유진투자증권

2020 OUTLOOK

2019. 11. 12

2020 산업전망

스 몰 캡





미드스몰캡 팀장 박종선
Tel. 02)368-6076
jongsun.park@eugenefn.com



미드스몰캡 한병화
Tel. 02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

5G 세상이 세계로 열린다

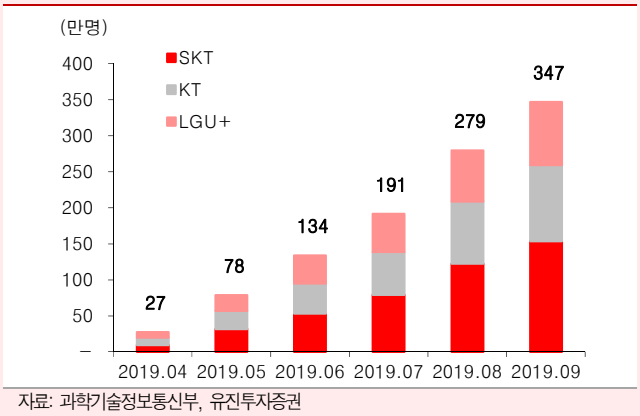
Summary

<2020 EUGENE's View>

한국과 미국의 지난 4월 상용화에 이어 중국에서 11월 1일부터 5G 상용화가 시작되었다. 또한 일본은 2020년 3월 5G 상용화를 준비 중이다. 5G 상용화 최초 타이틀 경쟁에서 뒤쳐진 미국과 중국, 일본 등의 국가들은 향후 정부 및 통신사의 대규모 투자를 통한 5G 시장 선점에 나설 것으로 전망된다. 이에 따라 관련 통신장비 및 부품 업체, 모바일 단말기 업체 등 수혜가 될 국내 업체들을 살펴보고, 투자 전략을 제시하고자 한다.

한국으로부터 시작된 5G 시대

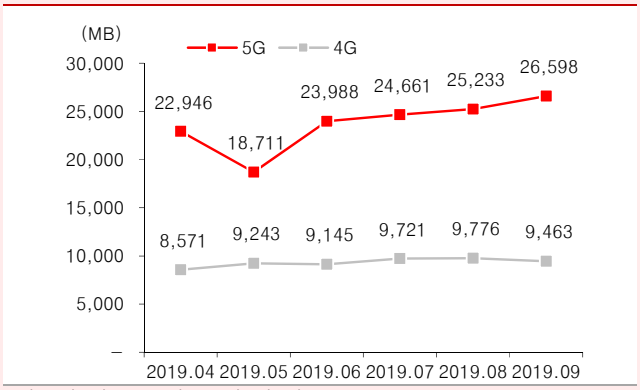
국내 5G 가입자 수 추이



자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

- 지난 4월 상용화를 시작으로, 매월 가입자 수는 50만명 이상으로 빠르게 증가 중
- **2019년 9월 기준 5G 가입자 수는 347만명 수준**
- **올해 연말까지 약 450만명~500만명의 가입자가 5G 네트워크를 이용할 것으로 전망**

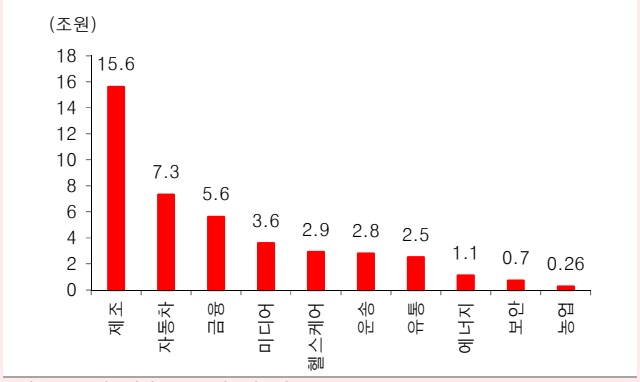
4G, 5G 가입자 1명당 무선 데이터 트래픽 추이



자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

- 국내 가입자 수의 빠른 증가에 따라, 5G 데이터 트래픽 역시 급증하는 모습
- 2019년 9월 기준 무선 가입자 당 4G 데이터 트래픽은 9.4GB 수준
- **5G는 4G 대비 상용화 초기부터 가입자 당 트래픽이 약 2.5배 증가한 약 22~26GB 수준**
- 이동통신 가입자들의 대용량 데이터 트래픽을 유발하는 4K/8K 등 대용량 콘텐츠 소비 확대에 기인

2030년 5G가 창출할 사회 경제적 가치



자료: KT경영경제연구소, 유진투자증권

- 5G의 초고속성과 초저지연성이라는 특성은 자율주행차, 원격의료, 스마트 팩토리 등의 산업이 성장할 수 있는 환경을 조성
- 5G네트워크는 이제 상용화 시작단계이지만, 5G 인프라가 확대됨에 따라서 5G 라는 네트워크가 이제는 단순한 통신서비스가 아닌 그 자체로 혁신이자, 타 산업의 혁신을 불러 일으킬 수 있는 기폭제가 될 것
- **5G 네트워크의 발전이 미래 경제 발전과 직결되고, 국가 경쟁력의 척도가 될 수 있을 것으로 예상**

5G 네트워크, 글로벌로 확산

- 한국이 5G의 시대를 열면서, 미국과 유럽 국가들에 이어 지난 11월 1일에는 **5G 네트워크 시장 중 가장 큰 비중을 차지하는 중국이 상용화를 시작**
- 한국이 최초 상용화를 선언한 이후 반년이 지난 지금도 상용화에 성공하지 못한 국가들이 대다수이며, **글로벌 5G 상용화 서비스는 지속적으로 확산될 것으로 판단**
- 특히 5G 상용화 '최초' 타이틀 경쟁에서 뒤쳐진 미국과 중국 등의 국가들은 **향후 정부 및 통신사의 대규모 투자를 통한 5G 시장 선점에 나설 것으로 전망, 이에 따라 통신장비 및 부품 업체, 모바일 단말기 업체들의 수혜가 이어질 것으로 예상**

글로벌 5G 상용화 진행 현황(상용화 시작 기준)

순위	국가	현황 및 계획
1	한국	■ 2019년 4월, SKT, KT, LG U+ 이동통신 3사가 세계 최초로 5G 상용화
2	미국	■ Verizon, 2019년 4월, 4개 도시를 시작으로 5G 상용화 ■ Sprint, 2019년 5월, 애틀랜타, 댈러스, 시카고 등 4개 지역에서 상용화 ■ AT&T, '18년 모바일 라우터를 이용한 5G 서비스 개시, 2019년 6월 상용화 ■ T-Mobile, 30개 도시 시범 서비스를 거쳐 2019년 6월 상용화
3	스위스	■ Swisscom, 102개 지역에서 5G 상용화 (2019.04.17)
4	영국	■ 최대 통신사 EE, 2019년 5월 런던 등 6개 도시를 시작으로 상용화 ■ Vodafone, 2019년 7월 상용화 ■ 3 UK, 2019년 8월 상용화
5	오스트리아	■ T-Mobile Austria, 25개 5G 기지국을 통해 상용화 (2019.05)
6	아랍에미리트	■ Etisalat, 중동·아프리카 최초로 5G 상용화 (2019.05)
7	카타르	■ Vodafone Qatar, 5G 스마트폰 출시 통해 상용 서비스 제공 (2019.05)
8	이탈리아	■ Vodafone Italia가 로마, 밀라노 등 5개 도시에서 5G 상용화 (2019.06)
9	스페인	■ Vodafone Spain이 마드리드, 바르셀로나 등 15개 도시에서 5G 상용화 (2019.06)
10	호주	■ Telstra, 시드니, 맬버른 등지에서 5G 상용화 (2019.06)
11	사우디아라비아	■ STC, 사우디아라비아 전역에서 5G 상용화 (2019.06)
12	핀란드	■ Elisa, 헬싱키, 탐페레 등지에서 5G 상용화 (2019.06)
13	바레인	■ Batelco와 Viva, 5G 상용화(2019.06)
14	독일	■ 2020년 상용화를 목표로 '5G Strategy for Germany' 발표(2017.7월) ■ 2019년 3월 5G용 주파수 경매 진행 ■ 2019년 9월 10일, Deutsche Telekom이 5개 도시에서 5G 상용화
15	중국	■ 기존 2020년 상용화를 목표로 하고 있었으나, 2019년 11월로 일정 변경, 11월 1일 상용화
16	일본	■ NTT docomo, 2019년 9월 럭비 월드컵에 맞춰 사전 서비스 개시 ■ 2020년 3월 도쿄 월드컵에 맞춰 정식 서비스 개시, 2024년 전국 상용화 목표 ■ Softbank, KDDI, Rakuten, 2020년 사전 서비스 개시 예정
17	프랑스	■ 2020년 5G 상용화 개시 예정, 2025년까지 주요 지역 서비스 목표 ■ 최대 이동통신사 Orange, 삼성 네트워크 장비 사용해 테스트 진행 중
18	러시아	■ 최대 통신사 MTS, '20년 5G 네트워크 전국 구축을 목표로 Huawei와 계약
19	싱가포르	■ 정보통신미디어개발청(IMDA), 2020년 전국적인 네트워크 구축 예정

자료: 언론보도, 유진투자증권

미국: 5G 주도권을 잡기 위한 투자확대 예상

미국 통신사업자 5G 서비스 상용화 현황

verizon	■ 4월 모바일 5G 서비스 시작 (2개 지역)
AT&T	■ 6월 모바일 5G 서비스 시작 (3개 지역)
Sprint	■ 5월 31일 4개지역에서 모바일 5G 상용화
T-Mobile	■ 6월 30개 도시 중심으로 상용화, 2020년까지 전국 확대

자료: 언론보도, 유진투자증권

- 올해 4월, Verizon은 국내 5G 상용화에 2시간 늦게 상용화에 성공
- Sprint의 경우 5월, Verizon에 이어 4개 지역에서 상용화를 개시했고, AT&T는 6월부터 5G 서비스를 시작
- 그 뒤를 이어 T-Mobile이 6월 상용화를 개시하면서 미국 4대 이동통신사가 5G 서비스를 본격적으로 시작

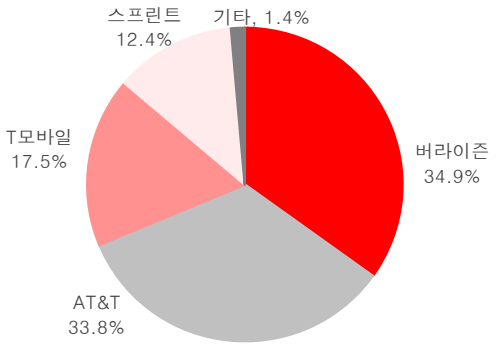
트럼프의 5G 이니셔티브 계획 및 효과

주요원칙	■ 민간 투자 우선, 정부는 규제 해소
주파수 확보	■ 5G 주파수 3개 대역 동시 경매 (미국 역사상 최대 규모)
5G 펀드 조성	■ 외곽지역 5G망 구축에 10년간 204억달러 투자
규제 선진화	■ 비즈니스 데이터 서비스 도입 등 5가지 규제 선진화
효과	■ 일자리 300만개, 5,000억 달러 경제 효과 창출

자료: 언론보도, 유진투자증권

- 도널드 트럼프는 미국 대통령은 5G로 대표되는 통신 산업 글로벌 주도권을 확보하기 위해 **'5G 이니셔티브 계획'을 발표, 역사상 최대 규모의 주파수 할당, 규제 해소, 5G 펀드 조성을 계획**
- 트럼프 대통령이 직접 나서 5G 서비스만큼은 한국, 중국, 일본 등 아시아 국가에 빼앗기지 않겠다는 의지를 과시한 만큼 **미국이 이 분야에서 매우 공격적으로 나올 것이고, 이에 따른 투자도 확대될 것으로 예상**

미국 통신사 시장점유율 (2018년 기준)



자료: IDC Korea, 유진투자증권

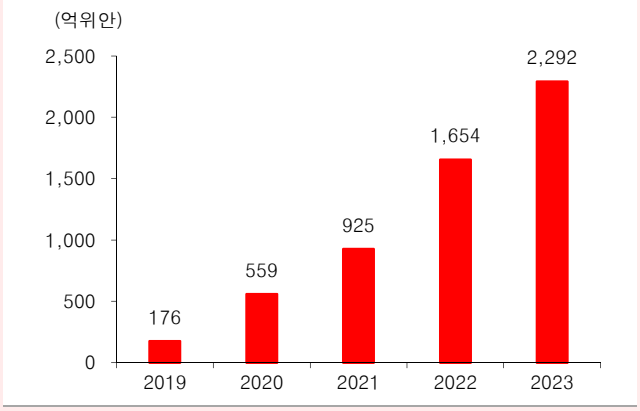
미국 주요 통신사 장비 공급업체 선정

통신사	통신장비 공급업체
verizon	삼성전자, 노키아, 에릭슨
AT&T	삼성전자, 노키아, 에릭슨
Sprint	삼성전자, 노키아, 에릭슨

자료: 업계 자료, 유진투자증권

중국 : 최대 규모 5G 시장의 개화

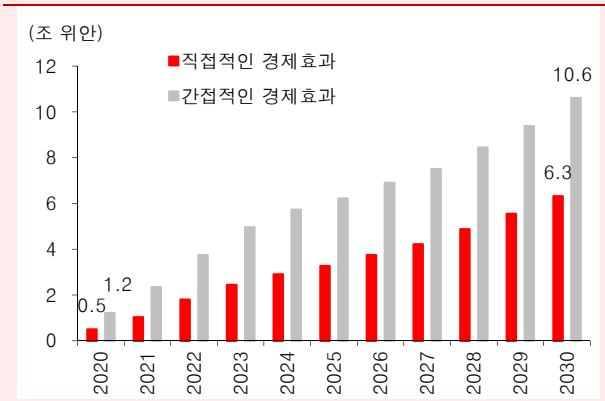
중국 5G 투자 계획



자료: 중국 공업과정보화부, 유진투자증권

- **11월 1일, 글로벌 최대 5G 시장인 중국에서 상용화 시작**
- **중국은 정부가 나서 5G 투자를 주도**
- 중국은 5G만큼은 먼저 장악하기 위해 중앙정부 및 지방정부 주도의 적극적이고 빠른 정책을 추진
- 4G 네트워크까지는 후발주자였던 중국은 5G 시장을 선점하기 위해 대규모 투자를 통해 관련 산업을 적극적으로 육성
- **2025년까지 중국은 5G 네트워크에 1조 2000억 위안(약 198조원)을 투자할 전망**

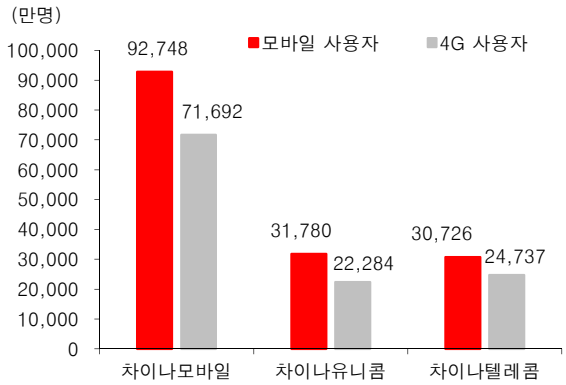
중국 5G 발전에 따른 경제적효과



자료: 중국정보통신연구원, 유진투자증권

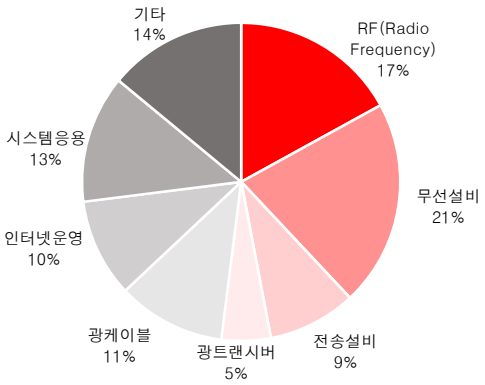
- 중국의 이와 같은 막대한 투자는 **5G가 단순히 네트워크를 넘어 산업 전반에 걸친 트렌드가 되어가고 있다는 것을 뒷받침**
- 5G 산업이 중국에 가져올 직·간접적 경제적 효과는 2030년 각각 6조 3,000억 위안(약 1,040조원), 10조 6,000억 위안(약 1,752조원)으로 **중국의 경제발전을 이끄는 중요한 축이 될 것으로 전망**
- 따라서 5G에 대한 투자는 **정부 주도의 대규모 투자를 통해 미-중 무역 갈등 등 대내외적 요소로 인해 둔화되고 있는 경기에 활력을 불어 넣기 위한 것으로 예상**

중국 통신 3사 가입자 수 현황



자료: Ofweek, 유진투자증권

중국 5G 투자 비중



자료: 중국정보통신연구원, 유진투자증권

일본 : 도쿄올림픽을 앞두고 내년 3월 상용화 예정

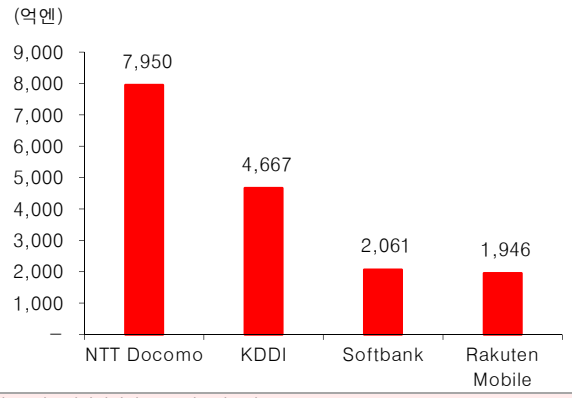
일본 통신사 목표 5G 커버율 및 상용화 계획

	docomo	KDDI	SoftBank	Rakuten Mobile
상용화 개시	2020년 봄	2020년 3월	2020년 3월경	2020년 6월경
목표 커버율(%)	97.0	93.2	64.0	56.1

자료: 일본 총무성, 유진투자증권

- 일본 최대 통신업체인 NTT도코모는 9월 일본에서 개최되는 2019 럭비월드컵에서 사전 서비스를 시작. 제한된 숫자의 단말기를 대여하는 방식으로 상용화에 앞서 테스트하는 형태
- **NTT도코모 외에도 소프트뱅크, KDDI, 라쿠텐 모바일은 2020년 도쿄올림픽 기간에 맞춰 사전 서비스를 시작할 예정**. 일본은 2024년까지 5G 서비스의 범위를 일본 전역으로 넓히는 것이 목표

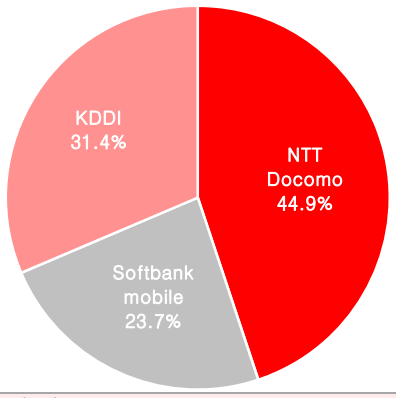
일본 통신사 5G 기지국 투자 계획 (2024년까지)



자료: 니혼게이자이신문, 유진투자증권
주: 전체 설비투자금액 중 기지국 투자 계획

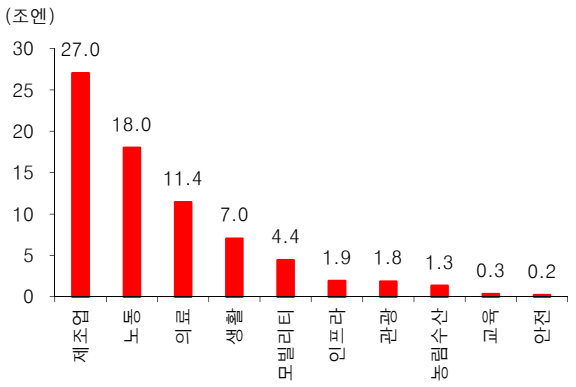
- **일본 4개 통신사**(NTT도코모, KDDI, 소프트뱅크, 라쿠텐모바일)는 5G서비스에 향후 5년간 약 17조 3,500억원을 투자할 계획이며, **기존 LTE(4G)의 5G전환비용까지 약 32조 5,200억원의 투자가 예상**
- 특히 **일본 이동통신 2위 사업자인 KDDI는 지난 9월 5G 통신장비 공급업체로 삼성전자를 선정**. 삼성전자는 KDDI에 올해부터 향후 5년간(2019~2024년) 동안 약 20억달러(약 2조 3,500억원) 규모의 5G 기지국 장비를 공급할 예정

일본 통신사 시장 점유율(2018.12 기준)



자료: KDDI, 유진투자증권
주: 가입자 수(3사 합산) 기준
Rakuten Mobile은 2018년 4월 이동통신사업 시작, 이전까지는 MVNO

일본의 5G 관련 사회경제적 효과



자료: 일본 총무성, 유진투자증권

글로벌 통신장비 관련 업체에 주목

서진시스템(178320.KQ): NR

- 2020년 5G 통신장비 매출 성장, 자동차 부품 매출 본격화
- 2020년 기준 PER 6.3배 수준, 동종업계 대비 할인되어 거래 중

오이솔루션(138080.KQ): NR

- 5G 국내외 투자 확대로 최대실적 지속, 고가 제품확대로 수익성 확대
- 2020년 기준 PER 6.6배 수준, 동종업계 대비 할인되어 거래 중

케이엠더블유(032500.KQ): 투자의견 BUY, 목표주가 65,000원

- 중국 5G 상용화 서비스 개시로 ZTE향 매출 본격화, 시스템류 제품 해외 진출
- 2020년 기준 PER 11.6배 수준, 동종업계 대비 할증되어 거래 중

에이스테크(088800.KQ): NR

- 국내 삼성전자는 물론 해외 에릭슨의 시장확대와 성장 기대
- 2020년 기준 PER 9.2배 수준, 동종업계 대비 소폭 할증되어 거래 중

RFHIC(218410.KQ): NR

- 중국 화웨이 매출 재성장 및 삼성전자 해외 진출 수혜 기대
- 2020년 기준 PER 14.3배 수준, 동종업계 대비 할증되어 거래 중

다산네트웍스(039560.KQ): NR

- 5G 망 고도화 및 28GHz 5G 서비스 투자시 수혜 + 미국 자회사의 성장
- 2020년 기준 PER 15.4배 수준, 동종업계 대비 할증되어 거래 중

5G 관련기업 개요 및 공급사 현황 (당사 추정)

분류	중분류	종목	주요제품	공급사				
				삼성전자	노키아	화웨이	에릭슨	ZTE
이동통신장비	기지국(스몰셀) 장비 및 부품	케이엠더블유	안테나, RRH, RF부품, 스몰셀	●	●		●	●
		에이스테크	안테나, RRH, RF부품, 스몰셀	●			●	
		웨이브일렉트로	RRH, RF부품	●				
		서진시스템	RRH 케이스	●				
		오이솔루션	광트랜시버	●	●	●	●	
		RFHIC	RF부품	●	●	●	●	
		삼지전자	스몰셀					
광네트워크장비	교환장비+가입자망 장비	다산네트웍스	FTTx 장비, 이더넷 스위치 장비 등					
		유비쿼스	FTTx 장비, 스위치 장비 등					
		에치에프알	Fronthaul 장비, OLT/ONU 장비 등					
	광 모듈	쏠리드	광트랜시버					
		우리로	광트랜시버, 광분배기					
	광 소재 및 기타	대한광통신	광섬유, 광케이블	●				
		이노인스트루먼트	광융합 접속기					
네트워크 운영관리	계측장비	이노와이어리스	통신망 시험/계측기	●	●	●	●	
	검사장비	디티앤씨	검사장비	●				
보안 및 소프트웨어	보안장비	윈스	보안장비					
	소프트웨어	텔코웨어	HLR, SCSF					

자료: 유진투자증권

Valuation Table

5G 관련종목 실적 및 밸류에이션 비교

		서진시스템	오이솔루션	케이엠더블유	에이스테크	RFHIC	다산네트웍스
2019-11-11		26,050원	48,200원	49,750원	6,900원	35,250원	8,000원
시가총액		4,715억원	3,730억원	1조 9,802억원	2,681억원	8,369억원	2,522억원
PER(배)							
	FY17A	39.9	-	-	-	21.8	-
	FY18A	9.3	50.9	-	53.0	22.7	-
	FY19F	**7.1**	**7.8**	**13.1**	**10.6**	**37.6**	**16.3**
	FY20F	**6.3**	**6.6**	**11.6**	**9.2**	**14.3**	**15.4**
PBR(배)							
	FY17A	1.8	1.3	8.3	2.3	3.0	1.3
	FY18A	1.4	1.9	4.8	2.2	3.5	1.6
	FY19F	**1.7**	**3.2**	**7.7**	**2.2**	**4.3**	**1.3**
	FY20F	**1.3**	**2.2**	**4.6**	**1.8**	**3.4**	**1.2**
매출액(십억원)							
	FY17A	237.9	76.6	203.7	351.6	62.1	306.8
	FY18A	324.6	81.5	296.3	377.3	108.1	356.9
	FY19F	449.1	213.2	798.1	440.1	110.5	486.4
	FY20F	583.7	245.0	1,025.0	515.1	244.7	567.7
영업이익(십억원)							
	FY17A	17.8	-1.9	-3.0	-14.5	8.1	-0.1
	FY18A	36.9	0.2	-26.2	13.2	26.7	10.2
	FY19F	70.1	56.9	178.1	33.2	22.1	23.0
	FY20F	81.9	63.7	197.4	41.2	60.8	28.2
영업이익률(%)							
	FY17A	7.5	-2.5	-1.5	-4.1	13.0	-0.0
	FY18A	11.4	0.3	-8.9	3.5	24.7	2.9
	FY19F	15.6	26.7	22.3	7.5	20.0	4.7
	FY20F	14.0	26.0	19.3	8.0	24.9	5.0
순이익(십억원)							
	FY17A	6.3	-1.8	-8.7	-55.6	6.1	-2.5
	FY18A	32.3	2.6	-31.3	1.2	25.4	-24.8
	FY19F	68.1	48.0	149.8	23.4	22.0	16.6
	FY20F	77.1	56.2	168.8	28.9	57.6	15.3
EV/EBITDA(배)							
	FY17A	9.3	32.6	68.4	41.2	31.6	30.4
	FY18A	7.4	26.7	-	11.2	16.0	17.4
	FY19F	5.4	5.5	10.1	7.5	27.2	7.5
	FY20F	4.2	4.2	8.5	6.6	11.8	6.7
ROE(%)							
	FY17A	6.6	-2.9	-17.9	-61.2	5.4	-2.1
	FY18A	19.3	3.8	-45.5	4.4	17.2	-19.0
	FY19F	27.2	52.4	88.1	23.5	12.5	11.0
	FY20F	24.1	39.4	49.9	21.3	26.5	8.5

자료: 유진투자증권
주: 2019.11.11 종가기준, 당사추정치 기준

Contents

I. 5G 세상이 세계로 열린다 10

1) 한국 세계 최초 서비스, 가입자 폭증 中

2) 5G 네트워크, 글로벌로 확산

II. 5G서비스가 꿈꾸는 세상 28

1) 주요산업에 미치는 영향

2) 몰입형 통신 서비스

3) VR, AR 서비스

4) 사물인터넷 서비스

5) 자율주행차, MaaS

6) 디지털헬스케어, 원격진료

III. 5G 서비스 Value chain 및 추천종목 37

1) 5G 통신서비스 관련 투자전략

2) 국내는 물론 해외 공급확대 기업에 주목

3) 5G Value chain

4) 5G 관련 기업

5) 유망종목

기업분석 43

서진시스템(178320.KQ)

오이솔루션(138080.KQ)

케이엠더블유(032500.KQ)

에이스테크(088800.KQ)

RFHIC(218410.KQ)

다산네트웍스(039560.KQ)

I. 5G 세상이 세계로 열린다

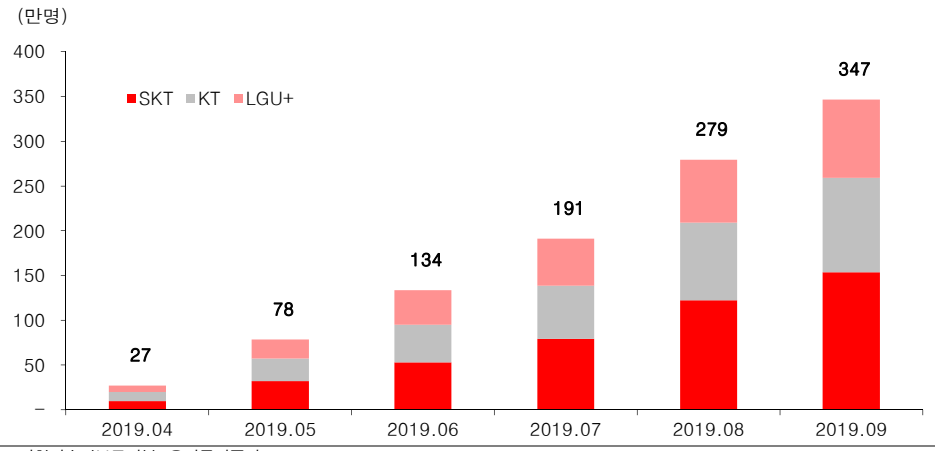
1) 한국 세계 최초 서비스, 가입자 폭증 中

2019년은 5G, 5세대 이동통신 시대의 원년이다. 5G 이전의 3G, 4G 시대까지 G(Generation)의 의미는 단순히 이동통신의 발전 과정 상의 단계를 나타내는 용어였다. 하지만 5세대 이동통신, 5G는 통신의 기술 진화뿐만 아니라 이를 통해 가능해지는 다양한 서비스와 기술 등을 포함하는 개념이 되었다.

4차 산업혁명의 시대를 이끌어갈 대부분의 혁신 기술은 5G 네트워크를 기반으로 발전해 나간다. 초고속, 초연결, 초저지연 3가지 특징으로 대표되는 **5G 기술은 4차 산업혁명을 앞당기는데 필수적인 요소가 되었고, 그 자체로 산업 전반에 걸친 트렌드**가 되어가고 있다.

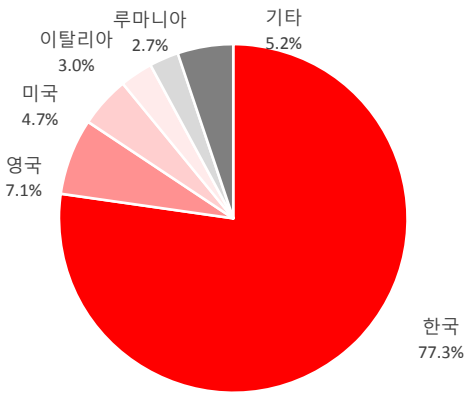
이러한 메가트렌드의 시작은 한국이다. 지난 4월 상용화를 시작으로, 매월 가입자 수는 50만명 이상으로 빠르게 증가하고 있다. 2019년 9월 발표 기준 5G 가입자수는 347만명 수준으로, **올해 연말까지 가입자 수는 450~500만명이 될 것으로 예상**된다.

