins on July 8, 2021, at 12:00 p.m. ET and ends on July 21, 2021, at 6:00 p.m.

자료: FCC, 메리츠증권 리서치센터

획득한 주파수를 활용한
적극적인 5G 투자 예상

미국 통신사들의 합산 CAPEX은 2020년 441억달러로 전년 대비 -9.0% 감소했으나, 2021년에는 508억달러(+15.2% YoY)로 역대 최대 규모의 설비 투자를 집행할 전망이다. 작년 코로나19와 가용 주파수의 부족으로 보수적인 투자가 불가피했던 만큼, 올해는 경매를 통해 획득한 5G 주파수를 활용해 공격적인 투자가 진행될 것으로 기대되며, 관련 CAPEX 투자는 2023년까지 꾸준히 증가할 전망이다.

그림31 미국 통신사 CAPEX 추이 및 전망



자료: 각 사, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2) Samsung Networks: 언더독의 반란

삼성전자 네트워크 사업부
온라인 행사 개최

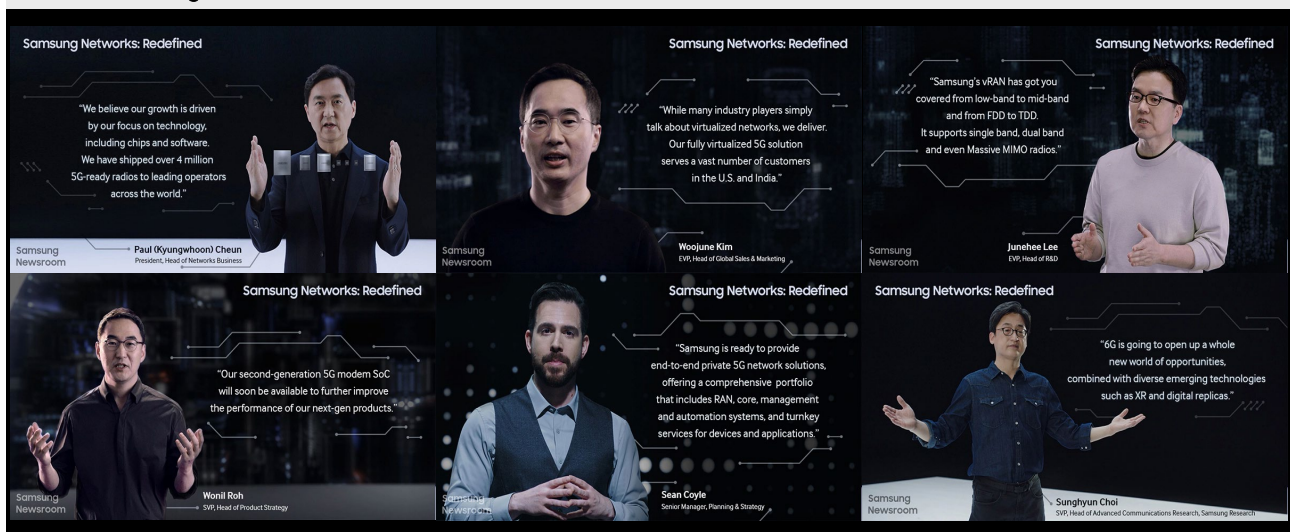
삼성전자 네트워크 사업부는 지난 6월 22일 <Samsung Networks: Redefined> 온라인 행사를 통해 차세대 5G 핵심 기술을 공개했다. 이날 삼성전자는 차세대 핵심칩, 고성능 기지국 라인업, 5G 가상화 솔루션(vRAN) 등을 선보이며 차별화된 기술력을 강조했다. 2021년 하반기부터 미국과 유럽 등 주요국의 5G 투자가 본격화됨에 따라 글로벌 통신장비 경쟁사 못지 않은 경쟁력을 강조하고, 추가적인 공급계약 체결을 통해 글로벌 점유율을 끌어 올리기 위한 복안으로 해석된다.

표7 <Samsung Networks: Redefined> 행사에서 공개한 차세대 5G 핵심 기술

	제품/솔루션	특징
차세대 핵심칩	2세대 5G 모뎀칩 (5G Modern SoC)	- 기존 대비 데이터 처리용량 2배 - 기지국 전력효율 향상 및 소형화 지원 - 빔포밍(Beam Forming) 지원
	3세대 밀리미터웨이브 무선통신 칩 (mmWave RFIC)	28GHz · 39GHz 등 2개 초고주파 대역 주파수를 모두 지원 - 안테나 크기 절반으로 축소 가능
	무선통신용 디지털-아날로그변환 통합칩 (DFE-RFIC Integrated Chip)	- 저주파/초고주파 통신용 디지털 · 아날로그 신호 상호변환 - 대역폭 최대 2배 늘려 초광대역 통신 지원 - 무선신호 출력 높이고 제품 소형화
고성능 기지국 라인업	듀얼밴드 컴팩트 매크로 기지국 (Dualband Compact Macro)	- 업계 최초 2개 초고주파 대역 지원 - 업계 최대 2,400MHz 대역폭 지원
	다중입출력 기지국 (Massive MIMO Radio)	400MHz 광대역폭 지원 - 최대 통신속도 향상, 소비전력 20% 절감, 크기 30% 축소
	원 안테나 라디오 솔루션 (One Antenna Radio)	3.5GHz 대역 다중입출력 기지국과 700MHz ~ 2.6GHz 대역 안테나 통합 - 안테나 설치 공간 최소화
가상화 솔루션	5G 가상화 기지국 솔루션 (vRAN)	- 다중입출력 기지국과 연결 - 멀티 기가비트 데이터 속도 지원

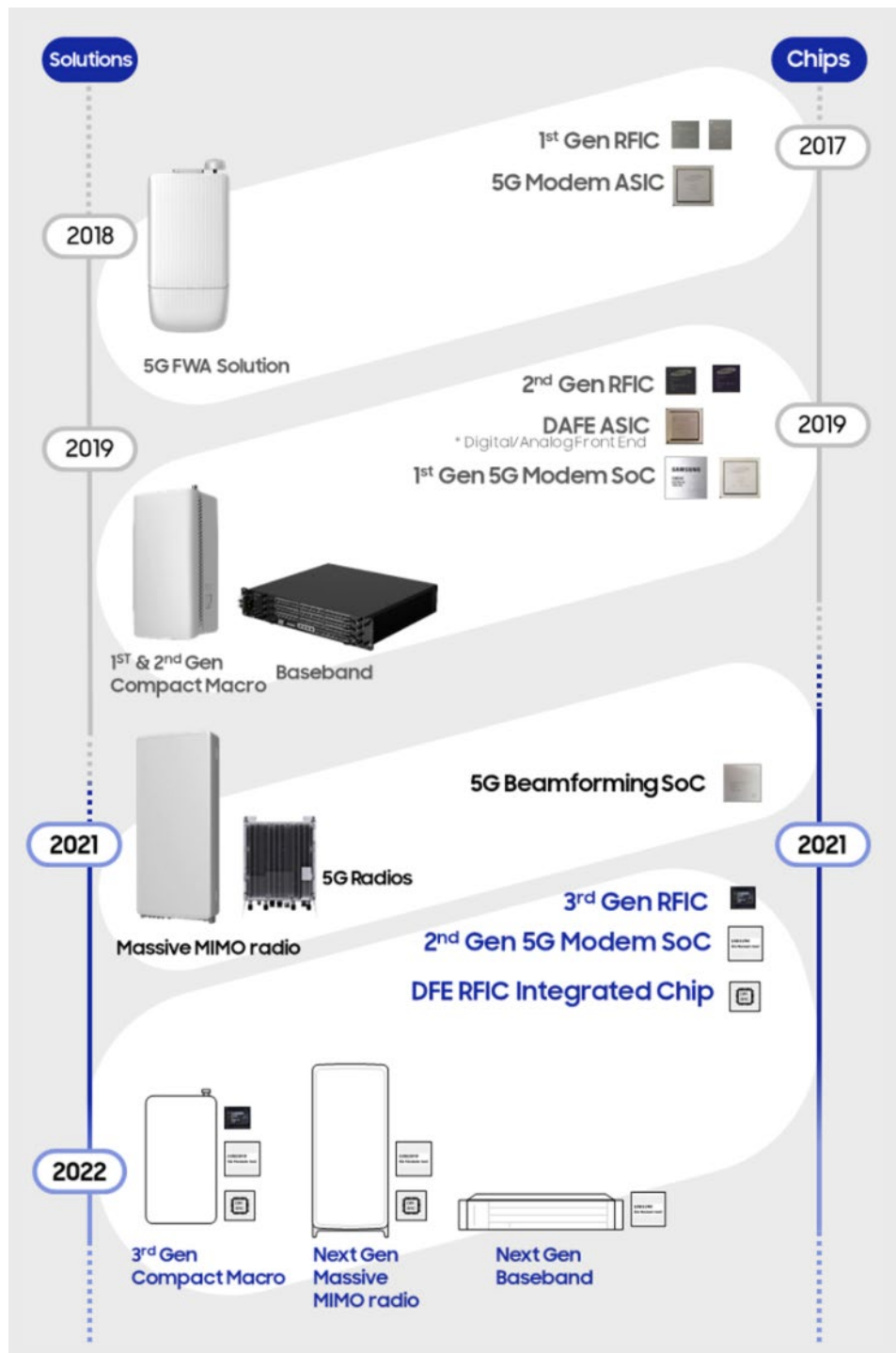
자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

그림32 <Samsung Networks: Redefined> 행사 하이라이트



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

그림33 삼성전자 네트워크 솔루션의 진화



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

기대감이 높아지고 있는
삼성전자 네트워크 사업 성과

2020년 코로나19 확산으로 주춤했지만 글로벌 네트워크 장비 시장에서 삼성전자의 위상은 계속 커지고 있다. 미중 무역분쟁으로 전세계 주요 통신사들의 화웨이 배제 움직임에 따른 반사수혜도 존재하나, 글로벌 선두 업체들에게 뒤지지 않는 제품 경쟁력을 앞세워 주요 시장에서 5G 공급 계약을 체결 중이다. 실제 2020년 9월에는 미국 Verizon과 5년 간 7.9조원 규모의 5G 장비 공급 계약을 체결하며 단일 시장 최대 규모인 미국 시장에 당당히 진출했다. 삼성전자는 미국 Verizon 외에도 캐나다 Videotron/Telus/Sasktel, 일본 KDDI/NTT Docomo, 인도 Reliance Jio, 호주 TPG Telecom 등과도 5G 장비 공급 계약을 체결했으며, 특히 최근에는 영국 Vodafone과 5G 공급 계약에 성공하며 유럽 시장 진출에 발판을 마련했다.

유럽 진출의 교두보를 마련한
영국 Vodafone 5G 공급 계약

유럽 주요 국가들은 화웨이 장비로 4G LTE 네트워크를 구축했으나, 미국의 제재 영향으로 5G 인프라 구축 계획에서 화웨이 장비를 배제하는 움직임이 나타나고 있다. 제일 먼저 미국의 우방 국가인 영국이 화웨이 장비 배제를 선언하면서 삼성전자에게 기회가 왔다. 이미 확정된 계약 건 외에도 삼성전자는 현재 유럽 내 Deutsche Telekom(체코), Play Communications(폴란드) 등 주요 통신사들과 5G 시범망 구축을 공동 수행하고 있다. 삼성전자는 그 동안 접점이 크지 않았던 동남아, 남미 지역까지 진출하고 있으며, 이러한 성과를 바탕으로 4G LTE 대비 큰 폭의 성장이 가능할 전망이다.

그림34 삼성전자 5G 장비 공급 체결 국가 및 통신사



자료: 삼성전자, 언론, 메리츠증권 리서치센터

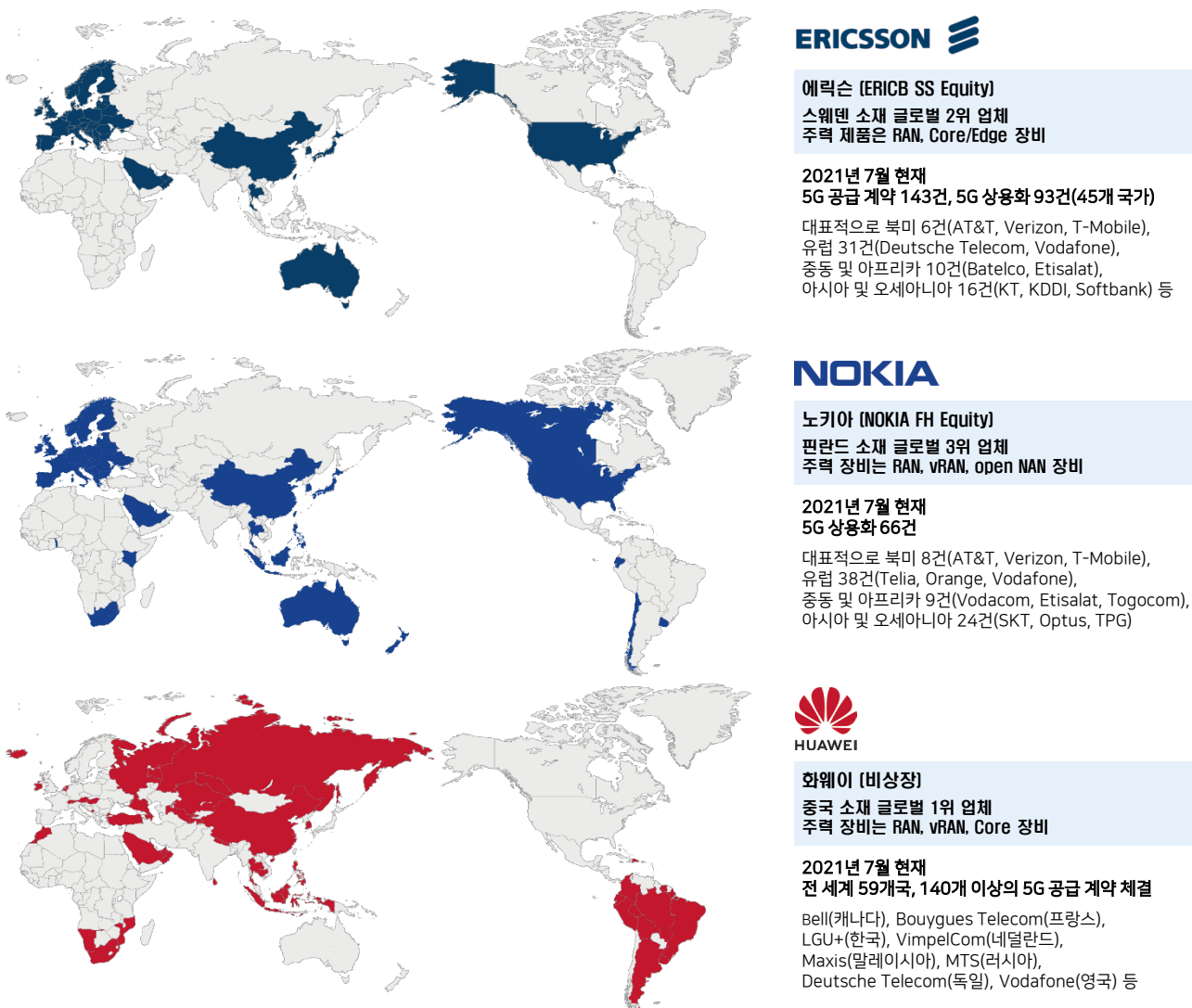
Ericsson: 4G에 이어 5G에서도 글로벌 영향력 확대

삼성전자의 경쟁사인 글로벌 네트워크 장비 회사들도 5G 공급 계약을 체결하기 위해 치열하게 경쟁 중이다. 가장 두각을 나타내는 업체는 에릭슨(Ericsson)으로 현재 143건의 5G 공급 계약을 체결했으며, 이 중 93건에 대해 5G 상용화를 진행했다. 에릭슨은 막대한 R&D 투자에 기반한 뛰어난 제품 성능과 유럽 시장 내 안정적인 입지를 바탕으로 글로벌 시장 점유율을 확대하고 있으며, 경쟁사 대비 제품 마진이 높아 재무적 성과 또한 우수한 것으로 파악된다.

부진의 늪에서 빠져 나온 Nokia & 사면초가 Huawei

노키아(Nokia)는 전세계 66건의 5G 상용화 서비스를 제공하고 있으며, 이는 경쟁사인 Ericsson 대비 2/3 수준이다. 노키아는 2019년 경영 악화로 인해 구조조정과 비용 효율화 작업을 병행했으며, 최근 잇따라 5G 공급 계약 체결에 성공하며 부진의 늪에서 빠져 나오는 중이다. 화웨이(Huawei)는 전세계 140건 이상의 5G 공급 계약을 체결했다고 발표했으나, 미국의 화웨이 장비 배제 움직임이 지속됨에 따라 글로벌 시장에서의 입지가 약화되고 있다.

그림35 에릭슨 5G 장비 공급 계약 체결 국가 및 통신사 현황

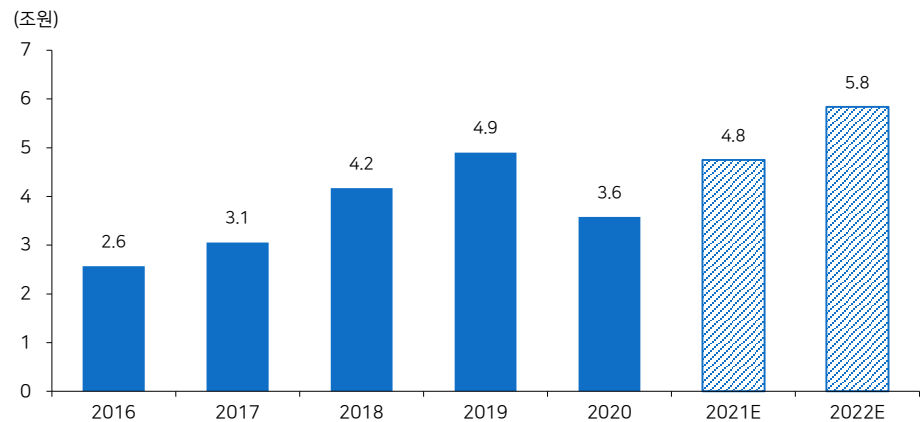


자료: 각 사, 언론, 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 네트워크사업부
2021년 성장 재개

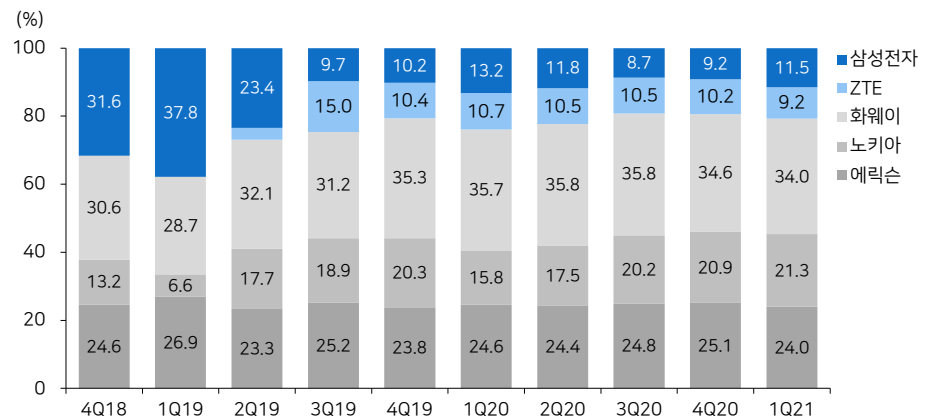
2019년 4.9조원(+17.5% YoY)으로 사상 최대 매출액을 기록했던 삼성전자 네트워크사업부는 2020년 기대와 달리 3.6조원(-27.0% YoY)의 매출액을 기록하며 아쉬움을 남겼다. 실적 부진의 주요인은 코로나19 확산에 따른 국내외 통신사들의 투자 의사 결정 지연 때문이다. 삼성전자는 미국 Verizon과의 5G 공급 계약 체결을 계기로, 일본, 인도, 동남아 지역으로 영향력을 확대하고 있다. 무엇보다도 미국이 지속적으로 중국산 네트워크 장비에 대한 보안 우려를 제기함에 따라 삼성전자의 유럽 진출이 수월해졌으며, 실제 영국 Vodafone과 첫 장비 공급 계약을 체결하는 등 유의미한 결과로 이어지고 있다. 2021년 삼성전자 네트워크사업부 매출액은 전년 대비 +32.8% 증가한 4.8조원을 전망하며, 2020년 10% 이하로 하락한 글로벌 RAN(Radio Access Network) 장비 시장 점유율도 2021년 10% 중반까지 회복될 전망이다.