도표 1 국내 5G 가입자 수 추이



자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

도표 2 글로벌 5G 가입자 수 비중 (2019년 6월 말 기준)

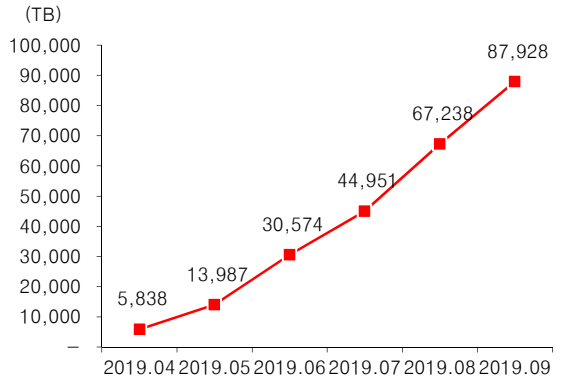


자료: GSMA, 유진투자증권

국내 가입자 수의 빠른 증가에 따라, **5G 데이터 트래픽 역시 급증**하는 모습을 볼 수 있다. 도표4를 참고하면 네트워크의 측면에서 4G 시대와 5G 시대의 가장 눈에 띄는 차이점을 발견할 수 있다. 2015년 무선 가입자 당 4G 데이터 트래픽은 약 3.2GB 수준이었으며, 2019년 9월 기준 9.4GB 수준을 보였다. 하지만 **5G는 4G 대비 상용화 초기부터 가입자 당 트래픽이 약 2.5배 증가한 약 22~26GB 수준**을 보이고 있다.

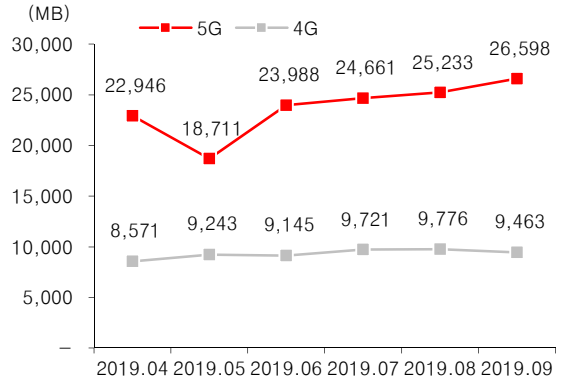
5G의 초고속성이라는 특징은 이동통신 가입자들의 대용량 데이터 트래픽을 유발하는 4K/8K, AR/VR 등의 콘텐츠 소비를 확대시켰고, 이는 미디어 및 엔터테인먼트 분야 시장의 성장에 수혜가 되고 있다. 또한 4G 대비 지연속도가 약 1/10배 수준인 5G 네트워크는 초고속성이라는 특징과 맞물려 지연시간 최소화로 오차율을 줄일 수 있는 자율주행차, 원격의료, 스마트 팩토리 등의 산업이 성장할 수 있는 환경을 조성할 수 있게 되었다.

도표 3 5G 무선데이터 트래픽 현황



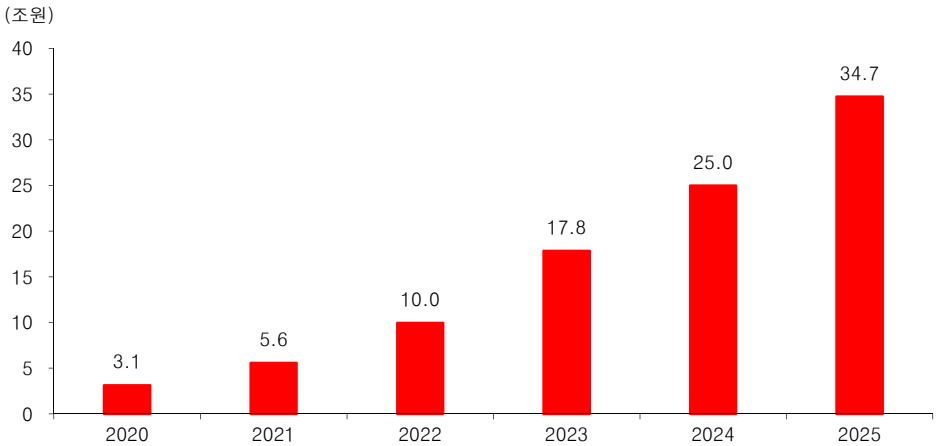
자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

도표 4 4G, 5G 가입자 1명당 무선 데이터 트래픽 추이



자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

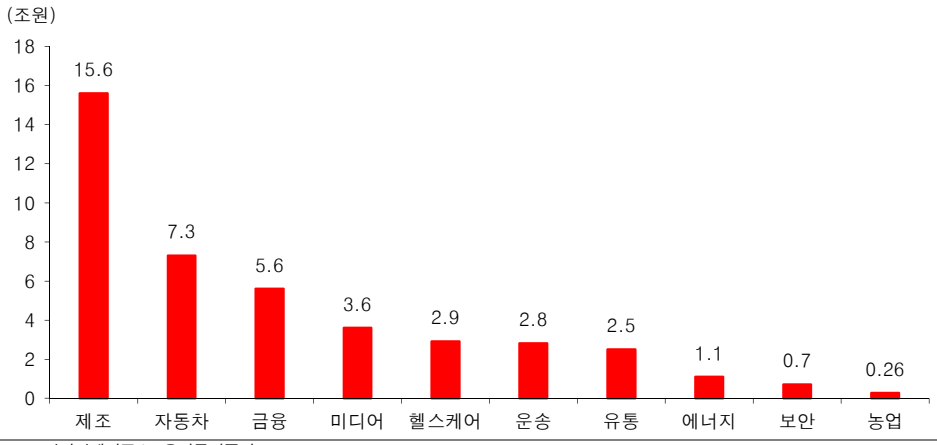
도표 5 국내 5G 시장 규모 전망



자료: KT경영경제연구소, 유진투자증권

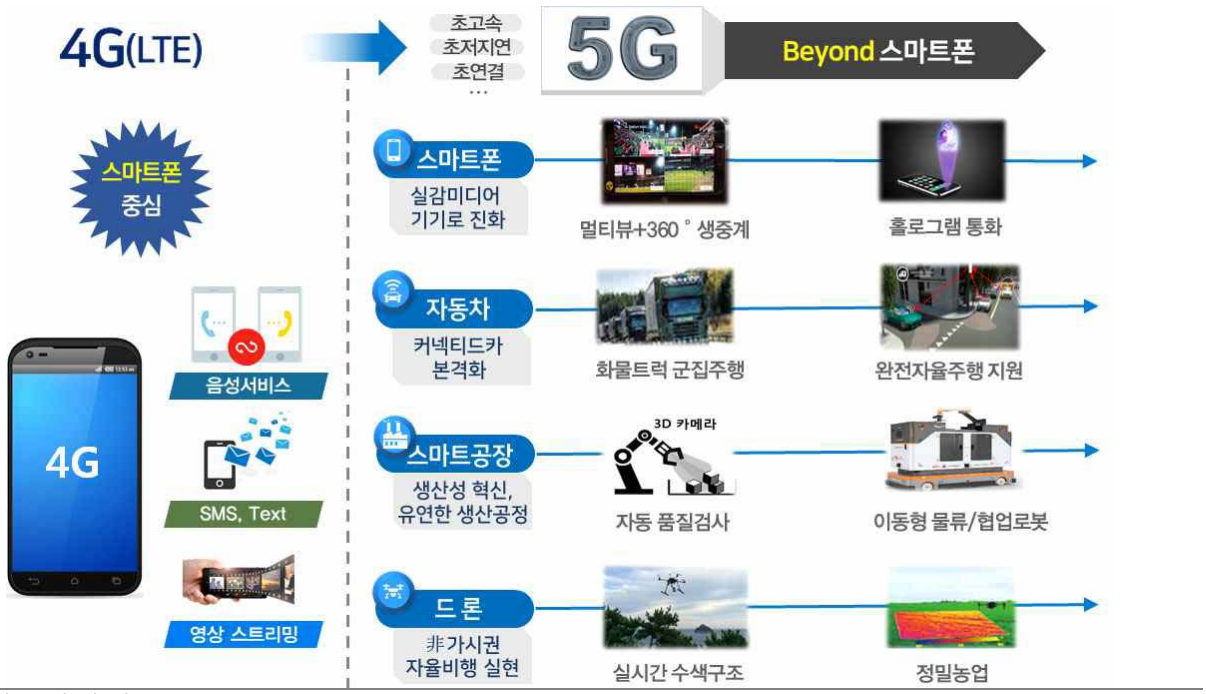
이처럼 5G네트워크는 이제 상용화 시작단계이지만, 5G 인프라가 확대됨에 따라서 **5G 라는 네트워크가 이제는 단순한 통신서비스가 아닌 그 자체로 혁신이자, 타 산업의 혁신을 불러 일으킬 수 있는 기폭제가 될 것**이다. 즉, 5G 네트워크의 발전이 미래 경제 발전과 직결되고, 국가 경쟁력의 척도가 될 수 있을 것으로 예상된다.

도표 6 2030년 5G가 창출할 사회 경제적 가치



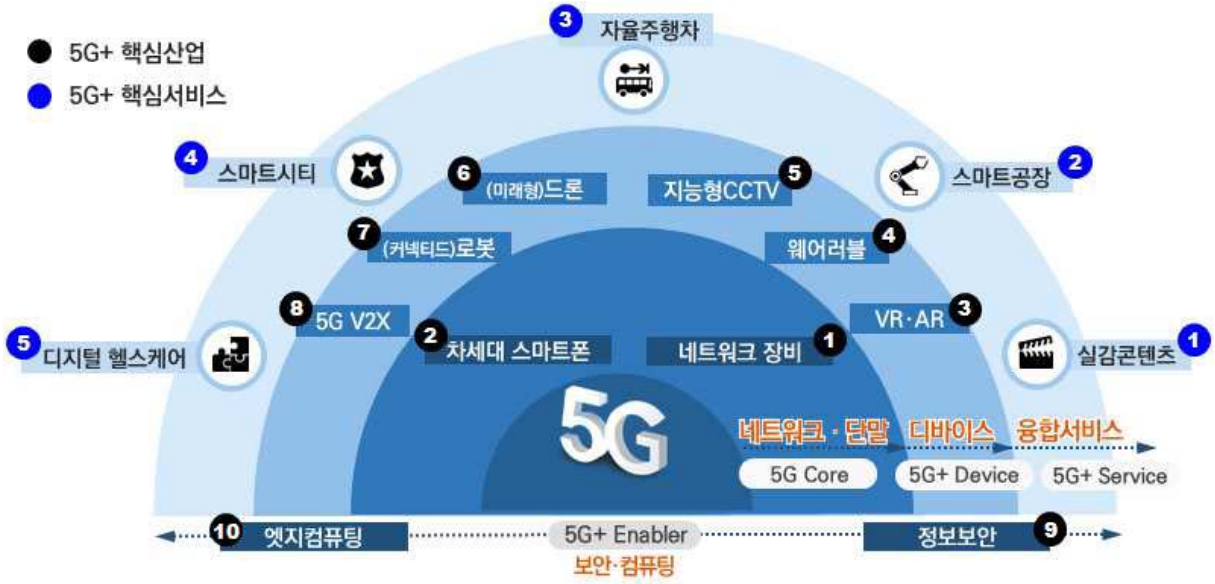
자료: KT경영경제연구소, 유진투자증권

도표 7 4G → 5G 서비스 변화



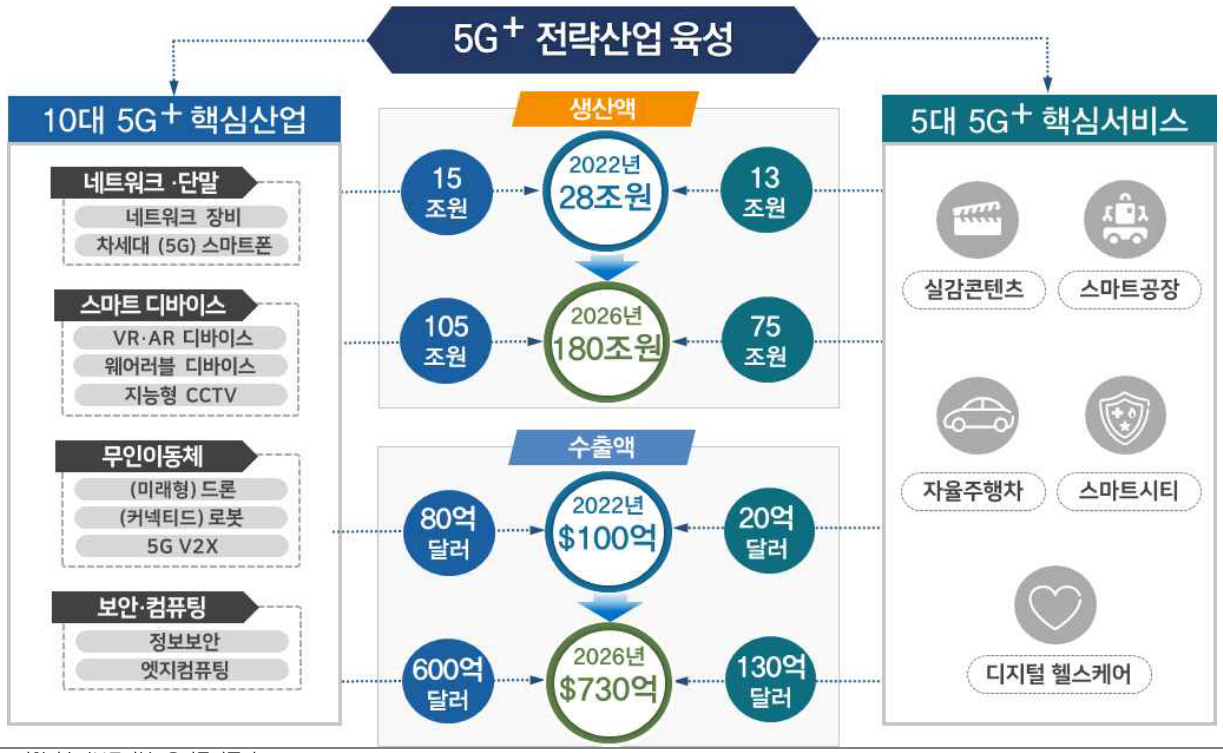
자료: 보도자료, 유진투자증권

도표 8 5G + 전략산업 핵심 산업 및 서비스 지정 현황



자료: 보도자료, 유진투자증권

도표 9 국내 5G 전략산업 육성을 통한 생산, 수출액 기대효과



자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

2) 5G 네트워크, 글로벌로 확산

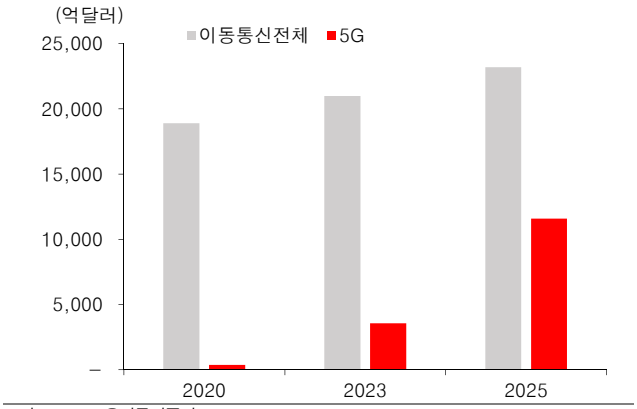
한국이 5G의 시대를 열면서, 미국과 유럽 국가들에 이어 지난 11월 1일에는 5G 네트워크 시장 중 가장 큰 비중을 차지하는 중국이 상용화를 시작했다. 한국이 최초 상용화를 선언한 이후 반년이 지난 지금도 **상용화에 성공하지 못한 국가들이 대다수이며, 글로벌 5G 상용화 서비스는 지속적으로 확산될 것**으로 판단된다. 특히 5G 상용화 '최초' 타이틀 경쟁에서 뒤쳐진 미국과 중국 등의 국가들은 향후 정부 및 통신사의 대규모 투자를 통한 5G 시장 선점에 나설 것으로 전망되며, 이에 따라 **통신장비 및 부품 업체, 모바일 단말기 업체들의 수혜**가 이어질 것으로 예상된다.

도표 10 **글로벌 5G 상용화 현황 및 계획**

순위	국가	현황 및 계획
1	한국	■ 2019년 4월, SKT, KT, LG U+ 이동통신 3사가 세계 최초로 5G 상용화
2	미국	■ Verizon, 2019년 4월, 4개 도시를 시작으로 5G 상용화 ■ Sprint, 2019년 5월, 애틀랜타, 댈러스, 시카고 등 4개 지역에서 상용화 ■ AT&T, '18년 모바일 라우터를 이용한 5G 서비스 개시, 2019년 6월 상용화 ■ T-Mobile, 30개 도시 시범 서비스를 거쳐 2019년 6월 상용화
3	스위스	■ Swisscom, 102개 지역에서 5G 상용화 (2019.04.17)
4	영국	■ 최대 통신사 EE, 2019년 5월 런던 등 6개 도시를 시작으로 상용화 ■ Vodafone, 2019년 7월 상용화 ■ 3 UK, 2019년 8월 상용화
5	오스트리아	■ T-Mobile Austria, 25개 5G 기지국을 통해 상용화 (2019.05)
6	아랍에미리트	■ Etisalat, 중동·아프리카 최초로 5G 상용화 (2019.05)
7	카타르	■ Vodafone Qatar, 5G 스마트폰 출시 통해 상용 서비스 제공 (2019.05)
8	이탈리아	■ Vodafone Italia가 로마, 밀라노 등 5개 도시에서 5G 상용화 (2019.06)
9	스페인	■ Vodafone Spain이 마드리드, 바르셀로나 등 15개 도시에서 5G 상용화 (2019.06)
10	호주	■ Telstra, 시드니, 맬버른 등지에서 5G 상용화 (2019.06)
11	사우디아라비아	■ STC, 사우디아라비아 전역에서 5G 상용화 (2019.06)
12	핀란드	■ Elisa, 헬싱키, 탐페레 등지에서 5G 상용화 (2019.06)
13	바레인	■ Batelco와 Viva, 5G 상용화(2019.06)
14	독일	■ 2020년 상용화를 목표로 '5G Strategy for Germany' 발표(2017.7월) ■ 2019년 3월 5G용 주파수 경매 진행 ■ 2019년 9월 10일, Deutsche Telekom이 5개 도시에서 5G 상용화
15	중국	■ 기존 2020년 상용화를 목표로 하고 있었으나, 2019년 11월로 일정 변경, 11월 1일 상용화
16	일본	■ NTT docomo, 2019년 9월 럭비 월드컵에 맞춰 사전 서비스 개시 ■ 2020년 3월 도쿄 월드컵에 맞춰 정식 서비스 개시, 2024년 전국 상용화 목표 ■ Softbank, KDDI, Rakuten, 2020년 사전 서비스 개시 예정
17	프랑스	■ 2020년 5G 상용화 개시 예정, 2025년까지 주요 지역 서비스 목표 ■ 최대 이동통신사 Orange, 삼성 네트워크 장비 사용해 테스트 진행 중
18	러시아	■ 최대 통신사 MTS, '20년 5G 네트워크 전국 구축을 목표로 Huawei와 계약
19	싱가포르	■ 정보통신미디어개발청(IMDA), 2020년 전국적인 네트워크 구축 예정

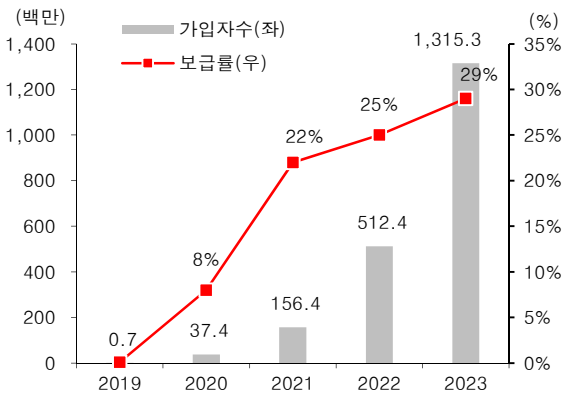
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 11 글로벌 5G 시장 전망



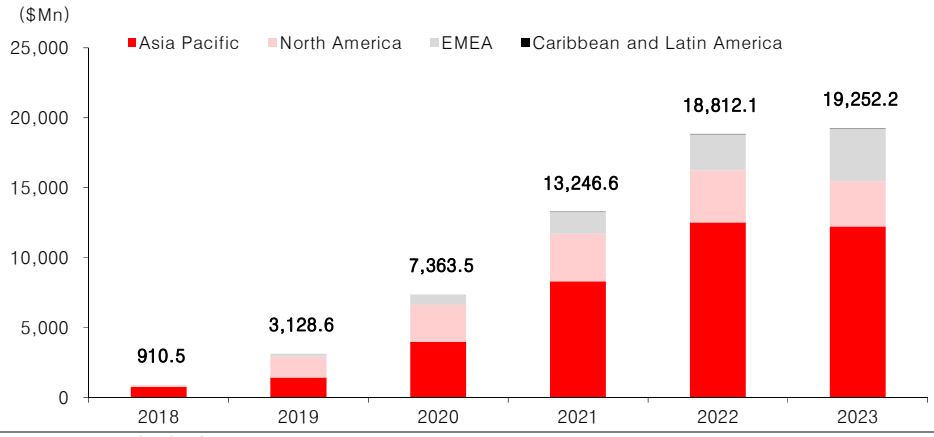
자료: ETRI, 유진투자증권

도표 12 글로벌 5G 가입자 수 및 보급률 전망



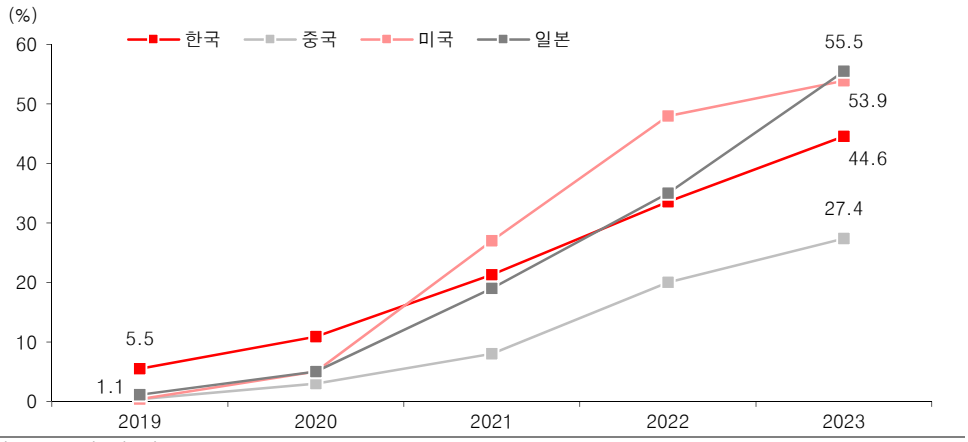
자료: Ovum, 국제전기통신연합, 유진투자증권

도표 13 지역별 5G 네트워크 시장 규모



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 14 국가별 5G 스마트폰 도입률 전망



자료: SA, 유진투자증권

미국: 5G 주도권을 잡기 위한 투자확대 예상

미국 이동통신사 Verizon이 세계 최초로 5G 상용 서비스를 지난해 10월 1일부로 시작한다고 전격 선언했다. 하지만 Verizon의 5G 상용화는 이동통신기기를 통한 5G 서비스의 형태가 아니라 고정형이었다. 진정한 의미의 5G는 아니라고 할 수 있지만, 이로 인해 5G 선점 경쟁은 더욱 심화되었고, 올해 4월, Verizon은 국내 5G 상용화에 2시간 늦게 상용화에 성공했다.

Sprint의 경우 5월, Verizon에 이어 4개 지역에서 상용화를 개시했고, AT&T는 6월부터 5G 서비스를 시작했다. 그 뒤를 이어 T-Mobile이 6월 상용화를 개시하면서 **미국 4대 이동통신사가 5G 서비스를 본격적으로 시작**하게 되었다.

국내와 미국 통신사의 5G 상용화 이후, 도널드 트럼프는 미국 대통령은 5G로 대표되는 통신 산업 **글로벌 주도권을 확보하기 위해 '5G 이니셔티브 계획'을 발표**, 역사상 최대 규모의 주파수 할당, 규제 해소, 5G 펀드 조성 등 승부수를 던졌다. 트럼프 대통령이 직접 나서 5G 서비스만큼은 한국, 중국, 일본 등 아시아 국가에 빼앗기지 않겠다는 의지를 과시한 만큼 **미국이 이 분야에서 매우 공격적으로 나올 것이고, 이에 따른 투자도 확대될 것으로 예상**된다.

도표 15 트럼프의 5G 이니셔티브 계획 및 효과

주요원칙	■ 민간 투자 우선, 정부는 규제 해소
주파수 확보	■ 5G 주파수 3개 대역 동시 경매 (미국 역사상 최대 규모)
5G 펀드 조성	■ 외곽지역 5G망 구축에 10년간 204억달러 투자
규제 선진화	■ 비즈니스 데이터 서비스 도입 등 5가지 규제 선진화
효과	■ 일자리 300만개, 5,000억 달러 경제 효과 창출

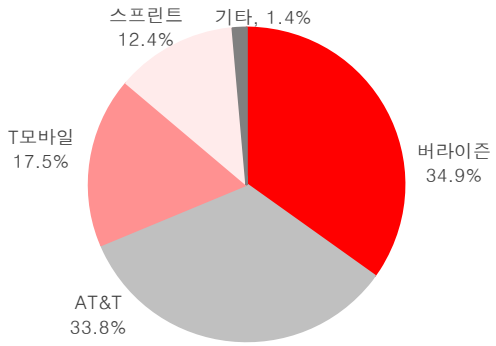
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 16 미국 통신사업자 5G 서비스 상용화 현황

Verizon	4월 모바일 5G 서비스 시작 (2개 지역)
AT&T	6월 모바일 5G 서비스 시작 (3개 지역)
Sprint	5월 31일 4개지역에서 모바일 5G 상용화
T-Mobile	6월 30개 도시 중심으로 상용화, 2020년까지 전국 확대

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 17 미국 통신사 시장점유율 (2018년 기준)



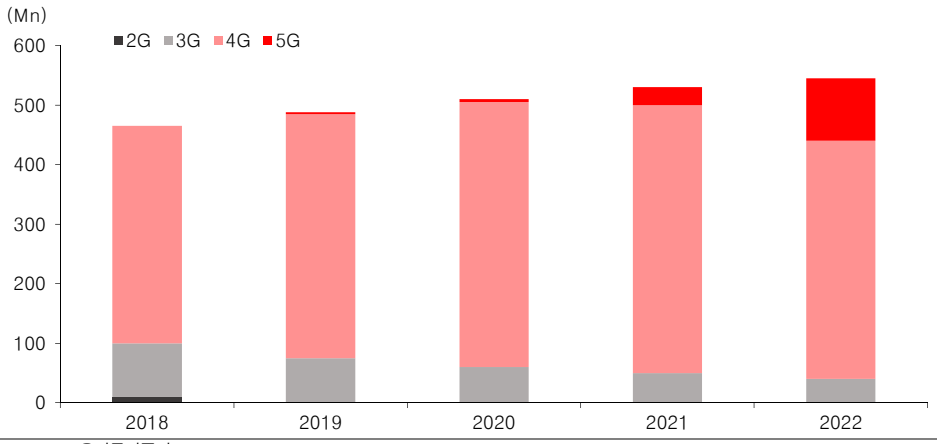
자료: IDC Korea, 유진투자증권

도표 18 미국 주요 통신사 장비 공급업체 선정

통신사	통신장비 공급업체
AT&T	삼성전자, 노키아, 에릭슨
Verizon	삼성전자, 노키아, 에릭슨
Sprint	삼성전자, 노키아, 에릭슨

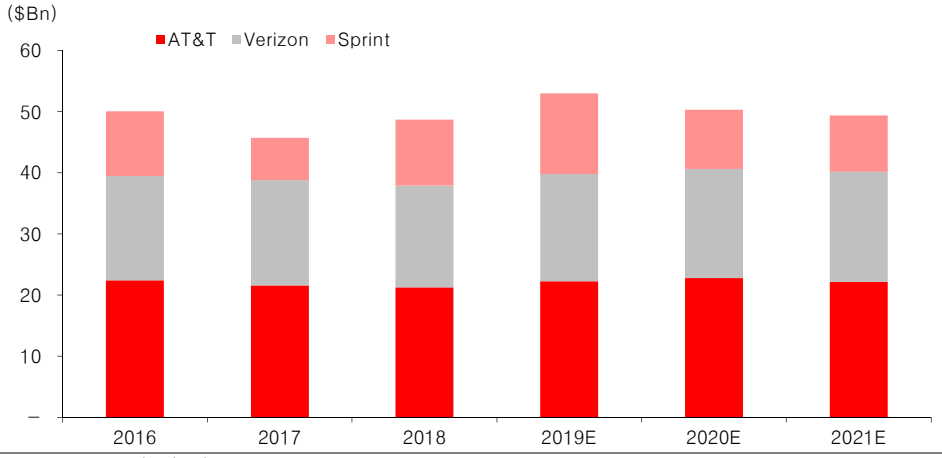
자료: 업계 자료, 유진투자증권

도표 19 미국 네트워크별 가입자 수 전망



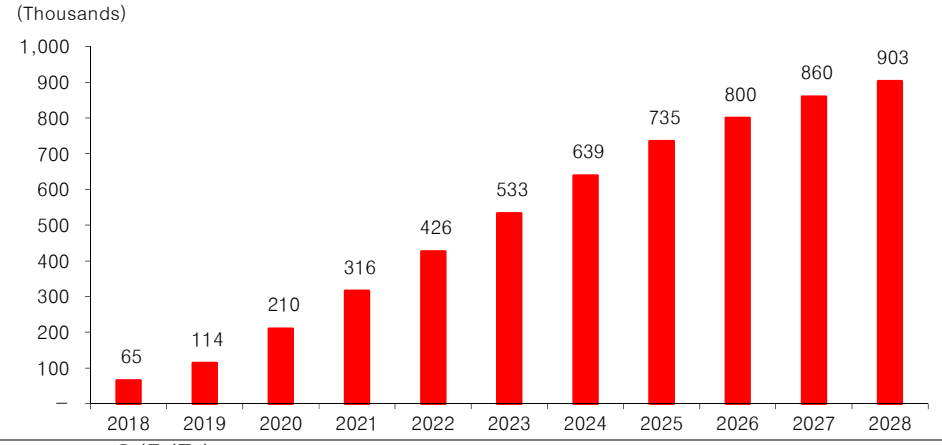
자료: Ovum, 유진투자증권

도표 20 미국 주요 통신사 Capex 전망



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 21 미국 스몰셀 기지국 구축 전망



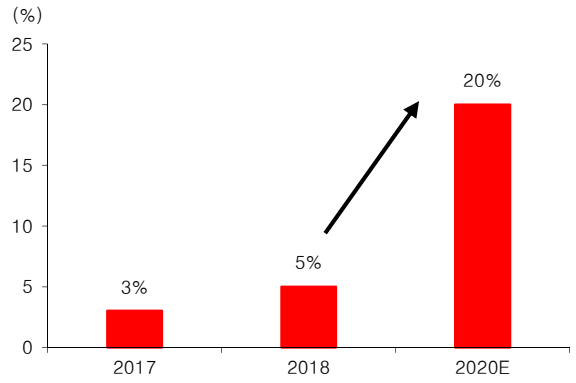
자료: Bloomberg, 유진투자증권

삼성전자는 한국, 미국, 일본 중심으로 시장점유율 확대 전망

삼성전자는 **통신 장비시장 전체 점유율로는 약 5%를 차지**(2018년 IHS발표 기준)하고 있다. 삼성전자는 향후 2020년까지 5G 네트워크 시장에서 점유율 20%를 확보, 확실한 시장 점유율을 기록한다는 방침이다.

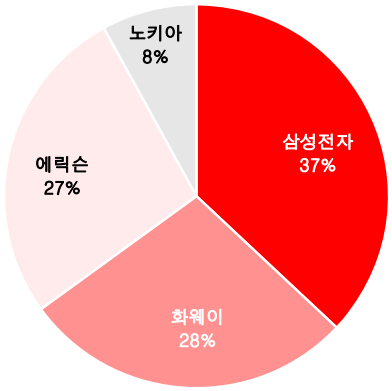
국내 시장에서 50% 수준의 공급이 예상되고 있는 가운데, **미국시장의 통신사업자 1,2,4위인 AT&T, 버라이즌, 스프린트의 5G 파트너로 선정, 장비를 공급하게 된 것도 주요 요인**이다. 시장규모가 큰 미국을 기반으로 5G 통신장비의 시장을 선점함으로써 **여러 국가로 공급이 확대될 것으로 예상된다.**

도표 22 삼성전자 통신 장비시장 점유율 확대



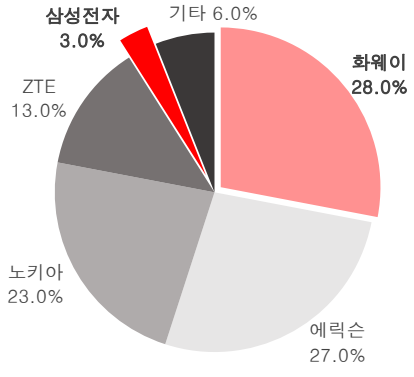
자료: 삼성전자, 유진투자증권

도표 23 세계 통신장비시장 점유율(4Q18+1Q19 기준)



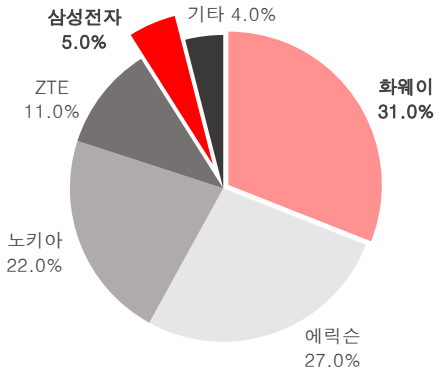
자료: Dell'oro, 유진투자증권

도표 24 2017년 기준 글로벌 통신장비시장 점2유율



자료: IHS Market, 유진투자증권

도표 25 2018년 기준 글로벌 통신장비시장 점유율



자료: IHS Market, 유진투자증권

중국 : 글로벌 최대 5G 시장의 개화

중국의 5G 기지국은 화웨이와 ZTE, 에릭슨이 제공하는데, 당초 중국 정부는 상하이를 5G 우선 시범 도시로 선정, 2020년을 중국 5G 서비스의 원년으로 계획했다. 하지만 일정을 앞당겨 **11월 1일부로 중국은 베이징과 상하이 · 충칭 · 톈진 등 직할시, 성과 자치구의 중심지 등에서 먼저 5G 상용화를 시작**했으며, 서비스 지역을 향후 점차 확대해 나갈 방침이다.

중국의 모바일 인터넷 이용은 2017년부터 급격히 증가해 2018년 연간 트래픽이 711억 GB(약 66 EB)를 넘어섰다. 5G 상용화와 함께 트래픽은 기하급수적으로 증가할 것으로 전망된다. 특히 **중국의 2025년 5G 이용자 수는 약 4.5억명으로 예상되며, 이에 따라 세계 최대 시장이 될 것으로 예상**된다.

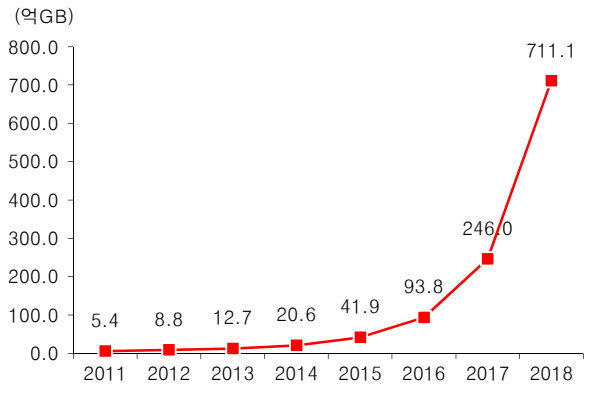
실제로 이미 중국 3대 통신사를 통한 5G 서비스 사전 가입자 수만 1,200만명에 달하며, 주요 단말기 제조사 화웨이, ZTE, 샤오미, 비보, 오포, 삼성전자 등은 중국의 5G 서비스 시작에 앞서 선제적으로 5G 스마트폰을 출시한 상태이다.

도표 26 중국 통신사 5G 상용화 현황 및 계획

통신사	현황 및 계획
China Mobile	■ 2019년 상용화, 2020년 기지국 10,000개 이상 설치 목표로 진행 중 ■ 1개 도시당 100개 기지국 설립 예정 ■ 20개 단말기 기업과 파트너 관계 구축
China Unicom	■ 2019년 상용화 목표로 '5G 선도자 계획'을 발표 ■ 5G 기반 시범사업 200개, 5G 오픈랩 50개, 5G 혁신 응용서비스 100개 추진 ■ 5G 활용기준 20개, 협력 파트너 1,000개 추가로 확보
China Telecom	■ 4G와 공존하는 Non-Stand Alone 구조로 당분간 진행

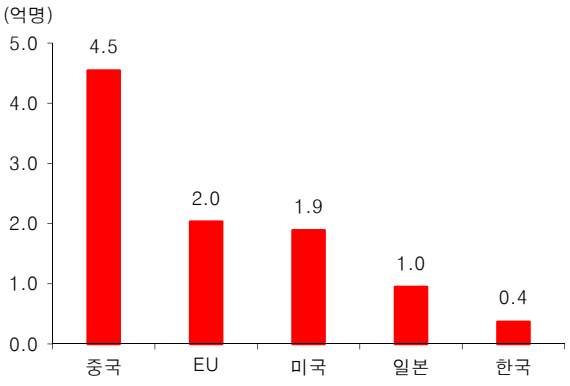
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 27 중국 모바일 트래픽 추이



자료: 중국 인터넷 네트워크 정보센터, 유진투자증권

도표 28 주요국 2025년 5G 이용자 수 전망



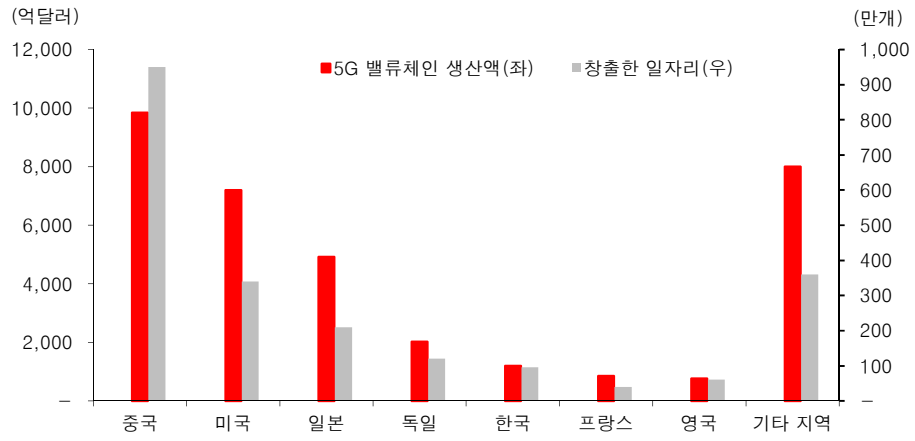
자료: 중국 미래지향산업연구원, 유진투자증권

중국은 5G 상용화를 위해 대규모 5G 네트워크를 구축했다. 중국 공업정보화부에 따르면, 중국 이통사는 현재 베이징, 상하이, 광저우, 항저우에 약 8만 6000개 5G 기지국 구축을 완료했으며, 올해 말까지 50개 이상 도시에 기지국을 13만개 이상으로 확대할 계획이다. **4G 네트워크까지는 후발주자였던 중국은 5G 시장을 선점하기 위해 대규모 투자를 통해 관련 산업을 적극적으로 육성**하고 있다. 2025년까지 중국은 5G 네트워크에 1조 2000억 위안(약 198조원)을 투자할 전망이다.

중국의 이와 같은 막대한 투자는 **5G가 단순히 네트워크를 넘어 산업 전반에 걸친 트렌드가 되어가고 있다는 것을 뒷받침**한다. 5G 산업이 중국에 가져올 직·간접적 경제적 효과는 5G가 본격적으로 상용화될 2020년 이후 급속히 증가해, 2030년 각각 6조 3,000억 위안(약 1,040조원), 10조 6,000억 위안(약 1,752조원)으로 중국의 경제발전을 이끄는 중요한 축이 될 것으로 전망된다. 따라서 **5G에 대한 투자는 정부 주도의 대규모 투자를 통해 미·중 무역 갈등 등 대내외적 요소로 인해 둔화되고 있는 경기에 활력을 불어 넣기 위한 것으로 예상**된다.

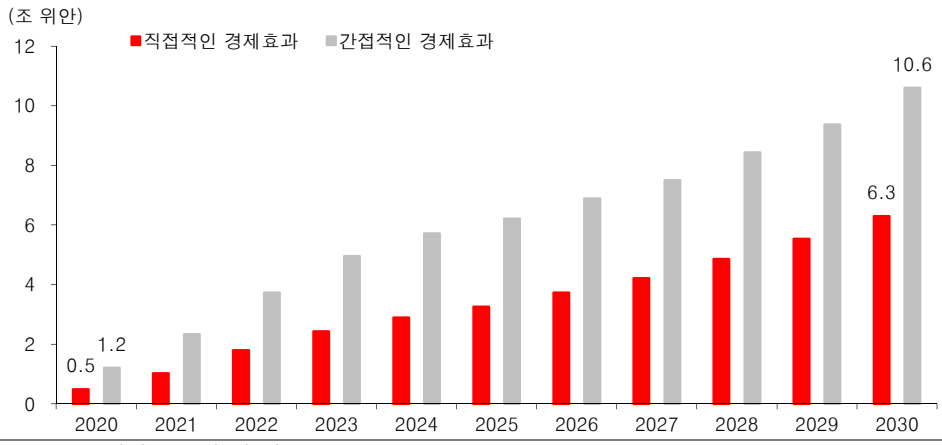
세계 최대 5G 시장인 **중국의 상용화와 대규모 투자는 중국 통신사에 통신장비를 공급하는 화웨이, ZTE, 노키아, 에릭슨의 부품 공급 업체들에 수혜가 될 것으로 예상**된다.

도표 29 국가별 5G 밸류체인 생산액 및 일자리 창출 효과



자료: IHS, 유진투자증권

도표 30 중국 5G 발전에 따른 경제적효과



자료: 중국 정보통신 연구원, 유진투자증권

도표 31 중국 정부의 주요 5G 육성 정책

연도	정책	주요내용
2013	IMT-2020 프로젝트 조직	■ 공업정보화부, 국가발전개혁위원회, 과학기술부 등의 관계부처와 ■ 이동통신 3사 및 민관학계 등으로 구성된 5G 상용화 TF 조직 발족
2015	중국제조 2025	■ 5G 이동통신기술의 발전과 연구개발 추진
2016	국무원, '13·5' 국가 전략적 신흥산업 발전계획	■ 5G 이동통신산업을 전략적 신흥산업으로 지정하고, 5G 분야의 연구개발 강화
2016	공업신식화부, '차세대 정보기술산업계획'	■ 2020년까지 5G 네트워크 측정·응용 테스트를 마쳐 상용화 완성 ■ 2020년까지 5G 관련 국제표준 및 산업의 선도자로 부상 ■ 5G 설비 분야 국제 선두지위 유지, 5G 단말기 분야 국제 선두지위 도달 ■ 5G 시스템 설비·단말기·단말칩의 내수시장 점유율 75%·75%·35%, 세계시장 점유율 35%·25%·15% 달성
2018	공업신식화부, 5G 주파수 시험운용 허가	■ 차이나모바일, 차이나텔레콤, 차이나유니콤 등 3대 이동통신사에 5G 중저대역 주파수의 시험운용을 허가
2018	중앙경제공작회의	■ 5G 상용화에 대한 투자 강조
2019	IMT-2020 회의	■ 5G 융합서비스 관련 법규 제정 및 정책 지원 강화 ■ 스마트 공장, 커넥티드 카, 농업, 스마트 에너지 및 교육, 의료 등 공공서비스 분야에 5G 응용 확대

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 32 중국 지방정부의 5G 인프라 구축 계획

지역	주요 내용
상하이	■ 올 9월까지 화웨이와 손잡고 세계 최초로 홍차오 기차역에 5G 통신 구축 ■ 고화질 영상통화, 고속 인터넷 접속, 로봇 안내, 로봇 음식 배달 등 다양한 서비스 제공 예정
후베이	■ 중국 최초 5G 스마트 고속도로 프로젝트 추진 계획 ■ 빅데이터, IoT, 인공지능 등 차세대 인터넷 기술을 활용해 교통 상황 측정 및 자율주행 시행 ■ 우한 개발구, 차이나모바일과 '국가신에너지 및 IoT 자동차 기지' 구축 MOU 체결
광둥	■ 광저우와 선전 등 인구밀집 지역에 5G 네트워크 구축 계획 ■ 차이나모바일, 5G 네트워크 구축 위해 올해 10.8억 위안 투자해 2,702개 기지국 건설 예정

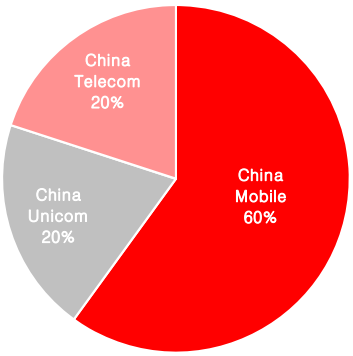
자료: KOTRA, 유진투자증권

도표 33 중국 통신사별 5G 시범 선정 도시

통신사	선정도시
中国移动 China Mobile 차이나 모바일	상하이, 항저우, 광저우, 수저우, 우한
China unicom中国联通 차이나 유니콤	상하이, 베이징, 시옹안, 션양, 톈진, 칭다오, 난징, 항저우, 푸저우, 선전, 정저우, 청두, 우한, 구이양, 광저우
中国电信 CHINA TELECOM 차이나 텔레콤	상하이, 선전, 시옹안, 수저우, 청두

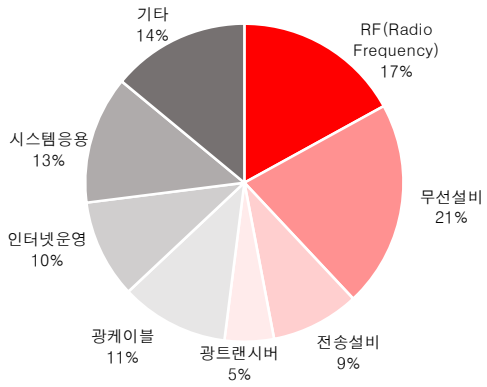
자료: 쥐푸차이징(聚富财经), 유진투자증권

도표 34 중국 통신사 시장 점유율 (2018.10)



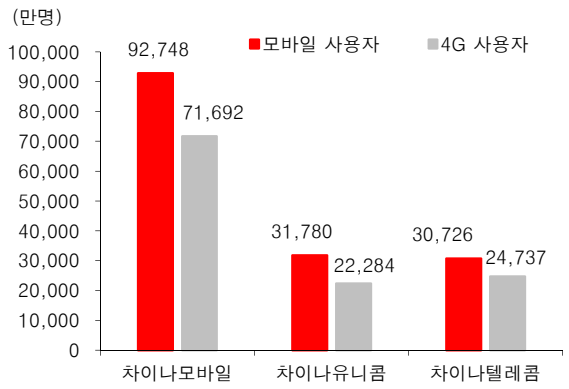
자료: 각 사, 유진투자증권
주: 가입자 수 기준

도표 35 중국 5G 투자 비중



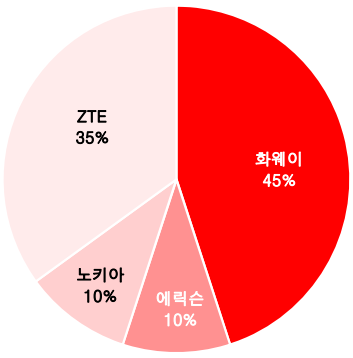
자료: 중국정보통신연구원, 유진투자증권

도표 36 중국 통신 3사 가입자 수 현황



자료: Ofweek, 유진투자증권

도표 37 중국 통신장비 시장 점유율 (2017년 기준)



자료: CCID, 유진투자증권

일본 : 도쿄올림픽을 앞두고 내년 3월 상용화 예정

일본 최대 통신업체인 **NTT도코모는 9월 일본에서 개최되는 2019 럭비월드컵에서 사전 서비스를 시작했다.** 제한된 숫자의 단말기를 대여하는 방식으로 상용화에 앞서 테스트하는 형태이다.

NTT도코모 외에도 소프트뱅크, KDDI, 라쿠텐 모바일은 2020년 도쿄올림픽 기간에 맞춰 사전 서비스를 시작할 예정이다. **일본은 2024년까지 5G 서비스의 범위를 일본 전역으로 넓히는 것을 목표**로 하고 있다.

5G 상용화에서 한발 뒤진 **일본 4개 통신사**(NTT도코모, KDDI, 소프트뱅크, 라쿠텐모바일)는 5G서비스에 **향후 5년간 약 17조 3,500억원을 투자할 계획이며, 기존 LTE(4G)의 5G전환비용까지 약 32조 5,200억원이 예상**된다.

도표 38 **일본 통신사 목표 5G 커버율 및 상용화 계획**

	docomo	KDDI	SoftBank	Rakuten Mobile
상용화 개시	2020년 봄	2020년 3월	2020년 3월경	2020년 6월경
목표 커버율(%)	97.0	93.2	64.0	56.1

자료: 일본 총무성, 유진투자증권

도표 39 **일본 통신사 5G 상용화 현황 및 계획**

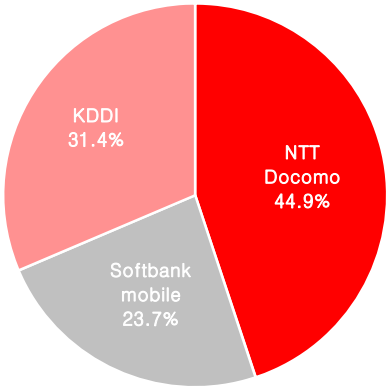
통신사	현황 및 계획
docomo	■ 9월 20일부터 5G 시전 서비스 시작
KDDI	■ 2019년 제한된 일부 지역에 대용량 서비스 제공 ■ 2020년 4G 와의 연계를 통해 (NSA) 대용량 서비스 제공 ■ 2020년 초고속 및 초저지연, 2021년부터 초저지연 및 다수기기 연결 가능한 인프라를 구축
SoftBank	■ 2019년 초고속 통신서비스 제공 후 ■ 2020년 VR/AR, 다수기기 연결, 초저지연 서비스, 교통 혼잡 완화, ■ 공사 현장 원격 조작 서비스 등을 제공할 계획
Rakuten Mobile	■ 2020년 초고속 서비스 제공을 목표로 하며, 이후 순차적으로 다수 기기 연결 및 ■ 초저지연 기능을 활용한 서비스 제공 예정

자료: 언론보도, 유진투자증권

특히 **일본 이동통신 2위 사업자인 KDDI는 지난 9월 5G 통신장비 공급업체로 삼성전자를 선정**했다. 삼성전자는 KDDI에 올해부터 향후 5년간(2019~2024년) 동안 약 20억달러(약 2조 3,500억원) 규모의 5G 기지국 장비를 공급할 예정이다. KDDI는 삼성전자를 포함하여 스웨덴의 에릭슨, 핀란드의 노키아 등을 함께 선정했다.

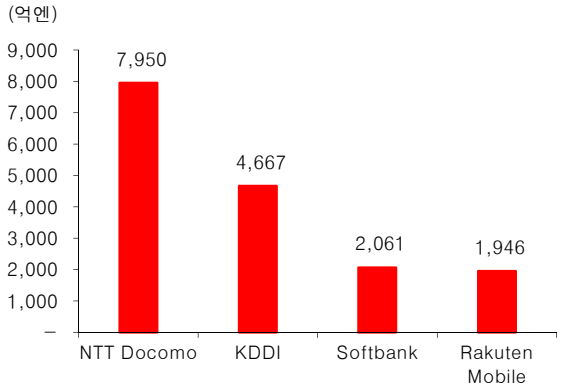
KDDI는 내년 3월부터 5G 서비스를 시작할 예정이며, 순차적으로 전국으로 확대할 계획이다. **삼성전자는 KDDI 전체 기지국 장비 투자액 약 4조 7,000억원 중에서 약 2조 3,500억원에 해당하는 공급할 것으로 예상**되며, 삼성전자는 수도권 중심으로, 에릭슨과 노키아는 지방 중심으로 설치할 것으로 알려졌다.

도표 40 일본 통신사 시장 점유율(2018.12 기준)



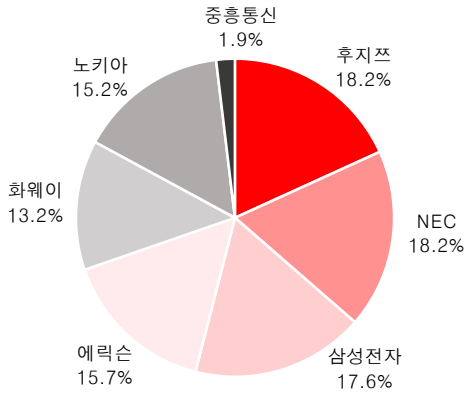
자료: KDDI, 유진투자증권
주: 가입자 수(3사 합산) 기준
Rakuten Mobile은 2018년 4월 이동통신사업 시작, 이전까지는 MVNO

도표 41 일본 통신사 5G 기지국 투자 계획 (2024년까지)



자료: 니혼게이자이신문, 유진투자증권
주: 전체 설비투자금액 중 기지국 투자 계획

도표 42 일본 통신 장비 시장 점유율(2017년 기준)



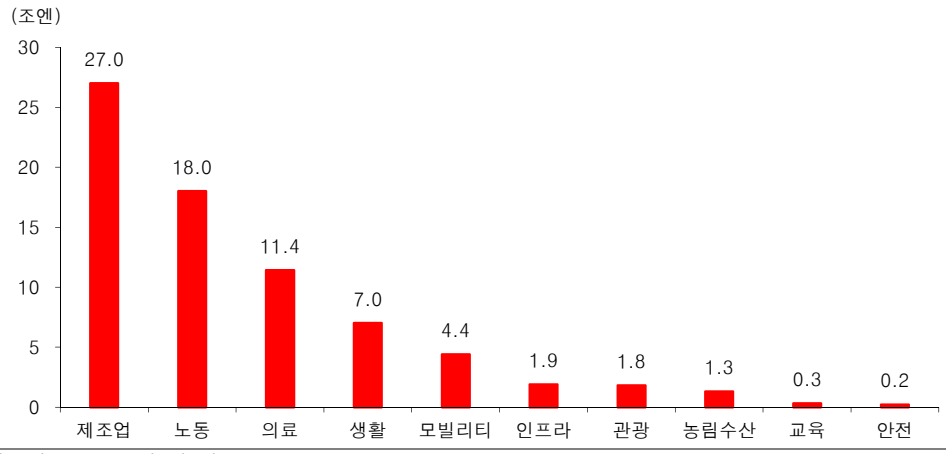
자료: MCA, 유진투자증권

도표 43 KDDI 통신장비 공급업체 선정 현황

공급업체	개요
SAMSUNG 삼성전자	2018년 기준 통신장비시장 점유율 5.0%
ERICSSON	스웨덴 통신장비 제조업체 통신장비 및 소프트웨어 서비스 제공 2018년 기준 통신장비시장 점유율 27.0%
NOKIA	핀란드 통신 장비 및 스마트폰 제조기업 2018년 기준 통신장비시장 점유율 22.0%

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 44 일본의 5G 관련 사회경제적 효과



자료: 일본 총무성, 유진투자증권

도표 45 일본의 5G 관련 사회경제적 효과

분야	사회/경제적 효과	금액 (조엔)
제조업	■ 노동생산성 향상에 의한 생산액 저하 억제	27.0
생활	■ 전자상거래 보급, cashless화 등에 의한 소비 증가	6.8
	■ 공유관련 서비스의 보급	0.2
노동	■ 원격근무에 의한 노동투입(통근시간삭감)효과	2.0
	■ 서비스 산업의 생산성 향상 등 생산액 저하 억제	16.0
의료	■ 원격진단, 의료등 고도의 의료서비스 보급	0.6
	■ 건강관리 서비스에 의한 의료비 증대 억제	10.8
교육	■ 인터랙티브형 등 원격교육 서비스의 보급	0.3
안전	■ 실시간 감시 등 관리에 의한 재해피해 억제	0.2
인프라	■ 에너지, 모니터링 등 스마트 홈 서비스의 보급	1.8
	■ 가정용 에너지 소비량 삭감	0.09
모빌리티	■ 정체로 인한 경제손실 및 사고발생 억제	4.4
관광	■ 자동운전 및 텔레매틱스 보험 등 서비스 보급	1.0
	■ 효율적인 관광객 유치에 의한 인바운드 소비 증가	0.8
농림수산	■ 스마트 농업, 수산업에 의한 성장산업화	1.3
	합계	**73.3**

자료: 일본 총무성, 유진투자증권

도표 46 일본 통신업계의 5G 예상 활용 분야

통신사	예상 활용 분야
NTT docomo	■ AR/VR 활용, 콘서트, 운동경기를 현장에 있는 것처럼 실감나게 관전할 수 있는 서비스 ■ 고령화/노동인구 감소 등 사회과제 해결 – 건설장비의 원격제어(노동력 부족 해소) – 원격의료, 임산부 진단(의료지역격차 완화) – 재해 복구 등에 원격 로봇 투입 – 원격 재택근무(일하는 방식 개혁) – 도시영상의 AI 분석을 통한 이상 감지 시스템 등
KDDI	■ 도쿄 올림픽/패럴림픽 관련 – 스타디움 솔루션 및 드론 경비 시스템 ■ 지역과제 해결 관련 – 원격 오피스, 원격조작, 자동운전, 스마트 농업, 기타 센서 관련
SoftBank	■ 도쿄 올림픽/패럴림픽 관련 – VR을 통한 체험형 서비스 제공 – 스마트폰 단말기 등으로 초고속 통신 서비스 제공 – 로봇이나 AI를 활용한 방일관광객에의 접객 서비스 제공 ■ 지역과제 해결 관련 – 인프라 감시, 자동운전 버스, 관광지원, 농업지원 등
Rakuten Mobile	■ 자동운전(드론 또는 무인차량을 이용한 화물배송) ■ 홈 시큐리티 IoT 서비스 ■ 다각도, 초고해상도, 초현실감의 중계 서비스 ■ 결제, IoT, 네비게이션, 회화, 소비행동지원 서비스 등

자료: 한국무역협회, 유진투자증권

도표 47 기타업계의 5G 활용분야

분야	기업	예상 활용 분야
자동차	아이산 테크놀로지, KDDI, 오카야 강철기기	■ 5G의 고속 정보전달의 강점을 활용한 여러 대의 차량의 원격 자동운전의 실증실험을 일반 도로에서 실시
	덴소, NTT도코모	■ 5G를 이용한 고도 운전 지원기술 등을 연구 개발 중임 ■ 교차로에서 충돌의 위험이 있는 경우, 미리 경고하는 기술 등을 개발 중
	KDDI, 젠린, 후지쯔	■ 5G를 사용하여 도로구조물 정보, 기상정보, 사고/정체정보 등의 동적 정보를 제공하는 다이내믹 지도를 개발 중
	소프트뱅크, 선진 모빌리티, 화웨이 제펜 등	■ 5G의 빠른 정보 전달을 이용하여 전방 트럭의 운전조작정보를 빠른 시간 내에 뒤의 트럭에게 전달해야 하는 대열주행을 국내에서 실험 중
건설현장/공장	코마츠, NTT도코모	■ ICT를 활용 건설기기의 제어 시스템 개발을 목적으로 실증실험 실시 ■ 5G의 고속 대용량이라는 특징을 살려 건설기기로부터의 영상을 5G로 송신하고 그것을 원격 조작할 수 있는 시스템을 구축 중
	타이세이 건설, 소프트뱅크	■ 자동운전(드론 또는 무인차량을 이용한 화물배송) ■ 홈 시큐리티 IoT 서비스 ■ 다각도, 초고해상도, 초현실감의 중계 서비스 ■ 결제, IoT, 네비게이션, 회화, 소비행동지원 서비스 등
	덴소, KDDI	■ 5G를 활용한 산업용 로봇의 제어 ■ 유선 관리로봇을 5G 활용을 통해 유지관리비 감소, 공장 효율화
	히타치제작소, 도시바	■ 사물인터넷 서비스를 통해 현장 자동화, 효율화 ■ 각 기업에 사물인터넷 도입 지원 중

자료: 한국무역협회, 유진투자증권

II. 5G서비스가 꿈꾸는 세상

1) 주요산업에 미치는 영향

"5G는 도시 인프라와 산업현장 자동화, 교통과 엔터테인먼트에 이르기까지 산업 전체를 재창조하는 '파괴적 혁신'을 이끌 것으로 전망된다. 서버 클라우드부터 모바일 단말을 아우르는 엣지컴퓨팅까지 인텔 기술로 5G 네트워크가 구축될 것이다."

– 산드라 리베라 인텔 수석부사장 겸 네트워크플랫폼 그룹 총괄

지금까지의 이동통신은 통신사업자, 네트워크 장비업체, 단말기 제조업체, 부품업체 등 전통적인 이동통신 산업의 생태계 내에서 발전해 왔으며, 다른 산업들은 자체 산업의 혁신을 위해 이동통신 기술을 받아들이는 데에 다소 소극적이었다.