그림36 삼성전자 네트워크사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

그림37 글로벌 RAN(Radio Access Network) 장비 시장 점유율 추이



주: 2Q20부터 1Q21까지 시장 점유율은 당사 추정치

자료: Dell'Oro, 메리츠증권 리서치센터

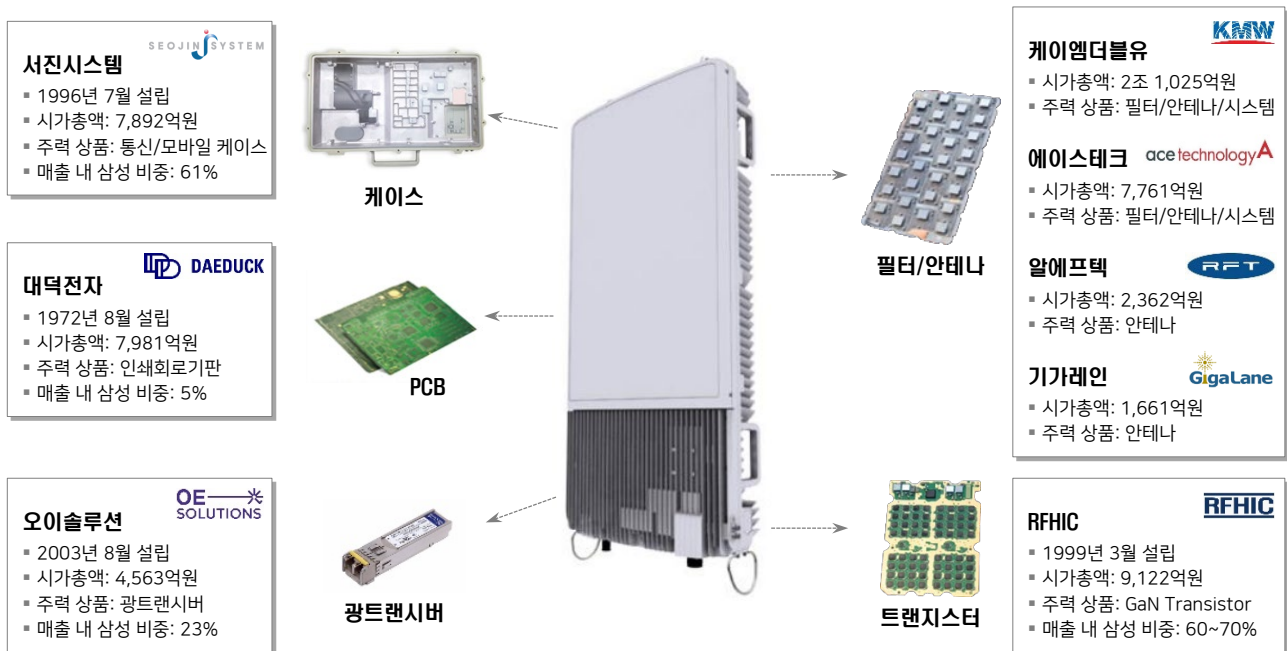
삼성전자 네트워크 밸류체인(Value Chain) 분석

국내 삼성전자 밸류체인 내 서진시스템 투자 매력도 ↑

국내외 삼성전자 네트워크 밸류체인 업체들의 수혜는 지속될 전망이다. 삼성전자의 Massive MIMO 장비 기준으로 기지국 케이스는 서진시스템과 제일테크(비상장), 트랜지스터는 RFHIC, Cree, NXP, 필터 및 안테나는 케이엠더블유, 에이스테크, 알에프텍, 기가레인, 그리고 광트랜시버는 오이솔루션과 II-VI가 납품 중이다.

국내 삼성전자 밸류체인 업체 중에는 서진시스템의 투자 매력도가 가장 높다. **서진시스템(178320)**은 코로나19 확산에 따른 전방의 투자 축소, 선제적인 대규모 설비 투자에 따른 고정비 부담으로 2020년 연결 매출액 3,219억원(-17.9% YoY), 영업이익 49억원(-91.0% YoY)의 부진한 실적을 기록했다. 하지만, 국내 통신사업자들의 투자 재개와 미국 Verizon향 장비 공급이 3월부터 시작되면서 지난 1Q21 연결 실적은 매출액 1,346억원(+76.6% YoY), 영업이익 92억원(+66.5% YoY)으로 크게 개선됐다. 삼성전자의 글로벌 시장 대응이 본격화됨에 따라 서진시스템의 2021년 통신장비 매출액은 전년 대비 +106.9% 고성장할 전망이다.

그림38 삼성전자 Massive MIMO 기지국 장비와 국내 밸류체인 업체 현황



자료: 삼성전자, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

3) 글로벌 광섬유 시장 재도약

광섬유와 광케이블

광섬유는 플라스틱이나 유리 재질의 투명한 절연체로 만들어지며, 광섬유를 가늘고 길게 뽑아 다발로 묶어 만든 것이 광케이블이다. 광케이블은 전기 신호를 광신호로 바꾸어 머리카락 정도 두께의 유리 섬유를 통해 신호를 전달하며, 부피와 무게가 적고, 외부 간섭에 강한 것이 특징이다. 광케이블을 생산하는 원재료 대부분을 광섬유가 차지하고 있기 때문에 글로벌 광케이블 사업자들은 광섬유 가격에 민감할 수 밖에 없다.

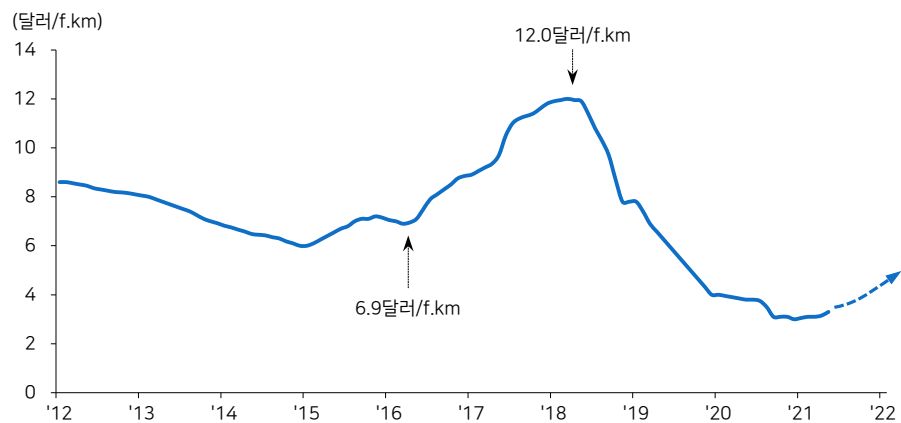
글로벌 광섬유 가격 변동

글로벌 광통신 수요의 증가로 전세계 광섬유 시장은 2015년부터 극심한 공급 부족에 시달렸다. 특히, 전세계 광섬유 수요의 절반을 차지하고 있는 중국이 2014년부터 4G LTE 서비스를 시작하면서 주변으로부터 막대한 물량의 광케이블을 사들여 공급 부족 현상이 심화됐다. 그 결과 글로벌 광섬유 가격은 2016년 3월 6.9달러/f.km 수준에서 2018년 3월 12달러/f.km까지 상승했다. 하지만 2018년 하반기부터 글로벌 광섬유 시장 성장은 둔화되기 시작해, 2019년에는 17년만에 처음으로 역성장(-6.7% YoY)을 기록했으며, 글로벌 광섬유 가격 역시 평균 3~4달러/f.km 수준까지 하락했다.

3년만에 반등에 성공한 글로벌 광섬유 가격

글로벌 광섬유 가격 하락의 주된 원인은 중국 최대 통신사인 China Mobile과 관련이 있다. China Mobile은 2018년 상반기 110M f.km 규모의 광케이블 공개 입찰을 제안했으며, 하반기 추가 발주까지 예고했다. 이에 전세계 주요 광섬유 업체들은 공격적으로 설비 투자를 확충하고 생산량을 늘리는 등 대규모 발주에 대비했으나, China Mobile은 110M f.km에 훨씬 못 미치는 규모로 입찰을 진행했으며, 추가 발주마저 취소해버렸다. 광케이블 최대 소비국인 중국의 수요 둔화와 재고 증가로 글로벌 광섬유 가격은 2018년 하반기부터 2020년 말까지 하락세가 지속됐으나, 최근 들어 유의미한 반등이 나오고 있다.

그림39 글로벌 광섬유 가격 추이 및 전망



주: CRU와 업계 자료를 바탕으로 재구성
자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

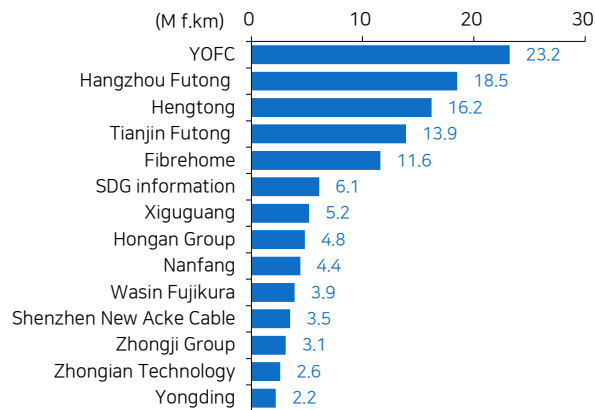
China Mobile의 대규모 광케이블 입찰 종료

China Mobile이 실제 대규모 광케이블 입찰을 진행한 것은 2년 뒤인 2020년 9월로 총 119.2M f.km 규모의 광케이블을 14개 회사에 발주했다. 입찰 결과 YOFC와 Futong이 각각 23.3M f.km, 32.5M f.km로 최대 물량을 차지했으며, 2019년 가장 많은 물량을 배정받았던 Fiberhome과 ZTT는 2020~2021년 11.6M f.km, 2.6M f.km 수준으로 물량이 급감했다.

판가 하락에 따른 수익성 악화로 실적과 주가 부진이 이어지고 있는 중국 광케이블 업체들

불확실했던 China Mobile의 광케이블 입찰이 종료된 것은 긍정적이나, 판매 단가 하락으로 중국 광케이블 업체들은 또 다른 위기에 봉착했다. 입찰에서 최대 물량을 확보한 YOFC의 경우 입찰 가격이 5.61달러/f.km에 불과했으며, 평균 입찰 가격 역시 5.85달러/f.km로 2019년 8.68달러/f.km 대비 큰 폭으로 하락했다. 광섬유 생산 단가를 고려할 때 중국 광케이블 업체들의 수익성 악화는 불 보듯 뻔한 일이었다. 실제로 중국 광케이블 업체들은 2020년 극심한 실적 부진을 겪었으며, 최근 1년 주가 수익률 역시 평균 -28.1% 하락하며 부진한 상황이다.

그림40 China Mobile 광섬유 입찰 결과 및 주요 벤더



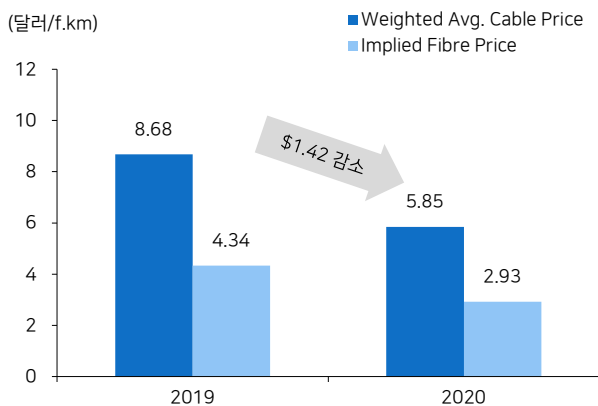
자료: China Mobile, 메리츠증권 리서치센터

표8 China Mobile의 Top 5 광섬유 벤더 현황

(M f.km)	계약 물량				Total
	2017	2018	2019	2020~2021	
YOFC	22.3	1	4.6	23.2	69.1
Futong	18.9	17.5	5.7	32.5	74.6
Hengtong	11.5	13.9	14.2	16.2	5.8
Fiberhome	13.0	9.2	23.7	11.6	57.6
ZTT	12.1	12.3	16.6	2.6	43.6

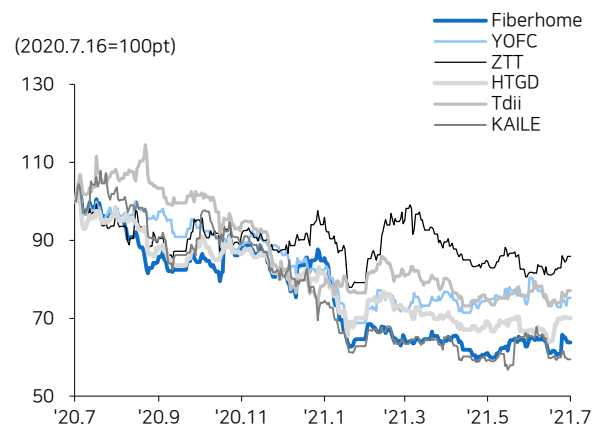
자료: China Mobile, 메리츠증권 리서치센터

그림41 2019년 vs 2020년 중국 광섬유 마진 비교



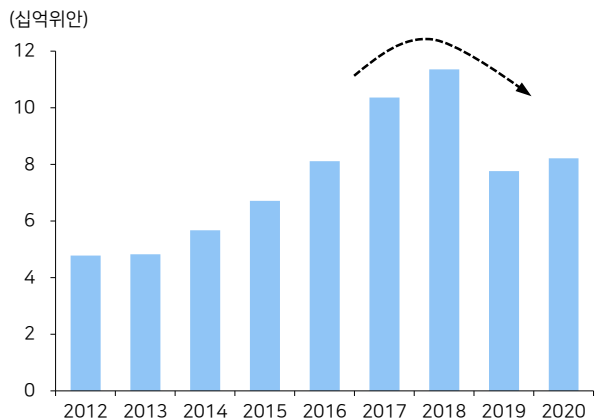
자료: China Mobile, 메리츠증권 리서치센터

그림42 중국 주요 광케이블 업체 주가 추이



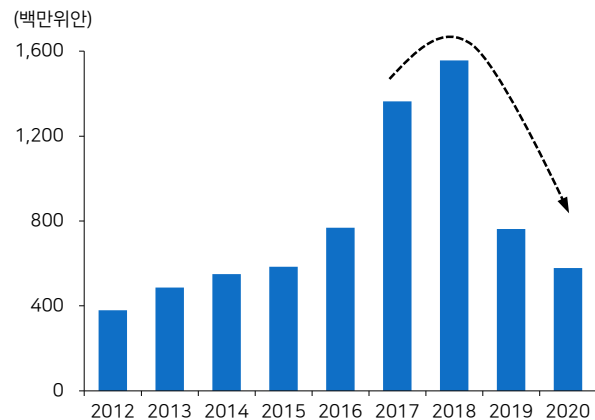
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림43 YOFC 연간 매출액 추이



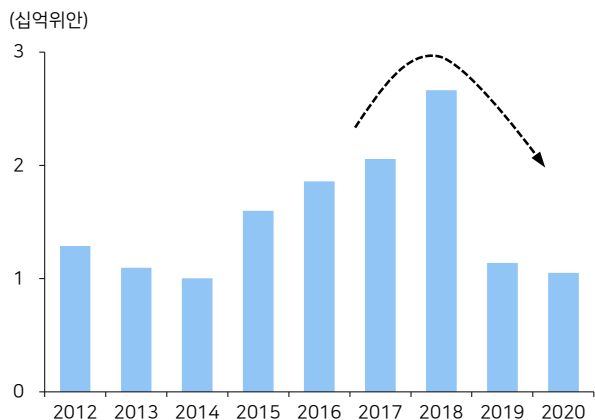
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림44 YOFC 연간 영업이익 추이



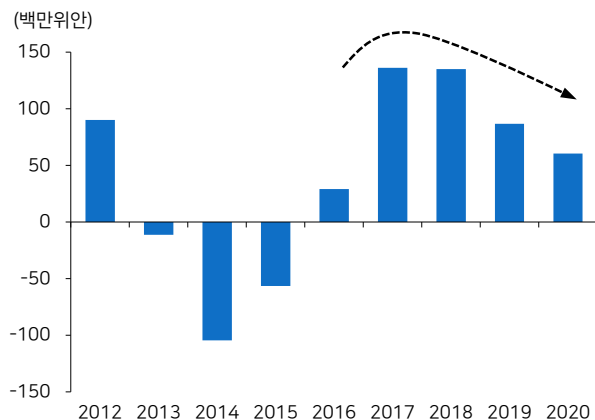
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림45 Futong 연간 매출액 추이



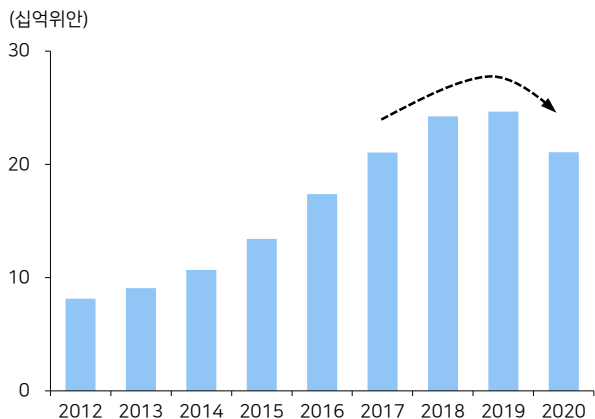
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림46 Futong 연간 영업이익 추이



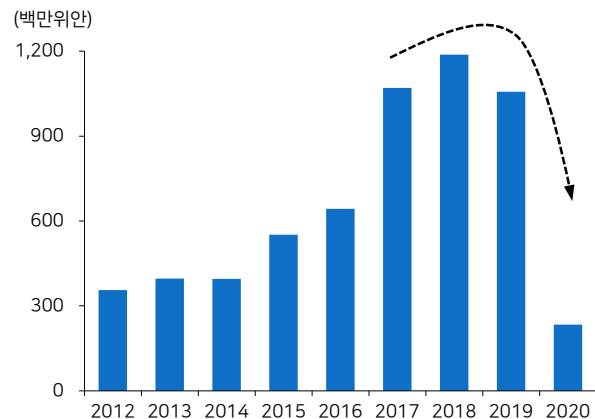
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림47 Fiberhome 연간 매출액 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림48 Fiberhome 연간 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

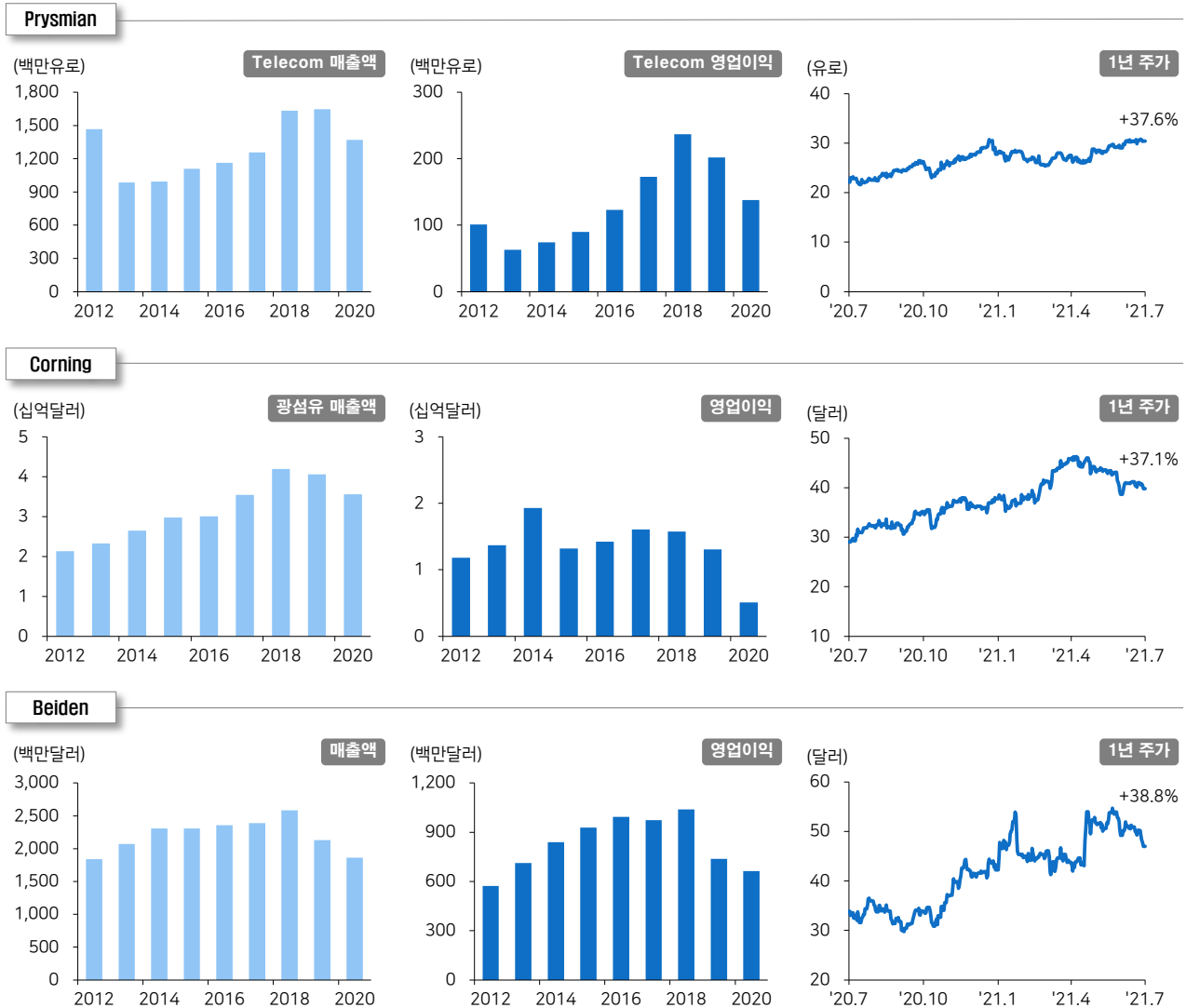
극심한 실적 부진에 시달리는 글로벌 광섬유 업체들

글로벌 공급 과잉이 지속되면서 중국뿐만 아니라 미주 및 유럽 광섬유 업체들의 실적 부진도 이어지고 있다. 2020년 Corning의 광섬유 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 -12.3%, -61.0% 하락했으며, 동기간 Prysmian의 매출액과 영업이익도 -16.8%, -31.7% 하락했다. 그 밖에 주요 광섬유/광케이블 업체들 역시 2019년과 2020년 부진한 실적이 이어지고 있다.

반면, 주가는 고공행진 중

주목할 점은 실적과 달리 주가는 반대의 움직임을 보이고 있다는 점이다. 올해 초 글로벌 광섬유 가격의 반등 조짐이 나타나면서, 시장 참여자들의 긍정적 전망과 함께 주가 상승세가 지속되고 있다. Corning과 Prysmian의 최근 1년 주가 수익률은 각각 +37.1%, +37.6%를 기록 중이며, 미국 광케이블 업체인 Belden 역시 동기간 +38.8% 주가가 상승했다.

그림49 글로벌 광케이블 업체들(중국 제외) 주요 지표 변화



자료: 각 사, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

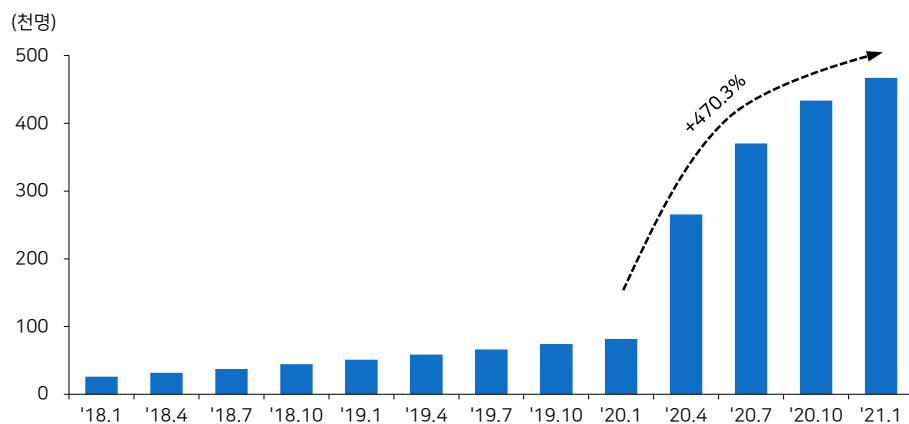
장기적인 호황기가 예상되는 글로벌 광섬유 시장

지난 3년 간의 침체기를 지나 글로벌 광섬유 시장은 향후 장기적인 호황기를 맞이할 전망이다. 글로벌 광섬유 시장 성장의 배경은 크게 세 가지로 ① 정부 주도의 초고속인터넷 보급 확대, ② 글로벌 5G 수요 증가, ③ 대규모 데이터센터 구축 계획 등이다.

코로나19로 비대면 근무 및 교육 환경으로 빠르게 전환

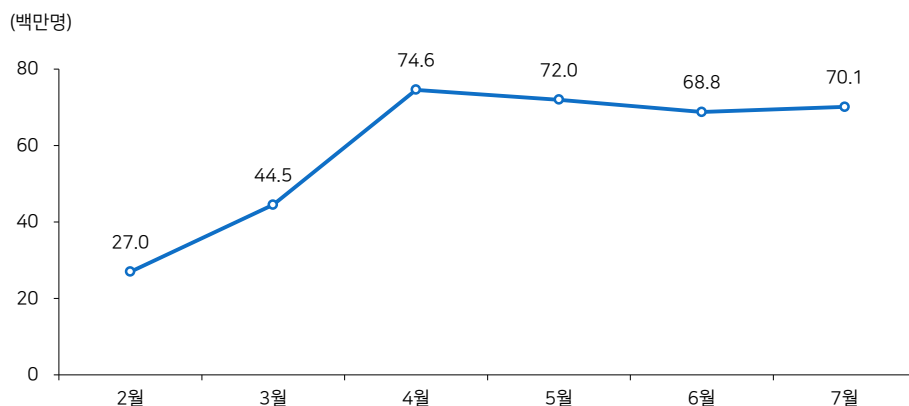
코로나19 사태로 학교와 회사 등에서 홈스쿨링과 재택근무가 활성화되면서 초고속인터넷에 대한 수요가 증가하고 있다. 온라인 회의나 웹 세미나를 지원하는 Zoom 이용자수는 코로나19가 전세계로 퍼지기 시작한 2020년 1월 8.2만명에 불과했으나, 2021년 1월에는 46.7만명으로 1년 만에 +470.3% 급성장했다. 온라인 교육용 어플리케이션을 방문하는 신규 방문자수의 경우 최근 6개월 사이 1억명 이상 증가하는 등 비대면 전환에 대한 수요는 코로나19 장기화와 함께 지속적으로 증가하는 추세다.

그림50 전세계 Zoom 이용자수 추이



자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

그림51 온라인 교육용 어플리케이션 코세라(Coursera) 방문자수 추이

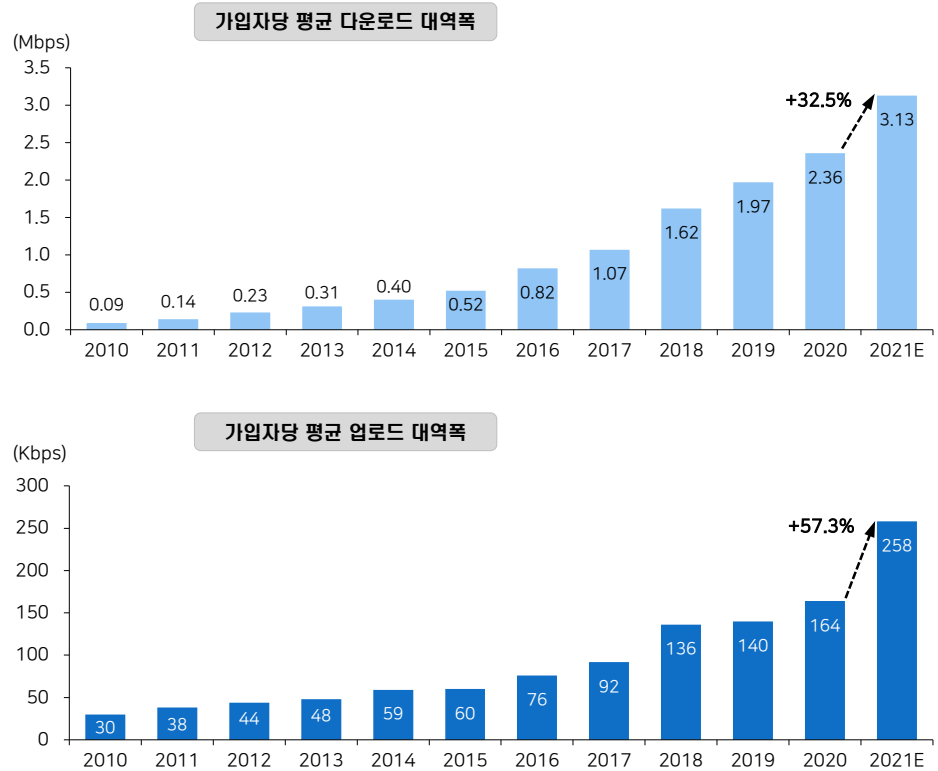


자료: Coursera, 메리츠증권 리서치센터

코로나19로 앞당겨진 대역폭 및 광통신 인프라 확장에 대한 고민

CommScope가 조사한 결과에 따르면, 북미 지역 인터넷 가입자들의 평균 업로드(Upstream)/다운로드(Downstream) 대역폭은 매년 꾸준히 증가하고 있으며, 코로나19 확산에 따른 비대면 활동 증가로 2021년에는 더 가파른 성장세를 보이고 있다. 2021년 가입자당 평균 다운로드 대역폭(3.13Mbps)은 전년 대비 +32.5% 증가했고, 업로드 대역폭(258Kbps)의 경우 +57.3%로 더 크게 성장했다. 온라인 활동이 증가하고 양방향 소통이 중요해질수록 이러한 현상은 심화될 전망이며, 시스템 운영자 입장에서는 가입자들의 체감품질(QoE: Quality of Experience) 향상을 위해서 대역폭 및 광통신 인프라 확장을 고민할 수 밖에 없다.

그림52 가입자당 Upstream 및 Downstream 평균 대역폭 변화



자료: CommScope, 메리츠증권 리서치센터

코로나19 이후에도 전세계 주요 기업들의 재택근무 시행 지속

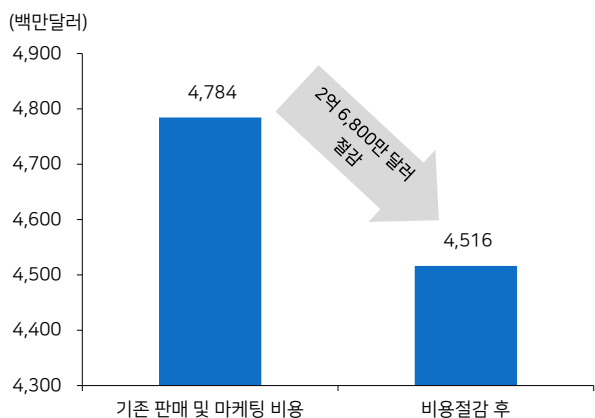
코로나19 이후에도 빠르고 안정적인 인터넷망에 대한 수요는 지속될 전망이다. 페이스북은 지난 5월 일부 직원 대상으로 영구 재택근무 시행을 밝힌 데 이어 6월에는 재택근무 적용 대상을 전체 직원으로 확대했다. 트위터 CEO는 가장 먼저 영구 재택근무제를 채택했으며, 애플은 전세계 직원들에게 이메일을 보내 9월부터 부분 재택근무제를 도입하겠다고 발표했다. 국내에서는 최근 네이버 관계사인 라인플러스가 대기업 최초로 코로나19 이후에도 재택근무제를 이어간다고 발표했다. 코로나19 사태로 빠르게 발전하고 있는 비대면 근무 환경이 업무 효율성을 보장함에 따라 영구 재택근무제는 더욱 확산될 전망이다. 기업 입장에서도 비용 절감 효과를 기대할 수 있다. Google은 지난 1Q21 실적발표에서 재택근무 시행으로 약 2.7억달러의 비용절감 효과가 있음을 밝혔으며, AT&T 역시 2020년 재택근무를 통해 최소 3,000만달러를 절약한 것으로 파악된다.

그림53 영구 재택근무제를 시행 혹은 고려하고 있는 국내의 대기업들



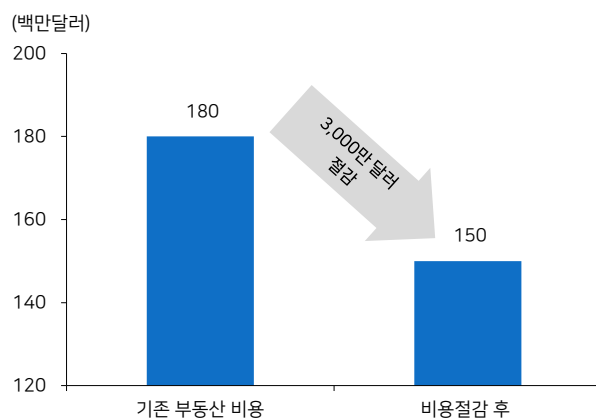
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림54 재택근무에 따른 비용 절감 효과: Google 사례



자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

그림55 재택근무에 따른 비용 절감 효과: AT&T 사례

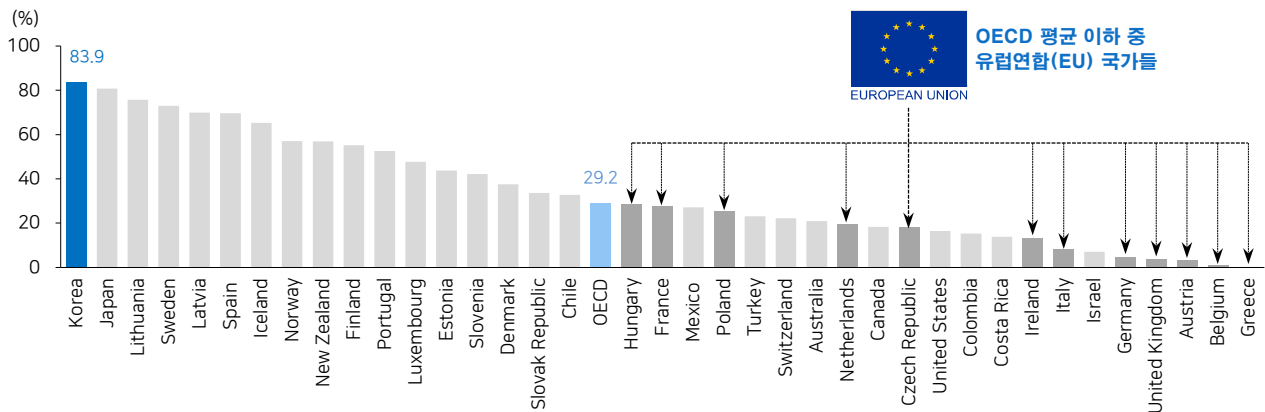


자료: AT&T, 메리츠증권 리서치센터

광통신 인프라 구축이 미진한 유럽 내 주요 국가들

2020년 6월 기준 OECD 국가 중 한국은 광케이블(FTTx) 보급률 83.9%로 1위를 차지하고 있다. OECD 평균 광케이블 보급률은 29.2%에 불과하며, 전체 국가 중 80% 이상의 보급률을 가진 국가는 한국과 일본이 유일하다. 주목할 만한 부분은 미국(16.5%)과 캐나다(18.4%)뿐만 아니라 영국(3.9%), 독일(4.7%), 이탈리아(8.2%), 벨기에(1.3%) 등 주요 유럽연합 국가들의 광케이블 보급률이 OECD 평균을 크게 하회하고 있다는 점이다.

그림56 국가별 통신망 내 광케이블 설치 비율 현황 (2020년 6월 기준)



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

전세계 광 인프라 구축 사업 시작

현재 전세계 주요 국가들은 정부 주도 하에 디지털 격차 해소를 위한 다양한 정책 사업을 진행 중이다. 미국 정부의 RDOF(농촌디지털기획펀드) 사업이 대표적이며, 아르헨티나와 인도 역시 정부 주도로 초고속인터넷 보급에 사활을 걸고 있다. 특히, 유럽의 경우 코로나19 환경에서 인터넷을 활용한 비대면 활동에 많은 어려움을 겪은 만큼 대부분의 국가에서 공격적으로 인터넷 보급 사업을 펼치고 있다.

그림57 주요 국가별 광통신 인프라 구축 프로젝트

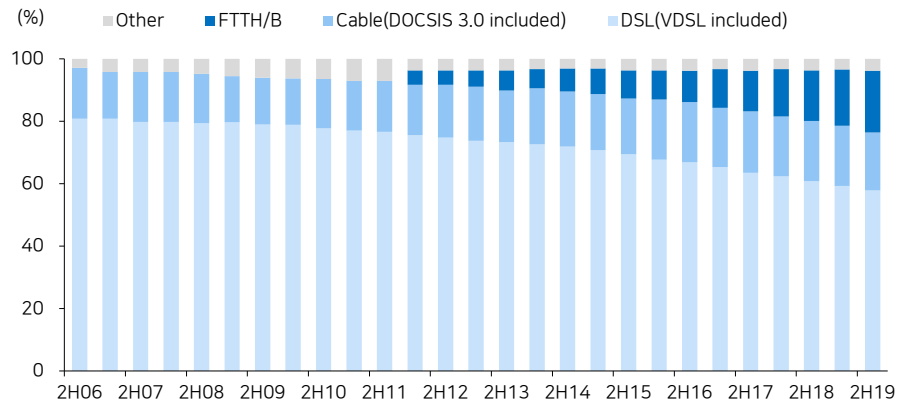


자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

유럽 내 디지털 전환 가속화
'DSL(구리선)→FTTx(광케이블)'

유럽 인터넷망의 대부분을 차지하고 있던 DSL(구리선) 방식은 최근 10년 사이 20% 넘게 점유율이 하락했다(2009년 79% → 2019년 58%). 반면, 광케이블 기반의 FTTH/B는 지난 8년 동안 빠르게 증가해 19% 점유율을 차지하고 있다. 최근 유럽 각 국에서 진행되고 있는 디지털 인프라 투자로 인해 DSL 방식이 광케이블 기반의 FTTH/B 방식으로 빠르게 대체될 전망이다.

그림58 유럽연합(EU) 기술방식별 초고속인터넷 가입자 비중 추이

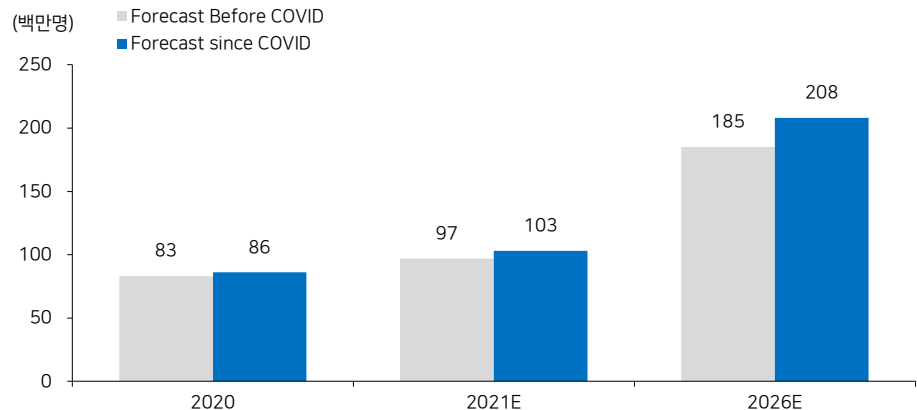


자료: EU, 메리츠증권 리서치센터

코로나19로 빨라질 FTTH 구축

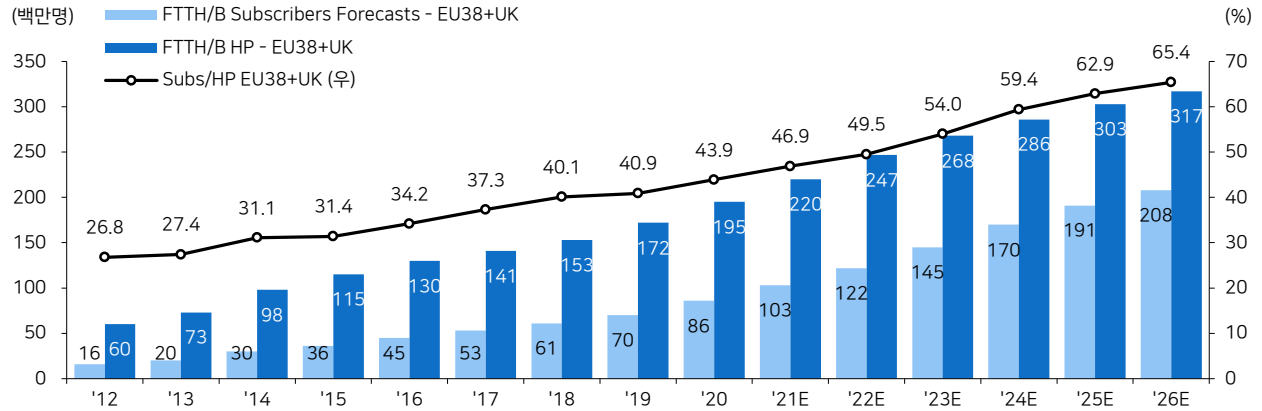
FTTH 위원회 유럽회의(FTTH Council Europe Conference)에 따르면, 코로나 19로 인한 데이터 트래픽의 증가와 대역폭 부족 현상으로 유럽 주요 국가들의 FTTH/B 구축 전망치가 상향 조정되고 있는 것으로 파악된다. 영국 포함 EU 39 개국의 FTTH/B 가입자는 2019년 7천만명에서 2026년 20.8천만명으로 확대될 전망이며, 보급률은 동기간 40.9%에서 65.4%까지 확대될 전망이다.

그림59 코로나19 전후 유럽 FTTH/B 가입자 전망 변화



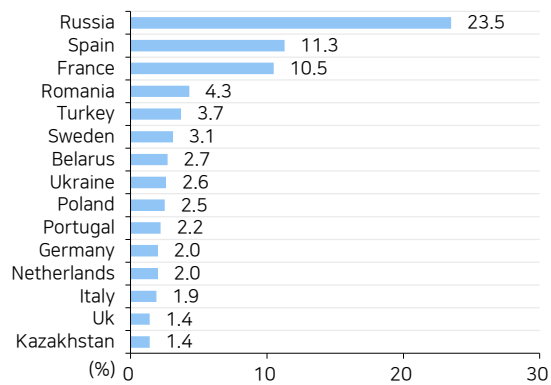
자료: EU, 메리츠증권 리서치센터

그림60 유럽 38개국(+영국) FTTH/B 가입자 및 보급률 전망



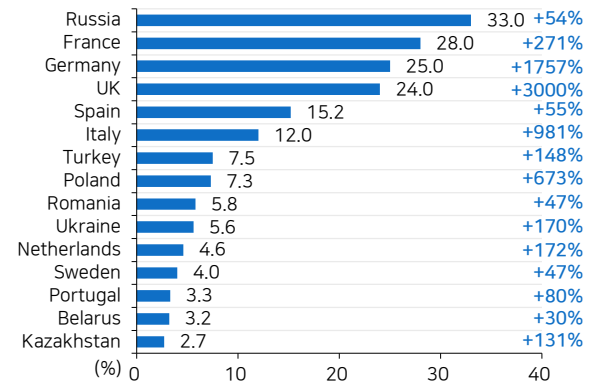
자료: IDATE, 메리츠증권 리서치센터

그림61 유럽 Top 15 FTTH/B 가입자수 (2020년)



자료: IDATE, 메리츠증권 리서치센터

그림62 유럽 Top 15 FTTH/B 가입자수 전망 (2026년)



자료: IDATE, 메리츠증권 리서치센터

영국의 'Project Gigabit' 시행

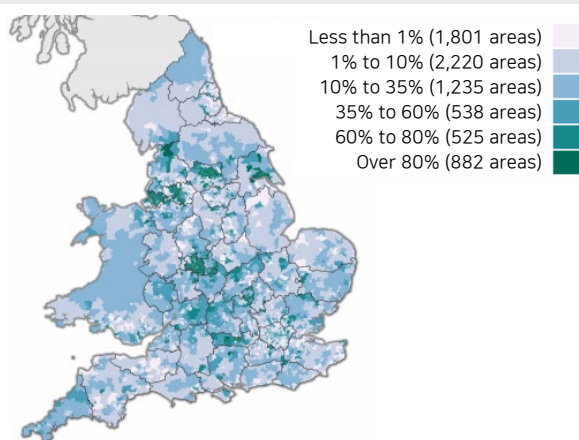
영국은 지난 4월 30일 '프로젝트 기가비트(Project Gigabit)'의 목표와 정책을 확정해 발표했다. 영국 정부는 2025년까지 국토의 최소 85%까지 기가인터넷(1Gbps)을 보급한다는 계획이며, 이를 위해 우선적으로 50억파운드(약 70억달러) 규모의 펀드를 조성해 사업을 지원할 예정이다. 2020년 9월 기준 영국 내 광통신 인프라 구축이 완료된 지역은 18%이며, 기가인터넷 설치가 가능한 지역 역시 27%에 불과하다. 정부가 계획한 최소 85% 지역에 대한 보급을 맞추기 위해서는 광케이블 선로 및 배선 작업이 선행되어야 하기 때문에 프로젝트의 성공을 위한 광케이블 수요가 빠르게 증가할 전망이다. 정부의 정책 지원에 힘입어 영국 내 기가인터넷 보급 가구수는 2020년 750만 가구에서 2025년 4,400만 가구까지 확대될 전망이다.