하지만 **5G가 초고속, 저지연, 고신뢰 등의 특징을 갖게 됨에 따라, 타 산업에서도 5G 이동통신 기술을 채용하는 융합 서비스가 점차 확대될 전망**이다. 5G는 새로운 형태의 진보된 응용 서비스를 가능하게 하며 비즈니스에 혁신을 가져다주고 엄청난 경제적 성장을 가능토록 할 것이다. 5G는 산업과 경제 전반을 변화시키는 범용기술 (General Purpose Technology)로 발전할 전망이다.

도표 48 5G의 응용 산업 분야



자료: GSA, Huawei, HKT, 유진투자증권

도표 49 5G시대의 다양한 기술들



자료: 세계경제포럼, 유진투자증권

도표 50 5G서비스를 통한 산업 발전효과와 경제적 가치



자료: 미래창조과학부, KT경제경영연구소, 유진투자증권

2) 몰입형 통신 서비스

4세대 이동통신에서는 고화질 HD 영상 전화 및 고음질의 VoLTE 서비스가 사용되고 있다. 3G에 비해 개선되기는 했지만 여전히 직접 만나서 대화를 나누는 것과 비교해서는 사용자가 체감하는 수준은 다소 미흡한 부분이 있다.

그러나 5G 네트워크에서는 전화를 통해서도 상대방이 바로 앞에 있는 것과 같이 몰입할 수 있는 경험의 제공이 가능할 것으로 전망된다. 인간의 오감(五感)에서 몰입에 영향을 미치는 시각적인 부분에서 큰 폭의 개선이 예상되기 때문이다.

초고용량의 통신이 가능해지기 때문에 Full HD 해상도보다 4배 더 고화질의 4K-UHD, 16배 더 고화질인 8K-UHD 해상도의 초고용량의 콘텐츠가 보편화와 전송이 가능하다. 또한 단순히 고화질의 콘텐츠를 제공하는 것에서 머물지 않고 3D, 홀로그램 등 서비스의 확대될 것이고, 일방향을 제공되는 콘텐츠와 달리 양방향 맞춤형 콘텐츠로의 발전도 예상된다.

도표 51 영상 해상도별 데이터 용량

Format	Size	Colour Depth	Frame Rate	Frame Size	Stream Rate
1080p	1920*1080	24	30	6.2MB	1.5Gb/S
2K	2084*1080	24	24	10MB	1.2Gb/S
SHD	3840*2160	36	30	25MB	6Gb/S
4K	4096*2160	36	24	40MB	7.6Gb/S
8K	7680*4320	36	24	150MB	36Gb/S

자료: KBench, 유진투자증권

3) VR, AR 서비스

VR(가상현실), AR(증강현실), MR(혼합현실) 등 실감형 서비스는 360도 영상이미지뿐만 아니라 입체적인 사운드 등의 데이터를 포함해야 하기 때문에 매우 큰 용량을 갖는다. 에릭슨에 따르면 일반적인 영상에 비해 실감형 콘텐츠는 3배가 넘는 트래픽을 발생시킨다. 5G의 초고속성이라는 특징은, 기존 네트워크에서 일반 사용자들이 사용하기에 한계가 있었던 이와 같은 실감형 콘텐츠의 전송을 가능하게 한다.

실감형 콘텐츠 시장은 향후 빠른 성장세가 예상된다. 특히 일반 콘텐츠 소비자뿐만 아니라 제조, 물류, 광고, 의료 등 다양한 분야에서 적용이 확대될 것이다. Statista에 따르면, 글로벌 VR, AR 시장은 2018년 270억 달러에서 2022년 2,092억 달러 규모로 시장이 확대될 것으로 전망되고 있다.

5G의 초고속, 초고용량, 실시간 통신 기술은 빅데이터 분석과 결합해 증강현실을 통해 사용자에게 새로운 경험을 제공할 것으로 전망한다.

도표 52 AR, VR을 활용한 경기관람



자료: SKT, 유진투자증권

도표 53 증강현실을 활용한 Mini의 새로운 인포테인먼트 시스템



자료: BMW, Digieco, 유진투자증권
주: ① 증강현실 안경, ② 전면 유리를 활용한 주행 정보 제공, ③ 도로 밖 상황까지 보여주는 X-ray vision

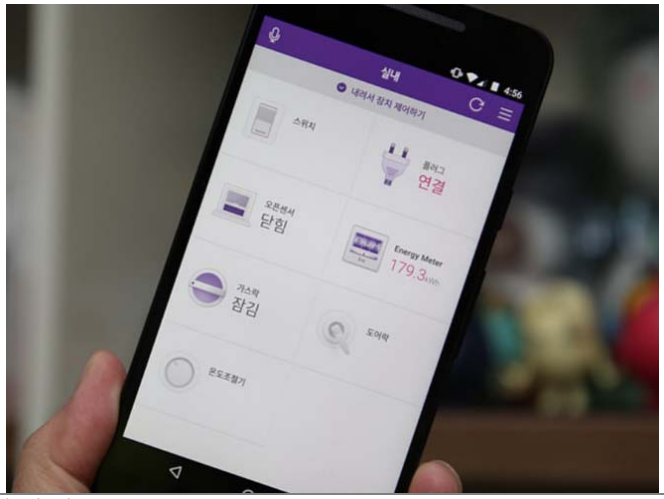
4) 사물인터넷 서비스

5G를 통해 대규모 사물이 네트워크로 연결될 것으로 예상된다. 초연결 통신이 현실화되면 사물의 상태나 환경에 관한 정보가 네트워크를 통해 직접 수집되고, 원격 모니터링을 통한 제어 및 위치정보를 바탕으로하는 원격 추적, 정보교환 등이 가능해진다.

차량의 경우 자율주행차, 정비시스템, 보험 시스템의 연동이 가능해지고, 이를 통해 탄소배출 등의 에너지 절감, 위험물 누출 관리 등도 원격으로 가능해질 전망이다.

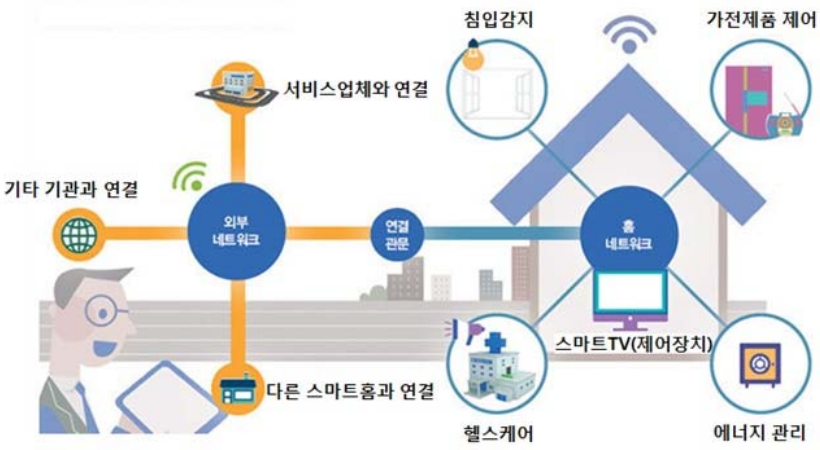
이러한 변화는 가정 내에서도 가전기기들이 네트워크 안으로 들어와 원격으로 가전기기를 제어하거나 세탁 등의 가사업무의 자동화로 이어질 것이다.

도표 54 LG유플러스에서 서비스 중인 홈 IoT 서비스 모습



자료: LG유플러스, 유진투자증권

도표 55 5G로 구현되는 스마트홈의 다양한 기능



자료: 언론보도, 유진투자증권

5) 자율주행차, MaaS

최근 자동차를 둘러싼 다양한 변화들은 자동차의 개념을 단순한 이동수단에서 새로운 플랫폼으로 진화시키고 있다. '스마트카' 로 통칭되는 미래자동차의 진화 방향을 둘러싸고 기존의 완성차업체와 신규 진입을 시도하는 ICT업체간의 각축이 치열해지고 있다. 스마트카 시장은 완성차 업계에는 새로운 도전으로, ICT 업계에는 새로운 먹거리를 창출하는 블루오션으로 인식되며 스마트카에 대한 연구가 활발하게 진행 중이다.

5G가 제공하는 통신환경은 본격적인 자율주행 시대를 열 것이다. 센서기반의 자율주행의 경우 사각지대 감지, 주변 상황인지에 한계가 있으며 차량에 따른 안전도 편차가 커서 그 활용도가 떨어진다. 또한 LTE기반 V2X(Vehicle to Everything communication)의 경우 고밀집 환경에서 협력충돌방지를 위한 저지연 요구사항을 충족시키지 못하고 위치 정확성도 상대적으로 낮아 자율주행자동차가 본격적으로 도입되는 시대의 통신에는 한계가 따른다. 따라서 복잡한 도심지역을 포함한 전국 단위의 자율주행 확산을 위해서 5G의 도입이 필수적이라 할 수 있다.

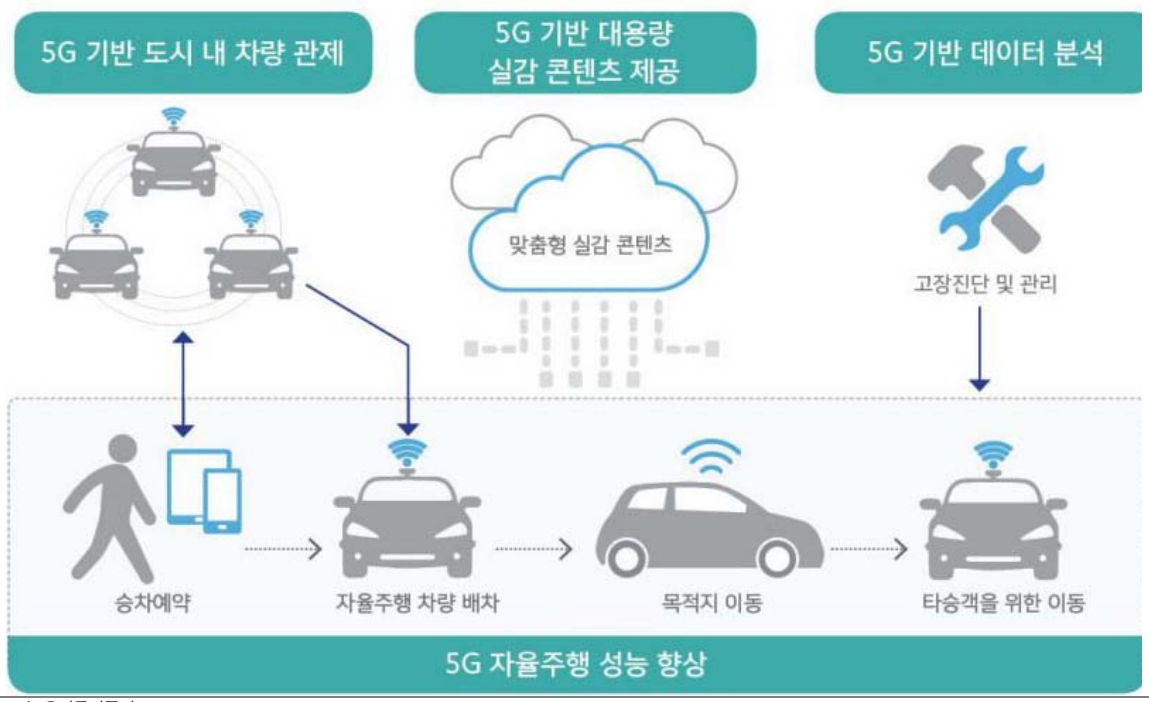
또한 **5G 시대에는 주문형 교통서비스 및 MaaS(Mobility as a Service, 교통수단이 소유 재산 형태를 벗어나 공유되는 서비스)도 발전할 수 있을 것**으로 기대된다.

도표 56 5G를 이용한 자율주행차 시대



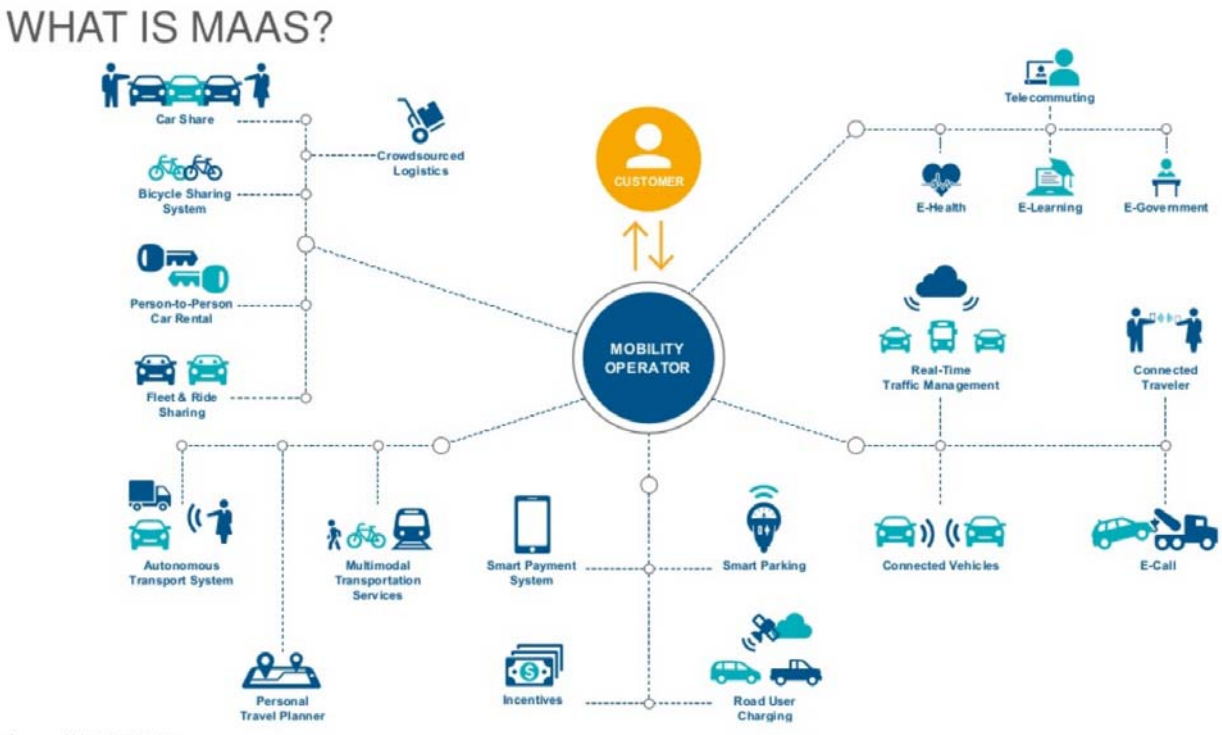
자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 57 주문형 교통서비스 개념



자료: 5G포럼, 유진투자증권

도표 58 공유되는 교통수단, MaaS



참고: MaaS(Mobility as a Service, 교통수단이 소유 재산 형태를 벗어나 공유되는 서비스)
자료: CUBIC, 유진투자증권

6) 디지털헬스케어, 원격진료

5G 기술을 기반에 둔 의료산업의 발전은 의료비 절감과 사회경제적 비용 감소라는 경제·산업적 파급효과뿐만 아니라 공공의료서비스와 예방관리 보건, 의료서비스 질 제고 등 사회·정책적 효과를 기대할 수 있는 효과적인 대안으로 새롭게 주목받고 있는 산업이다. 최근 들어 스마트폰의 대중화, 데이터 통신 속도의 증가, 다양한 웨어러블 기기 출시, 빅데이터 분석기술 발달 등에 힘입어 다양한 질환에 대한 개인맞춤형 의료서비스를 저비용으로 제공할 수 있게 되었다. 기존 의료 서비스 산업이 ICT 융합을 통해 스마트 헬스케어 산업으로 탈바꿈하고 있다.

5G는 환자, 보호자, 헬스케어 서비스 제공자를 위해 Always-on 상태로 안전하게 기기들을 연결해야 한다. 의료행위에 적합할 만큼 안정적인 연결을 제공하고 다양한 의료시설의 데이터를 통합하여 헬스케어 서비스를 근본적으로 변화시키고 예측이 가능하도록 이끌어야 한다.

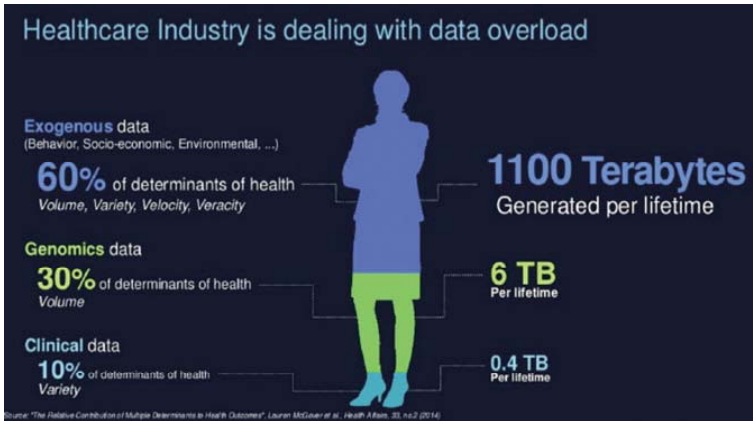
향후 의료데이터의 크기가 급증함에 따라 차세대 의료기기는 배터리 사용시간이 길고, 초고속 데이터 전송이 가능하며, 거의 실시간으로 클라우드 분석 기술을 이용할 수 있어야 하기에 5G는 필수이다. 이러한 기기들이 새로운 상황 별 데이터와 환자 맞춤형 진단 관련 통찰을 도출하여 의료진은 치료에 대한 유용한 정보를 얻고, 더 나은 결과를 얻게 된다.

도표 59 5G와 디지털헬스케어



자료: 삼정KPMG, 유진투자증권

도표 60 급증하고 있는 의료데이터



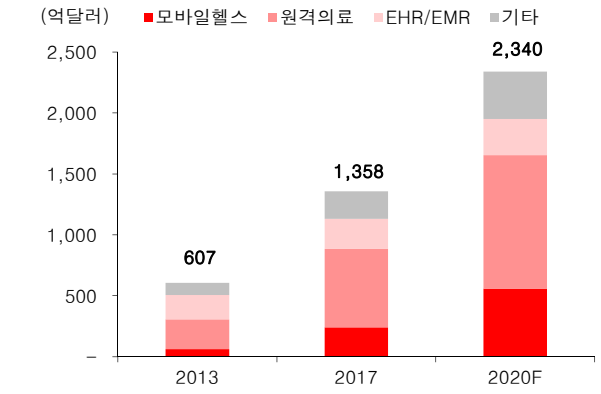
자료: IBM, 유진투자증권

도표 61 원격수술 시행 모습



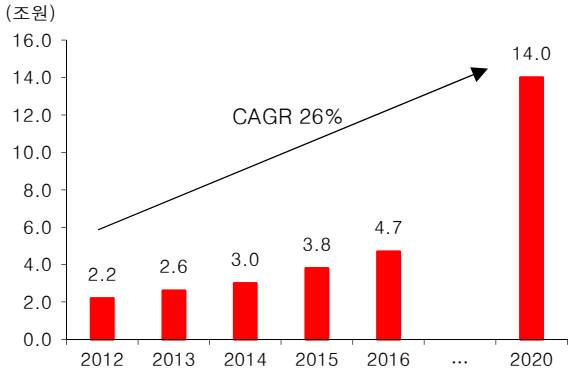
자료: 서울아산병원, 유진투자증권

도표 62 글로벌 디지털 헬스케어 시장 규모 및 전망



자료: Statista, 유진투자증권

도표 63 국내 디지털 헬스케어 시장 규모 및 전망



자료: 식품의약품안전처, 현대경제연구원, 유진투자증권

III. 5G 서비스 Value chain 및 추천종목

1) 5G 통신서비스 관련 투자전략

수 년만에 다시 반복되는 통신시장의 빅사이클이 시작되고 있다. 국내는 물론 해외 통신사업자의 5G 서비스 경쟁에 따른 투자전략은 그리 어렵지 않다. **초기에는 망구축 관련 통신장비 및 부품업체**에 투자하고, 이어서 단말기 보급이 이루어지는 시기에 관련업체 투자가 유효하다. 더 나아가 5G 플랫폼을 통한 다양한 서비스가 등장할 것으로 예상되어 서비스 확대시기에 맞추어 투자하는 전략을 제시한다.

현재 5G 투자 진행상황을 고려한다면, 망구축과 함께 단말기 보급, 백본망 보완의 단계이므로 관련 통신장비 및 부품 제조업체에 투자하는 것이 바람직할 것이다. 삼성전자, 노키아, 에릭슨의 세계 3강 업체에 관련된 장비 및 부품 공급업체에 투자하는 것이 바람직하다.

또한 5G 단말기도 지속적으로 출시가 확대되고 있어 5G 단말기 관련업체에 대한 관심도 필요하다.

향후 5G 관련 다양한 서비스가 등장할 것으로 예상은 하지만, 아직 킬러컨텐츠로 자리잡을 것은 지켜봐야 할 것이며, 이를 위한 플랫폼 구축도 서서히 진행될 것으로 예상되어 시장의 흐름을 보고 투자를 하는 것이 바람직하다고 판단한다.

도표 64 5G 투자전략

단계	5G 망 구축	단말기 보급 및 백본망 보완	5G 서비스 확대
주요서비스	상용 서비스 개시 기지국 단계별 설치	휴대폰 출시 개시 스마트기기 출시 백본망 고도화 사업 확대	5G 기반 다양한 서비스 5G 기반 플랫폼 확대
수혜산업	통신장비 제조업체 통신부품 제조업체	스마트폰 및 스마트기기 제조업체, 관련 부품 제조업체 네트워크 백본망 관련업체	5G 플랫폼 사업자 부가서비스 사업자
중소형주 수혜종목	**오이솔루션** **서진시스템** **케이엠더블유** **에이스테크** **RFHIC** **다산네트웍스** 에치에프알 유비쿼스 쏠리드 대한광통신 이노와이어리스	**와이솔** **다산네트웍스** **대덕전자** 유비쿼스 쏠리드 이수페타시스 대덕GDS	한컴MDS 한글과컴퓨터 더존비즈온 포스코 케어랩스 유비케어 한컴시큐어 라온시큐어 소프트센 윈스 코콤

자료: 유진투자증권

2) 국내는 물론 해외 공급확대 기업에 주목

국내에서 세계 최초로 상용화를 시작으로 **글로벌 통신사들의 상용화가 활발히 진행 중이다.** 특히 5G 선점 경쟁에서 한국에 1위 자리를 내준 해외국가들은 5G 경쟁에서 뒤쳐지지 않기 위해 투자를 아끼지 않고 있다. 그 예로 미국 연방 통신위원회에서는 5G 통신망 구축을 위해 10년간 204억 달러를 투자하겠다고 발표했으며, 중국은 2025년까지 중국은 5G 네트워크에 1조 2000억 위안(약 198조원)을 투자할 전이다. 또한 일본 총무성에서는 일본 전역을 4,500개의 구역으로 나누고, 50%이상의 5G 기지국 설치를 의무화했다.

한국을 시작으로 북미, 아시아, 유럽 지역에서 5G 상용화가 본격화되고 있는 상황에서, **국내 공급 업체 뿐만 아니라 해외를 중심으로 공급하고 있는 기업들의 실적 성장도 기대된다.**

도표 65 5G 관련기업 개요 및 공급사 현황 (당사 추정)

분류	중분류	종목	주요제품	공급사				
				삼성전자	노키아	화웨이	에릭슨	ZTE
이동통신장비	기지국(스몰셀) 장비 및 부품	**케이엠더블유**	안테나, RRH, RF부품, 스몰셀	●	●		●	●
		에이스테크	안테나, RRH, RF부품, 스몰셀	●			●	
		웨이브일렉트로	RRH, RF부품	●				
		서진시스템	RRH 케이스	●				
		오이솔루션	광트랜시버	●	●	●	●	
		RFHIC	RF부품	●	●	●	●	
		삼지전자	스몰셀					
광네트워크장비	교환장비+가입자망 장비	**다산네트웍스**	FTTx 장비, 이더넷 스위치 장비 등					
		유비쿼스	FTTx 장비, 스위치 장비 등					
		에치에프알	Fronthaul 장비, OLT/ONU 장비 등					
	광 모듈	쏠리드	광트랜시버					
		우리로	광트랜시버, 광분배기					
	광 소재 및 기타	대한광통신	광섬유, 광케이블	●				
		이노인스트루먼트	광융합 접속기					
네트워크 운영관리	계측장비	이노와이어리스	통신망 시험/계측기	●	●	●	●	
	검사장비	디티앤씨	검사장비	●				
보안 및 소프트웨어	보안장비	윈스	보안장비					
	소프트웨어	텔코웨어	HLR, SCSF					

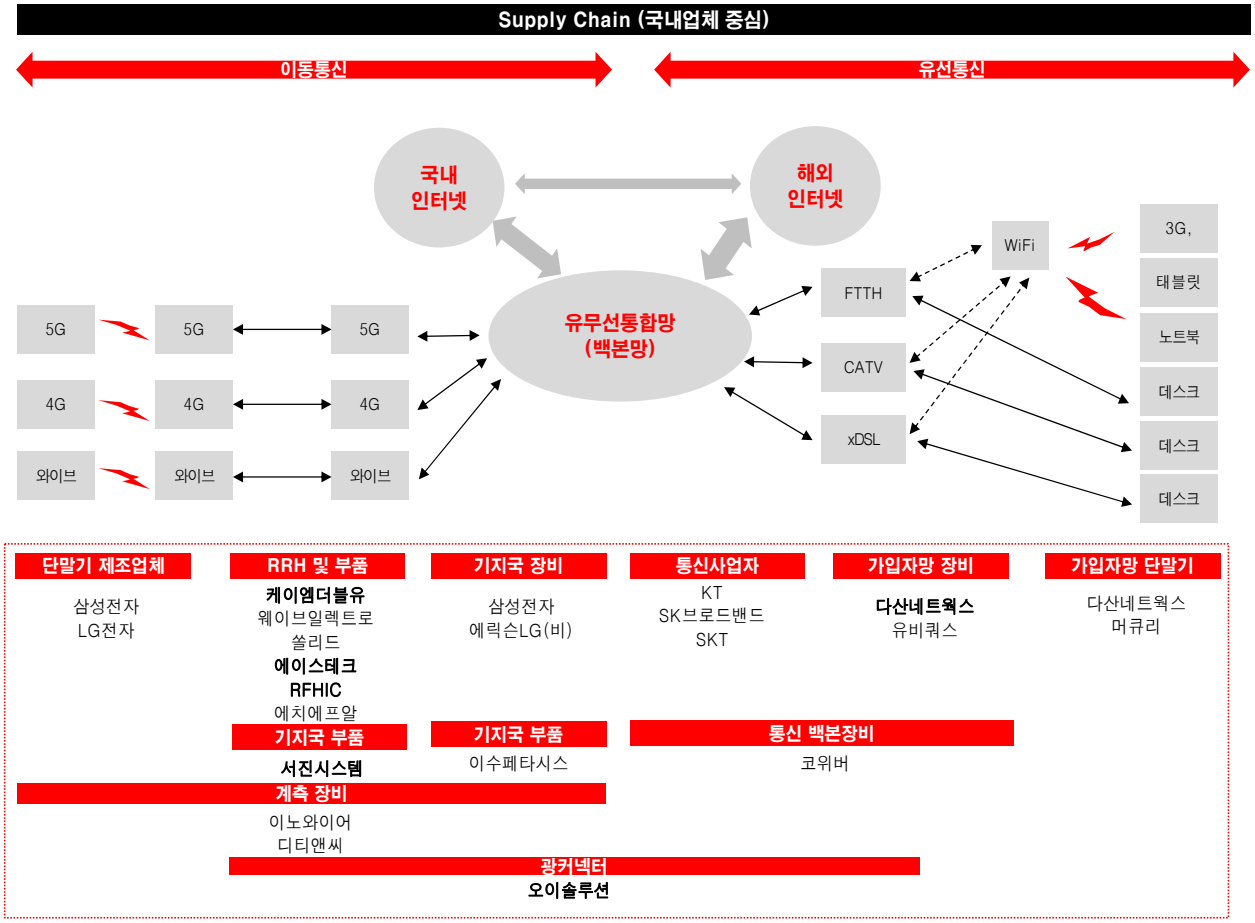
자료: 유진투자증권

3) 5G Value chain

항상 새로운 세대의 통신시스템이 구축될 때는 관련 장비업체의 실적 개선이 이루어지고, 점차 가입자가 증가하면서 다양한 컨텐츠 및 서비스 업체로 수혜가 확산된다. 마지막으로는 결국 어느 수준의 가입자가 확보되는 시점에 통신사업자의 수익이 개선되면서 수혜가 이어진다.

국내를 기준으로, 지난해 연말부터 시작된 **5G 전국망 구축을 위한 기지국 설치는 아직까지 갈 길이 멀다. 또한 해외의 경우 이제 5G 상용화가 시작된 단계이며, 향후 서비스 지역이 확대됨에 따라서 관련 장비 및 부품의 공급은 지속적으로 증가할 것으로 예상되어 관련 기업에 대한 관심이 필요**하다.

도표 66 5G 관련업체 Value chain(예상)



자료: 유진투자증권

4) 5G 관련 기업

5G 구축단계에서는 장비 및 부품업체에 관심을 가져야 하며, 인프라 구축이 확대되는 시기는 관련 서비스에 가입자 추이를 보면서 단말기업체에 관심을 가져야 한다. 더 나아가 단말기 보급이 늘어나고 소비자의 단말기 사용패턴의 변화에 맞는 킬러 컨텐츠를 공급하는 업체로 투자를 확대해야 할 것이다.

현재 **삼성전자는 현재 국내 5G 구축시장에서 이미 절반 수준을 차지하고 있고 일본의 이동통신 2위 사업자인 KDDI의 5G 통신장비 공급업체로 선정되는 등 해외시장에서 시장점유율을 확대**하고 있고, AT&T, Verizon, Sprint 등에 장비를 공급 중이다. 국내 커버리지 본격 확대에 이어 2020년에 미국과 일본의 5G 구축이 확대될 것으로 예상됨. 글로벌 통신사의 주요 공급업체로 선정된 **삼성전자의 시장점유율 확대와 함께 국내 부품•소재업체의 수혜가 지속될 것으로 예상**한다.

또한 11월 1일부로 중국 5G 상용화가 시작되며, 5G 서비스 확대를 위한 투자는 본격화될 것으로 판단된다. 이번 5G 상용화 이후, 성숙한 수준의 서비스를 공급하기 위해서는 최소 3~4년의 시간은 더 걸릴 것이다. 중국 통신업계에 따르면, 중국 3대 통신사는 올해만 약 7~8만개의 기지국을 세울 계획이며, 향후 3년간 600만개까지 5G 기지국을 설치할 것으로 전망되고 있다. 따라서 **중국 통신사에 통신장비를 공급하는 화웨이, ZTE, 노키아, 에릭슨의 부품 공급 업체들에 대한 주목이 필요**하다.