표9 영국 광통신 인프라 및 기가인터넷 구축 가능 지역

Nation (%)	Full Fibre			Gigabit-capable		
	Total	Urban	Rural	Total	Urban	Rural
England	16	16	17	25	26	18
Scotland	17	18	12	42	47	13
Wales	19	19	19	19	19	19
Northern Ireland	56	71	17	56	71	17
UK	18	18	17	27	29	17

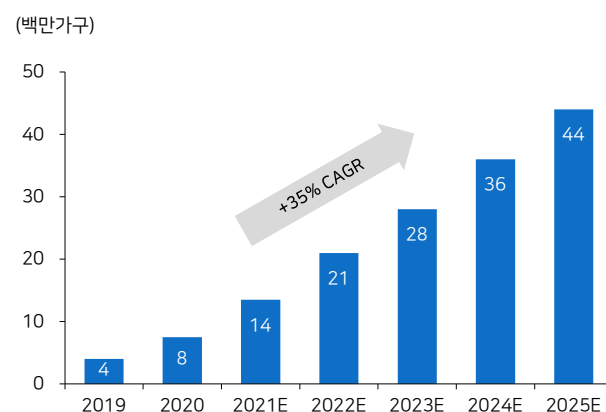
자료: House of Commons Library, 메리츠증권 리서치센터

그림63 기가비트(Gigabit) 인프라 구축 가능 지역



자료: House of Commons Library, 메리츠증권 리서치센터

그림64 영국 기가인터넷 보급 가구 전망

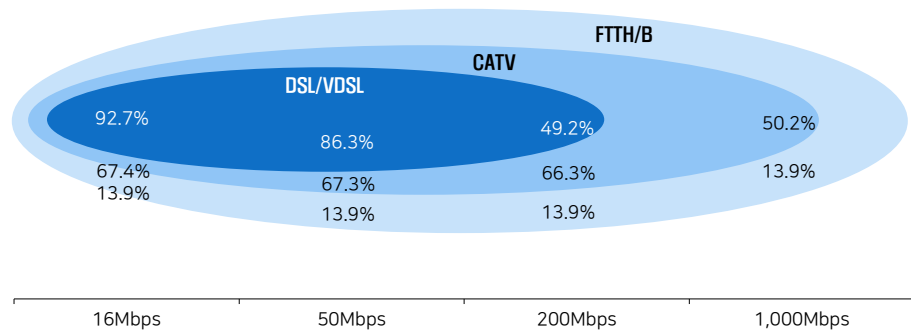


자료: STL, 메리츠증권 리서치센터

독일 내 광통신 인프라 수요 증가

독일의 경우 지난 수년간 광케이블 대신 기존 구리선을 업그레이드하는 방식을 고수해 왔기 때문에 가정에서 이용하는 인터넷의 80%가 구리선 기반의 VDSL 방식이며, 광케이블 기반 인터넷은 독일 전체의 13.9%에 불과하다. VDSL 이용 가구의 경우 속도가 200Mbps를 넘을 경우 절반 가까이 사용이 불가능하다. 독일은 작년 코로나19 상황에서 재택근무 및 홈스쿨링 실행에 특히나 많은 어려움을 겪었기 때문에 최근 광케이블 인프라 확장에 대한 요구가 증가하고 있다.

그림65 2020년 독일 인터넷 회선 비율 분석



자료: VATM, 메리츠증권 리서치센터

독일의 한국산 광케이블
수입액 증가

독일 광케이블 수입 동향에 따르면 최근 3년(2018~2020년) 광케이블 수입 규모는 소폭 감소했으나, 한국산 광케이블 수입은 2019년 663만유로(+146% YoY), 2020년 1,006만유로(+52% YoY)로 증가세를 기록했다. Deutsche Telekom은 현재 공격적으로 5G와 광케이블에 투자하고 있으며, 독일 초고속인터넷 통신망 고도화가 지속될수록 한국의 광케이블 수출 기회는 더 많아질 전망이다.

표10 독일 광섬유 케이블 국가별 수입 동향

순위 (만유로)	2018		2019		2020	
	국가	수입액	국가	수입액	국가	수입액
1	미국	2,588	일본	2,506	일본	2,735
2	일본	2,528	미국	1,800	미국	1,678
3	덴마크	1,201	덴마크	1,064	한국	1,006
4	영국	588	스위스	732	덴마크	830
5	체코	559	영국	692	영국	521
6	네덜란드	522	한국	663	네덜란드	380
7	인도	415	체코	391	체코	362
8	중국	366	네덜란드	314	스위스	343
9	스위스	333	중국	222	중국	255
10	한국	269	인도	123	인도	240

자료: GTA, 메리츠증권 리서치센터

미국의 RDOF 프로그램 추진

미국 바이든 행정부는 경기 부양책의 일환으로 대규모 인프라 투자 계획을 밝힌 바 있으며, 도심 외곽 지역에 초고속인터넷을 보급하기 위한 사업을 추진 중이다. 연방 통신위원회(FCC)는 농촌디지털기회펀드(RDOF; Rural Digital Opportunity Fund) 프로그램을 통해 미국 농어촌 지역에 인터넷 보급을 대대적으로 확대할 계획이다. 향후 10년간 총 204억달러(약 24조원) 규모의 자금이 투입될 예정이며, RDOF 1 단계 사업에 160억달러(약 19조원), 2단계 사업에 44억달러(약 5조원)를 투입해 최소 다운로드 속도 25Mbps, 업로드 속도 3Mbps를 제공한다는 목표다. RDOF 1 단계 사업은 2020년 12월 경매가 종료됐으며, 최근 본격적인 사업에 착수했다.

표11 농촌디지털기회펀드(RDOF) 타임라인

RDOF Action	Deadline
Adopt auction procedures	June 9, 2020 (completed)
Announce final eligible areas	No later than 3 weeks prior to October 29, 2020
Short-form applications due	July 15, 2020 (completed)
Auction bidding	October 29, 2020
Divide Winning Bids Process Window Opens	December 12, 2020
Divide Winning Bids Process Deadline	January 14, 2021
Form 683 Long-Form Filing Window Opens	January 14, 2021
Form 683 Long-Form Filing Deadline	January 29, 2021

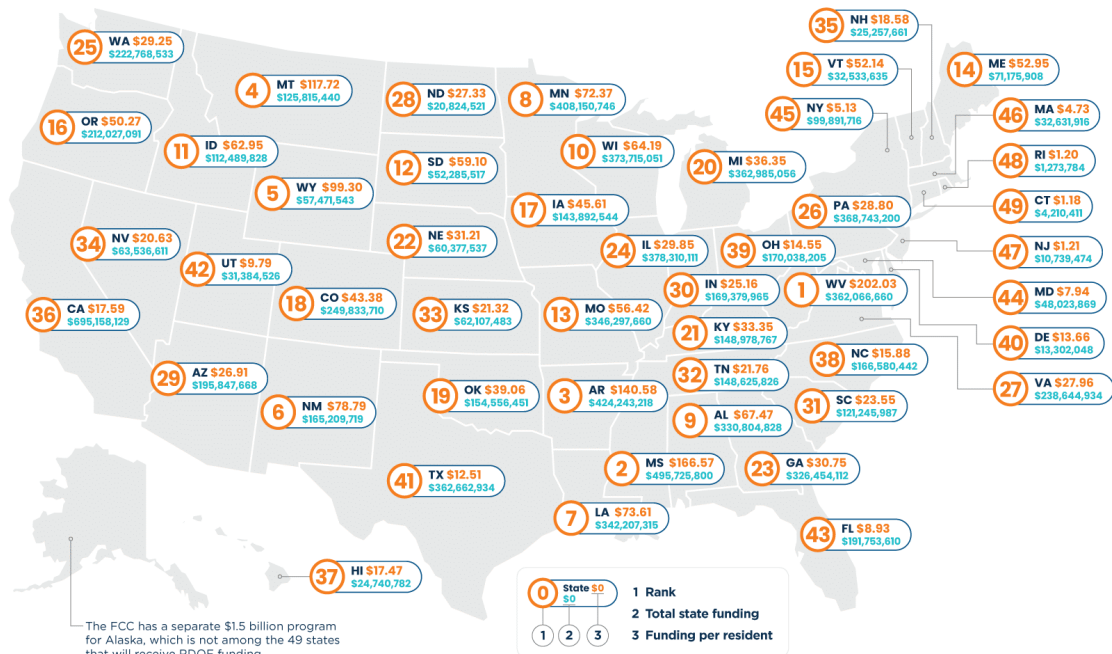
자료: FCC, 메리츠증권 리서치센터

표12 RDOF 1단계 경매 결과

Rank	Entity	Types	Winnings (백만달러)
1	LTD Broadband	WISP	1,595
2	Charter	Cable	1,300
3	Rural Electric Cooperative Consortium	REMC Consortium	1,100
4	SpaceX	Satellite	886
5	Windstream	Major Telco	523
6	AMG Technology (Nextlink)	WISP	429
7	Frontier	Major Telco	371
8	Resound Networks	WISP	311
9	Connect Everyone (Starry)	WISP	269
10	CenturyLink	Major Telco	262

자료: FCC, 메리츠증권 리서치센터

그림66 미국 50개 주 RDOF Funding 현황



미국 통신사들 공격적인 FTTP 구축 계획 발표

AT&T는 연초 Investor Day를 통해 광통신 인프라 투자 계획을 발표하며 가장 적극적으로 나서고 있다. AT&T의 FTTP(Fiber to the Premises) 서비스 보급은 2020년 100만 가구에 그쳤으나, 2021년과 2022년에는 각각 300만 가구, 400만 가구를 추가로 보급할 계획이다. Verizon의 경우 기존의 광통신 망을 임대해 쓰는 방식을 버리고, 향후 3년간 대규모 투자를 통해 자체 4G/5G 셀 사이트의 약 50% 이상을 자체 광통신 망으로 구축한다는 계획이다. 또한, 최근 파산 상태에서 벗어난 Frontier Communications의 경우 약 300만 가구에 달하는 규모를 FTTP로 업그레이드하는 방안을 추진 중이다. 시장조사에 따르면, 2025년까지 미국 내 약 6,800만 가구가 FTTP 서비스를 이용해 보급률이 50%를 초과할 전망이다.

미국 광케이블 수입액 변화

미국 광케이블 수입액은 코로나19 여파에 따른 투자 감소로 2018년 12.2억달러에서 2020년 10.3억달러로 감소했다. 주목할 만한 부분은 러시아, 베트남, 일본산 광케이블 제품 수입 규모가 증가하고 있는 반면, 기존 1, 2위 수입국인 멕시코와 중국 제품이 큰 폭으로 하락하고 있다는 점이다. 특히, 중국 광케이블의 경우 트럼프 행정부의 대중 무역 제재 1차 리스트에 포함되어 25%의 추가 관세가 적용되고 있다. 한국산 광케이블 제품의 경우 2020년 2,185만달러로 전년 대비 +39.6% 성장하며 2018년 수준을 회복했다.

표13 미국 광섬유 케이블 국가별 수입 동향

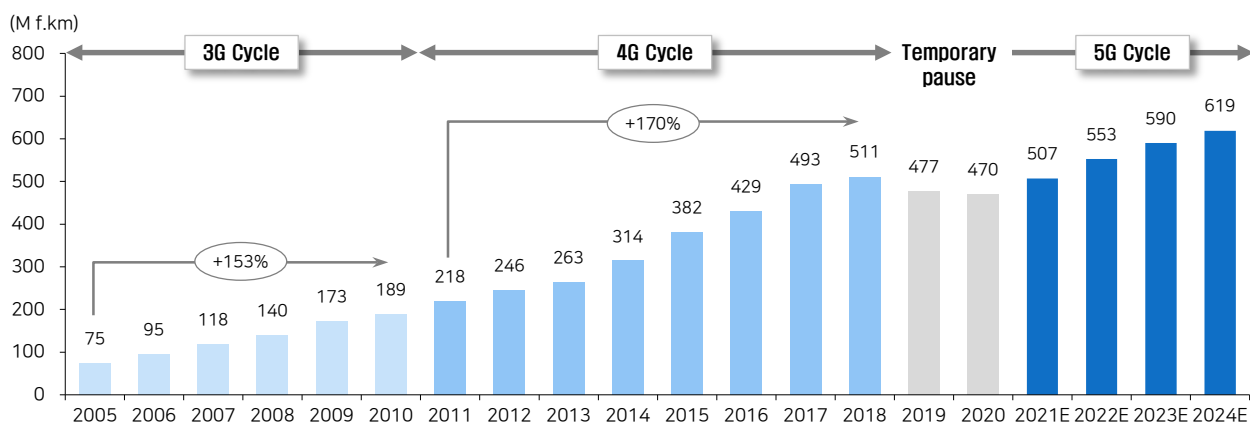
순위	국가	연도별 수입액 (백만달러)			비중 (%)			증감률 (%)
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2020/2019
1	멕시코	690.93	568.8	467.78	56.52	55.01	45.54	-17.76
2	중국	250.43	134.19	125.92	20.49	12.98	12.26	-6.16
3	일본	58.97	77.09	104.14	4.82	7.46	10.14	35.09
4	베트남	0.77	4.77	37.2	0.06	0.46	3.62	679.87
5	독일	20.86	22.32	29.16	1.71	2.16	2.84	30.65
6	영국	22.62	22.93	27.75	1.85	2.22	2.7	21.02
7	대만	9.28	36.46	24.18	0.76	3.53	2.35	-33.68
8	러시아	4.61	8.59	23.19	0.38	0.83	2.26	169.97
9	대한민국	22.19	15.65	21.85	1.82	1.51	2.13	39.62
10	캐나다	21.15	20.52	19.23	1.73	1.98	1.87	-6.29

자료: GTA, 메리츠증권 리서치센터

5G 도입으로 글로벌 광섬유 시장 중장기 호황 전망

2019년과 2020년 글로벌 광섬유 수요는 4G에서 5G로 전환되는 대기 수요와 중국발 공급 과잉으로 인해 일시적인 약세 사이클에 진입했었다. 과거 차세대 이동통신 인프라 구축 시 광섬유 수요를 살펴보면, 3G(2005~2010년) 때는 +153%, 4G(2010~2018년) 당시 +170% 증가했으며, 최근 전세계적인 5G 서비스 도입으로 광섬유/광케이블 산업은 다시 중장기적인 호황기를 맞이할 전망이다. 시장조사기관 CRU에 따르면, 글로벌 광섬유 수요는 연평균(2020~2024년) +7.9% 성장해 2024년 619M f.km에 달할 전망이다.

그림67 글로벌 광섬유 수요 추이 및 전망



자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

Corning이 예상한 글로벌 광섬유 시장 전망

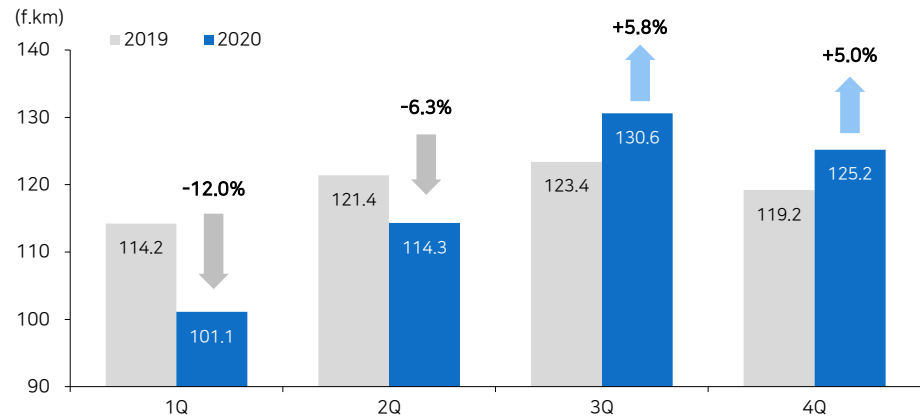
미국 최대 광통신 업체인 코닝(Corning)의 CEO Wendell Weeks는 최근 1Q21 실적 컨퍼런스콜에서 광섬유 시장 전망에 대한 질문에 '5G 시대에는 과거 3G/4G 때와는 비교하기 힘든 수준의 광섬유 수요 증가가 있을 것'이라고 대답한 바 있다.

"So that's like the first thing, I think, that's a little different than build cycles that you and I have seen in the past, Steven. There's much less on spec, more on, hey, the baseline demand has just moved up. There's more work from home. There's more need for bandwidth. There's more cloud. ... (중략) ... So historically in 4G systems or 3G, they've been relatively fiber-poor. They haven't been big consumers of fiber. But with 5G, those cells need to be so much closer to the consumer, to their customers. You need more densification, and that's driving a lot more glass into the wireless network."

글로벌 광섬유 수요의 회복

비록 2020년 글로벌 광섬유 수요는 470M f.km로 전년 대비 -1.5% 감소했으나, 분기별로 나누어 자세히 살펴보면 시장 회복 국면임을 알 수 있다. 지난 1Q20와 2Q20 글로벌 광섬유 수요는 각각 전년 대비 -12.0%, -6.3% 감소했으나, 3Q20와 4Q20에는 각각 +5.8%, +5.0% 증가하며 반등에 성공했다.

그림68 2019년 vs 2020년 글로벌 광섬유 수요 비교

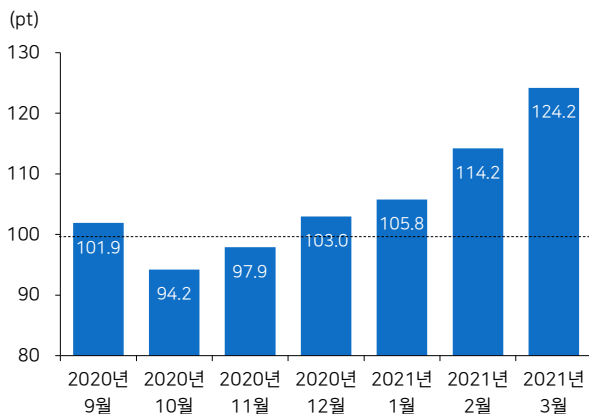


자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 광섬유 시장 확장 국면

CRU에서 공개한 글로벌 광케이블 인덱스(FOCI; Fibre Optic Cable Index)는 100 이상일 경우 시장 확장 국면, 100 이하일 경우 시장 축소 국면으로 분류한다. 2021년 3월 FOCI 인덱스는 124.2로 전월 기록한 최고치를 경신하며 글로벌 광케이블 시장이 확장 국면에 진입했음을 확인했다.

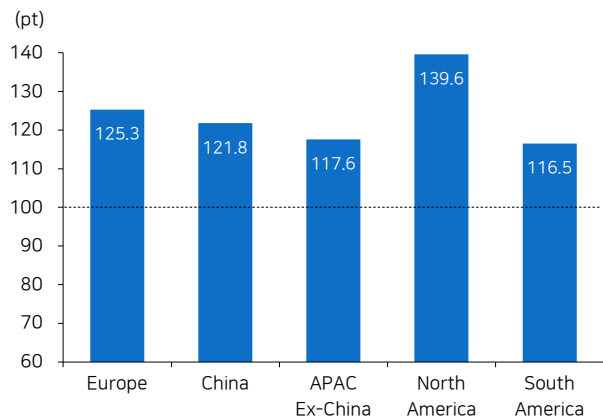
그림69 글로벌 광케이블 인덱스(FOCI) 월별 추이



자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

주: 100 이상일 경우 시장 확장 국면, 100 이하일 경우 시장 축소 국면

그림70 글로벌 광케이블 인덱스(FOCI) 지역별 추이



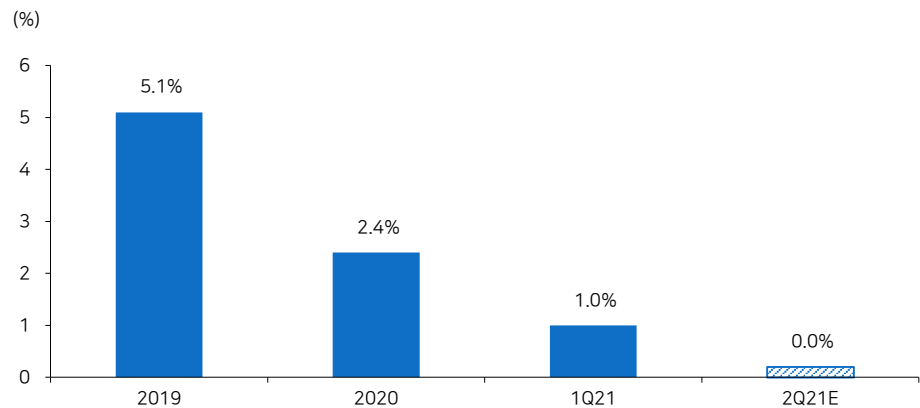
자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

주: 100 이상일 경우 시장 확장 국면, 100 이하일 경우 시장 축소 국면

중국 내 광섬유 재고 정상화

글로벌 광섬유 시장을 위협하던 중국발 공급 과잉 이슈도 빠르게 해소되고 있다. 연간 전세계 광섬유 수요량 대비 중국 내 광섬유 재고 비율은 2019년 5.1%에서 2020년 2.4%까지 하락한 데 이어 최근 1Q21에는 1.0%까지 줄어들었다. 2Q21 기준으로는 과잉 재고가 완전 소진된 것으로 파악되며, 글로벌 광섬유 수급 밸런스의 정상화로 광섬유 가격은 당분간 하방을 견고하게 지지할 것으로 전망한다.

그림71 중국 내 광섬유 재고 정상화



자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

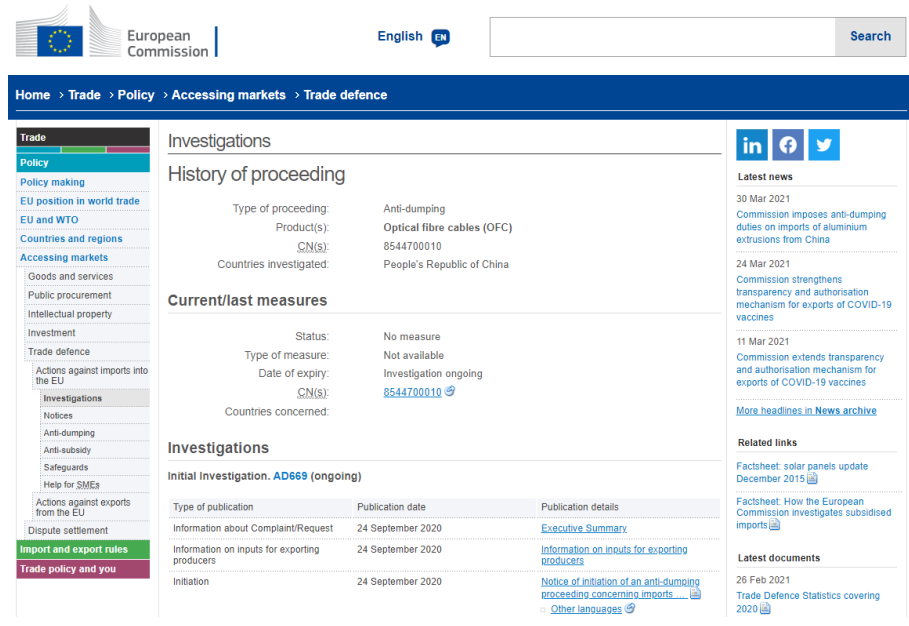
EU 집행위원회, 중국산 광케이블 반덤핑 조사 착수

이 가운데 글로벌 광섬유 수요 회복 및 가격 상승의 기폭제가 될 수 있는 이벤트가 유럽에서 진행 중이다. 유럽연합(EU)은 화웨이 등 중국 통신장비 기업들의 5G 인프라 사업 문제를 안보에서 무역으로 확대했다. 유럽 내 광케이블 생산업체를 대표하는 유로파케이블이 중국산 광케이블 덤핑 의혹을 제기하면서 EU 집행위원회는 2020년 10월부터 중국산 광케이블에 대한 반덤핑 관세 적용 여부를 조사 중이다.

업황 개선에 추진력을 더할 이슈

EU의 광섬유케이블 연간 판매량은 약 120만 Km, 시장 규모는 연간 10억유로(12억달러) 수준으로 파악되며, 이 중 중국 업체들의 시장 점유율은 약 15%를 차지하고 있다. EU는 디지털 인프라 투자 프로그램을 추진하고 있는 만큼 유럽 내 광섬유케이블 시장은 향후 크게 성장할 것으로 기대된다. EU 집행위원회는 2021년 12월 내로 중국산 광케이블에 대한 최종 반덤핑 관세 적용 여부를 결정할 예정이며, 관세가 적용될 경우 글로벌 광섬유 및 광케이블 시장은 가파른 속도로 회복될 전망이다.

그림72 유럽연합(EU)의 중국산 광섬유케이블 덤핑 의혹 조사

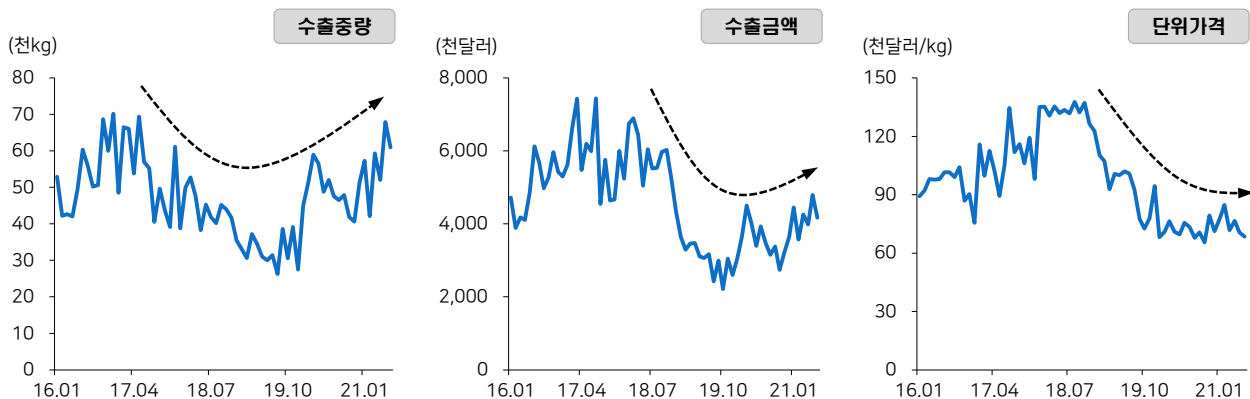


자료: European Commission, 메리츠증권 리서치센터

수출 데이터로 확인한 글로벌 광섬유 수요

한국무역협회에서 제공하는 국내 광섬유 수출 데이터를 살펴보면, 2021년 5~6월 수출 중량은 수요가 가장 좋았던 2016년 수준까지 회복된 것을 알 수 있다. 수출 금액의 경우 글로벌 광섬유 가격 하락 영향으로 회복 속도가 다소 더디게 나타나고 있다. 실제로 수출 금액을 중량을 나누어 단위 가격을 환산해보면 광섬유 가격이 여전히 바닥을 다지고 있음을 알 수 있으며, 통상적으로 수요 증가에 후행하여 가격이 상승한다는 점을 감안해보면 글로벌 광섬유 가격은 구조적으로 우상향하는 모습이 나타날 전망이다.

그림73 국내 광섬유 수출 데이터

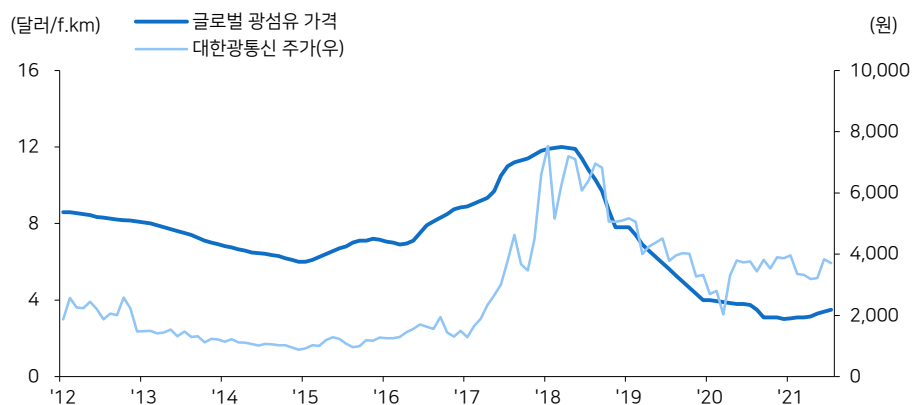


자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 광섬유 수요 회복에 따른
국내 기업들의 실적 반등 전망

대한광통신을 포함한 국내 광섬유/광케이블 업체들은 글로벌 광섬유 가격 하락으로 실적 부진이 장기화됐으나, 이르면 2021년 하반기부터 실적 회복이 가능할 전망이다. 2022년에도 글로벌 광섬유 수요 증가세가 이어지면서 글로벌 주요 업체 대부분 실적 정상화가 예상되며, 국내 대한광통신 역시 2022년 기준 예상 PER 12.0배 수준으로 글로벌 평균(21.7배) 대비 저평가 매력에 부각될 전망이다.

그림74 글로벌 광섬유 가격과 대한광통신 주가 추이



자료: CRU, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표14 글로벌 광섬유/광케이블 Peer 밸류에이션

		시가총액 (십억원)	시가총액 (백만달러)	PER (x)		PBR (x)		매출액*		영업이익*		당기순이익*		EV/EBITDA (x)	
				2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
글로벌	FYBR	8,245	7,227	20.8	73.9	N/A	N/A	6,550.5	6,052.0	858.0	488.0	N/A	N/A	5.6	6.6
	OCC	33	29	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Corning	38,676	33,901	19.0	16.7	2.5	2.5	13,720.4	14,405.3	2,546.1	2,818.3	1,984.6	1,928.3	10.2	9.6
	COMM	4,796	4,204	10.6	8.8	6.1	4.5	8,710.2	8,977.0	1,163.9	1,275.6	-180.5	-47.0	10.4	9.3
	BDC	2,399	2,103	12.8	11.7	2.3	2.0	2,163.9	2,233.1	265.3	284.7	113.1	142.0	9.8	8.7
	STRETCH	1,823	1,598	23.7	17.4	5.2	4.4	848.6	1,010.6	131.5	163.3	70.3	97.7	12.3	9.7
중국	Fiberhome	3,721	3,213	31.9	27.1	1.6	1.6	4,022.5	4,438.4	N/A	N/A	115.6	130.2	11.6	10.1
	YOFC	2,202	1,930	32.2	26.0	1.9	1.8	1,376.8	1,524.4	87.1	115.7	87.7	108.7	13.5	11.2
	ZTT	5,572	4,884	9.6	8.6	1.2	1.1	7,630.8	8,037.6	622.3	695.9	511.5	578.0	N/A	N/A
	HTGD	5,029	4,408	17.6	14.6	1.4	1.3	5,611.9	6,334.3	330.6	449.6	227.4	264.9	10.5	9.8
	Kaile Science	1,427	1,251	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Tdii	868	760	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
국내	대한광통신	274	240	N/A	12.0	1.9	1.7	139.7	203.6	-12.2	24.7	-10.9	22.8	N/A	N/A

주: *국내업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3. 2021년 실적 전망 및 Valuation

1) 2021 실적 Preview

전년 동기 대비로는 개선되나,
2019년 대비 아쉬운 2021 실적

국내 5G 네트워크 장비 업체들의 2021년 2분기 실적은 대체적으로 무난할 전망이다. 2020년 기저효과로 대부분 전년 동기 대비 개선된 실적이 예상되나, 대규모 투자가 단행됐던 2019년 2분기와 비교하면 아쉬움이 많이 남을 전망이다. 다만, 국내 CAPEX 투자와 삼성전자의 해외 수출 물량이 하반기에 집중된다는 점을 감안하면 올해 상반기보다는 하반기에 대한 실적 기대감이 커질 전망이다.

표15 국내 통신장비 2Q21 실적 전망 및 코멘트

(십억원)		2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	실적 및 특이사항
RFHIC (218410)	매출액	30.4	14.7	106.7	21.4	41.7	30.4	0.1	2Q21 연결 매출액 304억원(+106.7% YoY), 영업이익 27억원(흑전 YoY) 전망 2021년 매출액 가이드스 1,500억원에서 하향 조정 가능성 존재 - 전력반도체 사업은 9월에 구체화될 전망이며, 본사업은 2022년 시작
	영업이익	2.7	-2.7	흑전	0.1	3,686.6	2.8	-5.1	
	세전이익	2.7	-1.7	흑전	-0.2	흑전	3.2	-15.7	
	당기순이익	2.5	-1.1	흑전	-0.3	흑전	3.4	-27.0	
KMW (032500)	매출액	72.5	127.2	-43.0	78.7	-7.9	93.0	-22.0	2Q21 매출액 725억원(-43.0% YoY), 영업이익 13억원(-94.1% YoY) 전망 1H21까지 뚜렷한 실적 개선 어려우며, 2H21 역시 시장 기대와 달리 큰 폭의 개선은 제한적 - 삼성전자 수주 물량 감소를 노키아 사업에서 보완해야 하지만 아직 개선 조짐은 보이지 않음
	영업이익	1.3	22.0	-94.1	0.7	90.6	7.9	-83.5	
	세전이익	1.2	18.6	-93.3	4.9	-74.9	7.6	-83.7	
	당기순이익	1.1	11.9	-90.4	7.6	-85.1	6.2	-81.6	
에이스테크 (088800)	매출액	61.1	58.2	5.0	52.5	16.2	86.5	-29.4	2Q21 매출액 611억원(+5.0% YoY), 영업적자 -32억원(적축 YoY) 전망 2021년 가이드스 하향 조정 (매출액 4,400억원 → 4,000억원, OPm 7.6% → 4.0%) 2Q21 인도, 2H21 미주/유럽 납품 시작 - 미주는 삼성전자, 에릭슨 장비 공급 예정
	영업이익	-3.2	-13.7	적축	-15.9	적축	0.1	N/A	
	세전이익	-3.2	-17.2	적축	-14.6	적축			
	당기순이익	-3.0	-15.9	적축	-14.6	적축			
알에프텍 (061040)	매출액	74.0	59.2	25.0	82.3	-10.0	82.6	-10.4	2Q21 매출액 740억원(+25.0% YoY), 영업이익 19억원(-25.4% YoY) 전망 - 지난 1Q21 중저가 충전기 매출 성장으로 호실적을 기록했으나, 2Q21는 다소 부진 - 충전기를 제외한 바이오와 5G 사업은 양호 2H21 미주향 5G 수주 여부가 관건
	영업이익	1.9	2.5	-25.4	2.4	-24.2	2.2	-15.9	
	세전이익	1.6	-32.4	흑전	12.5	-87.0			
	당기순이익	1.5	-25.1	흑전	11.6	-86.7			
기가레인 (049080)	매출액	24.0	12.5	92.0	14.8	62.5	28.9	-16.9	2Q21 매출액 240억원(+92.0% YoY), 영업이익 12억원(흑전 YoY) 전망 4월부터 미국 Verizon향 공급 물량 증가 - 반도체 사업은 나노 임프린터 매출이 3Q21부터 인식되며 회복될 전망 2021년 연간 매출액 1천억원 달성 전망
	영업이익	1.2	-4.2	흑전	-0.6	흑전	2.7	-54.6	
	세전이익	1.2	-6.2	흑전	-0.5	흑전			
	당기순이익	1.1	-6.2	흑전	-0.5	흑전			
서진시스템 (178320)	매출액	139.8	76.4	83.0	134.6	3.9	154.3	-9.4	2Q21 연결 매출액 1,398억원(+83.0% YoY), 영업이익 124억원(흑전 YoY) 전망 5G 합체 매출은 2Q21부터 본격적으로 증가 1Q21 서프라이즈를 기록한 ESS 매출은 2Q21 성장세가 둔화되며 전 분기 대비 감소 2021년 영업이익 739억원(+1,406.2% YoY)
	영업이익	12.4	-0.1	흑전	9.2	34.6	14.1	-11.8	
	세전이익	11.4	-7.8	흑전	4.9	132.1	13.3	-13.9	
	당기순이익	10.9	-10.0	흑전	4.6	135.3	12.9	-15.7	
RF머트리얼즈 (327260)	매출액	7.2	3.3	119.3	7.9	-8.7	10.9	-33.9	2Q21 연결 매출액 72억원(+119.3% YoY), 영업이익 2억원(흑전 YoY) 전망 - 비앤씨테크는 인수 후 안정적인 실적 지속 - 국내 투자가 일부 회복되고, 미국향 공급도 시작됐으나, 인도 프로젝트의 지연으로 별도 실적은 3Q21까지 부진할 전망
	영업이익	0.2	-0.3	흑전	0.0	흑전	0.0	N/A	
	세전이익	0.2	-0.3	흑전	-0.1	흑전			
	당기순이익	0.2	-0.2	흑전	-0.2	흑전			

자료: 각 사, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표16 국내 통신장비 2Q21 실적 전망 및 코멘트

(십억원)		2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	실적 및 특이사항
에치에프알 (230240)	매출액	39.7	22.0	80.8	15.3	159.2	31.9	24.4	2Q21 매출액 397억원(+80.8% YoY), 영업적자 -15억원(적축 YoY) 전망 - Verizon 프론트홀 1차 물량 수주에 이어 추가 수주 가능성 존재 - Fujitsu를 통한 AT&T 프론트홀 장비 공급은 2Q21부터 시작 - 특화망 시장 개화되는 2022년 실적 개선 기대
	영업이익	-1.5	-7.5	적축	-6.4	적축	-0.6	N/A	
	세전이익	-1.5	-8.2	적축	-6.2	적축			
	당기순이익	-1.4	-6.9	적축	-6.2	적축			
솔리드 (050890)	매출액	36.9	37.7	-2.3	32.5	13.6	34.7	6.2	2Q21 매출액 369억원(-2.3% YoY), 영업적자 -24억원(적축 YoY) 전망 1H21까지는 국내와 해외 모두 다소 부진 - 국내 중계기 매출은 2Q21 발생 - 런던 지하철 프로젝트 수주 확정 - DT, Orange 등 유럽 시장은 2H21부터 성장
	영업이익	-2.4	-5.2	적축	-4.3	적축	-3.5	N/A	
	세전이익	-2.2	-5.8	적축	-3.6	적축	-3.3	N/A	
	당기순이익	-2.2	-5.7	적축	-5.1	적축	-3.3	N/A	
CS (065770)	매출액	12.3	12.7	-3.0	6.8	81.0			- 최근 대선 테마주로 추가 상승 (대표이사가 이재명 후보자 대학 동문) 2Q21 매출액 123억원(-3.0% YoY), 영업이익 2억원(-8.8% YoY) 전망 2021년 실적은 전년 수준 유지 전망 - SKT, Rakuten 중계기 수주 가능성 기대
	영업이익	0.2	0.2	-8.8	-0.2	흑전			
	세전이익	0.2	0.2	-27.5	-0.2	흑전			
	당기순이익	0.2	0.1	66.3	-0.2	흑전			
다산네트웍스 (039560)	매출액	99.2	96.8	2.4	104.9	-5.5	107.2	-7.5	2Q21 매출액 992억원(+2.4% YoY), 영업적자 -43억원(적전 YoY) 전망 - Keymile 관련 상각비가 2Q21까지 반영될 전망 2021년 실적 가이던스는 매출액 성장 +10%, 영업이익률 2.5~4.0% - 반도체 부족으로 납기지연/원가상승 우려 존재
	영업이익	-4.3	2.0	적전	-19.6	적축	-1.9	N/A	
	세전이익	-4.6	5.6	적전	-23.6	적축	-3.9	N/A	
	당기순이익	-4.4	4.4	적전	-25.1	적축	-3.3	N/A	
유비쿼스 (264450)	매출액	32.2	28.1	14.5	31.8	1.3			2Q21 매출 322억원(+14.5% YoY), 영업이익 57억원(+3.0% YoY) 전망 - LGU+ 신규 아이템 수주와 공공 무선망 수주로 2Q21까지 안정적인 실적 성장 예상 - 다만, 반도체 Shortage로 인한 납기 지연 우려와 원가율 상승 부담 존재
	영업이익	5.7	5.5	3.0	7.0	-18.6			
	세전이익	5.4	6.5	-16.6	9.1	-39.9			
	당기순이익	5.1	5.2	-0.8	7.1	-28.4			
머큐리 (100590)	매출액	33.4	27.8	20.1	27.7	20.5	36.3	-8.1	2Q21 매출액 334억원(+20.1% YoY), 영업이익 26억원(+1,857.0% YoY) 전망 2H20 KT, 1H21 SKT에 이어 2H21부터는 LGU+향으로 WiFi6 제품 납품 - 정부 공공 WiFi 및 AI스피커 사업 호조 - 최근 발행한 CB는 R&D 사옥 구축 목적
	영업이익	2.6	0.1	1,857.0	2.1	27.3	2.5	5.4	
	세전이익	2.7	1.7	60.5	2.1	29.3	2.5	7.6	
	당기순이익	2.5	1.3	91.6	1.6	51.8			
코워버 (056360)	매출액	16.9	21.2	-20.2	11.9	42.1			2Q21 매출액 169억원(-20.2% YoY), 영업이익 2억원(-90.6% YoY) 전망 2021년 연간 매출액 1천억원 목표 - 반도체를 포함한 자재 납기 이슈 존재 - 납기가 길어지면서 2H21 물량은 증가하나, 당장 투자가 적극적이지는 않은 상황
	영업이익	0.2	2.0	-90.6	0.0	흑전			
	세전이익	0.2	2.3	-92.4	0.5	-65.3			
	당기순이익	0.2	2.5	-93.4	0.8	-78.9			
우리넷 (115440)	매출액	12.2	9.1	33.8	14.2	-14.4			2Q21 매출액 122억원(+9.1% YoY), 영업이익 3억원(흑전 YoY) 전망 - 광전송 사업은 반도체 수급 불확실성으로 납기 지연 및 원가율 상승 부담 지속 - 팬택 IoT 부문 인수 이후 고객사들과 공급 관련 논의를 하는 등 점차 개선되는 추세
	영업이익	0.3	-2.0	흑전	-0.7	흑전			
	세전이익	0.3	-2.3	흑전	-0.7	흑전			
	당기순이익	0.3	-1.4	흑전	-0.7	흑전			
오이솔루션 (138080)	매출액	32.6	29.4	11.0	23.1	41.3	31.9	2.4	2Q21 매출액 326억원(+11.0% YoY), 영업이익 52억원(+23.3% YoY) 전망 - Verizon 매출액 1Q 82억원, 2Q 120억원 전망 - 미국 Verizon을 제외한 해외 및 국내 투자는 예상과 달리 다소 지지부진한 상황 - 전방 산업 투자 속도에 따라 2H21 실적 변동
	영업이익	5.2	4.2	23.3	-1.2	흑전	4.4	18.4	
	세전이익	5.0	4.1	22.9	-0.4	흑전	4.2	20.2	
	당기순이익	4.7	3.8	25.1	-3.0	흑전	3.3	43.8	