도표 67 5G 관련 중소형주 종목 및 주요 사업 내용

분류	기업명	주요 사업 내용
기지국 & 중계기 & 부품	케이엠더블유	RRH, RF 필터 장비 제조
	오이솔루션	광송수신 모듈 전문 업체, 광트랜시버 생산. 전세계 주요 8대 통신장비업체 납품 중
	웨이브일렉트로	RRH, 전력증폭기(기지국용, 중계기용)
	에이스테크	RRH, 중계기, 기지국 안테나, RF필터 장비
	서진시스템	소형기지국인 RRH 함체 생산업체. 주로 삼성전자에 공급
	RFHIC	RRH 장비에 들어가는 전력증폭기 제조
	에치에프알	무선 Fronthaul 장비, RF 중계기, DAS 등 제조
	전파기지국	지상, 지하철 및 각종 터널 구간의 공용 무선기지국망
백홀장비	다산네트웍스	가상현실에 필요한 모바일백홀 기술과 기가급 통신속도 구현
	쏠리드	DAS 장비 및 통신 장비 납품 업체
	유비쿼스	네트워크장비 전문업체, 스위치, FTTH 장비 생산
	유비쿼스홀딩스	유비쿼스, 유비쿼스 인베스트먼트 등의 지주회사
광전송장비	코위버	유선 광전송장비 제조업체. KT, LG유플러스, SK브로드밴드 등에 공급
	우리넷	광전송장비(MSPP, AGW 등) 제조. KT, SK브로드밴드 등 SK그룹, LG U+ 등에 공급
계측장비	이노와이어리스	단말기 계측 장비 및 유무선망 통합시험장비 등 이동통신용 장비 개발
	에이치시티	통신장비 분야 계측 업체. 삼성, LG, 샤오미, 화웨이 등의 고객 확보
	디티앤씨	전자파 시험인증 사업. 정보통신기기, 의료기기, 자동차 전장기기 등
단말기	머큐리	옥내 광종단장치(ONT), 망 분리장치, 유선 공유기 등
	에치에프알	OLT/ONU/ONT/G-PON장비(유선), Wifi AP(유선) 등

자료: 유진투자증권

5) 유망종목

우선 글로벌 5G 투자가 확대되고 있는 시점에서, 글로벌 기업인 노키아, 에릭슨, 삼성전자 등에 부품을 공급하는 기업에 대한 관심이 필요하다. 또한 세계 최대 시장인 **중국의 5G 상용화에 따라 중국 통신사에 통신장비를 공급하는 화웨이, ZTE, 노키아, 에릭슨의 부품 공급 업체들에 대한 주목**도 필요하다.

기지국 장비 및 부품업체로 **서진시스템, 오이솔루션, 케이엠더블유, RFHIC, 에이스테크** 등을 유망종목으로 선정하였다. 또한 국내는 물론 미국에서 백홀장비 공급이 크게 늘어날 것으로 예상되어 본사는 국내, 미국은 자회사를 통해 실적이 증가할 것으로 예상되는 **다산네트웍스**도 관심이 필요하다.

서진시스템(178320.KQ): NR

- 2020년 5G 통신장비 매출 성장, 자동차 부품 매출 본격화
- 2020년 기준 PER 6.3배 수준, 동종업계 대비 할인되어 거래 중

오이솔루션(138080.KQ): NR

- 5G 국내외 투자 확대로 최대실적 지속, 고가 제품확대로 수익성 확대
- 2020년 기준 PER 6.6배 수준, 동종업계 대비 할인되어 거래 중

케이엠더블유(032500.KQ): 투자의견 BUY, 목표주가 65,000원

- 중국 5G 상용화 서비스 개시로 ZTE향 매출 본격화, 시스템류 제품 해외 진출
- 2020년 기준 PER 11.6배 수준, 동종업계 대비 할증되어 거래 중

에이스테크(088800.KQ): NR

- 국내 삼성전자는 물론 해외 에릭슨의 시장확대와 성장 기대
- 2020년 기준 PER 9.2배 수준, 동종업계 대비 소폭 할증되어 거래 중

RFHIC(218410.KQ): NR

- 중국 화웨이 매출 재성장 및 삼성전자 해외 진출 수혜 기대
- 2020년 기준 PER 14.3배 수준, 동종업계 대비 할증되어 거래 중

다산네트웍스(039560.KQ): NR

- 5G 망 고도화 및 28GHz 5G 서비스 투자시 수혜 + 미국 자회사의 성장
- 2020년 기준 PER 15.4배 수준, 동종업계 대비 할증되어 거래 중

도표 68 5G 추천종목 Peer Valuation 비교

		서진시스템	오이솔루션	케이엠더블유	에이스테크	RFHIC	다산네트웍스
2019-11-11(원)		26,050원	48,200원	49,750원	6,900원	35,250원	8,000원
시가총액(십억원)		4,715억원	3,730억원	1조 9,802억원	2,681억원	8,369억원	2,522억원
PER(배)							
	FY17A	39.9	-	-	-	21.8	-
	FY18A	9.3	50.9	-	53.0	22.7	-
	FY19F	**7.1**	**7.8**	**13.1**	**10.6**	**37.6**	**16.3**
	FY20F	**6.3**	**6.6**	**11.6**	**9.2**	**14.3**	**15.4**
PBR(배)							
	FY17A	1.8	1.3	8.3	2.3	3.0	1.3
	FY18A	1.4	1.9	4.8	2.2	3.5	1.6
	FY19F	**1.7**	**3.2**	**7.7**	**2.2**	**4.3**	**1.3**
	FY20F	**1.3**	**2.2**	**4.6**	**1.8**	**3.4**	**1.2**
매출액(십억원)							
	FY17A	237.9	76.6	203.7	351.6	62.1	306.8
	FY18A	324.6	81.5	296.3	377.3	108.1	356.9
	FY19F	449.1	213.2	798.1	440.1	110.5	486.4
	FY20F	583.7	245.0	1,025.0	515.1	244.7	567.7
영업이익(십억원)							
	FY17A	17.8	-1.9	-3.0	-14.5	8.1	-0.1
	FY18A	36.9	0.2	-26.2	13.2	26.7	10.2
	FY19F	70.1	56.9	178.1	33.2	22.1	23.0
	FY20F	81.9	63.7	197.4	41.2	60.8	28.2
영업이익률(%)							
	FY17A	7.5	-2.5	-1.5	-4.1	13.0	-0.0
	FY18A	11.4	0.3	-8.9	3.5	24.7	2.9
	FY19F	15.6	26.7	22.3	7.5	20.0	4.7
	FY20F	14.0	26.0	19.3	8.0	24.9	5.0
순이익(십억원)							
	FY17A	6.3	-1.8	-8.7	-55.6	6.1	-2.5
	FY18A	32.3	2.6	-31.3	1.2	25.4	-24.8
	FY19F	68.1	48.0	149.8	23.4	22.0	16.6
	FY20F	77.1	56.2	168.8	28.9	57.6	15.3
EV/EBITDA(배)							
	FY17A	9.3	32.6	68.4	41.2	31.6	30.4
	FY18A	7.4	26.7	-	11.2	16.0	17.4
	FY19F	5.4	5.5	10.1	7.5	27.2	7.5
	FY20F	4.2	4.2	8.5	6.6	11.8	6.7
ROE(%)							
	FY17A	6.6	-2.9	-17.9	-61.2	5.4	-2.1
	FY18A	19.3	3.8	-45.5	4.4	17.2	-19.0
	FY19F	27.2	52.4	88.1	23.5	12.5	11.0
	FY20F	24.1	39.4	49.9	21.3	26.5	8.5

자료: 유진투자증권
주: 2019.11.11 종가기준, 당사추정치 기준



기업분석

서진시스템(178320.KQ)
NR
5G 관련주 가장 저평가, 사업다각화로 성장동력 확보

오이솔루션(138080.KQ)
NR
2019년 최고 실적 경신, 2020년에도 이어갈 전망

케이엠더블유(032500.KQ)
투자의견 BUY, 목표주가 65,000원(신규)
중국, 미국 5G 본격 투자로 2020년 지속 성장 전망

에이스테크(088800.KQ): NR
NR
2020년 해외진출 본격화와 수익성 개선 기대

RFHIC(218410.KQ): NR
NR
중국 5G 투자 본격화로 2020년 본격 성장 기대

다산네트웍스(039560.KQ): NR
NR
5G 망 고도화 및 28GHz 5G 서비스 투자시 수혜 기대

서진시스템(178320.KQ)

스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

5G 관련주 가장 저평가, 사업다각화로 성장동력 확보

NR

현재주가(11/11) 26,050원

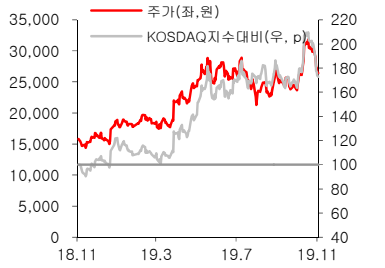
Key Data (기준일: 2019.11.11)

KOSPI(pt)	2,124
KOSDAQ(pt)	661
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	472
52주 최고/최저(원)	33,950 / 14,850
52주 일간 Beta	0.53
발행주식수(천주)	18,101
평균거래량(3M,천주)	561
평균거래대금(3M,백만원)	15,123
배당수익률(19F, %)	1.5
외국인 지분율(%)	11.4
주요주주 지분율(%)	2,042
전동규 외 18인	33.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	10.6	3.2	64.6
KOSPI 대비상대수익률	-5.1	-1.5	11.6	68.4

Company vs KOSPI composite



■ 2020년 투자포인트

1) 2020년 5G 통신장비 국내는 물론 글로벌로 확대 전망: 5G 투자 본격화와 함께 통신장비 부품의 매출의 실적 성장이 2020년에 더욱 증가할 것으로 전망함. ① 이미 2019년 2분기에 통신장비 부품의 최고 매출을 달성하였고, 올해 하반기에도 최고 매출 갱신을 지속할 것으로 예상됨. ② 이미 2019년부터 상용화를 시작한 미국 주요 통신사인 버라이즌, AT&T, 스프린트 등이 2020년에 본격적인 투자확대에 따른 장비 공급 가능성이 높아지고 있고, ③ 내년 3월 5G 상용화 서비스를 앞두고 있는 일본 주요통신사에 올해 하반기에 일부 장비가 공급될 것으로 예상하고 있기 때문임. ④ 이 외에도 인도 릴라이언스, 베트남 등의 통신 장비도 지속적으로 이어질 것으로 예정하기 때문임

2) 자동차 부품 매출 본격화로 큰 폭 성장 전망: 자동차부품 매출액이 2019년에 2배를 넘어설 것으로 예상되고 있는 가운데, 2020년에도 큰 폭의 실적 성장을 전망함. ① 발리오향 양산 아이템이 증가하고 있는 가운데, ② GENTEX에 룸밀러 브라켓을 올해 4월부터 공급하기 시작했으며, ③ 삼성SDI를 통해 전기모터사이클에 배터리 함체를 공급 중임. ④ 또한 보그워너에 EGR밸브를 충주공장은 올해 8월부터, 멕시코 공장은 올해 말부터 공급 예정임. ⑤ 이외에도 전기차 C사향으로 배터리함체 공급도 추진 중이기 때문임

■ 2020년 전망: 전년대비 매출액은 +30.0% 증가하며, 최대 매출액 갱신 전망

당사추정 2020년 예상실적(연결기준)은 매출액 5,837억원, 영업이익 819억원으로 전년동기대비 각각 30.0%, 16.9% 증가 전망. 5G 관련 통신장비 부품이 매출 성장을 견인하며 최대 매출액을 달성할 것으로 예상함

■ 2020년 기준 PER 6.3배 수준, 동종업계 대비 할인되어 거래 중

현재주가는 2020년 예상실적 기준(EPS 4,141원) PER 6.3배 수준으로 국내 동종업계(오이솔루션, 케이엠더블유, 신흥에스이씨, 인탑스)의 평균 PER 8.7배 대비 할인되어 거래 중임

Financial Data (연결기준)

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	237.9	324.6	449.1	583.7	747.4
영업이익(십억원)	17.8	36.9	70.1	81.9	109.1
세전계속사업손익(십억원)	7.4	36.6	71.3	82.8	110.1
당기순이익(십억원)	6.3	32.3	68.1	77.1	100.7
EPS(원)	401	1,871	3,670	4,141	5,406
EPS 증감률(%)	(91.2)	367.2	96.1	12.8	30.6
PER(배)	39.9	9.3	7.1	6.3	4.8
ROE(%)	6.6	19.3	27.2	24.1	24.9
PBR(배)	1.8	1.4	1.7	1.3	1.0

자료: 유진투자증권

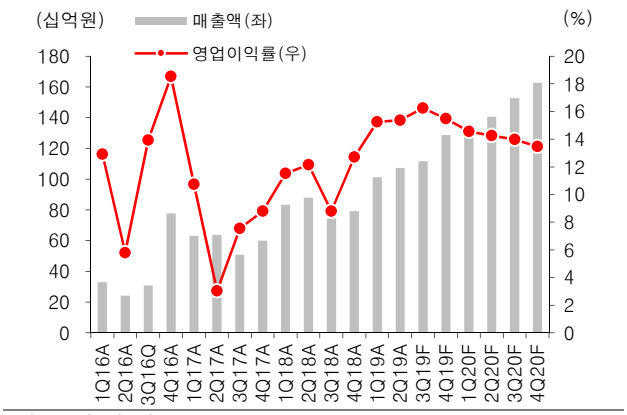
실적 전망 및 Valuation

도표 69 분기별 실적 전망 (연결 기준)

(십억원,%)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	**83.3**	**87.8**	**74.3**	**79.2**	**101.3**	**107.2**	**111.7**	**128.8**	**127.5**	**140.7**	**152.7**	**162.8**
증가율(%,yoy)	*31.8*	*37.6*	*46.1*	*31.9*	*21.6*	*22.1*	*50.3*	*62.7*	*25.9*	*31.2*	*36.7*	*26.3*
제품별 매출액(십억원)												
통신장비 부품	52.0	42.1	40.9	26.1	63.4	60.0	65.1	65.2	79.2	78.0	84.6	84.7
모바일 부품	10.7	17.4	12.9	15.0	14.6	11.6	14.2	14.2	15.3	12.2	14.9	14.9
반도체장비 부품	12.3	9.1	3.6	4.6	3.6	5.2	6.0	7.0	4.7	6.8	7.7	9.0
ESS 부품	5.8	8.6	6.8	11.3	4.3	6.4	6.9	11.5	5.2	7.7	8.3	13.7
기타	2.5	10.6	10.0	22.1	15.3	24.1	19.6	31.0	23.0	36.1	37.2	40.3
제품별 비중(%)												
통신장비 부품	62.4	48.0	55.1	32.9	62.6	55.9	58.3	50.6	62.1	55.4	55.4	52.1
모바일 부품	12.9	19.8	17.3	18.9	14.4	10.8	12.7	11.0	12.0	8.7	9.7	9.2
반도체장비 부품	14.7	10.4	4.9	5.9	3.6	4.9	5.3	5.4	3.7	4.8	5.1	5.6
ESS 부품	7.0	9.8	9.2	14.3	4.3	6.0	6.2	8.9	4.1	5.4	5.4	8.4
기타	3.1	12.1	13.5	28.0	15.2	22.5	17.5	24.1	18.1	25.7	24.4	24.8
수익												
매출원가	67.4	70.7	61.8	61.4	76.9	80.6	83.6	97.9	98.1	108.4	117.9	126.3
매출총이익	15.8	17.1	12.5	17.8	24.4	26.7	28.1	30.9	29.5	32.3	34.9	36.5
판매관리비	6.2	6.5	6.0	7.7	8.9	10.2	10.0	11.0	10.9	12.2	13.5	14.6
영업이익	**9.6**	**10.7**	**6.5**	**10.1**	**15.5**	**16.5**	**18.2**	**19.9**	**18.6**	**20.1**	**21.4**	**21.9**
세전이익	**8.6**	**16.5**	**1.7**	**9.9**	**16.2**	**17.2**	**18.6**	**19.4**	**18.9**	**20.3**	**21.5**	**22.0**
당기순이익	**8.6**	**15.4**	**1.7**	**6.6**	**16.3**	**16.3**	**17.7**	**17.7**	**17.9**	**19.0**	**20.0**	**20.2**
지배기업 당기순이익	**7.7**	**14.6**	**1.2**	**6.6**	**16.3**	**16.0**	**16.8**	**17.4**	**17.5**	**18.4**	**19.3**	**19.7**
이익률(%)												
매출원가율	81.0	80.5	83.2	77.6	75.9	75.1	74.8	76.0	76.9	77.1	77.2	77.6
매출총이익률	19.0	19.5	16.8	22.4	24.1	24.9	25.2	24.0	23.1	22.9	22.8	22.4
판매관리비율	7.5	7.4	8.0	9.7	8.8	9.5	8.9	8.5	8.5	8.7	8.8	8.9
영업이익률	11.5	12.1	8.8	12.7	15.3	15.4	16.3	15.5	14.5	14.3	14.0	13.5
세전이익률	10.3	18.8	2.3	12.4	16.0	16.0	16.6	15.0	14.8	14.5	14.1	13.5
당기순이익률	10.4	17.5	2.3	8.3	16.1	15.2	15.9	13.7	14.1	13.5	13.1	12.4
지배기업 당기순이익률	9.3	16.6	1.6	8.3	16.1	14.9	15.0	13.5	13.7	13.1	12.7	12.1

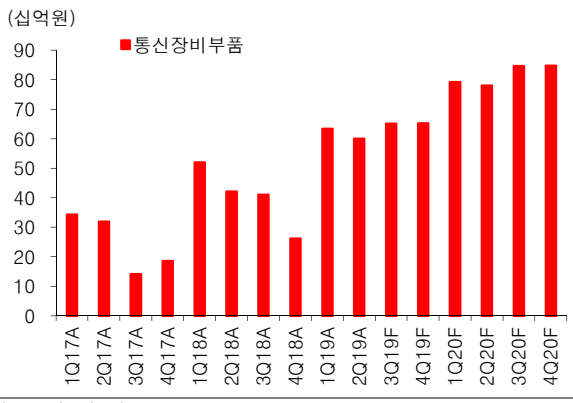
자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 70 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 71 5G 통신장비부품 매출 추이 및 전망 (분기별)



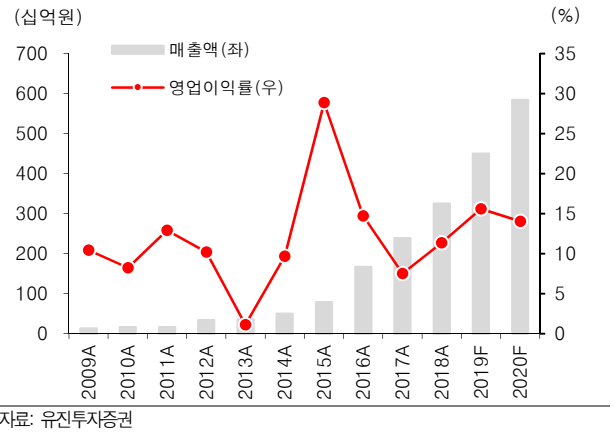
자료: 유진투자증권

도표 72 연간 실적 전망 (연결 기준)

(십억원,%)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	**12.4**	**15.6**	**15.9**	**32.9**	**34.8**	**49.2**	**77.7**	**165.9**	**237.9**	**324.6**	**449.1**	**583.7**
증가율(%,yoy)	*43.6*	*26.3*	*2.1*	*106.8*	*5.6*	*41.3*	*58.2*	*113.4*	*43.5*	*36.4*	*38.4*	*30.0*
제품별 매출액(십억원)												
통신장비 부품	-	-	-	-	26.0	34.5	40.6	91.8	98.8	161.1	253.6	326.5
모바일 부품	-	-	-	-	-	1.4	30.1	40.1	53.4	56.0	54.6	57.4
반도체장비 부품	-	-	-	-	-	-	-	16.9	45.2	29.6	21.7	28.3
ESS 부품	-	-	-	-	-	-	-	7.9	14.3	32.6	29.1	34.9
기타	-	-	-	-	8.8	13.3	7.0	9.1	27.3	45.3	90.0	136.7
제품별 비중(%)												
통신장비 부품	-	-	-	-	74.7	70.2	52.2	55.4	41.4	49.6	56.5	55.9
모바일 부품	-	-	-	-	-	2.8	38.8	24.2	22.4	17.2	12.2	9.8
반도체장비 부품	-	-	-	-	-	-	-	10.2	18.9	9.1	4.8	4.8
ESS 부품	-	-	-	-	-	-	-	4.7	6.0	10.0	6.5	6.0
기타	-	-	-	-	25.3	27.0	9.0	5.5	11.4	14.0	20.0	23.4
수익												
매출원가	9.9	12.6	11.6	26.0	30.9	37.9	45.1	123.3	194.4	261.3	338.9	450.6
매출총이익	2.5	3.1	4.3	7.0	3.9	11.3	32.7	42.6	43.5	63.2	110.1	133.1
판매관리비	1.2	1.8	2.3	3.6	3.5	6.5	10.2	18.2	25.7	26.4	40.1	51.2
영업이익	**1.3**	**1.3**	**2.1**	**3.4**	**0.4**	**4.7**	**22.4**	**24.4**	**17.8**	**36.9**	**70.1**	**81.9**
세전이익	**1.1**	**1.0**	**1.3**	**2.8**	**-0.3**	**1.6**	**17.9**	**20.6**	**7.4**	**36.6**	**71.3**	**82.8**
당기순이익	**0.9**	**0.8**	**1.1**	**2.3**	**-0.3**	**1.0**	**18.2**	**19.6**	**6.3**	**32.3**	**68.1**	**77.1**
지배기업 당기순이익	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**1.0**	**18.2**	**19.6**	**5.4**	**30.1**	**66.4**	**75.0**
이익률(%)												
매출원가율	80.1	80.4	73.0	78.9	88.8	77.1	58.0	74.3	81.7	80.5	75.5	77.2
매출총이익률	19.9	19.6	27.0	21.1	11.2	22.9	42.0	25.7	18.3	19.5	24.5	22.8
판매관리비율	9.5	11.3	14.1	11.0	10.1	13.3	13.2	11.0	10.8	8.1	8.9	8.8
영업이익률	10.4	8.2	12.9	10.2	1.1	9.6	28.9	14.7	7.5	11.4	15.6	14.0
세전이익률	9.0	6.1	8.2	8.4	-0.8	3.3	23.0	12.4	3.1	11.3	15.9	14.2
당기순이익률	7.6	5.2	6.9	6.9	-0.9	2.0	23.5	11.8	2.7	10.0	15.2	13.2
지배기업 당기순이익률	-	-	-	-	-	2.0	23.5	11.8	2.3	9.3	14.8	12.8

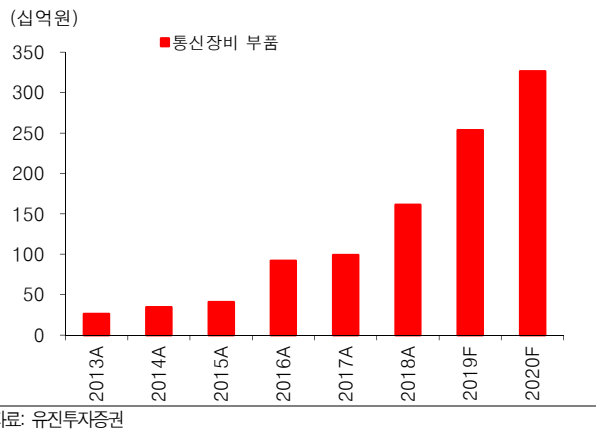
주: 2009~2013은 별도기준, 2014년 이후 연결기준
자료: 유진투자증권

도표 73 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 74 5G 통신장비부품 매출 추이 및 전망 (연간)



자료: 유진투자증권

도표 75 Peer Group 비교

		평균	오이솔루션	케이엠더블유	신흥에스이씨	인탑스
2019-11-11			48,200	49,750	36,400	14,150
시가총액(십억원)			382.8	1,980.2	238.5	243.4
PER(배)						
	FY17A	17.6	-	-	23.4	11.9
	FY18A	28.0	50.9	-	24.5	8.8
	FY19F	**10.7**	**7.8**	**13.0**	**15.6**	**6.4**
	FY20F	**8.7**	**6.7**	**9.3**	**12.2**	**6.6**
PBR(배)						
	FY17A	3.0	1.3	7.8	2.2	0.5
	FY18A	2.5	1.9	4.8	2.8	0.5
	FY19F	**3.4**	**3.3**	**8.0**	**1.9**	**0.6**
	FY20F	**2.2**	**2.2**	**4.3**	**1.8**	**0.5**
매출액(십억원)						
	FY17A		76.6	203.7	133.1	687.5
	FY18A		81.5	296.3	215.4	715.6
	FY19F		219.8	769.6	267.4	875.3
	FY20F		272.3	1,148.8	360.8	911.4
영업이익(십억원)						
	FY17A		-1.9	-3.0	9.9	28.8
	FY18A		0.2	-26.2	14.1	34.2
	FY19F		60.9	183.7	22.4	62.1
	FY20F		71.7	262.0	31.0	62.8
영업이익률(%)						
	FY17A		-2.5	-1.5	7.5	4.2
	FY18A		0.3	-8.9	6.6	4.8
	FY19F		27.7	23.9	8.4	7.1
	FY20F		26.3	22.8	8.6	6.9
순이익(십억원)						
	FY17A		-1.8	-8.7	5.8	16.6
	FY18A		2.6	-31.3	9.6	22.6
	FY19F		49.2	146.4	15.4	46.0
	FY20F		24.7	207.7	21.9	36.9
EV/EBITDA(배)						
	FY17A		32.6	65.1	10.1	1.8
	FY18A		26.7	-	13.1	1.6
	FY19F		5.7	10.4	9.9	1.5
	FY20F		4.8	7.4	7.6	1.5
ROE(%)						
	FY17A		-2.9	-17.9	9.9	4.4
	FY18A		3.8	-45.5	12.5	5.8
	FY19F		53.3	89.8	14.4	9.0
	FY20F		39.5	60.2	15.6	8.1

참고: 2019.11.11 종가기준
자료: Bloomberg, 유진투자증권

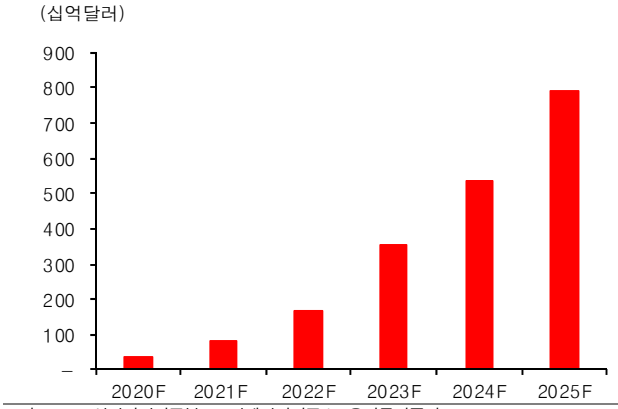
5G 투자 국내에서 해외 확대 본격 수혜

도표 76 Value Chain: 엔드유저는 각 국의 주요 통신사



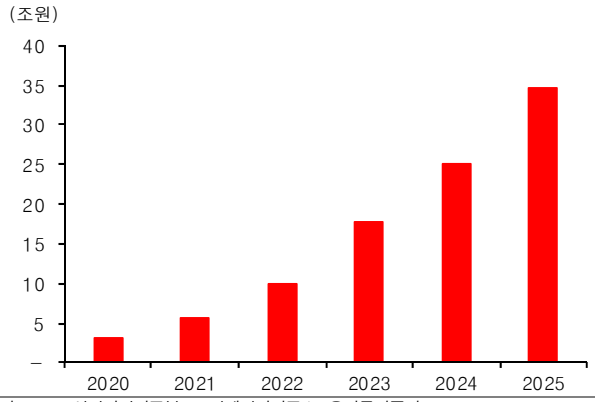
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 77 세계 5G 시장 규모 추이



자료: ETRI산업전략연구부, KT경제경영연구소, 유진투자증권

도표 78 국내 5G 시장 규모 추이



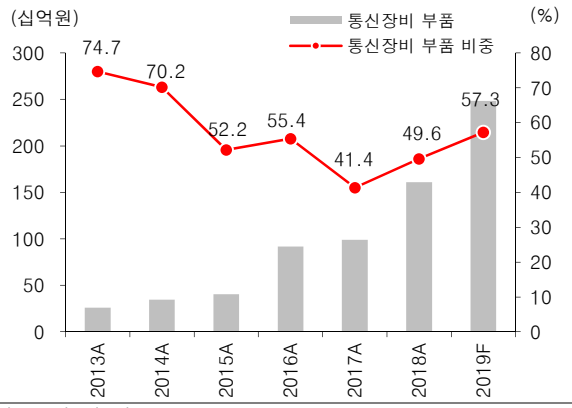
자료: ETRI산업전략연구부, KT경제경영연구소, 유진투자증권

도표 79 통신장비 부문 주요 제품 현황



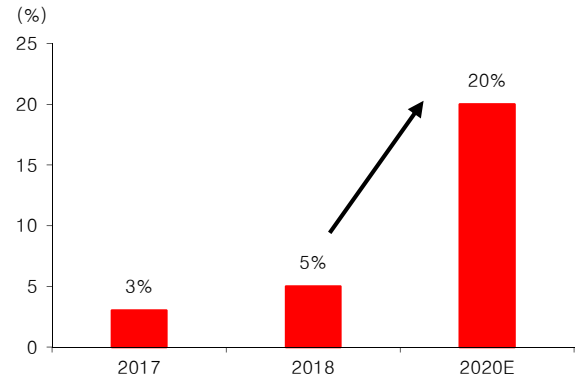
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 80 통신장비 매출액 및 매출비중 추이