자료: 각 사, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표17 국내 통신장비 2Q21 실적 전망 및 코멘트

(십억원)		2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	실적 및 특이사항
피피아이 (062970)	매출액	5.0	5.9	-14.5	2.8	76.0			2Q21 매출액 50억원(-14.5% YoY), 영업적자 -6억원(적축 YoY) 전망 - 최근 대선 관련주로 주가 등락 반복 - 고객사 다변화로 2H21부터는 매출 성장이 가능할 전망 - 인텔 물량 회복이 실적 개선의 관건
	영업이익	-0.6	-0.9	적축	-2.4	적축			
	세전이익	-0.6	-1.1	적축	-2.4	적축			
	당기순이익	-0.6	-0.5	적축	-2.0	적축			
대한광통신 (010170)	매출액	29.3	33.7	-12.9	25.5	14.9			2Q21 매출액 293억원(-12.9% YoY), 영업이익자 -52억원(적축 YoY) 전망 - 주가와 상관관계가 높은 글로벌 광섬유 가격은 2021년 1월부터 반등에 성공 - 코로나19 확산에 따른 글로벌 브로드밴드 인프라 정책 영향으로 광케이블 수요 확대
	영업이익	-5.2	-7.4	적축	-6.9	적축			
	세전이익	-4.4	-7.8	적축	-4.9	적축			
	당기순이익	-4.3	-7.8	적축	-6.9	적축			
이노인스트루먼트 (215790)	매출액	10.2	10.8	-5.5	7.9	29.8			2Q21 매출액 102억원(-5.5% YoY), 영업이익 14억원(-13.3% YoY) 전망 - 글로벌 광섬유/광케이블 수요 꾸준히 증가 - 접속기 매출은 광케이블 수요에 후행해서 증가하는 만큼 21년보다 22년 실적 기대 - 부실 사업 축소 및 비용 절감 기조 유지
	영업이익	1.4	1.7	-13.3	0.3	433.2			
	세전이익	1.4	3.1	-55.1	1.5	-10.7			
	당기순이익	1.3	3.2	-59.5	1.9	-32.2			
이노와이어리스 (073490)	매출액	19.6	19.0	3.3	17.9	9.4	20.1	-2.3	2Q21 매출액 196억원(+3.3% YoY), 영업이익 24억원(-35.3% YoY) 전망 2021년 매출 성장 가이드선스 +10~20% 전망 - 일본, 인도향 스몰셀 관련 매출은 2H21보다는 2022년부터 반영될 전망
	영업이익	2.4	3.8	-35.3	1.8	32.6	2.5	-2.9	
	세전이익	2.5	4.0	-37.8	2.0	25.0	2.8	-11.5	
	당기순이익	2.4	3.5	-31.3	1.7	38.6	2.4	-0.9	
알엔투테크놀로지 (148250)	매출액	8.1	9.8	-17.3	6.8	18.4			2Q21 매출액 81억원(-17.3% YoY), 영업이익 17억원(-56.4% YoY) 전망 - 삼성전자의 미주/인도 시장 대응으로 삼성전자 비중 확대 - 코로나19에도 '20년 매출액 및 이익 성장 달성, '21년 역시 매출액 기준 +20% 이상 성장 전망
	영업이익	1.7	4.0	-56.4	0.6	186.9			
	세전이익	1.8	4.6	-61.6	0.2	1,009.6			
	당기순이익	1.6	3.7	-55.0	0.1	1,237.2			
나무기술 (242040)	매출액	22.2	15.0	48.0	17.8	25.1			2Q21 매출액 222억원(+48.0% YoY), 영업이익 8억원(흑전 YoY) 전망 - 카테고리 클라우드 신규 고객사 삼성전자, 신한은행, 현대캐피탈 등에 솔루션 공급 2021년 카테고리 클라우드 최대 매출 전망 2023년까지 연평균 +20% 성장 목표
	영업이익	0.8	-2.6	흑전	1.4	-44.3			
	세전이익	0.8	-5.0	흑전	1.5	-49.3			
	당기순이익	0.7	-4.2	흑전	1.3	-43.4			
원스 (136540)	매출액	20.2	20.8	-2.9	14.3	48.6	23.0	-7.3	2Q21 매출액 20.2억원(-2.9% YoY), 영업이익 37억원(-0.6% YoY) 전망 1H20 일본 수출 물량에 따른 기저효과로 1H21까진 부진하나, 2H21부터 큰 폭의 성장 - 국내 H사 IT 솔루션 매출 3Q21부터 시작 - 국내 클라우드 보안 시장 확대 수혜 기대
	영업이익	3.7	3.7	-0.6	0.3	999.8	3.9	-8.7	
	세전이익	3.8	3.6	6.2	0.3	1,349.7	3.9	-6.9	
	당기순이익	3.4	3.1	9.2	0.4	763.7			

자료: 각 사, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

2) 투자전략 및 Valuation

2021년 국내 통신장비 업체
대부분 외형 성장+이익 개선 전망

국내 네트워크 장비 업체 대부분 2021년 외형 성장 및 이익 개선이 가능할 전망이다. 이 중 코로나19 확산 우려가 커질수록 오히려 투자가 증가하는 광케이블 및 PON(Passive Optical Network) 장비 업체들에 대한 지속적인 관심이 필요하다. 기지국(스몰셀) 소재/부품 업체 중 삼성전자 밸류체인 기업들은 3Q21부터 시장 기대를 충족하는 실적을 기록할 전망이다. 오는 8월 China Broadcast Network (CBN)의 5G 기지국 입찰이 예고되어 있고, 10월에는 미국 5G 주파수 추가 경매 일정이 진행되는 만큼 2Q21 실적발표 이후가 삼성전자 밸류체인 업체들에 대한 투자 적기라고 판단한다.

표18 국내 네트워크 장비 업체 실적 및 밸류에이션

(십억원)	시가 총액	매출액			영업이익			당기순이익			PER (x)			PBR (x)			ROE (%)		
		'19	'20	'21E	'19	'20	'21E	'19	'20	'21E	'19	'20	'21E	'19	'20	'21E	'19	'20	'21E
코위버	90.7	113.1	80.9	95.1	11.7	3.2	7.2	21.4	5.6	7.3	4.2	17.6	12.4	0.7	0.8	0.7	6.4	18.9	5.9
우리넷	80.5	73.7	52.4	62.7	3.2	-3.3	3.4	0.1	-11.7	2.9	37.5	N/A	27.9	1.4	1.4	1.3	3.6	N/A	4.7
텔레필드	38.8	56.5	40.0	42.0	5.7	-5.8	3.6	-0.2	-6.7	3.2	6.5	N/A	12.2	1.1	1.3	1.6	N/A	19.7	14.3
다산네트웍스	374.7	465.7	405.0	465.7	9.2	-5.8	-5.1	-0.1	-29.2	-10.1	157.5	N/A	N/A	1.6	2.9	1.9	N/A	N/A	N/A
유비쿼스	251.5	103.9	110.5	121.7	12.2	19.0	19.5	19.5	16.1	18.4	13.1	15.8	13.7	1.7	2.5	2.1	20.1	13.2	16.7
머큐리	149.9	111.0	120.8	149.3	2.1	3.4	12.3	12.3	8.2	11.2	55.1	16.5	13.4	1.8	1.7	1.6	25.5	3.4	13.0
오이솔루션	456.3	210.3	103.2	141.9	58.3	7.4	19.4	45.9	12.4	16.0	10.7	48.1	28.6	3.8	4.0	2.9	3.8	44.4	10.4
피피아이	86.6	48.6	21.9	21.7	2.7	-6.5	-2.1	2.8	-5.0	-1.7	28.7	N/A	N/A	4.0	3.5	5.5	21.1	15.9	N/A
대한광통신	273.6	154.3	136.1	139.7	-9.6	-22.7	-12.2	-11.7	-27.4	-10.9	N/A	N/A	N/A	1.4	1.9	1.9	14.8	N/A	N/A
이노인스트루먼트	98.1	43.5	42.0	44.0	-17.5	3.1	5.1	-24.3	5.3	6.3	N/A	14.7	15.6	1.2	1.2	2.0	N/A	N/A	13.8
케이엠더블유	2,102.5	682.9	338.5	330.9	136.7	32.7	15.4	102.7	26.6	20.5	19.1	120.6	102.4	9.3	13.2	7.9	N/A	68.3	8.1
에이스테크	776.1	378.6	210.8	367.2	2.7	-61.4	10.7	-9.7	-110.5	10.9	N/A	N/A	71.3	3.5	17.2	N/A	1.7	N/A	N/A
알에프텍	236.2	284.5	257.9	342.4	13.1	9.8	15.1	-9.7	-30.9	22.2	N/A	N/A	10.6	1.3	2.4	2.0	5.5	N/A	20.4
기가레인	166.1	54.6	44.3	115.1	-15.3	-14.4	7.6	-42.3	-30.9	6.8	N/A	N/A	24.4	2.9	4.3	48.6	N/A	N/A	N/A
알엔투테크놀로지	116.0	21.0	23.8	29.8	2.8	4.1	5.9	0.9	3.7	5.1	78.7	34.4	22.7	2.4	3.8	2.8	4.4	3.4	13.2
서진시스템	789.2	392.3	321.9	679.0	54.4	4.9	73.9	49.0	-5.8	61.1	10.7	N/A	12.9	2.0	3.8	2.5	18.9	20.1	21.6
RFHIC	912.2	107.8	70.5	123.4	17.9	-2.8	12.4	20.2	1.6	11.3	43.0	526.6	81.0	4.4	5.4	4.1	17.5	10.6	5.1
RF머트리얼즈	104.5	16.2	18.2	35.8	1.1	-0.6	1.6	1.2	-0.2	1.4	62.0	N/A	76.4	3.8	3.5	3.1	37.4	6.2	4.1
솔리드	469.8	229.3	172.9	206.6	-1.9	-16.9	5.8	6.4	-11.9	4.1	48.3	N/A	113.3	2.3	5.2	4.1	11.8	4.6	3.6
에치에프알	308.5	156.7	92.1	161.2	2.2	-25.9	2.2	0.4	-29.0	2.0	338.6	N/A	156.5	4.3	5.5	5.6	0.9	0.5	3.7
에프알텍	53.9	26.2	24.4	25.6	-1.1	-1.3	0.8	-1.3	-3.9	0.7	N/A	N/A	74.6	2.0	2.6	1.9	N/A	N/A	2.6
CS	95.1	32.2	43.0	47.8	-0.9	0.4	1.3	-0.5	0.0	1.1	N/A	261.6	85.1	2.4	2.1	4.1	19.8	N/A	4.9
기산텔레콤	54.2	67.1	68.8	72.3	4.0	0.4	6.4	3.6	-0.5	5.9	9.2	778.2	9.2	0.9	1.2	1.4	N/A	10.6	15.9
이노와이어리스	329.1	96.8	93.0	96.9	15.3	13.8	14.4	13.1	13.1	14.0	2.0	31.6	23.5	2.5	4.1	2.8	0.3	17.8	12.7
원스	210.0	75.3	96.6	107.2	13.5	18.8	19.6	13.3	18.5	18.2	-6.3	12.5	11.5	1.3	1.6	1.4	11.6	13.6	13.2
텔코웨어	124.2	41.8	36.4	39.3	3.4	0.5	1.7	4.3	1.9	1.6	-11.1	62.9	76.9	0.7	0.6	1.1	5.8	3.9	1.5
나무기술	117.2	84.7	100.1	115.5	4.1	-2.5	6.9	3.8	-6.3	6.2	-13.6	N/A	19.0	4.5	3.6	6.5	N/A	24.4	41.6

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
대한광통신 (010170)	Not Rated	-
서진시스템 (178320)	Not Rated	-
RFHIC (218410)	Buy	50,000원
원스 (136540)	Buy	22.000원

Industry Indepth
2021. 7. 19

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)

현재주가 (7.16) 3,710 원

상승여력

KOSDAQ	1,051.98pt
시가총액	2,736억원
발행주식수	7,374만주
유동주식비율	73.77%
외국인비중	2.24%
52주 최고/최저가	4,500원/3,050원
평균거래대금	41.0억원

주요주주(%)

티에프오인더스트리 외 3 인 26.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.9	-9.4	-6.9
상대주가	9.0	-16.9	-31.4

주가그래프



대한광통신 010170

3년 만에 찾아온 기회

- ✓ 광섬유 코어 제조 핵심기술을 보유한 국내 유일 광섬유 일괄 생산업체
- ✓ 2021년 매출액 1,397억원(+2.6% YoY), 영업적자 -122억원(적축 YoY) 전망
- ✓ 2H21부터 글로벌 광섬유 시장 회복에 따른 실적 개선이 동반될 전망
- ✓ 비용 효율화 및 생산단가 절감 노력이 지속된 만큼 영업 레버리지 효과 기대
- ✓ 글로벌 광섬유 시장은 비대면 영업 활동 강화로 중장기 호황 Cycle 진입

국내 유일의 광섬유 일괄 생산업체

동사는 광섬유/광케이블을 생산하는 업체로 코어 모재부터 드로잉까지 전체 공정을 자체적으로 수직 계열화하면서 글로벌 선두 업체인 일본 스미토모, 미국 코닝 등과 동일한 경쟁력을 갖추었다. 코로나19 팬데믹 지속으로 전세계 주요 국가의 초고속인터넷 보급 정책이 확대됨에 따라 관련 수혜가 예상된다.

글로벌 광섬유 시장 반등에 따른 2H21 실적 개선 전망

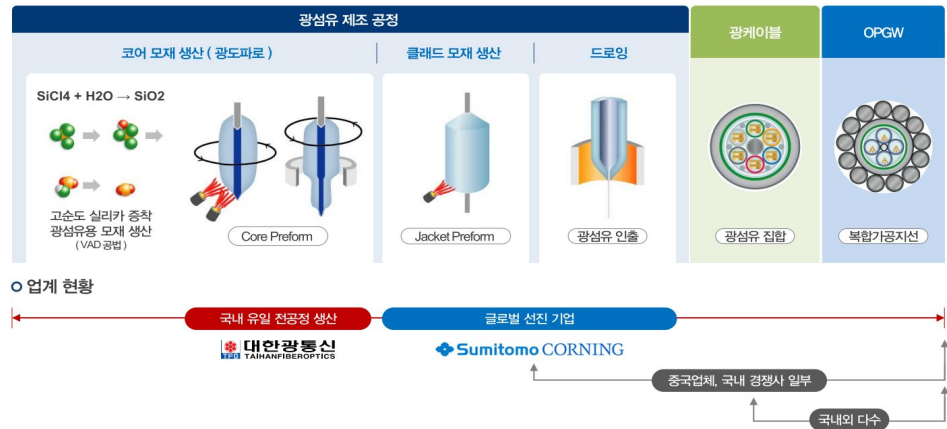
동사는 2018년 대규모 증설에 따른 고정비 부담과 글로벌 광섬유 가격 하락으로 2019년과 2020년 각각 -96억원, -227억원의 대규모 영업적자를 기록했다. 2021년 연결 실적 역시 매출액 1,397억원(+2.6% YoY), 영업적자 -122억원(적축 YoY)으로 부진할 전망이다. 상반기(영업적자 -121억원) 대비 하반기(영업적자 -1억원) 뚜렷한 실적 개선이 나타날 전망이다. 투자포인트는 크게 세 가지로 ①장기간 영업적자에 따른 비용 구조 개선 및 생산단가 절감 노력으로 영업 레버리지 효과가 기대되며, ②유럽/일본 제품 대비 가격 경쟁력이, 중국 제품 대비로는 품질 경쟁력에서 앞선 유리한 시장 포지셔닝, 그리고 ③낮은 밸류에이션(2022년 예상 PER 12.0배) 매력 등이다.

글로벌 광섬유 시장은 중장기 호황 Cycle 진입

2020년 글로벌 광섬유 시장은 470M f.km로 전년 대비 -1.5% 역성장을 기록했으나, 2021년 507M f.km로 성장을 재개해 2024년에는 619M f.km에 달할 전망이다. 코로나19 확산에 따른 비대면 영업 활동 강화로 인터넷 속도가 느린 선진국 위주로 브로드밴드 관련 대규모 인프라 정책들이 도입되고 있으며, 이러한 정책 기조 확산으로 글로벌 광섬유 시장은 중장기 호황 Cycle에 진입할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	116.5	-1.5	-12.6	-258	840.4	1,240	-5.6	1.2	14.4	-18.8	110.4
2017	139.7	15.0	13.3	259	-199.4	1,558	24.6	4.1	19.6	16.9	61.5
2018	167.2	15.5	21.5	314	20.9	2,591	16.2	2.0	16.9	15.0	65.9
2019	154.3	-9.6	-11.7	-159	-151.1	2,433	-20.9	1.4	-103.0	-6.3	61.5
2020	136.1	-22.7	-27.4	-372	134.2	2,069	-10.4	1.9	-22.7	-16.5	76.3

그림75 광섬유 생산 공정



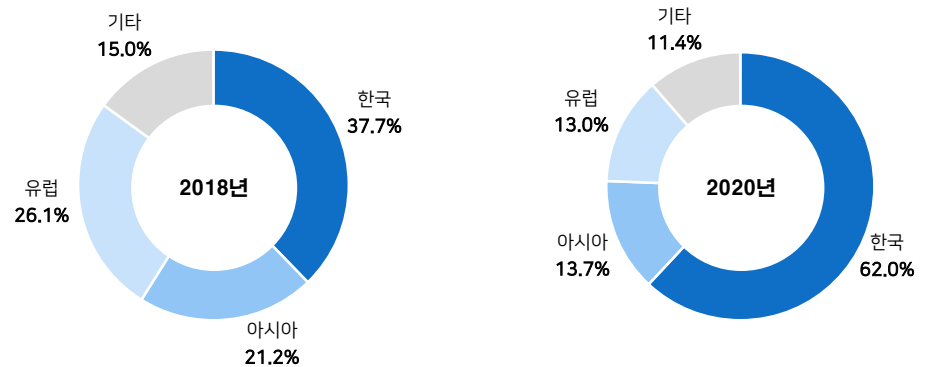
자료: 대한광통신, 메리츠증권 리서치센터

그림76 대한광통신 고객사 현황



자료: 대한광통신, 메리츠증권 리서치센터

그림77 대한광통신 지역별 매출 비중



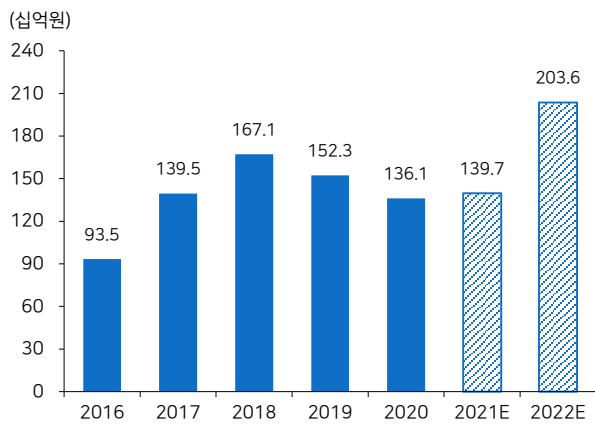
자료: 대한광통신, 메리츠증권 리서치센터

표19 대한광통신 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	35.1	33.7	35.1	32.3	25.5	29.3	39.0	45.8	167.1	152.3	136.1	139.7	203.6
영업이익	-3.0	-7.4	-6.1	-6.1	-6.9	-5.2	-1.9	1.8	15.5	-9.6	-22.7	-12.2	24.7
세전이익	-2.5	-7.8	-7.0	-5.3	-4.9	-4.4	-1.1	1.4	13.0	-13.0	-22.6	-9.0	23.7
당기순이익	-2.5	-7.8	-7.0	-10.1	-6.9	-4.3	-1.1	1.4	21.3	-11.7	-27.4	-10.9	22.8
영업이익률(%)	-8.6	-22.1	-17.3	-18.9	-27.1	-17.9	-4.9	4.0	9.3	-6.3	-16.7	-8.8	12.2
당기순이익률(%)	-7.1	-23.2	-19.9	-31.3	-27.1	-14.5	-2.7	3.0	12.7	-7.7	-20.1	-7.8	11.2

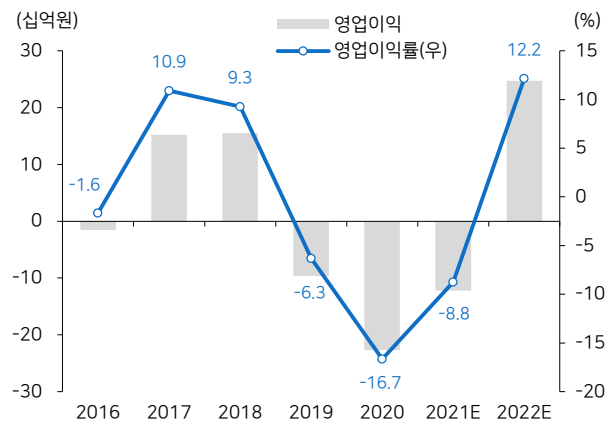
자료: 대한광통신, 메리츠증권 리서치센터

그림78 대한광통신 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 대한광통신, 메리츠증권 리서치센터

그림79 대한광통신 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 대한광통신, 메리츠증권 리서치센터

대한광통신 (010170)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	116.5	139.7	167.2	154.3	136.1
매출액증가율 (%)	6.9	19.9	19.7	-7.7	-11.8
매출원가	102.4	109.6	134.2	142.8	134.6
매출총이익	14.1	30.1	32.9	11.5	1.5
판매관리비	15.6	15.1	17.5	21.2	24.1
영업이익	-1.5	15.0	15.5	-9.6	-22.7
영업이익률	-1.3	10.8	9.3	-6.2	-16.7
금융손익	-3.5	-0.6	-2.0	-2.7	1.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-10.0	-1.3	-0.5	-0.7	-1.8
세전계속사업이익	-15.1	13.2	13.1	-13.0	-22.6
법인세비용	-2.5	-0.0	-8.2	-1.3	4.8
당기순이익	-12.6	13.2	21.3	-11.7	-27.4
지배주주지분 순이익	-12.6	13.3	21.5	-11.7	-27.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	10.8	8.3	-8.3	-3.3	-12.3
당기순이익(손실)	-12.6	13.2	21.3	-11.7	-27.4
유형자산상각비	7.0	4.3	4.7	7.0	8.4
무형자산상각비	0.3	0.3	0.2	0.3	0.6
운전자본의 증감	5.0	-10.4	-28.2	-3.1	-1.4
투자활동 현금흐름	13.0	-14.7	-56.1	-21.4	-12.3
유형자산의증가(CAPEX)	-15.3	-11.1	-38.1	-21.4	-9.2
투자자산의감소(증가)	-0.8	0.9	-3.9	0.7	-8.0
재무활동 현금흐름	-18.7	11.3	137.8	-16.8	7.0
차입금의 증감	-16.4	-11.1	63.3	-11.7	7.5
자본의 증가	0.0	22.7	49.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	4.8	4.6	73.7	-41.5	-17.7
기초현금	15.3	20.1	24.7	98.3	56.8
기말현금	20.1	24.7	98.3	56.8	39.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	68.3	90.3	204.9	161.3	139.6
현금및현금성자산	19.4	24.2	98.2	56.8	39.1
매출채권	26.1	36.8	46.1	32.7	33.0
재고자산	18.3	19.5	35.2	45.7	40.3
비유동자산	58.7	65.4	112.2	128.4	129.3
유형자산	56.6	63.9	100.8	114.6	111.3
무형자산	0.8	0.8	0.6	1.2	2.3
투자자산	1.1	0.2	4.1	3.4	11.3
자산총계	127.1	155.8	317.0	289.7	268.9
유동부채	56.4	43.7	83.4	80.0	71.3
매입채무	19.7	24.2	24.4	16.4	16.2
단기차입금	18.8	13.4	45.4	35.3	34.5
유동성장기부채	11.5	0.0	2.0	12.1	6.0
비유동부채	10.3	15.7	42.5	30.3	45.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	6.9
장기차입금	4.0	10.0	39.0	26.9	34.0
부채총계	66.7	59.3	126.0	110.3	116.4
자본금	23.5	29.9	36.9	36.9	36.9
자본잉여금	76.0	92.4	135.1	135.1	135.1
기타포괄이익누계액	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.2
이익잉여금	-41.0	-27.8	19.1	7.4	-19.6
비지배주주지분	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
자본총계	60.4	96.4	191.1	179.4	152.5

Key Financial Data

	2016	2017	2018	2019	2020
주당데이터(원)					
SPS	2,391	2,717	2,440	2,092	1,846
EPS(지배주주)	-258	259	314	-159	-372
CFPS	151	385	300	21	-129
EBITDAPS	118	383	298	-32	-186
BPS	1,240	1,558	2,591	2,433	2,069
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-5.6	24.6	16.2	-20.9	-10.4
PCR	9.5	16.5	17.0	158.9	-30.1
PSR	0.6	2.3	2.1	1.6	2.1
PBR	1.2	4.1	2.0	1.4	1.9
EBITDA	5.7	19.7	20.4	-2.4	-13.7
EV/EBITDA	14.4	19.6	16.9	-103.0	-22.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-18.8	16.9	15.0	-6.3	-16.5
EBITDA 이익률	4.9	14.1	12.2	-1.5	-10.1
부채비율	110.4	61.5	65.9	61.5	76.3
금융비용부담률	2.9	1.3	0.9	1.7	1.5
이자보상배율(x)	-0.5	8.6	10.7	-3.7	-11.1
매출채권회전율(x)	4.4	4.4	4.0	3.9	4.1
재고자산회전율(x)	6.6	7.4	6.1	3.8	3.2

Industry Indepth
2021. 7. 19

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)

현재주가 (7.16) 42,000 원

상승여력

KOSDAQ	1,051.98pt
시가총액	7,892억원
발행주식수	1,879만주
유동주식비율	67.15%
외국인비중	5.69%
52주 최고/최저가	54,900원/34,750원
평균거래대금	102.8억원
주요주주(%)	
전통규 외 14 인	31.66

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.4	-13.8	8.8
상대주가	-6.4	-21.0	-19.8

주가그래프



서진시스템 178320

5G 에 이어 이차전지 부품 양산 시작

- ✓ 2020년 실적 부진에도 1Q21 연결 영업이익 92억원(+66.5% YoY)으로 고성장
- ✓ 미주/인도 공격적 5G 투자 예고, 삼성전자 유럽 시장 진출 소식도 긍정적
- ✓ 통신장비 사업은 삼성전자 외 글로벌 1위 고객사향 장비 공급 시작
- ✓ '21년 매출액 6,790억원(+110.9% YoY), 영업이익 739억원(+1,406.2% YoY) 전망
- ✓ 삼성SDI향 이차전지 부품 공급 시작으로 중장기 기타 사업부 매출 고성장 전망

가능성을 확인한 1H21 실적

불확실한 대외 환경으로 2020년에는 연결 매출액 3,219억원(-17.9% YoY), 영업이익 49억원(-91.0% YoY)의 부진한 실적을 기록했다. 다만, 5G 투자 재개와 ESS 및 기타 사업 부문 성과에 힘입어 1Q21 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,346억원(+76.6% YoY), 92억원(+66.5% YoY)으로 크게 반등했다. 특히, 지속적인 사업 다각화 노력으로 신규 사업 매출이 증가하며 통신장비 의존도를 낮춘 점이 고무적이었다.

2021년 연결 영업이익 739억원(+1,406.2% YoY) 전망

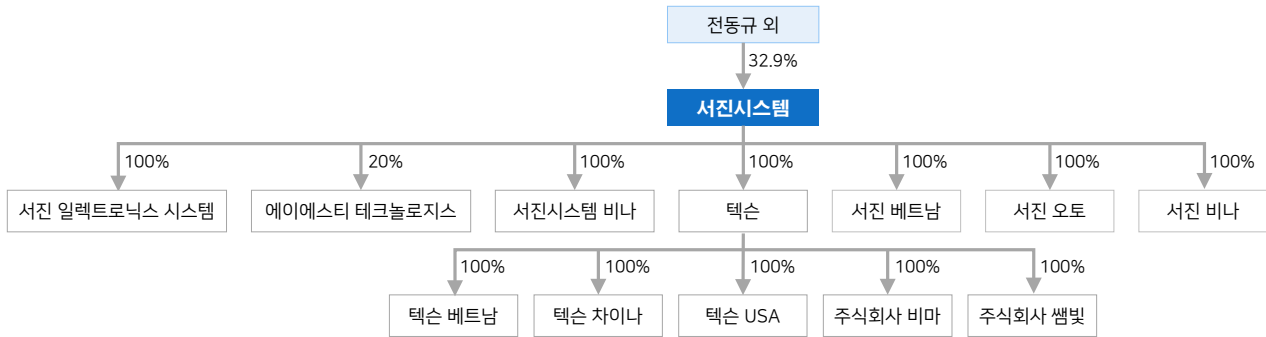
2Q21 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,398억원(+83.0% YoY), 124억원(흑전 YoY)을 전망한다. 지난 1Q21 서프라이즈를 기록한 ESS 사업 부문이 잠시 주춤했으나, 미국 Verizon향 물량 증가로 통신장비 부문 성장이 두드러지게 나타날 전망이다. 삼성전자 5G 기지국 합체 대부분을 생산하는 만큼 삼성전자의 해외 사업이 본격화되는 올해 하반기부터 큰 폭의 외형 성장이 가능할 전망이다. 2021년 연결 매출액은 6,790억원(+110.9% YoY), 영업이익 739억원(+1,406.2% YoY)을 전망한다.

하반기부터 전기차 부품 양산 전망

동사는 하반기부터 삼성SDI에 전기차 관련 부품 공급을 시작할 전망이다. 초기 물량은 크지 않으나, 수율 안정화와 고객 다변화가 진행되면서 매출 사이즈는 점차 확대될 전망이다. 이차전지 사업이 포함된 기타 사업부 매출액은 2020년 1,066억원(+15.0% YoY), 2021년 1,917억원(+79.7% YoY), 2022년 3,622억원(+89.0% YoY)으로 고성장할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	165.9	24.4	19.6	2,426	-12.5	7,418	0.0	0.0	2.0	36.9	213.5
2017	238.0	17.9	5.4	424	-79.5	8,657	37.7	1.8	9.3	5.6	113.7
2018	324.6	36.9	30.1	1,941	319.4	11,982	8.9	1.4	4.5	17.9	97.5
2019	392.4	54.4	48.7	2,688	29.8	14,558	10.7	2.0	8.1	20.3	111.0
2020	321.9	4.9	-5.5	-304	-111.9	13,364	-166.3	3.8	32.3	-2.2	186.1

그림80 서진시스템 계열사 현황



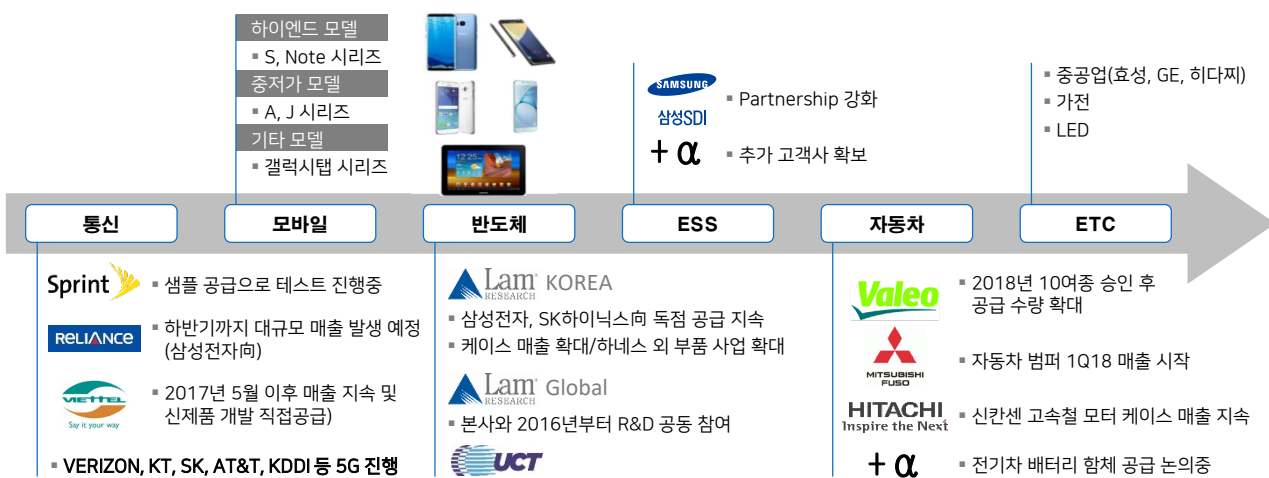
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림81 서진시스템 제조 공정도



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림82 서진시스템 사업 다각화 진행 상황



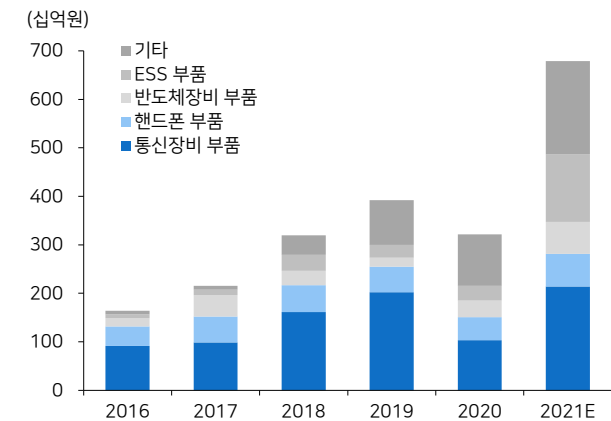
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

표20 서진시스템 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	76.2	76.4	86.1	83.2	134.6	139.8	188.2	216.4	392.3	321.9	679.0
% YoY	-24.8%	-28.8%	-21.1%	11.5%	76.6%	83.0%	118.6%	160.0%	20.9%	-17.9%	110.9%
통신장비 부품	19.3	26.4	26.7	30.9	32.9	48.0	61.0	72.0	202.2	103.3	213.9
핸드폰 부품	11.7	10.8	13.5	11.8	13.8	14.5	18.2	20.9	53.1	47.8	67.5
반도체장비 부품	9.2	8.2	10.0	6.4	14.2	15.6	17.9	18.2	18.5	33.8	65.9
ESS 부품	8.1	9.1	6.5	6.7	35.6	24.2	36.8	43.4	25.9	30.4	140.1
기타	27.9	21.9	29.4	27.5	38.0	37.4	54.3	61.9	92.7	106.6	191.7
판관비	59.5	65.8	78.8	65.5	111.5	115.7	153.9	170.4	300.3	269.6	551.5
매출원가율	78.2%	86.1%	91.5%	78.7%	82.9%	82.7%	81.7%	78.7%	76.6%	83.7%	81.2%
판관비	11.1	10.7	12.6	13.0	13.8	14.0	14.3	14.7	37.7	47.4	56.7
판관비율	14.6%	14.1%	14.6%	15.6%	10.2%	10.0%	7.6%	6.8%	9.6%	14.7%	8.3%
영업이익	5.6	-0.1	-5.3	4.8	9.2	12.4	22.8	29.4	54.4	4.9	73.9
% YoY	-64.1%	적전	적전	-20.9%	66.5%	흑전	흑전	517.3%	47.5%	-91.0%	1406.2%
영업이익률	7.3%	-0.2%	-6.1%	5.7%	6.9%	8.9%	12.1%	13.6%	13.9%	1.5%	10.9%
법인세차감전순이익	6.1	-7.8	-7.3	6.8	4.9	11.4	21.0	27.1	54.8	-2.2	64.4
법인세비용	0.0	2.2	5.6	-4.2	0.3	0.0	0.0	0.0	5.8	3.6	3.3
당기순이익	6.1	-10.0	-12.9	11.0	4.6	10.9	19.9	25.7	49.0	-5.8	61.1
당기순이익률	8.0%	-13.1%	-15.0%	13.2%	3.4%	7.8%	10.6%	11.9%	12.5%	-1.8%	9.0%

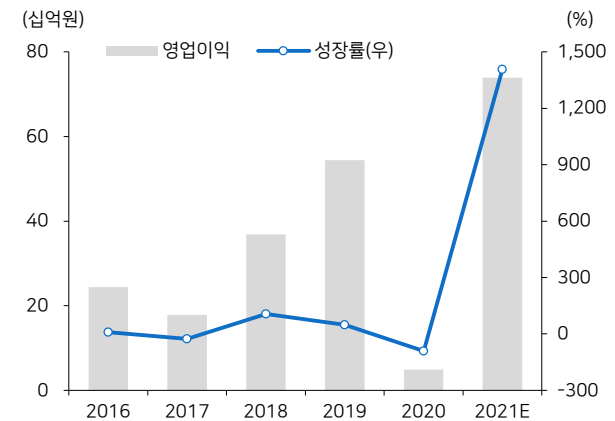
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림83 서진시스템 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림84 서진시스템 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 (178320)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	165.9	238.0	324.6	392.4	321.9
매출액증가율 (%)	113.4	43.5	36.4	20.9	-18.0
매출원가	123.3	194.4	261.3	300.3	269.6
매출총이익	42.6	43.6	63.2	92.1	52.3
판매관리비	18.2	25.7	26.4	37.7	47.4
영업이익	24.4	17.9	36.9	54.4	4.9
영업이익률	14.7	7.5	11.4	13.9	1.5
금융손익	-3.8	-10.2	-2.0	0.8	-8.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.0	-0.3	1.8	-2.4	1.4
세전계속사업이익	20.6	7.4	36.6	52.8	-2.2
법인세비용	1.0	1.1	4.3	3.8	3.6
당기순이익	19.6	6.3	32.3	49.0	-5.8
지배주주지분 순이익	19.6	5.4	30.1	48.7	-5.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	38.4	-8.0	70.5	-18.5	-36.1
당기순이익(손실)	19.6	6.3	32.3	49.0	-5.8
유형자산상각비	10.0	12.9	16.2	34.0	33.4
무형자산상각비	0.2	0.8	0.5	0.2	0.2
운전자본의 증감	4.9	-33.9	13.8	-98.4	-62.5
투자활동 현금흐름	-40.7	-35.6	-144.4	-61.3	-110.7
유형자산의증가(CAPEX)	-38.8	-36.2	-147.3	-62.4	-110.5
투자자산의감소(증가)	0.2	0.0	0.0	-0.3	-0.2
재무활동 현금흐름	11.9	50.0	79.1	81.0	142.4
차입금의 증감	-2.0	7.3	14.2	110.9	133.6
자본의 증가	19.0	38.2	68.2	0.0	15.9
현금의 증가(감소)	9.8	6.4	5.3	1.3	-4.5
기초현금	3.6	13.3	19.7	25.0	26.2
기말현금	13.3	19.7	25.0	26.2	21.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	98.2	110.3	154.4	215.6	281.6
현금및현금성자산	13.3	19.7	25.0	26.2	21.8
매출채권	34.5	27.1	35.9	38.7	54.3
재고자산	45.1	52.5	71.2	115.7	158.1
비유동자산	129.2	148.9	283.4	347.5	410.5
유형자산	119.8	129.2	259.9	300.4	365.9
무형자산	6.2	16.5	16.0	0.9	4.5
투자자산	0.1	0.1	0.1	0.4	0.6
자산총계	227.3	259.2	437.8	563.0	692.1
유동부채	130.0	125.0	189.8	213.8	260.8
매입채무	59.3	34.7	91.7	60.5	66.7
단기차입금	52.9	68.5	73.6	128.1	116.8
유동성장기부채	8.0	12.3	11.0	9.9	48.8
비유동부채	24.8	12.9	26.3	82.4	189.4
사채	5.6	0.0	1.2	0.0	79.1
장기차입금	15.3	10.8	17.9	75.4	86.0
부채총계	154.8	137.9	216.1	296.2	450.2
자본금	2.2	3.1	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	28.8	66.0	128.2	128.2	144.1
기타포괄이익누계액	1.7	-3.4	0.3	1.7	-20.9
이익잉여금	39.7	43.9	72.8	118.8	107.7
비지배주주지분	0.0	2.6	4.8	3.4	0.0
자본총계	72.5	121.3	221.7	266.9	241.9

Key Financial Data

	2016	2017	2018	2019	2020
주당데이터(원)					
SPS	20,630	18,740	20,920	21,677	17,784
EPS(지배주주)	2,426	424	1,941	2,688	-304
CFPS	4,500	2,643	3,812	5,178	2,539
EBITDAPS	4,308	2,484	3,454	4,892	2,129
BPS	7,418	8,657	11,982	14,558	13,364
DPS	169	46	200	300	0
배당수익률(%)	0.0	0.3	1.2	1.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	37.7	8.9	10.7	-166.3
PCR	0.0	6.0	4.6	5.6	19.9
PSR	0.0	0.9	0.8	1.3	2.8
PBR	0.0	1.8	1.4	2.0	3.8
EBITDA	34.6	31.5	53.6	88.6	38.5
EV/EBITDA	2.0	9.3	4.5	8.1	32.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	36.9	5.6	17.9	20.3	-2.2
EBITDA 이익률	20.9	13.3	16.5	22.6	12.0
부채비율	213.5	113.7	97.5	111.0	186.1
금융비용부담률	3.0	1.6	1.2	2.2	3.9
이자보상배율(x)	4.9	4.7	9.7	6.2	0.4
매출채권회전율(x)	6.4	7.7	10.3	10.5	6.9
재고자산회전율(x)	5.0	4.9	5.2	4.2	2.4

Industry Indepth
2021. 7. 19

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

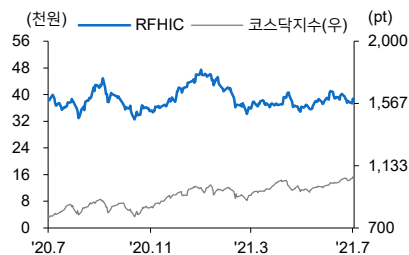
Buy

적정주가 (12개월) **50,000 원**
 현재주가 (7.16) **38,250 원**
 상승여력 **30.7%**

KOSDAQ	1,051.98pt
시가총액	9,122억원
발행주식수	2,665만주
유동주식비율	61.61%
외국인비중	11.44%
52주 최고/최저가	47,466원/32,587원
평균거래대금	101.0억원
주요주주(%)	
조덕수 외 9 인	37.80

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.6	-16.6	-0.1
상대주가	-5.7	-23.5	-26.4

주가그래프



RFHIC 218410

질주하는 전력 반도체

- ✓ 2Q21 연결 매출액 304억원(+106.7% YoY), 영업이익 27억원(흑전 YoY) 전망
- ✓ 미국 Verizon 대응 중이며, 일본 KDDI, 캐나다 Telus는 하반기부터 공급 시작
- ✓ 삼성전자 기지국 내 GaN 트랜지스터 공급 물량의 70% 차지하며 경쟁력 입증
- ✓ 2021년 매출액 1,234억원(+75.2% YoY), 영업이익 124억원(흑전 YoY) 전망
- ✓ 2H21 준비 과정을 거쳐, 2022년부터 전력 반도체 사업 본격적으로 시작

느리지만 꾸준히 개선되는 실적

동사는 미중 무역분쟁 영향으로 주요 고객사였던 화웨이향 제품 공급이 중단되면서 2020년 연결 매출액 705억원(-34.6% YoY), 영업이익자 -30억원(적전 YoY)의 부진한 실적을 기록했다. 삼성전자의 해외 사업이 본격화되는 2021년에는 2019년 이상의 실적 회복이 기대되며, 2Q21 연결 매출액과 영업이익은 각각 304억원(+106.7% YoY), 27억원(흑전 YoY)을 기록할 전망이다.