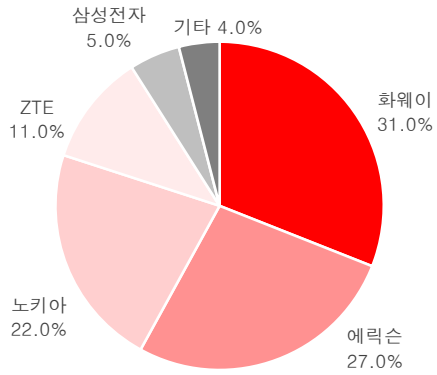
자료: 유진투자증권

도표 81 삼성전자 글로벌 통신장비시장 점유율 확대



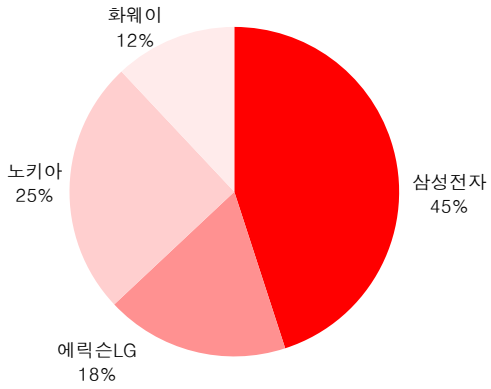
자료: 삼성전자, 유진투자증권

도표 82 2018년 기준 글로벌 통신장비시장 점유율



자료: HIS Market, 유진투자증권

도표 83 국내 4G LTE 통신장비 시장점유율



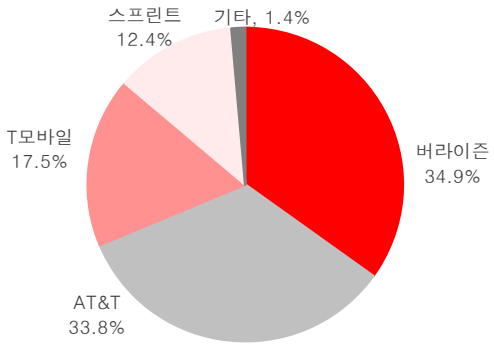
자료: 국회, 유진투자증권

도표 84 국내 통신사 장비 공급업체 선정 현황

통신사	통신장비 공급업체
SK텔레콤	삼성전자, 노키아코리아, 에릭슨LG
KT	삼성전자, 노키아코리아, 에릭슨LG
LG유플러스	삼성전자, 노키아코리아, 에릭슨LG, 화웨이

자료: 업계 자료, 유진투자증권

도표 85 미국 통신사 시장점유율



자료: IDC Korea, 유진투자증권

도표 86 미국 주요 통신사 장비 공급업체 선정 현황

통신사	통신장비 공급업체
AT&T	삼성전자, 노키아, 에릭슨
Verizon	삼성전자, 노키아, 에릭슨
Sprint	삼성전자, 노키아, 에릭슨

자료: 업계 자료, 유진투자증권

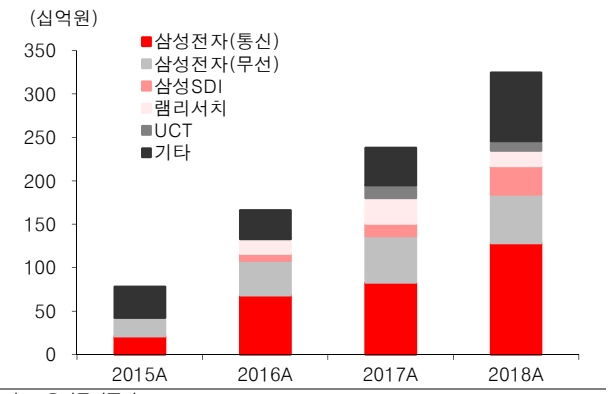
2020년은 통신장비, 자동차 등으로 본격 성장 전망

도표 87 2019년부터 통신, ESS, 자동차 등으로 모멘텀 확대



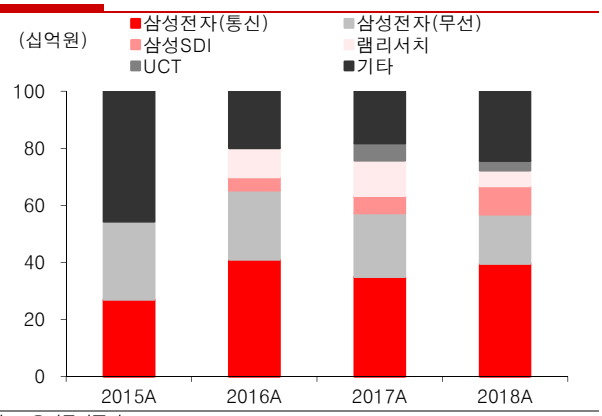
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 88 주요 고객별 매출액 추이



자료: 유진투자증권

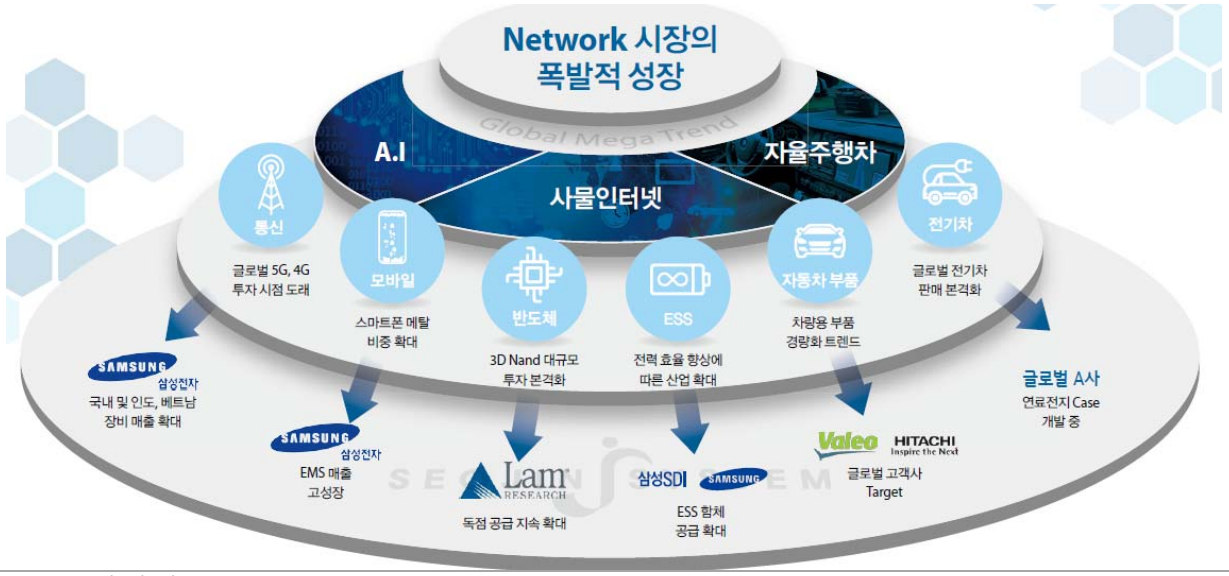
도표 89 주요 거래처별 매출 비중 추이



자료: 유진투자증권

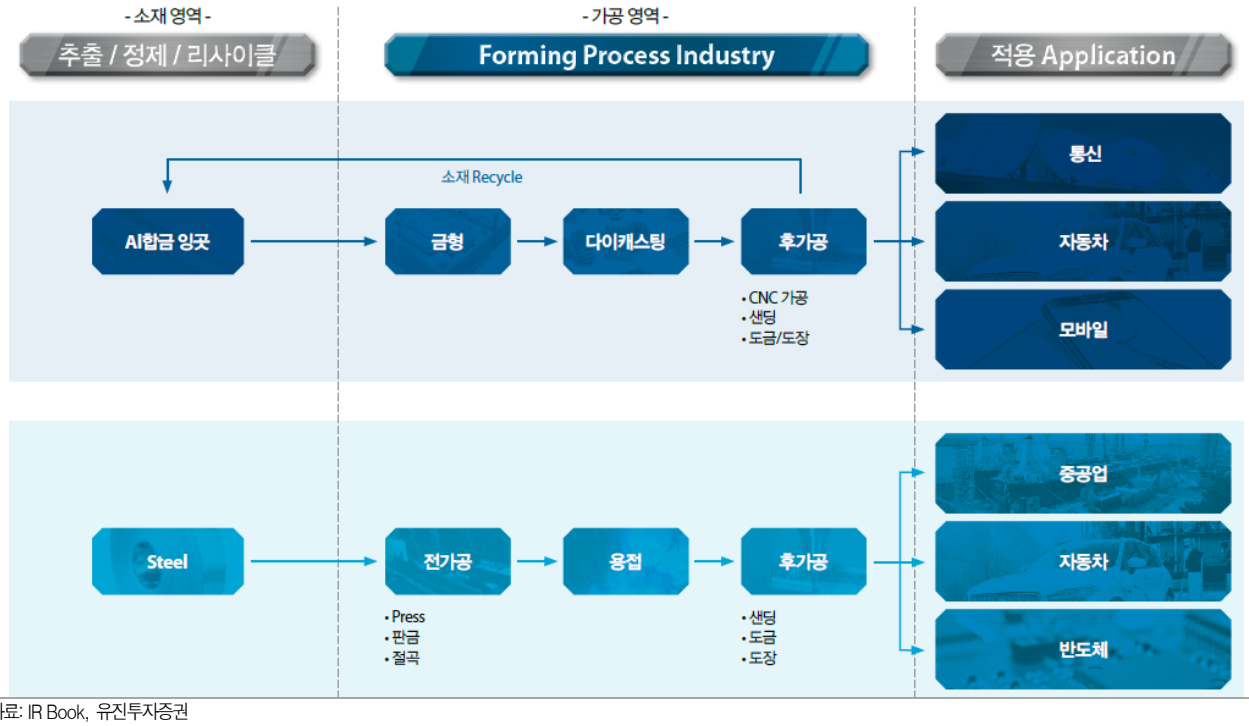
메탈 가공기술을 기반으로 한 4차산업혁명 패러다임의 변화에 적합한 기업

도표 90 글로벌 산업의 패러다임 변화: 서진시스템 성장의 새로운 기회



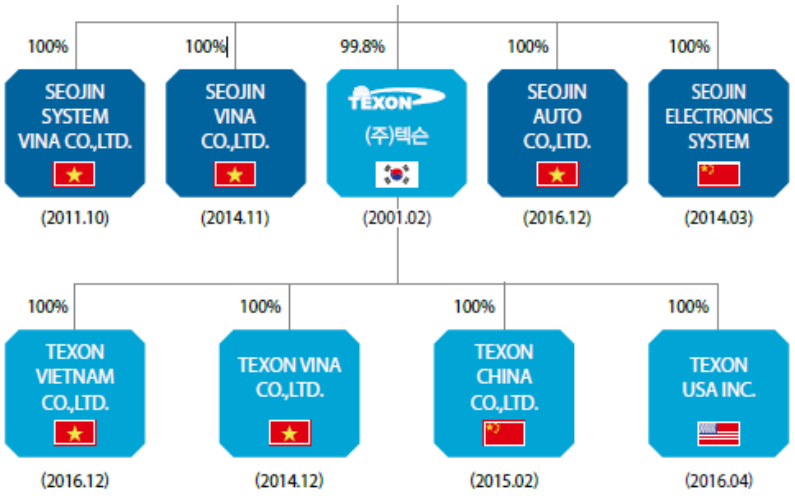
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 91 메탈 소재부터 가공까지 토탈솔루션 제공



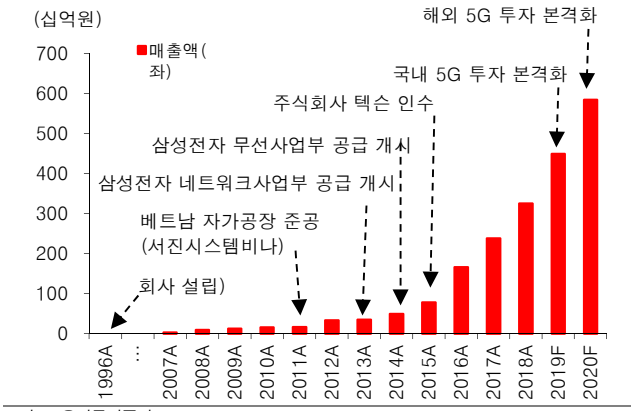
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 92 자회사 현황 및 지분 내역



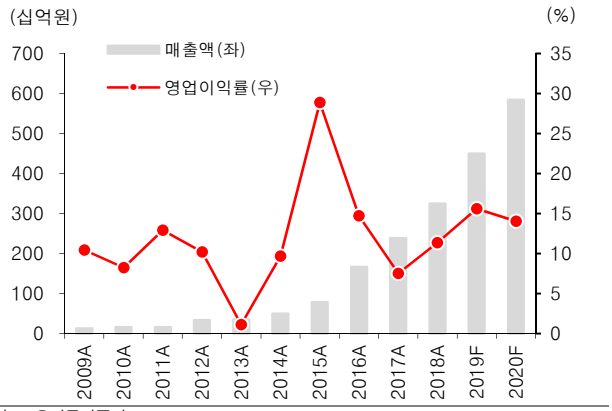
자료: 유진투자증권

도표 93 최근 급속한 매출 성장 전망



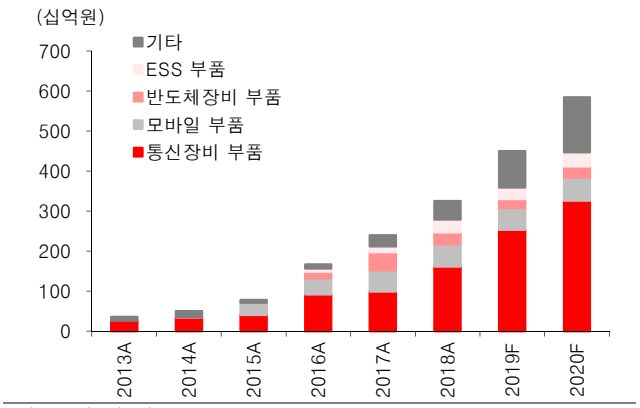
자료: 유진투자증권

도표 94 실적 성장과 함께 수익성 안정적



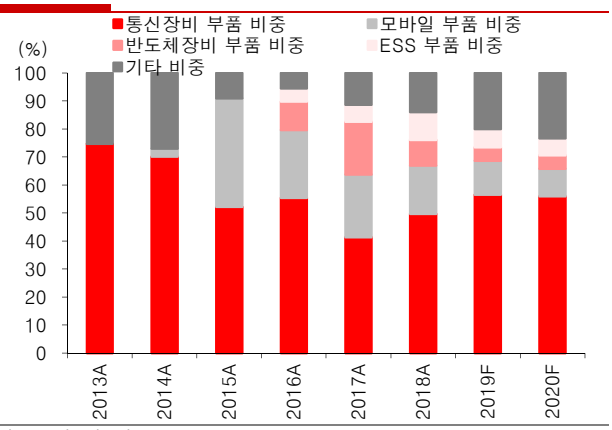
자료: 유진투자증권

도표 95 제품별 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 96 제품별 매출비중 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

서진시스템(178320.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**259.2**	**437.8**	**582.2**	**689.8**	**829.4**
유동자산	110.3	154.4	272.5	361.4	469.5
현금성자산	19.8	25.6	67.5	107.1	148.2
매출채권	27.8	39.6	74.0	93.5	119.9
재고자산	52.5	71.2	112.7	142.5	182.8
비유동자산	148.9	283.4	309.7	328.4	359.9
투자자산	3.2	7.5	8.1	8.4	8.8
유형자산	129.2	259.9	284.8	302.6	333.2
기타	16.5	16.0	16.8	17.4	18.0
부채총계	**137.9**	**216.1**	**293.4**	**327.5**	**373.6**
유동부채	125.0	189.8	253.6	287.6	333.6
매입채무	40.6	96.6	128.6	162.5	208.4
유동성이자부채	80.8	84.6	116.4	116.4	116.4
기타	3.7	8.6	8.7	8.8	8.8
비유동부채	12.9	26.3	39.7	39.9	40.0
비유동기타부채	10.8	21.2	36.7	36.7	36.7
기타	2.1	5.2	3.0	3.2	3.3
자본총계	**121.3**	**221.7**	**288.8**	**362.3**	**455.8**
지배지분	118.7	216.9	283.8	357.2	450.7
자본금	3.1	9.1	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	66.0	128.2	128.2	128.2	128.2
이익잉여금	43.9	72.8	136.6	210.1	303.5
기타	5.7	6.8	9.9	9.9	9.9
비지배지분	2.6	4.8	5.1	5.1	5.1
자본총계	**121.3**	**221.7**	**288.8**	**362.3**	**455.8**
총차입금	91.6	105.8	153.1	153.1	153.1
순차입금	71.8	80.1	85.6	46.0	4.8

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**237.9**	**324.6**	**449.1**	**583.7**	**747.4**
증가율(%)	43.5	36.4	38.4	30.0	28.0
매출원가	194.4	261.3	338.9	450.6	572.5
매출총이익	43.5	63.2	110.1	133.1	174.9
판매 및 일반관리비	25.7	26.4	40.1	51.2	65.8
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**17.8**	**36.9**	**70.1**	**81.9**	**109.1**
증가율(%)	(26.8)	106.6	90.0	16.9	33.2
EBITDA	31.5	53.6	104.4	123.1	153.8
증가율(%)	(8.9)	69.9	94.9	17.9	25.0
영업외손익	(10.4)	(0.3)	1.2	0.9	1.0
이자수익	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
이자비용	3.8	3.8	5.4	5.9	5.9
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(6.8)	3.3	6.3	6.4	6.4
세전순이익	7.4	36.6	71.3	82.8	110.1
증가율(%)	(64.0)	394.4	94.8	16.1	33.0
법인세비용	1.1	4.3	3.2	5.7	9.4
당기순이익	**6.3**	**32.3**	**68.1**	**77.1**	**100.7**
증가율 (%)	(67.8)	412.5	110.5	13.2	30.6
지배주주지분	5.4	30.1	66.4	75.0	97.9
증가율(%)	(72.5)	458.8	120.6	12.8	30.6
비지배지분	0.9	2.2	1.6	2.1	2.8
EPS	**401**	**1,871**	**3,670**	**4,141**	**5,406**
증가율 (%)	(91.2)	367.2	96.1	12.8	30.6
수정EPS	401	1,871	3,670	4,141	5,406
증가율 (%)	(91.2)	367.2	96.1	12.8	30.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**(8.0)**	**70.5**	**56.5**	**103.0**	**124.6**
당기순이익	6.3	32.3	68.1	77.1	100.7
자산상각비	13.7	16.7	34.4	41.2	44.7
기타비현금성손익	4.1	(0.5)	4.1	0.1	0.1
운전자본증감	(33.9)	13.8	(42.0)	(15.4)	(20.9)
매출채권감소(증가)	(3.8)	(16.7)	(39.1)	(19.5)	(26.4)
재고자산감소(증가)	(7.4)	(18.6)	(41.6)	(29.7)	(40.3)
매입채무증가(감소)	(21.6)	56.0	25.0	33.9	46.0
기타	(1.2)	(6.9)	13.6	(0.1)	(0.1)
투자활동현금흐름	**(35.6)**	**(144.4)**	**(56.6)**	**(59.9)**	**(76.3)**
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(36.2)	(147.3)	(61.1)	(58.4)	(74.7)
유형자산처분	4.8	3.0	5.4	0.0	0.0
무형자산처분	(4.2)	0.5	(0.9)	(1.1)	(1.1)
재무활동현금흐름	**50.0**	**79.1**	**42.1**	**(3.6)**	**(7.2)**
차입금증가	10.3	14.7	45.7	0.0	0.0
자본증가	39.7	64.4	(3.6)	(3.6)	(7.2)
배당금지급	1.7	0.6	3.6	3.6	7.2
현금 증감	**6.3**	**5.3**	**42.0**	**39.5**	**41.2**
기초현금	13.3	19.7	25.0	66.9	106.4
기말현금	19.7	25.0	66.9	106.4	147.6
Gross cash flow	33.6	59.1	106.5	118.4	145.5
Gross investment	69.5	130.6	98.6	75.3	97.1
Free cash flow	**(35.9)**	**(71.4)**	**7.9**	**43.1**	**48.4**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	401	1,871	3,670	4,141	5,406
BPS	8,725	11,982	15,677	19,735	24,898
DPS	100	200	400	460	600
밸류에이션(배,%)					
PER	39.9	9.3	7.1	6.3	4.8
PBR	1.8	1.4	1.7	1.3	1.0
EV/ EBITDA	9.3	7.4	5.4	4.2	3.1
배당수익율	0.6	1.2	1.5	1.8	2.3
PCR	6.4	4.7	4.4	4.0	3.2
수익성 (%)					
영업이익율	7.5	11.4	15.6	14.0	14.6
EBITDA이익율	13.3	16.5	23.3	21.1	20.6
순이익율	2.7	10.0	15.2	13.2	13.5
ROE	6.6	19.3	27.2	24.1	24.9
ROIC	9.0	13.2	19.8	19.5	23.0
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	59.2	36.1	29.6	12.7	1.1
유동비율	88.2	81.4	107.4	125.7	140.7
이자보상배율	4.8	10.2	13.8	14.8	20.0
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
매출채권회전율	7.5	9.6	7.9	7.0	7.0
재고자산회전율	4.9	5.2	4.9	4.6	4.6
매입채무회전율	4.6	4.7	4.0	4.0	4.0

자료: 유진투자증권

오이솔루션(138080.KQ)

스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

2019년 최고 실적 경신, 2020년에도 이어갈 전망

NR

현재주가(11/11) 48,200원

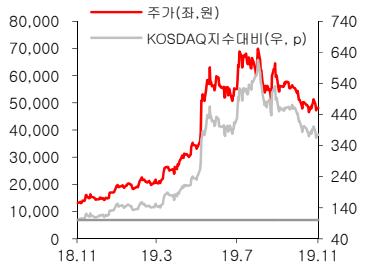
Key Data (기준일: 2019.11.11)

KOSPI(pt)	2,124
KOSDAQ(pt)	661
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	373
52주 최고/최저(원)	72,200 / 12,750
52주 일간 Beta	-0.96
발행주식수(천주)	7,740
평균거래량(3M,천주)	408
평균거래대금(3M,백만원)	23,050
배당수익률(19F, %)	1.0
외국인 지분율(%)	1.6
주요주주 지분율(%)	
박찬 외 5인	29.5

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.9	-31.1	41.3	263.8
KOSPI 대비상대수익률	-10.3	-43.2	49.8	267.5

Company vs KOSPI composite



▪ 2020년 투자포인트

1) 5G 국내외 투자 확대로 최대실적 지속 전망: 2019년 예상실적은 국내 5G 본격투자로 인하여 전년대비 매출액 +161.6%, 영업이익 +24,251.2% 증가하면서 큰 폭의 실적 성장을 달성함. 2020년에도 국내 5G 투자 지속 및 해외 투자 본격화로 큰 폭의 실적 성장을 전망함. ① 삼성전자를 통한 국내 주요 통신사에 공급을 통하여 올해 광커넥터 매출이 급증하였고, 이는 내년에도 지속될 것으로 예상하고 있음. ② 2020년 본격적으로 투자가 예상되고 있는 미국 시장진출은 삼성전자를 통해 AT&T 및 버라이존에 공급함은 물론, 노키아를 통해 AT&T에 진출을 준비하고 있으며, 올해 안에 일부 매출도 가능할 것으로 예상함. ③ 일본 시장 진출은 삼성전자를 통해 KDDI 공급은 물론, 후지쯔, NEC, 노키아 등을 통해 NTT도코모에 공급을 진행할 예정임. KDDI향 초도물량은 올해 공급이 가능할 것으로 보임

2) 고가의 광커넥터 제품 확대 및 부품 내재화로 수익성 확보도 긍정적: 4G용 광커넥터 대비 3~5배 고가인 5G용 광커넥터 단가로 인하여 동사의 수익성이 급격히 개선되고 있음. 특히 25Gbps 트랜시버는 망고도화 작업 및 28GHz 5G 서비스 확대시 수요가 증가할 것으로 예상되어 실적 성장에 긍정적임. 특히 이번 유상증자를 통해 확보되는 자금의 일부를 통해 광커넥터의 주요 부품(원재료 부품 30% 수준)인 LD 부품의 생산시설 확보 및 양산을 추진할 예정이어서 향후 예상되는 단가인하를 대비가 가능할 것으로 전망함

▪ 2020년 전망: 5G 투자가 국내에서 해외로 확대되면서 실적 성장 지속 전망

당사추정 2020년 예상실적(연결기준)은 매출액 2,450억원, 영업이익 637억원으로 전년대비 각각 14.9%, 11.9% 증가하면서 최대 실적 달성을 전망함

▪ 2020년 기준 PER 6.6배 수준, 동종업계 대비 할인되어 거래 중

현재주가는 당사추정 2020년 예상실적 기준(EPS 7,258원) PER 6.6배 수준으로 해외유사업계의 평균 PER 13.4배 대비 할인되어 거래 중임

Financial Data (연결기준)

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	76.6	81.5	213.2	245.0	283.2
영업이익(십억원)	(1.9)	0.2	56.9	63.7	67.9
세전계속사업손익(십억원)	(3.8)	2.0	56.3	62.4	66.6
당기순이익(십억원)	(1.8)	2.6	48.0	56.2	59.9
EPS(원)	(246)	334	6,197	7,258	7,743
EPS 증감률(%)	적전	흑전	1,756.3	17.1	6.7
PER(배)	-	50.9	7.8	6.6	6.2
ROE(%)	(2.9)	3.8	52.4	39.4	30.2
PBR(배)	1.3	1.9	3.2	2.2	1.6

자료: 유진투자증권

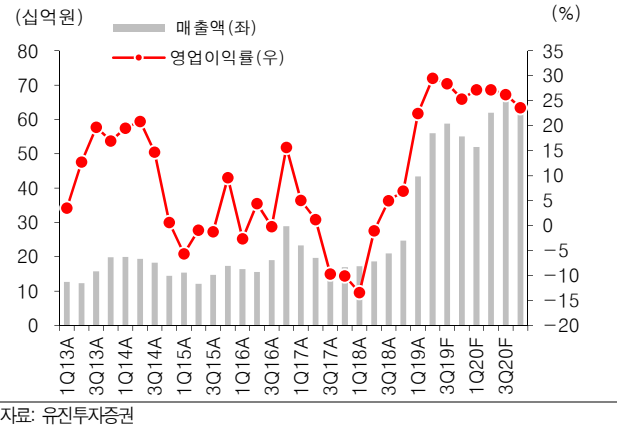
실적 분석 및 전망

도표 97 분기별 실적 전망 (연결 기준)

(십억원,%)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	**17.3**	**18.7**	**20.9**	**24.7**	**43.4**	**56.0**	**58.8**	**55.0**	**51.9**	**62.0**	**67.8**	**63.3**
증가율(%,yoy)	*-26.0*	*-5.0*	*25.2*	*45.7*	*151.6*	*200.2*	*180.8*	*123.2*	*19.6*	*10.7*	*15.3*	*15.0*
제품별 매출액(십억원)												
Wireless	9.0	10.6	8.1	11.3	37.7	50.4	51.6	40.7	45.3	55.5	59.3	46.8
Telecom/Datacom	2.9	5.0	5.8	4.1	1.4	2.1	2.3	4.5	1.6	2.4	2.6	5.2
FTTH/MSO	5.4	3.1	7.1	9.2	4.3	3.5	4.9	9.8	5.1	4.2	5.8	11.2
제품별 비중(%)												
Wireless	52.2	56.6	38.5	45.9	86.9	90.0	87.7	74.0	87.1	89.5	87.5	74.0
Telecom/Datacom	16.6	26.9	27.5	16.7	3.2	3.7	3.9	8.3	3.1	3.8	3.9	8.3
FTTH/MSO	31.2	16.5	34.0	37.4	9.9	6.3	8.4	17.8	9.8	6.7	8.6	17.8
수익												
영업이익	**-2.3**	**-0.2**	**1.0**	**1.7**	**9.7**	**16.5**	**16.7**	**14.0**	**14.1**	**16.8**	**17.8**	**14.9**
세전이익	**-2.0**	**0.9**	**1.1**	**2.0**	**9.6**	**16.6**	**16.4**	**13.7**	**13.8**	**16.5**	**17.4**	**14.6**
당기순이익	**-2.0**	**1.6**	**1.1**	**1.9**	**9.6**	**11.3**	**14.7**	**12.3**	**12.5**	**14.9**	**15.7**	**13.2**
지배기업 순이익	**-2.0**	**1.6**	**1.1**	**1.9**	**9.6**	**11.3**	**14.7**	**12.3**	**12.5**	**14.9**	**15.7**	**13.2**
이익률(%)												
영업이익률	-13.4	-1.0	5.0	6.9	22.4	29.5	28.4	25.4	27.2	27.2	26.2	23.6
세전이익률	-11.6	4.6	5.3	8.0	22.2	29.6	27.8	24.9	26.7	26.6	25.7	23.1
당기순이익률	-11.6	8.8	5.1	7.6	22.2	20.1	25.1	22.4	24.0	24.0	23.1	20.8
지배기업 순이익률	-11.6	8.8	5.1	7.6	22.2	20.1	25.1	22.4	24.0	24.0	23.1	20.8

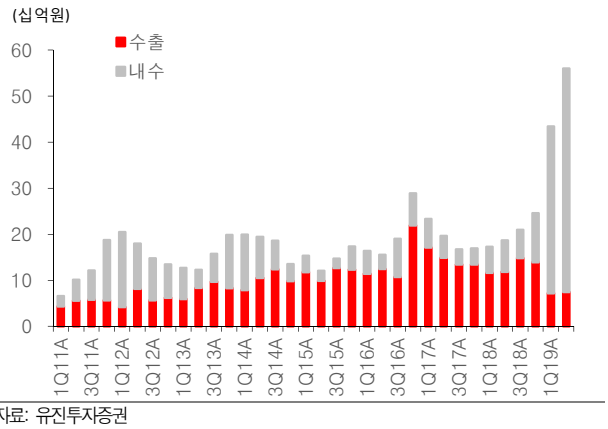
자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 98 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 99 분기별 수출 및 내수 추이



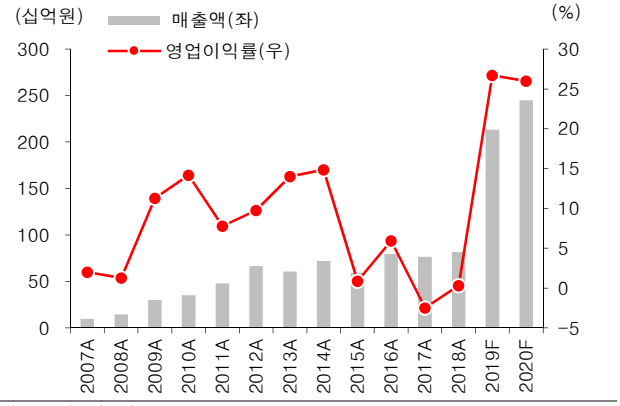
자료: 유진투자증권

도표 100 연간 실적 전망 (연결 기준)

(십억원,%)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	**30.1**	**35.2**	**47.9**	**66.6**	**60.5**	**72.0**	**59.4**	**79.7**	**76.6**	**81.5**	**213.2**	**245.0**
증가율(%,yoy)	*110.3*	*16.7*	*36.2*	*39.1*	*-9.2*	*19.0*	*-17.4*	*34.2*	*-3.9*	*6.4*	*161.6*	*14.9*
제품별 매출액(십억원)												
Wireless	16.8	18.8	31.0	51.7	39.7	46.2	31.1	49.1	40.2	39.0	180.4	206.8
Telecom/Datacom	9.5	10.7	11.1	10.2	14.2	15.3	11.7	11.3	15.0	17.8	10.3	11.8
FTTH/MSO	3.8	5.6	5.8	4.7	6.6	10.5	16.6	19.3	21.4	24.8	22.5	26.3
제품별 비중(%)												
Wireless	55.8	53.6	64.7	77.7	65.6	64.2	52.4	61.6	52.5	47.8	84.6	84.4
Telecom/Datacom	31.7	30.5	23.3	15.3	23.5	21.2	19.7	14.2	19.6	21.8	4.8	4.8
FTTH/MSO	12.5	15.9	12.0	7.1	10.9	14.6	27.9	24.2	28.0	30.4	10.6	10.7
수익												
영업이익	**3.4**	**5.0**	**3.7**	**6.5**	**8.5**	**10.7**	**0.5**	**4.7**	**-1.9**	**0.2**	**56.9**	**63.7**
세전이익	**1.4**	**3.2**	**3.5**	**5.3**	**7.6**	**11.9**	**1.3**	**6.1**	**-3.8**	**2.0**	**56.3**	**62.4**
당기순이익	**1.4**	**3.1**	**3.1**	**5.1**	**7.6**	**11.7**	**1.9**	**6.1**	**-1.8**	**2.6**	**48.0**	**56.2**
지배기업 순이익	**0.0**	**3.1**	**3.1**	**5.1**	**7.6**	**11.7**	**1.9**	**6.1**	**-1.8**	**2.6**	**48.0**	**56.2**
이익률(%)												
영업이익률	11.3	14.2	7.8	9.7	14.0	14.9	0.9	5.9	-2.5	0.3	26.7	26.0
세전이익률	4.6	9.2	7.3	8.0	12.5	16.6	2.2	7.6	-4.9	2.4	26.4	25.5
당기순이익률	4.6	8.8	6.4	7.7	12.5	16.3	3.2	7.7	-2.3	3.2	22.5	22.9
지배기업 순이익률	0.0	8.8	6.4	7.7	12.5	16.3	3.2	7.7	-2.3	3.2	22.5	22.9

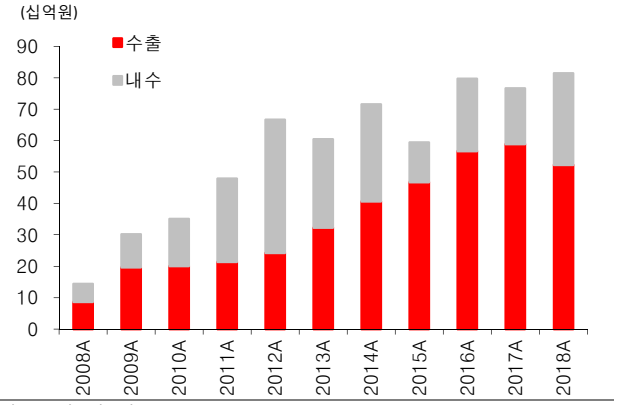
자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 101 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 102 해외고객확대로 수출액 지속 증가



자료: 유진투자증권

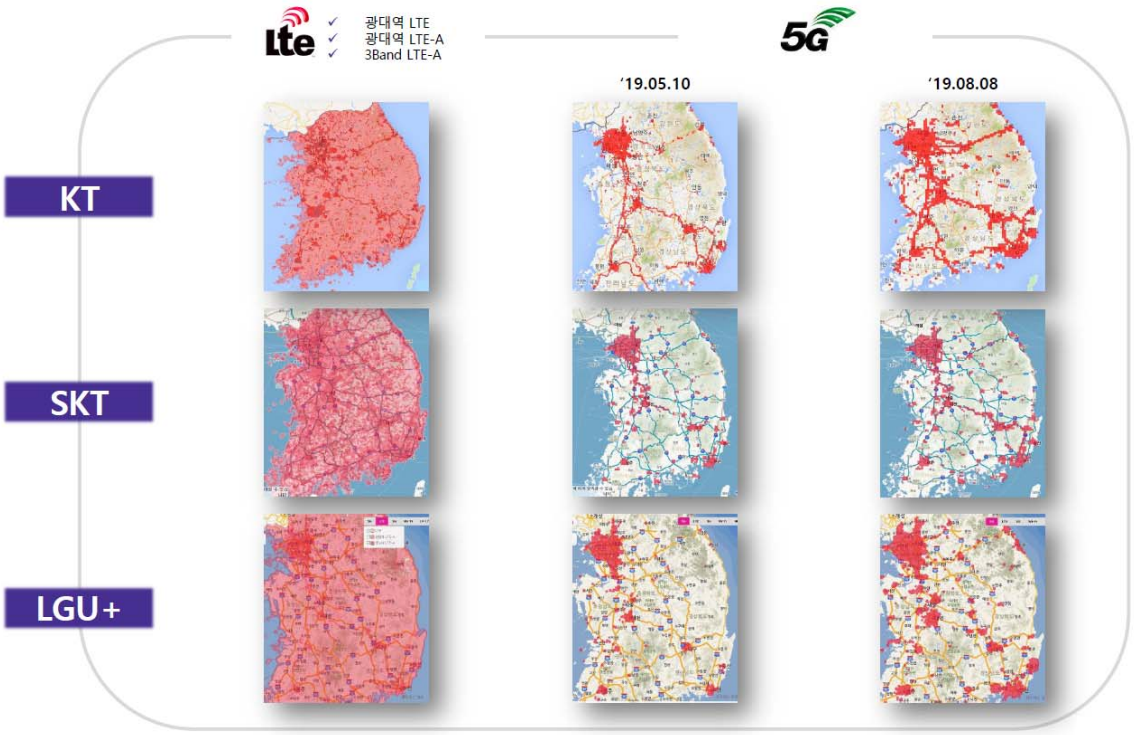
도표 103 Peer Group 비교

	평균	CISCO SYSTEMS INC	FUJITSU LTD	NEC CORP	FINISAR CORPORATION
국가		미국	일본	일본	미국
2019-11-11		48.8	9,422.0	4,395.0	-
통화		USD	JPY	JPY	USD
시가총액(백만달러)		207,226.2	17,898.2	10,505.5	-
PER(배)					
FY17A	18.6	15.2	15.9	25.5	17.9
FY18F	14.7	18.9	8.3	16.9	-
FY19F	**15.0**	**14.7**	**14.9**	**15.3**	**-**
FY20F	**13.4**	**13.8**	**13.4**	**13.1**	**-**
PBR(배)					
FY17A	1.6	2.4	1.6	0.8	1.6
FY18F	1.9	4.5	1.2	0.9	1.1
FY19F	**3.3**	**7.2**	**1.6**	**1.2**	**-**
FY20F	**2.9**	**6.2**	**1.4**	**1.1**	**-**
매출액(백만달러)					
FY17A		48,005.0	38,231.9	24,652.8	1,449.3
FY18F		49,330.0	36,991.3	25,673.5	1,316.5
FY19F		52,917.5	34,815.9	27,601.1	1,209.3
FY20F		54,714.7	34,411.7	27,968.2	1,292.5
영업이익(백만달러)					
FY17A		11,973.0	1,086.5	387.0	176.9
FY18F		12,309.0	1,647.1	576.3	6.5
FY19F		17,188.7	1,535.1	1,104.5	119.2
FY20F		17,855.3	1,740.7	1,297.5	158.5
영업이익률(%)					
FY17A		24.9	2.8	1.6	12.2
FY18F		25.0	4.5	2.2	0.5
FY19F		32.5	4.4	4.0	9.9
FY20F		32.6	5.1	4.6	12.3
순이익(백만달러)					
FY17A		9,609.0	818.6	252.6	249.3
FY18F		110.0	1,528.4	414.0	-48.3
FY19F		14,062.8	1,184.0	695.9	125.7
FY20F		14,687.8	1,326.1	816.2	159.5
EV/EBITDA(배)					
FY17A		7.9	4.6	8.7	7.3
FY18F		11.6	4.9	6.6	10.7
FY19F		10.3	7.0	7.2	-
FY20F		9.9	6.9	6.9	-
ROE(%)					
FY17A		14.8	10.6	3.4	18.3
FY18F		0.2	17.2	5.3	-3.0
FY19F		40.4	11.1	8.3	-
FY20F		38.8	11.4	9.3	-

참고: 2019.11.11 종가 기준, 컨센서스 적용
자료: Bloomberg, 유진투자증권

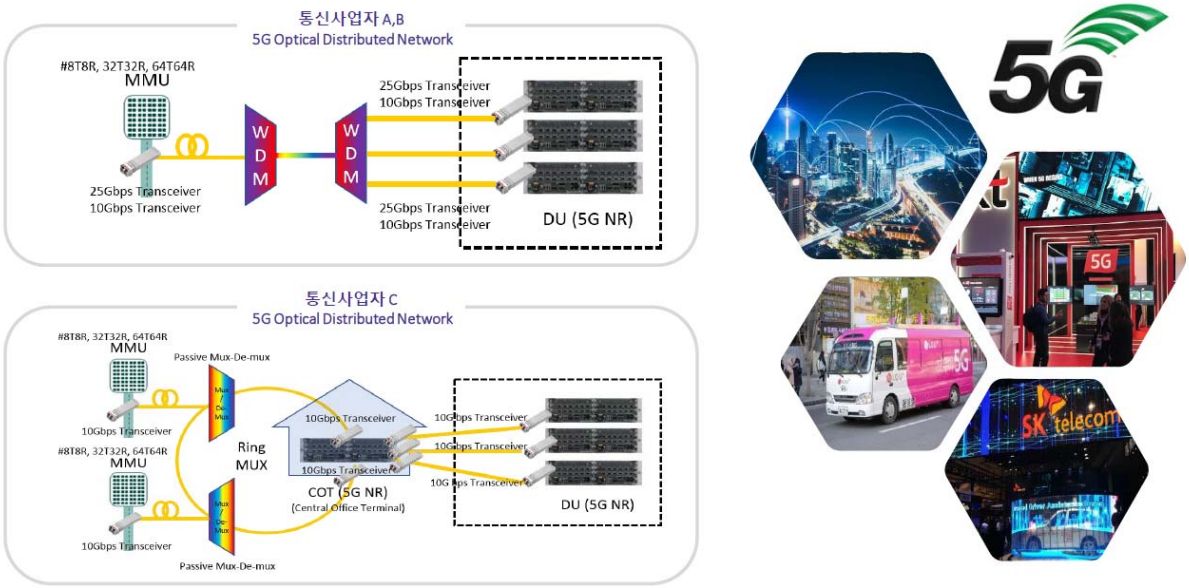
5G 투자에 따른 2020년에도 수혜 지속

도표 104 국내 5G 커버리지 현황 (2019.08.08 기준)



자료: KT, SKT, LG U+, 유진투자증권

도표 105 5G Network 구축에 필수인 Optical Transceiver



자료: 회사 자료, 유진투자증권

광트랜시버 국내 1위 업체

도표 106 광트랜시버: 트래픽 증가할 때 증설해야 할 광통신 핵심 제품



- 주요기능 : 광트랜시버 모듈은 전기신호를 빛신호로, 빛신호를 전기신호로 변환해주는 광통신 핵심모듈
- 장비기업 : Cisco, Huawei, ALU, ZTE, Fujitsu, Ericsson, NEC, NSN 등
- 참여기업 : 해외) Finisar, JDSU, Avago, Oclaro, Sumitomo, Accelink, Fujitsu Optical, Neo Photonics, Source Photonics 등
  국내) 오이솔루션, 빛과전자 등

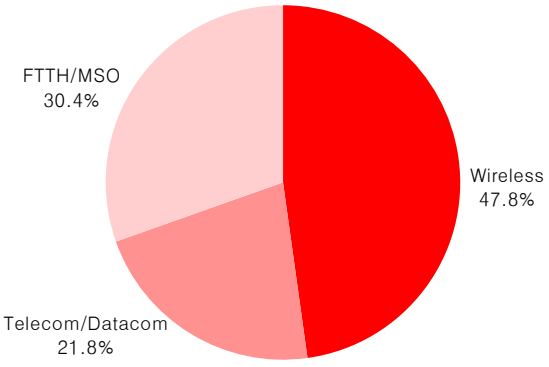
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 107 주요 연혁

연도	내용
2003.08	㈜오이솔루션 설립
2003.10	한국광기술원 공동기술개발추진확약서 체결
2003.12	2.5G SFP TRx 국산화 개발
2004.10	OE Solutions America, Inc. 설립 (미국 캘리포니아)
2007.12	최대주주 변동 (박찬 → 성신양회(주))
2010.11	ASPA Awards 2010 Grand Prize 수상
2011.05	최대주주 변동 (성신양회(주) → 박찬)
2012.06	제100호 첨단기술기업 지정 (지식경제부)
2012.11	World Class 300 기업 선정 공로패 수상
2013.10	글로벌 전문기업 육성 프로그램 후보기업 선정
2014.02	코스닥시장 상장(2.27)

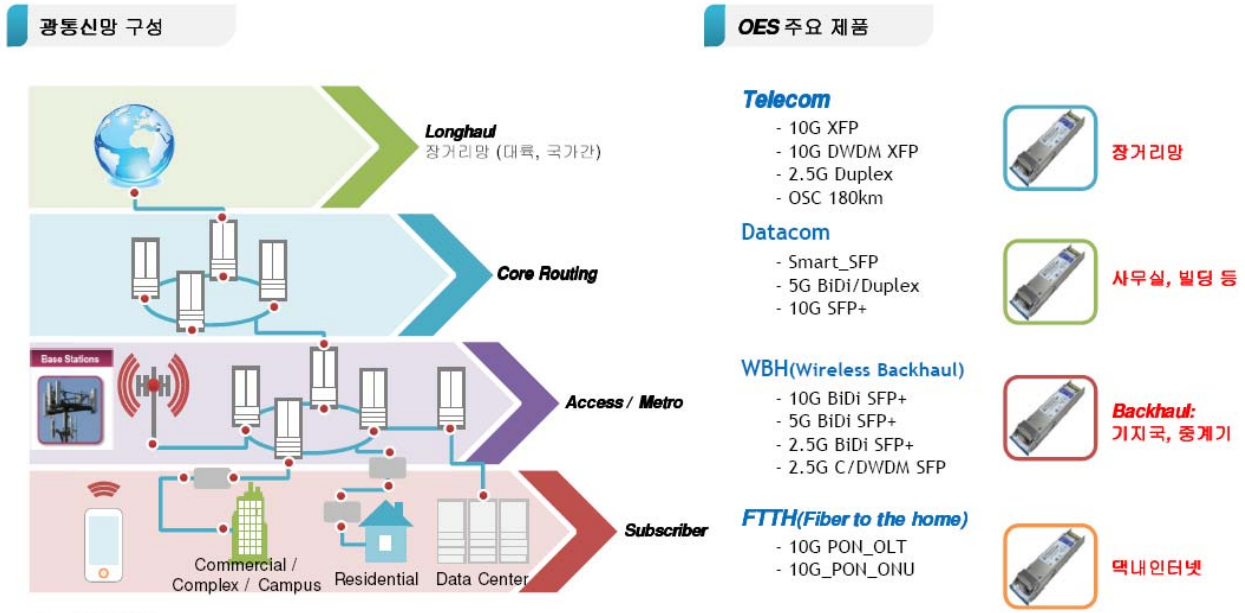
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 108 응용산업별 매출비중 (2018년 기준)



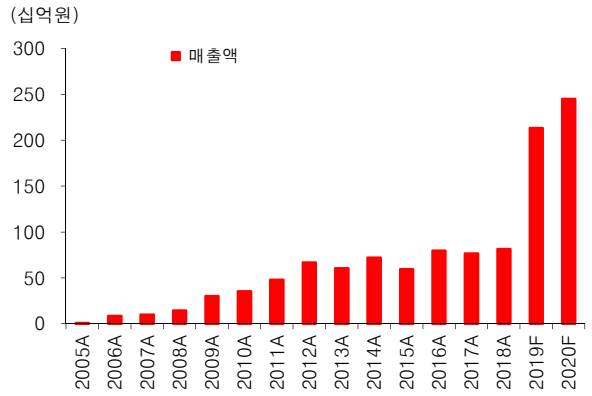
자료: 유진투자증권

도표 109 이동통신에서 초고속인터넷까지 폭넓은 제품 보유



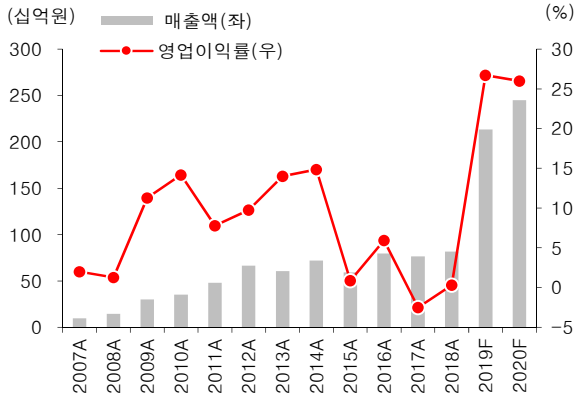
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 110 2019년 매출 큰 폭 성장세 전환



자료: 유진투자증권

도표 111 수익성 큰 폭으로 개선



자료: 유진투자증권

오이솔루션(138080.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**96.1**	**99.2**	**147.7**	**204.0**	**261.3**
유동자산	57.2	57.0	99.1	145.7	192.4
현금성자산	22.7	16.9	51.3	94.0	138.6
매출채권	14.6	19.1	26.2	27.1	28.3
재고자산	18.8	19.7	20.2	23.2	24.2
비유동자산	38.8	42.1	48.6	58.3	68.9
투자자산	8.4	10.9	11.0	11.4	11.9
유형자산	29.6	30.5	37.0	46.2	56.4
기타	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
부채총계	**29.1**	**31.1**	**32.6**	**33.6**	**34.9**
유동부채	24.8	25.4	26.6	27.4	28.4
매입채무	3.2	4.2	5.4	6.2	7.2
유동성이자부채	20.0	19.4	19.4	19.4	19.4
기타	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
비유동부채	4.3	5.7	6.0	6.2	6.5
비유동기타부채	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
기타	4.3	5.5	5.8	6.0	6.2
자본총계	**66.9**	**68.0**	**115.1**	**170.4**	**226.4**
지배지분	66.9	68.0	115.1	170.4	226.4
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	27.2	27.2	27.2	27.2	27.2
이익잉여금	33.9	34.9	81.9	137.1	193.2
기타	1.9	2.1	2.2	2.2	2.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**66.9**	**68.0**	**115.1**	**170.4**	**226.4**
총차입금	20.0	19.6	19.6	19.6	19.6
순차입금	(2.7)	2.7	(31.7)	(74.4)	(118.9)

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**4.1**	**1.1**	**46.8**	**61.2**	**68.5**
당기순이익	(1.8)	2.6	48.0	56.2	59.9
자산상각비	4.6	4.8	5.6	7.0	8.6
기타비현금성손익	0.2	(0.5)	2.7	1.1	1.1
운전자본증감	(0.3)	(7.7)	(9.4)	(3.1)	(1.2)
매출채권감소(증가)	4.3	(3.5)	(5.9)	(0.9)	(1.2)
재고자산감소(증가)	(2.7)	(2.4)	(1.9)	(3.0)	(1.0)
매입채무증가(감소)	0.5	(0.0)	0.1	0.8	1.0
기타	(2.4)	(1.8)	(1.7)	0.0	0.0
투자활동현금흐름	**(4.3)**	**(11.1)**	**(10.5)**	**(17.7)**	**(20.2)**
단기투자자산감소	0.1	(6.1)	2.0	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.7)	(1.0)	(1.0)
설비투자	(4.2)	(5.4)	(12.0)	(16.2)	(18.7)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무활동현금흐름	**13.7**	**(1.0)**	**(0.0)**	**(0.9)**	**(3.9)**
차입금증가	0.0	(0.4)	(0.0)	0.0	0.0
자본증가	13.7	(0.6)	0.0	(0.9)	(3.9)
배당금지급	0.6	0.6	0.0	0.9	3.9
현금 증감	**12.7**	**(10.9)**	**36.3**	**42.6**	**44.4**
기초현금	9.3	21.9	11.1	47.4	89.9
기말현금	21.9	11.1	47.4	89.9	134.3
Gross cash flow	4.9	9.3	56.3	64.3	69.6
Gross investment	4.7	12.7	21.9	20.7	21.2
Free cash flow	**0.2**	**(3.4)**	**34.4**	**43.6**	**48.4**

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**76.6**	**81.5**	**213.2**	**245.0**	**283.2**
증가율(%)	(3.9)	6.4	161.6	14.9	15.6
매출원가	54.0	54.1	126.6	140.6	169.4
매출총이익	**22.6**	**27.4**	**86.6**	**104.3**	**113.8**
판매 및 일반관리비	24.5	27.2	29.7	40.6	45.9
기타영업손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	**(1.9)**	**0.2**	**56.9**	**63.7**	**67.9**
증가율(%)	적전	흑전	24,250.8	11.9	6.7
EBITDA	**2.7**	**5.0**	**62.5**	**70.7**	**76.5**
증가율(%)	(68.4)	88.5	1,141.8	13.0	8.3
영업외손익	**(1.9)**	**1.7**	**(0.6)**	**(1.3)**	**(1.4)**
이자수익	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
이자비용	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
지분법손익	0.1	0.2	(0.9)	(0.9)	(0.9)
기타영업손익	(1.6)	1.9	0.7	0.1	0.1
세전순이익	**(3.8)**	**2.0**	**56.3**	**62.4**	**66.6**
증가율(%)	적전	흑전	2,785.7	10.9	6.7
법인세비용	(2.0)	(0.6)	8.3	6.2	6.7
당기순이익	**(1.8)**	**2.6**	**48.0**	**56.2**	**59.9**
증가율 (%)	적전	흑전	1,756.3	17.1	6.7
지배주주지분	(1.8)	2.6	48.0	56.2	59.9
증가율(%)	적전	흑전	1,756.3	17.1	6.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	**(246)**	**334**	**6,197**	**7,258**	**7,743**
증가율 (%)	적전	흑전	1,756.3	17.1	6.7
수정EPS	(246)	334	6,197	7,258	7,743
증가율 (%)	적전	흑전	1,756.3	17.1	6.7

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(246)	334	6,197	7,258	7,743
BPS	8,650	8,792	14,875	22,013	29,256
DPS	100	120	500	580	620
밸류에이션(배,%)					
PER	-	50.9	7.8	6.6	6.2
PBR	1.3	1.9	3.2	2.2	1.6
EV/ EBITDA	32.6	26.7	5.5	4.2	3.3
배당수익율	0.9	0.7	1.0	1.2	1.3
PCR	17.2	14.1	6.6	5.8	5.4
수익성 (%)					
영업이익율	(2.5)	0.3	26.7	26.0	24.0
EBITDA이익율	3.5	6.2	29.3	28.9	27.0
순이익율	(2.3)	3.2	22.5	22.9	21.2
ROE	(2.9)	3.8	52.4	39.4	30.2
ROIC	(2.3)	0.3	65.8	66.4	62.2
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	-	4.0	-	-	-
유동비율	230.8	224.8	372.8	531.8	677.5
이자보상배율	-	0.7	113.3	116.8	124.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	1.7	1.4	1.2
매출채권회전율	4.1	4.8	9.4	9.2	10.2
재고자산회전율	4.2	4.2	10.7	11.3	11.9
매입채무회전율	16.4	22.1	44.4	42.2	42.3

케이엠더블유(032500.KQ)

스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

중국, 미국 5G 본격 투자로 2020년 지속 성장 전망

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규)	65,000원
현재주가(11/11)	49,750원

- **2020년 투자포인트**

  1) 중국 5G 상용화 서비스 개시로 ZTE향 매출 본격화 전망: 중국 통신사업자 3사의 5G 상용화 서비스가 2019년 11월부터 시작됨. 동사는 이미 중국의 5G 시범망 구축에 제품을 공급한 실적을 보유하고 있어 상용화가 본격화되면 관련 매출이 급증할 것으로 예상함. 이미 두 차례에 걸쳐 수주한 ZTE향 5G용 필터류 통신장비(MBF, Micro Bellows Filter)를 2019년에 공급한 바 있음. 향후 본격적인 상용화 서비스를 위한 수주는 증가할 것으로 예상되며, MBF 관련 매출은 내년에 본격적인 성장으로 2~4배 이상의 매출액이 증가할 것으로 전망함

  2) 국내 공급실적을 보유한 시스템류 제품의 해외 진출로 실적 성장 지속 전망: 2019년 국내 5G 투자 본격화로 노키아코리아향 시스템 제품의 매출이 급증하면서 성장을 견인함. 2019년 시스템류 매출액은 전년대비 1,203.3% 증가할 것으로 예상하고 있으며, 이러한 성장세는 해외 매출 확대로 인하여 2020년에도 지속될 것으로 전망함. ① 노키아와 공동 개발한 MMR (Massive MIMO[Multiple Input Multiple Output] Radio, 대용량 다중입출력장치) 장비의 국내 통신3사 공급이 지속되고 있고, ② 노키아 관련 글로벌 법인 등을 통하여 해외 진출 가능성이 높기 때문임

- **2020년 전망: 매출액 +28.4%yoy, +10.9%yoy. 실적 성장 지속 전망**

  당사추정 2020년 예상실적(연결기준)은 매출액 1조 250억원, 영업이익 1,974억원을 달성할 것으로 전망. 전년동기대비 매출액은 28.4% 증가하고, 영업이익은 +10.9% 증가하면서 2019년이 에어 2020년에도 매출 성장과 함께 높은 수익성을 유지할 것으로 전망함

- **목표주가 65,000원, 투자의견 BUY를 제시하고 커버리지를 시작함**

  목표주가는 65,000원을 산정하고 30.7% 상승여력을 보유하고 있어 투자의견 BUY를 제시하고 커버리지를 시작함. 목표주가는 2019년 예상EPS(3,764원)에 국내 동종업계(오이솔루션, 에이스테크, RFHIC, 에치에프알)의 평균 PER 17.3배를 적용한 것임

Financial Data (연결기준)

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	203.7	296.3	798.1	1,025.0	1,239.3
영업이익(십억원)	(3.0)	(26.2)	178.1	197.4	230.4
세전계속사업손익(십억원)	(7.6)	(29.8)	175.3	177.7	207.3
당기순이익(십억원)	(8.7)	(31.3)	149.8	168.8	186.6
EPS(원)	(261)	(915)	3,764	4,241	4,688
EPS 증감률(%)	적전	적지	흑전	12.7	10.5
PER(배)	-	-	13.1	11.6	10.5
ROE(%)	(17.9)	(45.5)	88.1	49.9	36.2
PBR(배)	8.3	4.8	7.7	4.6	3.2

자료: 유진투자증권

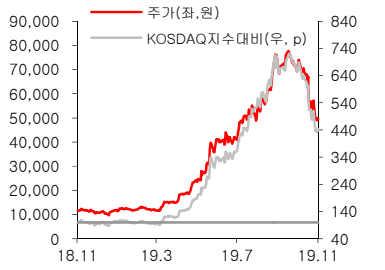
Key Data (기준일: 2019.11.11)

KOSPI(pt)	2,124
KOSDAQ(pt)	661
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,980
52주 최고/최저(원)	80,100 / 19,450
52주 일간 Beta	-0.18
발행주식수(천주)	39,803
평균거래량(3M,천주)	1,253
평균거래대금(3M,백만원)	78,951
배당수익률(19F, %)	-
외국인 지분율(%)	11.6
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 2인	35.6
미래에셋자산운용 외 5인	7.5

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-31.8	-10.2	101.4	328.0
KOSPI대비상대수익률	-36.2	-22.3	109.9	331.7

Company vs KOSPI composite



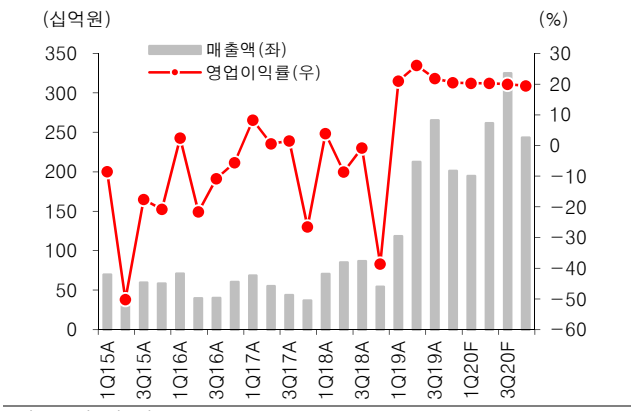
실적 분석 및 전망

도표 112 분기별 실적 전망

(십억원,%)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	**70.4**	**85.0**	**86.7**	**54.2**	**118.2**	**212.3**	**265.0**	**202.5**	**194.5**	**261.5**	**324.9**	**244.0**
매출액 증가율(%)	*3.1*	*54.5*	*98.0*	*47.9*	*68.0*	*149.8*	*205.7*	*273.7*	*64.5*	*23.2*	*22.6*	*20.5*
사업별 매출												
RF부품	63.1	77.4	82.1	44.1	112.5	208.3	258.6	192.6	189.3	257.9	319.2	235.2
시스템류	*2.0*	*7.0*	*26.0*	*5.6*	*41.5*	*132.2*	*206.7*	*155.0*	*103.7*	*152.0*	*248.1*	*186.1*
안테나류	*22.6*	*29.7*	*18.0*	*14.7*	*37.9*	*18.4*	*15.0*	*16.2*	*22.7*	*19.3*	*15.7*	*17.0*
필터류	*38.5*	*40.6*	*38.1*	*23.8*	*33.1*	*57.7*	*36.9*	*21.4*	*62.9*	*86.5*	*55.4*	*32.1*
LED조명	7.3	7.6	4.6	10.1	5.8	4.0	6.4	9.9	5.2	3.6	5.7	8.9
매출비중(%)												
RF부품	89.6	91.1	94.7	81.4	95.1	98.1	97.6	95.1	97.3	98.6	98.2	96.4
시스템류	*2.8*	*8.3*	*30.0*	*10.4*	*35.1*	*62.3*	*78.0*	*76.6*	*53.3*	*58.1*	*76.3*	*76.2*
안테나류	*32.1*	*35.0*	*20.8*	*27.2*	*32.0*	*8.7*	*5.6*	*8.0*	*11.7*	*7.4*	*4.8*	*7.0*
필터류	*54.7*	*47.8*	*43.9*	*43.9*	*28.0*	*27.2*	*13.9*	*10.6*	*32.4*	*33.1*	*17.1*	*13.1*
LED조명	10.4	8.9	5.3	18.6	4.9	1.9	2.4	4.9	2.7	1.4	1.8	3.6
수익												
영업이익	**2.8**	**-7.4**	**-0.7**	**-21.0**	**24.8**	**55.5**	**57.8**	**40.0**	**38.0**	**51.1**	**62.6**	**45.7**
RF부품	3.4	-6.4	1.4	-14.4	24.6	56.3	57.0	38.9	37.9	51.1	62.6	45.6
LED조명	-0.6	-1.1	-2.0	-6.6	0.2	-0.8	0.8	0.9	0.2	0.1	0.0	0.0
세전이익	**1.0**	**-7.2**	**-1.7**	**-21.8**	**25.7**	**53.1**	**60.6**	**36.0**	**34.2**	**46.0**	**56.3**	**41.1**
당기순이익	**0.7**	**-7.6**	**-2.6**	**-21.7**	**21.4**	**43.2**	**51.1**	**34.2**	**32.5**	**43.7**	**53.5**	**39.0**
지배기업 당기순이익	**0.7**	**-7.6**	**-2.6**	**-21.7**	**21.4**	**43.2**	**51.1**	**34.2**	**32.5**	**43.7**	**53.5**	**39.0**
이익률(%)												
영업이익률	**3.9**	**-8.7**	**-0.8**	**-38.7**	**21.0**	**26.2**	**21.8**	**19.7**	**19.6**	**19.6**	**19.3**	**18.7**
RF부품	5.3	-8.2	1.7	-32.6	21.9	27.0	22.0	20.2	20.0	19.8	19.6	19.4
LED조명	-8.2	-14.0	-44.1	-65.3	3.4	-19.6	11.9	9.1	3.4	2.1	0.8	0.4
경상이익률	**1.4**	**-8.5**	**-2.0**	**-40.2**	**21.7**	**25.0**	**22.9**	**17.8**	**17.6**	**17.6**	**17.3**	**16.8**
당기순이익률	**0.9**	**-9.0**	**-3.0**	**-40.1**	**18.1**	**20.3**	**19.3**	**16.9**	**16.7**	**16.7**	**16.5**	**16.0**
지배주주당기순이익률	**0.9**	**-9.0**	**-3.0**	**-40.1**	**18.1**	**20.3**	**19.3**	**16.9**	**16.7**	**16.7**	**16.5**	**16.0**