2021년은 도약을 위한 준비 시기

2021년 연결 실적은 매출액 1,234억원(+75.2% YoY), 영업이익 124억원(흑전 YoY)을 기록할 전망이다. 미국 Verizon으로 공급되는 GaN 트랜지스터 물량은 연초부터 꾸준히 증가하고 있으며, 하반기에는 일본 KDDI, 캐나다 Telus, 인도 Reliance Jio 등으로 공급이 시작된다. 삼성전자의 해외 5G 사업 관련 매출은 3Q21보다는 4Q21에 집중될 전망이다. 삼성전자 기지국 장비 내 GaN 트랜지스터 공급 물량의 70%를 차지하는 만큼 삼성전자 성과와 연동되어 하반기 실적 개선이 가능할 전망이다.

2022년 전력 반도체 사업 본격화

동사는 지난 4월 유상증자를 통해 830억원의 자금을 조달했다. 자금 대부분은 운영자금 및 시설투자에 사용되며, 전력 반도체 사업 확대를 위해 활용될 계획이다. 이미 산업통상자원부 주관 GaN 반도체 국산화 과제에 SK실트론, LG넥스원과 함께 선정되어 연구개발을 진행해 왔으며, 2021년 하반기 준비 과정을 거쳐 2022년부터 본격적으로 사업을 시작할 전망이다. 투자 의견 Buy와 적정주가 50,000원을 유지한다.

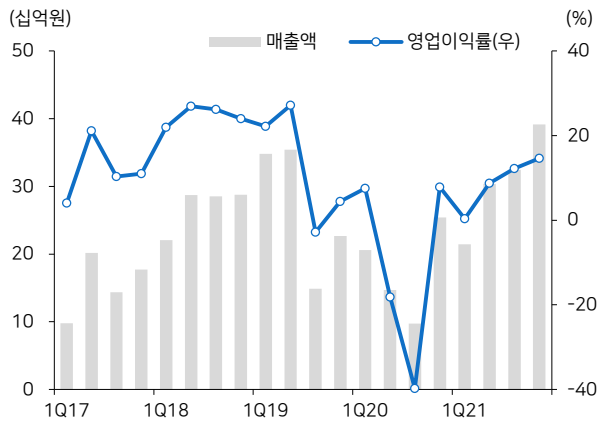
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	107.8	17.9	20.0	835	-24.1	8,144	43.0	4.4	34.2	11.2	20.7
2020	70.5	-3.0	2.0	83	-92.4	8,057	526.8	5.4	408.2	1.0	43.8
2021E	123.4	12.4	14.5	570	588.7	7,842	67.2	4.9	34.2	7.1	50.9
2022E	179.7	30.4	37.7	1,415	148.4	9,159	27.0	4.2	19.0	16.6	54.1
2023E	218.3	38.9	48.1	1,803	27.5	10,866	21.2	3.5	15.0	18.0	52.8

표21 RFHIC 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	20.6	14.7	9.7	25.4	21.4	30.4	32.4	39.1	108.1	107.8	70.5	123.4	179.7
영업이익	1.6	-2.7	-3.9	2.0	0.1	2.7	4.0	5.7	27.4	17.9	-3.0	12.4	30.4
세전이익	2.7	-1.7	-4.9	4.4	-0.2	2.7	4.0	5.8	27.9	20.3	0.5	12.4	34.5
당기순이익	2.5	-1.1	-4.8	4.9	-0.3	2.5	3.7	5.4	25.2	19.6	1.6	11.3	29.1
영업이익률 (%)	7.6	-18.2	-39.8	7.8	0.3	8.7	12.3	14.7	25.4	16.6	-4.3	10.1	16.9
당기순이익률 (%)	12.2	-7.3	-49.2	19.3	-1.4	8.2	11.4	13.7	23.3	18.2	2.2	9.1	16.2

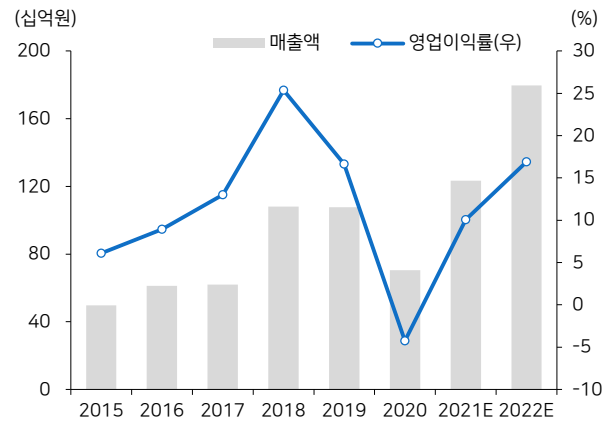
자료: RFHIC, 메리츠증권 리서치센터

그림85 RFHIC 분기 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: RFHIC, 메리츠증권 리서치센터

그림86 RFHIC 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: RFHIC, 메리츠증권 리서치센터

RFHIC (218410)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	107.8	70.5	123.4	179.7	218.3
매출액증가율 (%)	-0.3	-34.6	75.2	45.6	21.5
매출원가	68.2	50.2	73.5	100.1	120.7
매출총이익	39.6	20.2	49.9	79.6	97.6
판매관리비	21.6	23.2	37.5	49.3	58.8
영업이익	17.9	-3.0	12.4	30.4	38.9
영업이익률	16.6	-4.3	10.1	16.9	17.8
금융손익	2.1	3.3	0.9	1.2	3.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.2	-1.0	2.9	5.8
세전계속사업이익	20.3	0.5	12.4	34.5	47.7
법인세비용	0.2	-1.0	1.1	5.3	10.3
당기순이익	20.2	1.6	11.3	29.3	37.3
지배주주지분 순이익	20.0	2.0	14.5	37.7	48.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	27.1	-24.2	46.2	30.2	38.6
당기순이익(손실)	20.2	1.6	11.3	29.3	37.3
유형자산상각비	4.2	4.6	11.5	12.4	13.3
무형자산상각비	0.8	0.9	0.8	0.6	0.5
운전자본의 증감	3.5	-32.9	22.8	-11.9	-10.9
투자활동 현금흐름	-8.3	-112.6	2.9	-10.2	-11.7
유형자산의증가(CAPEX)	-8.9	-26.4	-14.0	-15.0	-16.0
투자자산의감소(증가)	-7.6	2.1	-0.4	-0.4	-0.3
재무활동 현금흐름	10.2	54.7	-2.2	-1.7	-1.7
차입금의 증감	-19.9	56.1	0.1	0.9	0.8
자본의 증가	26.8	6.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	29.0	-82.4	46.8	18.2	25.2
기초현금	80.6	109.6	27.3	74.1	92.3
기말현금	109.6	27.3	74.1	92.3	117.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	190.9	213.2	239.5	285.5	332.9
현금및현금성자산	109.5	27.2	74.0	92.2	117.4
매출채권	13.3	10.0	17.0	19.0	23.1
재고자산	52.1	74.8	62.0	90.3	109.7
비유동자산	69.4	99.1	101.2	103.6	106.1
유형자산	45.3	75.8	78.3	80.9	83.7
무형자산	5.5	6.9	6.2	5.5	5.0
투자자산	15.9	13.7	14.1	14.5	14.8
자산총계	260.2	312.3	340.7	389.2	439.1
유동부채	42.6	45.0	62.8	82.2	95.4
매입채무	10.9	6.5	11.4	16.6	20.1
단기차입금	12.3	19.7	19.3	18.9	18.5
유동성장기부채	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.1	50.2	52.2	54.5	56.4
사채	0.7	29.4	30.4	31.6	32.8
장기차입금	0.0	19.3	19.3	19.3	19.3
부채총계	44.7	95.2	115.0	136.7	151.8
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	86.9	92.9	92.9	92.9	92.9
기타포괄이익누계액	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	99.5	96.7	108.6	143.8	189.2
비지배주주지분	16.5	20.1	16.8	8.4	-2.3
자본총계	215.6	217.1	225.8	252.5	287.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	4,511	2,881	4,849	6,743	8,193
EPS(지배주주)	835	83	570	1,415	1,803
CFPS	1,049	317	930	1,737	2,195
EBITDAPS	956	103	969	1,627	1,976
BPS	8,144	8,057	7,842	9,159	10,866
DPS	195	98	98	98	98
배당수익률(%)	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	43.0	526.8	67.2	27.0	21.2
PCR	34.3	137.5	41.1	22.0	17.4
PSR	8.0	15.1	7.9	5.7	4.7
PBR	4.4	5.4	4.9	4.2	3.5
EBITDA	22.8	2.5	24.7	43.3	52.7
EV/EBITDA	34.2	408.2	34.2	19.0	15.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	1.0	7.1	16.6	18.0
EBITDA 이익률	21.2	3.6	20.0	24.1	24.1
부채비율	20.7	43.8	50.9	54.1	52.8
금융비용부담률	1.0	1.6	1.5	1.0	0.9
이자보상배율(x)	16.0	-2.7	6.7	16.1	20.4
매출채권회전율(x)	6.0	6.0	9.1	10.0	10.4
재고자산회전율(x)	2.2	1.1	1.8	2.4	2.2

Industry Indepth
2021. 7. 19

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

원스 136540

조용히 오래가는 주식

- ✓ 2Q21 별도 매출액 202억원(+3.2% YoY), 영업이익 37억원(+0.5% YoY) 전망
- ✓ 트래픽 증가로 고사향 제품 비중 확대. 일본 5G 투자로 일본 수출 2H21 재개
- ✓ '21년 별도 매출액 1,072억원(+14.2% YoY), 영업이익 196억원(+7.2% YoY) 전망
- ✓ 2014년(200원)부터 2020년(400원)까지 매년 DPS 상향되며 배당 매력 부각
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 기존 20,500원에서 22,000원으로 +7.3% 상향

Buy

적정주가 (12개월) **22,000 원**
현재주가 (7.16) **17,200 원**
상승여력 **27.9%**

KOSDAQ	1,051.98pt
시가총액	2,100억원
발행주식수	1,221만주
유동주식비율	52.22%
외국인비중	6.45%
52주 최고/최저가	22,550원/15,500원
평균거래대금	15.4억원
주요주주(%)	
금융통신 외 4 인	33.44

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.0	-2.3	5.5
상대주가	-7.0	-10.4	-22.3

주가그래프



2Q21 실적은 전년 동기 수준 유지

2Q21 별도 실적은 매출액 202억원(+3.2% YoY), 영업이익 37억원(+0.5% YoY)을 전망한다. 일본 대형 통신사향 IPS 장비 교체 Cycle이 종료되면서 올해 상반기에는 일본 수출 물량은 급감했으나, 내수 관련 매출이 증가하면서 전년 동기 수준의 실적을 기록할 전망이다. 신규 진입한 차세대 방화벽(NGFW) 장비 매출도 꾸준히 증가하면서 제품 다변화에 성공하는 모습이다.

2021년 별도 영업이익 196억원(+7.2% YoY) 전망

2021년 별도 매출액은 1,072억원(+14.2% YoY), 영업이익 196억원(+7.2% YoY)을 전망한다. 데이터 트래픽이 증가함에 따라 100G IPS 장비와 같은 고사향 제품 비중이 확대되고 있으며, KT 목동 클라우드 데이터센터에 관제 서비스를 제공하는 등 새로운 클라우드 보안 시장에 대한 준비도 철저히 하고 있다. 일본의 5G 상용화 도입이 예고된 만큼 이르면 올해 하반기부터 고사향 IPS 장비 공급이 시작될 가능성이 높아 주춤하던 수출 실적도 완만하게 회복될 전망이다. 국내 굴지의 대기업과 진행하는 IT 사업도 하반기부터 시작되며, 국내 사업장 구축에 이어 해외 사업장까지 공급이 확대될 전망이다.

실적과 함께 매년 늘어나는 배당금

동사는 2014년 DPS(주당배당금) 200원에서 2020년 400원에 이르기까지 매년 배당금을 상향 지급하고 있다. 배당성향 30% 이상을 유지하고 있으며, 실적 개선에 따라 2021년과 2022년 DPS 상향 가능성이 높다고 판단한다. 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적 추정치 변경을 반영해 기존 20,500원에서 22,000원으로 +7.3% 상향한다.

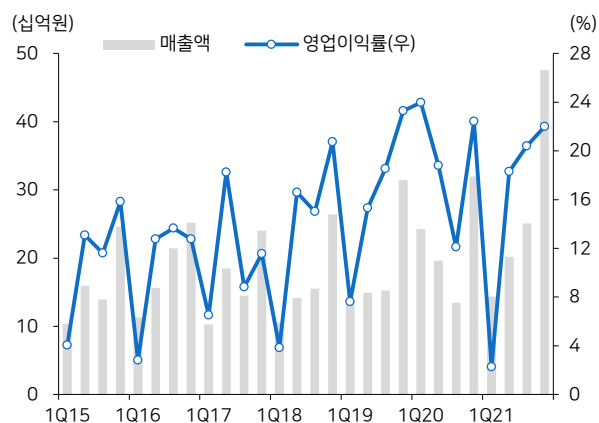
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	75.3	13.5	13.3	1,099	18.9	9,145	12.1	1.5	8.6	12.5	42.6
2020	89.3	18.3	18.4	1,515	37.9	10,279	12.4	1.8	8.3	15.6	34.6
2021E	107.2	19.6	18.2	1,491	-1.6	11,370	11.5	1.5	5.8	13.8	31.9
2022E	120.1	23.9	22.0	1,800	20.8	12,738	9.6	1.4	4.5	14.9	27.3
2023E	133.0	27.1	25.2	2,063	14.6	14,333	8.3	1.2	3.5	15.2	25.4

표22 원스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2017	2018	2019	2020	2021E
매출액	24.2	19.6	13.5	32.0	14.3	20.2	25.1	47.6	67.2	66.6	75.3	89.3	107.2
영업이익	5.8	3.7	1.6	7.2	0.3	3.7	5.1	10.5	8.1	10.6	13.5	18.3	19.6
세전이익	6.5	3.6	3.9	7.4	0.3	3.8	5.3	10.9	9.7	12.0	15.8	21.3	20.3
당기순이익	5.7	3.2	3.2	6.4	0.4	3.4	4.7	9.7	8.6	10.8	13.3	18.4	18.2
영업이익률 (%)	24.0	18.8	12.1	22.4	2.3	18.3	20.4	22.0	12.0	15.9	17.9	20.5	18.3
당기순이익률 (%)	23.4	16.2	23.9	19.9	2.7	16.7	18.9	20.4	12.9	16.2	17.7	20.6	17.0

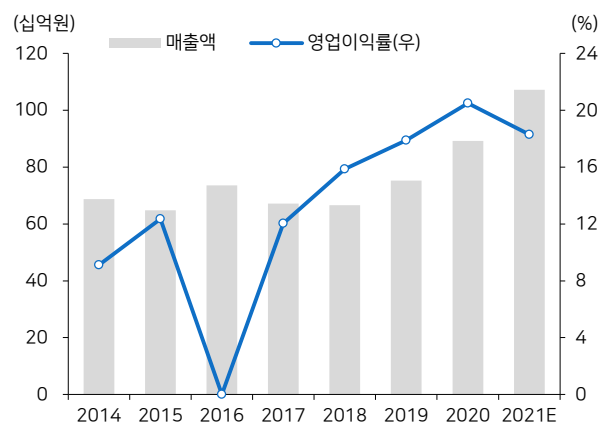
자료: 원스, 메리츠증권 리서치센터

그림87 원스 분기 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 원스, 메리츠증권 리서치센터

그림88 원스 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 원스, 메리츠증권 리서치센터

표23 원스 적정주가 Valuation

구분	내용	비고
12M FW 지배주주순이익 (십억원)	18.2	
12M FW EPS (원)	1,645	
Target PER (배)	13.4	과거 5년 평균
적정주가 (원)	22,105	

자료: 메리츠증권 리서치센터

원스 (136540)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	75.3	89.3	107.2	120.1	133.0
매출액증가율 (%)	13.1	18.5	20.1	12.0	10.8
매출원가	39.8	48.6	58.4	65.4	72.5
매출총이익	35.6	40.6	48.8	54.6	60.5
판매관리비	22.1	22.3	29.2	30.7	33.4
영업이익	13.5	18.3	19.6	23.9	27.1
영업이익률	17.9	20.5	18.3	19.9	20.4
금융손익	2.8	3.2	0.4	0.6	0.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.5	-0.2	0.3	-0.2	-0.4
세전계속사업이익	15.8	21.3	20.3	24.4	27.7
법인세비용	2.5	2.9	2.1	2.4	2.5
당기순이익	13.3	18.4	18.2	22.0	25.2
지배주주지분 순이익	13.3	18.4	18.2	22.0	25.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	16.7	26.8	27.2	29.8	31.3
당기순이익(손실)	13.3	18.4	18.2	22.0	25.2
유형자산상각비	2.7	3.4	5.8	5.6	5.5
무형자산상각비	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
운전자본의 증감	0.1	5.0	2.4	1.3	-0.3
투자활동 현금흐름	2.8	-0.0	-8.4	-7.8	-10.3
유형자산의증가(CAPEX)	-0.7	-1.0	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	-6.1	3.4	-2.2	-1.5	-1.6
재무활동 현금흐름	-4.2	-11.1	-6.4	-8.7	-5.2
차입금의 증감	0.7	-6.0	-2.0	-4.0	0.0
자본의 증가	0.7	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.3	15.5	12.5	13.3	15.8
기초현금	7.4	22.7	38.2	50.7	64.0
기말현금	22.7	38.2	50.7	64.0	79.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	73.7	88.6	101.5	115.3	135.7
현금및현금성자산	22.7	38.2	50.7	64.0	79.8
매출채권	16.3	11.1	11.2	11.3	12.6
재고자산	5.7	4.9	4.9	5.0	5.5
비유동자산	84.6	80.2	81.7	82.7	83.9
유형자산	26.8	24.1	23.3	22.7	22.2
무형자산	2.9	2.2	2.4	2.5	2.6
투자자산	29.4	26.0	28.1	29.7	31.2
자산총계	158.3	168.8	183.2	198.0	219.6
유동부채	46.5	41.5	42.1	40.0	41.9
매입채무	1.3	1.8	2.1	2.4	2.7
단기차입금	2.0	10.0	10.0	10.0	10.0
유동성장기부채	15.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.8	1.9	2.2	2.4	2.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	47.2	43.4	44.3	42.4	44.5
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	46.9	47.7	47.7	47.7	47.7
기타포괄이익누계액	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	69.5	84.0	97.5	114.2	133.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	111.0	125.4	138.9	155.6	175.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	6,219	7,339	8,782	9,833	10,895
EPS(지배주주)	1,099	1,515	1,491	1,800	2,063
CFPS	1,519	1,932	2,179	2,476	2,713
EBITDAPS	1,398	1,844	2,151	2,488	2,744
BPS	9,145	10,279	11,370	12,738	14,333
DPS	350	400	430	480	520
배당수익률(%)	2.6	2.1	2.5	2.8	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	12.4	11.5	9.6	8.3
PCR	8.8	9.7	7.9	6.9	6.3
PSR	2.1	2.6	2.0	1.7	1.6
PBR	1.5	1.8	1.5	1.4	1.2
EBITDA	16.9	22.4	26.3	30.4	33.5
EV/EBITDA	8.6	8.3	5.8	4.5	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	15.6	13.8	14.9	15.2
EBITDA 이익률	22.5	25.1	24.5	25.3	25.2
부채비율	42.6	34.6	31.9	27.3	25.4
금융비용부담률	1.6	1.0	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	11.2	20.3	24.9	33.9	41.8
매출채권회전율(x)	4.4	6.5	9.6	10.7	11.1
재고자산회전율(x)	10.2	16.8	21.9	24.3	25.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

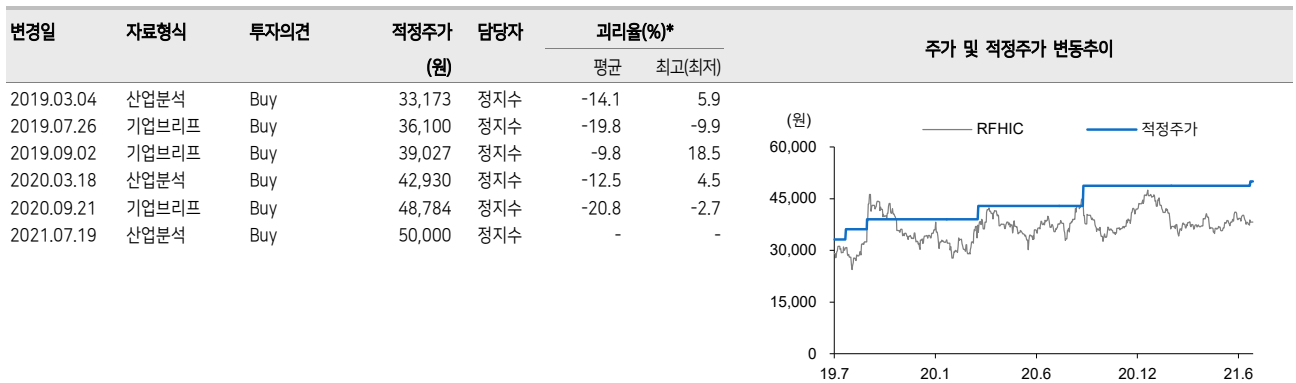
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

RFHC (218410) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



원스 (136540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