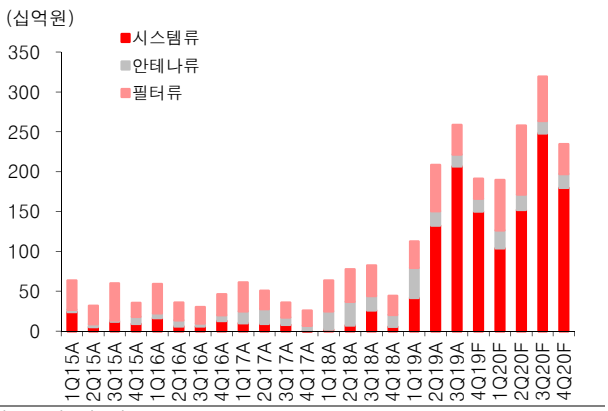
자료: 유진투자증권

도표 113 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 114 분기별 RF 부품 매출 추이 및 전망



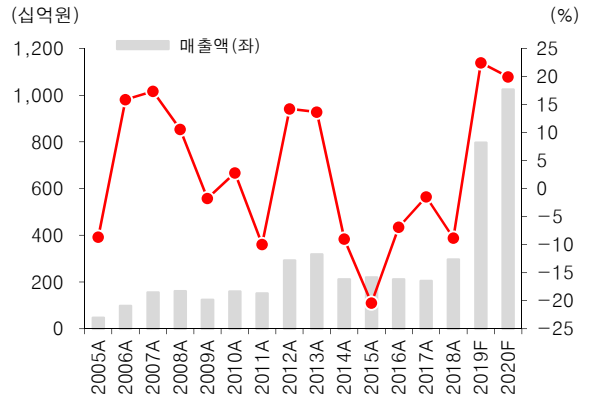
자료: 유진투자증권

도표 115 연간 실적 전망

(십억원,%)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	**122.7**	**159.0**	**151.0**	**292.5**	**317.9**	**210.7**	**219.8**	**210.5**	**203.7**	**296.3**	**798.1**	**1,025.0**
매출액 증가율(%)	*-23.2*	*29.6*	*-5.0*	*93.7*	*8.7*	*-33.7*	*4.3*	*-4.2*	*-3.2*	*45.4*	*169.4*	*28.4*
사업별 매출												
RF부품	122.7	159.0	151.0	290.9	311.7	193.9	189.6	170.4	178.2	266.7	772.0	1,001.6
시스템류	-	-	-	-	*75.0*	*42.3*	*49.9*	*41.0*	*34.6*	*40.7*	*535.5*	*689.8*
안테나류	-	-	-	-	*37.6*	*50.4*	*16.7*	*24.2*	*51.0*	*85.1*	*87.5*	*74.8*
필터류	-	-	-	-	*199.1*	*101.3*	*123.0*	*105.1*	*92.5*	*140.9*	*149.1*	*236.9*
LED조명				1.6	6.2	16.8	30.2	40.1	25.5	29.6	26.0	23.4
매출비중(%)												
RF부품	100.0	100.0	100.0	99.5	98.1	92.0	86.2	80.9	87.5	90.0	96.7	97.7
시스템류	-	-	-	-	*23.6*	*20.1*	*22.7*	*19.5*	*17.0*	*13.7*	*67.1*	*67.3*
안테나류	-	-	-	-	*11.8*	*23.9*	*7.6*	*11.5*	*25.1*	*28.7*	*11.0*	*7.3*
필터류	-	-	-	-	*62.6*	*48.1*	*56.0*	*49.9*	*45.4*	*47.6*	*18.7*	*23.1*
LED조명				0.5	1.9	8.0	13.8	19.1	12.5	10.0	3.3	2.3
수익												
매출원가	81.2	104.9	115.2	187.7	209.2	160.3	190.0	161.5	142.6	236.0	542.1	720.4
매출총이익	41.5	54.2	35.8	104.8	108.7	50.4	29.8	49.0	61.1	60.2	256.0	304.6
판매관리비	43.7	49.7	50.9	63.2	65.2	69.3	74.7	63.5	64.2	86.5	77.9	107.1
영업이익	**-2.1**	**4.5**	**-15.1**	**41.7**	**43.5**	**-18.9**	**-44.9**	**-14.5**	**-3.0**	**-26.2**	**178.1**	**197.4**
RF부품	-2.1	4.5	-15.1	41.7	55.3	6.2	0.3	2.3	11.2	-16.0	176.9	197.1
LED조명	-	-	-	-	-11.8	-25.1	-45.2	-16.8	-14.2	-10.3	1.1	0.3
세전이익	**-7.9**	**-3.1**	**-25.6**	**40.8**	**47.8**	**-19.7**	**-49.8**	**-11.6**	**-7.6**	**-29.8**	**175.3**	**177.7**
당기순이익	**-5.8**	**-5.7**	**-34.6**	**37.5**	**39.9**	**-12.5**	**-47.8**	**3.7**	**-8.7**	**-31.3**	**149.8**	**168.8**
지배기업 당기순이익	**-5.9**	**-6.2**	**-35.0**	**36.5**	**39.2**	**-13.3**	**-47.9**	**3.9**	**-8.7**	**-31.3**	**149.8**	**168.8**
이익률(%)												
매출원가율	66.1	65.9	76.3	64.2	65.8	76.1	86.4	76.7	70.0	79.7	67.9	70.3
매출총이익률	33.9	34.1	23.7	35.8	34.2	23.9	13.6	23.3	30.0	20.3	32.1	29.7
판매관리비율	35.6	31.2	33.7	21.6	20.5	32.9	34.0	30.2	31.5	29.2	9.8	10.5
영업이익률	**-1.7**	**2.8**	**-10.0**	**14.2**	**13.7**	**-9.0**	**-20.4**	**-6.9**	**-1.5**	**-8.9**	**22.3**	**19.3**
RF부품	-1.7	2.8	-10.0	14.2	17.7	3.2	0.2	1.4	6.3	-6.0	22.9	19.7
LED조명	-	-	-	-	-190.6	-149.7	-149.5	-42.0	-55.6	-34.7	4.1	1.4
경상이익률	**-6.4**	**-2.0**	**-16.9**	**14.0**	**15.0**	**-9.4**	**-22.7**	**-5.5**	**-3.7**	**-10.0**	**22.0**	**17.3**
당기순이익률	**-4.7**	**-3.6**	**-22.9**	**12.8**	**12.6**	**-5.9**	**-21.8**	**1.8**	**-4.3**	**-10.6**	**18.8**	**16.5**
지배주주당기순이익률	**-4.8**	**-3.9**	**-23.2**	**12.5**	**12.3**	**-6.3**	**-21.8**	**1.9**	**-4.3**	**-10.6**	**18.8**	**16.5**

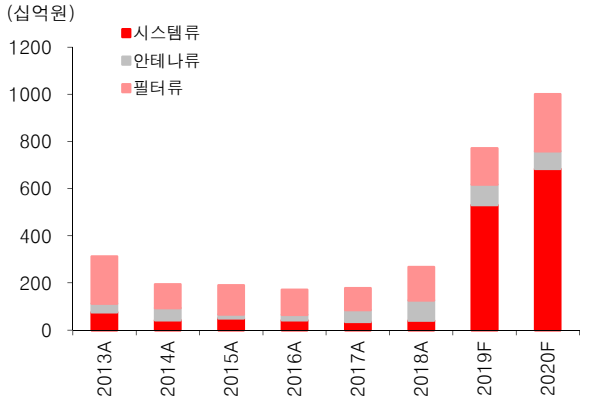
자료: 유진투자증권

도표 116 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 117 연간 RF 부품 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

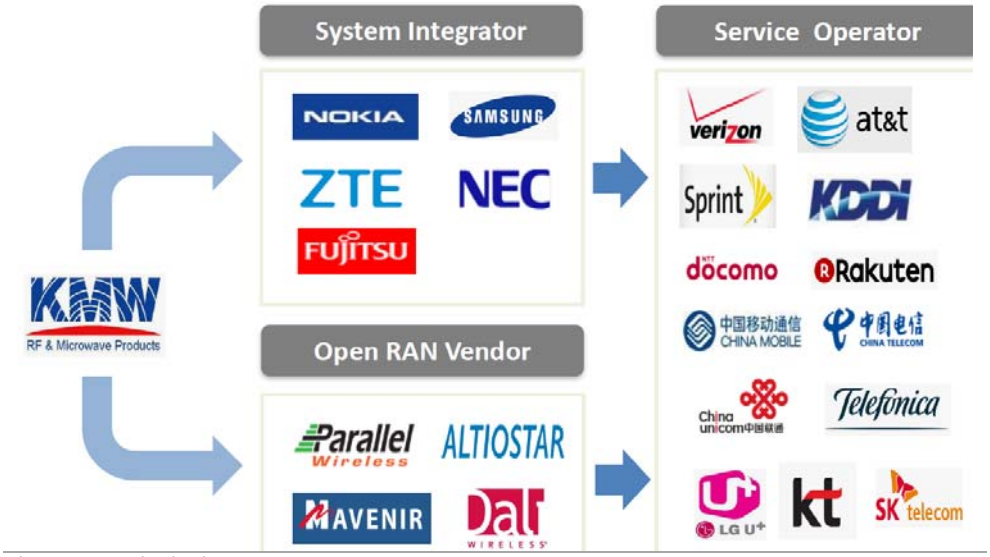
도표 118 Peer Group 비교

	평균	오이솔루션	에이스테크	RFHIC	에치에프알
2019-11-11		48,200	6,900	35,250	21,300
시가총액(십억원)		382.8	268.1	836.9	255.2
PER(배)					
FY17A	84.1	-	-	57.3	110.8
FY18A	42.2	50.9	53.0	22.7	-
FY19F	**17.3**	**7.8**	**10.6**	**35.5**	**15.5**
FY20F	**9.6**	**6.7**	**9.2**	**14.6**	**7.8**
PBR(배)					
FY17A	1.9	1.3	2.3	3.0	1.1
FY18A	2.3	1.9	2.2	3.5	1.7
FY19F	**3.2**	**3.3**	**2.2**	**4.5**	**2.7**
FY20F	**2.4**	**2.2**	**1.8**	**3.5**	**2.0**
매출액(십억원)					
FY17A		76.6	351.6	62.1	0.0
FY18A		81.5	377.3	108.1	135.0
FY19F		219.8	440.1	116.3	193.8
FY20F		272.3	515.1	265.5	292.0
영업이익(십억원)					
FY17A		-1.9	-14.5	8.1	0.0
FY18A		0.2	13.2	26.7	2.9
FY19F		60.9	33.2	25.3	19.2
FY20F		71.7	41.2	65.7	39.8
영업이익률(%)					
FY17A		-2.5	-4.1	13.0	-
FY18A		0.3	3.5	24.7	2.1
FY19F		27.7	7.5	21.8	9.9
FY20F		26.3	8.0	24.7	13.6
순이익(십억원)					
FY17A		-1.8	-55.6	6.1	0.1
FY18A		2.6	1.2	24.1	-0.9
FY19F		49.2	23.4	23.0	17.2
FY20F		24.7	28.9	56.6	34.0
EV/EBITDA(배)					
FY17A		32.6	41.2	31.4	-
FY18A		26.7	11.2	16.2	18.4
FY19F		5.7	7.5	25.0	10.7
FY20F		4.8	6.6	10.1	5.6
ROE(%)					
FY17A		-2.9	-61.2	9.0	1.0
FY18A		3.8	4.4	17.2	-2.0
FY19F		53.3	23.5	13.6	19.3
FY20F		39.5	21.3	27.2	29.6

참고: 2019.11.11 종가 기준, 컨센서스 적용. 에이스테크는 당사 추정치 적용
자료: Bloomberg, 유진투자증권

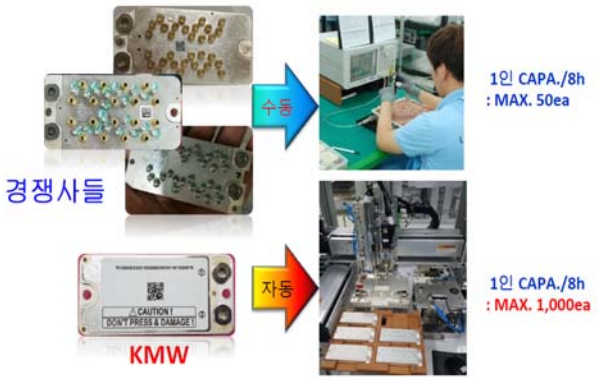
2020년에도 5G 수혜 지속 전망

도표 119 동사의 주요고객 및 Value Chain



자료: IR book, 유진투자증권

도표 120 MBF (초소형 경량 필터)



참고: MBF(Micro Bellows Filter)
자료: 유진투자증권

도표 121 노키아와 공동개발한 MMR(시스템)



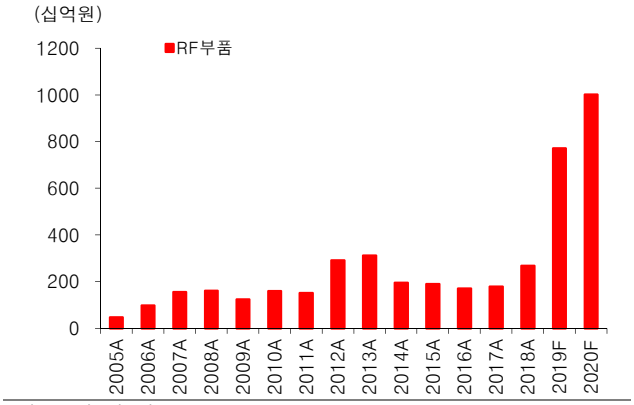
참고: MMR(Massive MIMO Radio), MIMO(Multiple Input Multiple Output)
자료: 유진투자증권

도표 122 5G 도입으로 초소형 필터의 수요 증가

MIMO	1 X 2	2 X 2 2 X 4	4 X 4	8 X 8	32 X 32	64 X 64
Number of Filter	3	4 6	4 or 8	8	32	64
Filter Size (1T1R) (Liters)	2.99 (900MHz)	1.65 (2.1GHz)	1.19 (2.6GHz)	0.87 (2.6GHz)	0.05 (3.5GHz)	0.05 (3.5GHz)
System	2G GSM CDMA	3G W-CDMA EV-DO	4G LTE	4G LTE TD-LTE	5G	5G

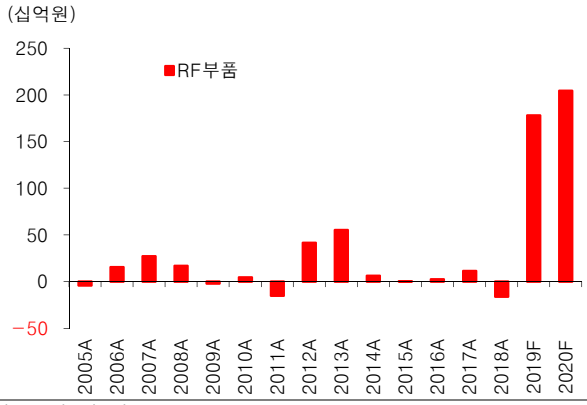
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 123 RF부품 매출액 2016년 저점으로 회복 전망



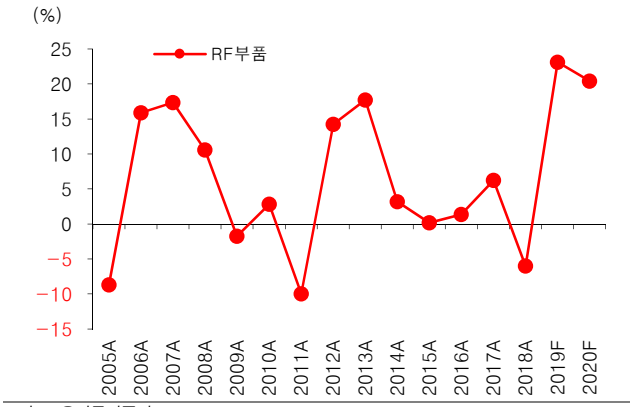
자료: 유진투자증권

도표 124 RF부품 영업이익



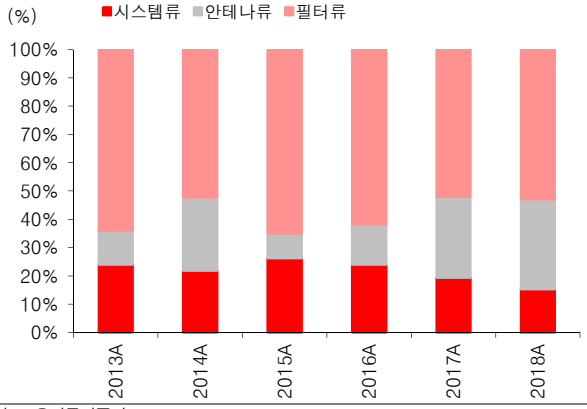
자료: 유진투자증권

도표 125 RF부품 영업이익률



자료: 유진투자증권

도표 126 안정적인 제품군 보유



자료: 유진투자증권

이동통신 기지국 RF부품의 강자

도표 127 사업 영역: RRH, Antenna, RRA(RRH + Antenna)



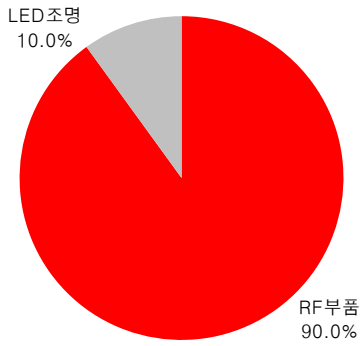
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 128 주요 연혁

연도	내용
1991.1.10	회사 설립, 코리아마이크로웨이브
1994.10.5	법인 전환
1996.5.23	사명 변경 (→케이엠더블유, KWM Inc.)
2000.3.17	코스닥시장 상장
2013.05	월드클래스 300기업 선정
2014.01	GigaTera EU, JAPAN 설립
2014.03	GigaTera MiddleEast 설립
2014.11	자회사 ㈜텔콘 코스닥 상장
2015.02	KMW Vietnam 설립
2015.04	GigaTera Turkey, India 설립
2016.03	텔콘 매각

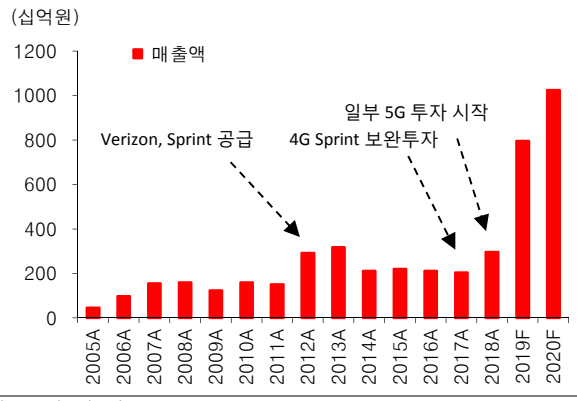
자료: 유진투자증권

도표 129 매출 비중 (2018년 기준)



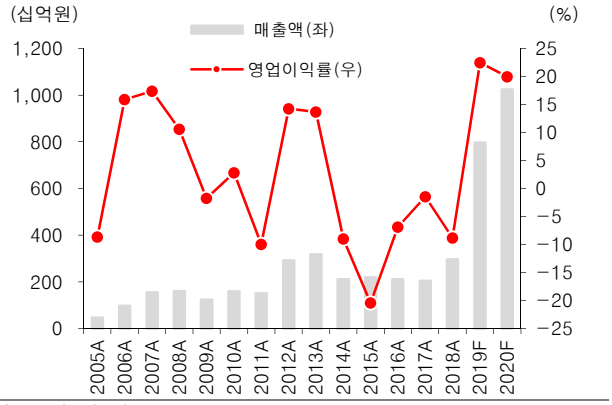
자료: 유진투자증권

도표 130 5G 투자로 실적 성장 전망



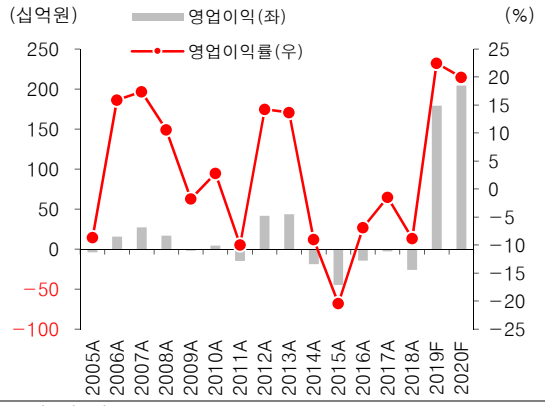
자료: 유진투자증권

도표 131 매출액 증가로 수익성 개선 전망



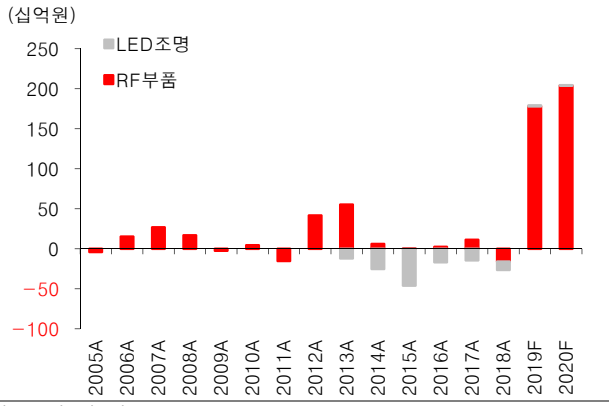
자료: 유진투자증권

도표 132 2019년부터 영업이익 흑자 전환 전망



자료: 유진투자증권

도표 133 RF부품, 꾸준한 수익 발생 전망



자료: 유진투자증권

케이엠더블유(032500.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**213.4**	**273.5**	**491.9**	**688.2**	**904.7**
유동자산	123.8	173.1	362.8	511.9	674.1
현금성자산	22.7	54.1	111.6	209.9	316.8
매출채권	45.0	62.9	171.6	206.8	245.1
재고자산	53.3	52.3	75.8	91.3	108.2
비유동자산	89.5	100.4	129.1	176.3	230.7
투자자산	11.8	9.3	9.8	10.2	10.6
유형자산	73.7	88.0	115.5	161.5	214.9
기타	4.0	3.1	3.8	4.6	5.2
부채총계	**162.1**	**187.3**	**237.9**	**265.4**	**295.4**
유동부채	140.8	163.0	212.3	239.1	268.3
매입채무	53.8	57.8	130.2	156.9	186.0
유동성이자부채	66.2	90.8	67.5	67.5	67.5
기타	20.9	14.4	14.5	14.7	14.8
비유동부채	21.3	24.3	25.6	26.3	27.0
비유동기타부채	7.9	1.1	7.9	7.9	7.9
기타	13.4	23.2	17.8	18.4	19.2
자본총계	**51.3**	**86.2**	**254.0**	**422.8**	**609.4**
지배지분	51.3	86.2	254.0	422.8	609.4
자본금	8.1	9.4	19.4	19.4	19.4
자본잉여금	58.8	117.1	122.0	122.0	122.0
이익잉여금	(10.1)	(41.4)	108.4	277.2	463.8
기타	(5.5)	1.1	4.2	4.2	4.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**51.3**	**86.2**	**254.0**	**422.8**	**609.4**
총차입금	74.1	91.9	75.4	75.4	75.4
순차입금	51.3	37.8	(36.2)	(134.5)	(241.4)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**203.7**	**296.3**	**798.1**	**1,025.0**	**1,239.3**
증가율(%)	(3.2)	45.4	169.4	28.4	20.9
매출원가	142.6	236.0	542.1	720.4	873.4
매출총이익	61.1	60.2	256.0	304.6	365.9
판매및 일반관리비	64.2	86.5	77.9	107.1	135.6
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**(3.0)**	**(26.2)**	**178.1**	**197.4**	**230.4**
증가율(%)	적지	적지	흑전	10.9	16.7
EBITDA	6.9	(16.6)	190.8	214.7	253.3
증가율(%)	2,599.5	적전	흑전	12.5	18.0
영업외손익	(4.5)	(3.5)	(2.8)	(19.7)	(23.0)
이자수익	0.1	0.3	1.1	1.6	1.9
이자비용	5.7	6.4	5.7	5.6	5.6
지분법손익	0.1	(0.7)	0.2	0.2	0.2
기타영업손익	0.9	3.3	1.6	(16.0)	(19.6)
세전순이익	(7.6)	(29.8)	175.3	177.7	207.3
증가율(%)	적지	적지	흑전	1.4	16.7
법인세비용	1.1	1.5	25.5	8.9	20.7
당기순이익	**(8.7)**	**(31.3)**	**149.8**	**168.8**	**186.6**
증가율 (%)	적전	적지	흑전	12.7	10.5
지배주주지분	(8.7)	(31.3)	149.8	168.8	186.6
증가율(%)	적전	적지	흑전	12.7	10.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	**(261)**	**(915)**	**3,764**	**4,241**	**4,688**
증가율 (%)	적전	적지	흑전	12.7	10.5
수정EPS	(261)	(915)	3,764	4,241	4,688
증가율 (%)	적전	적지	흑전	12.7	10.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**(7.9)**	**(37.4)**	**108.1**	**162.6**	**184.0**
당기순이익	(8.7)	(31.3)	149.8	168.8	186.6
자산상각비	10.0	9.6	12.7	17.2	23.0
기타비현금성손익	(0.1)	(2.7)	23.5	0.5	0.5
운전자본증감	(16.6)	(24.1)	(75.1)	(23.9)	(26.0)
매출채권감소(증가)	(17.3)	(15.8)	(109.5)	(35.2)	(38.3)
재고자산감소(증가)	(12.7)	0.9	(24.8)	(15.5)	(16.9)
매입채무증가(감소)	4.7	2.6	72.0	26.7	29.1
기타	8.7	(11.8)	(12.8)	0.1	0.1
투자활동현금흐름	**(0.5)**	**(21.9)**	**(38.7)**	**(64.2)**	**(77.1)**
단기투자자산감소	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)
설비투자	(5.9)	(20.9)	(36.7)	(61.5)	(74.4)
유형자산처분	6.6	0.5	0.4	0.0	0.0
무형자산처분	(1.0)	(0.9)	(2.2)	(2.5)	(2.5)
재무활동현금흐름	**7.2**	**90.1**	**(12.8)**	**0.0**	**0.0**
차입금증가	(1.3)	27.2	(7.2)	0.0	0.0
자본증가	7.7	53.8	2.7	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	**(1.6)**	**31.1**	**57.4**	**98.3**	**106.9**
기초현금	24.2	22.7	53.6	111.1	209.4
기말현금	22.7	53.8	111.1	209.4	316.3
Gross cash flow	15.6	(7.7)	186.0	186.5	210.1
Gross investment	16.9	45.8	113.8	88.1	103.1
Free cash flow	**(1.3)**	**(53.5)**	**72.2**	**98.4**	**106.9**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(261)	(915)	3,764	4,241	4,688
BPS	1,540	2,292	6,381	10,622	15,310
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	13.1	11.6	10.5
PBR	8.3	4.8	7.7	4.6	3.2
EV/ EBITDA	68.4	-	10.1	8.5	6.8
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	27.2	-	10.6	10.5	9.4
수익성 (%)					
영업이익율	(1.5)	(8.9)	22.3	19.3	18.6
EBITDA이익율	3.4	(5.6)	23.9	20.9	20.4
순이익율	(4.3)	(10.6)	18.8	16.5	15.1
ROE	(17.9)	(45.5)	88.1	49.9	36.2
ROIC	(2.2)	(17.6)	91.8	75.7	64.3
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	100.0	43.8	-	-	-
유동비율	88.0	106.2	170.9	214.1	251.2
이자보상배율	-	-	38.8	49.7	63.4
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	1.2	2.1	1.7	1.6
매출채권회전율	4.8	5.5	6.8	5.4	5.5
재고자산회전율	4.3	5.6	12.5	12.3	12.4
매입채무회전율	3.8	5.3	8.5	7.1	7.2

자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

에이스테크(088800.KQ)

스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

2020년 해외진출 본격화와 수익성 개선 기대

NR

현재주가(11/11) 6,900원

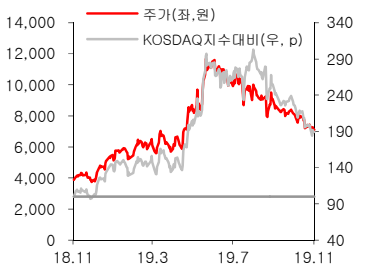
Key Data (기준일: 2019.11.11)

KOSPI(pt)	2,124
KOSDAQ(pt)	661
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	268
52주 최고/최저(원)	12,200 / 3,745
52주 일간 Beta	-0.60
발행주식수(천주)	38,858
평균거래량(3M,천주)	1,272
평균거래대금(3M,백만원)	10,675
배당수익률(19F, %)	-
외국인 지분율(%)	2.9
주요주주 지분율(%)	
구관영 외 7인	23.5
토러스투자자문 외 3인	6.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.2	-30.0	-15.9	77.8
KOSPI 대비상대수익률	-17.7	-42.1	-7.4	81.6

Company vs KOSPI composite



■ 2020년 투자포인트

1) 국내에 이어 해외 5G 투자 본격화로 인한 실적 성장세 확대 예상: ① 국내 통신3사의 2019년 본격적인 5G 투자 확대로 인한 기지국안테나 및 RF필터 관련 매출이 지난해 4분기부터 점차 확대되고 있어 매출 성장은 물론 수익성 개선에 기여함. ② 2020년에는 미국, 일본, 중국 등을 중심으로 5G 투자 확대시 삼성전자 및 에릭슨을 통한 RF필터의 공급이 급속히 확대될 것으로 예상됨

2) 기지국 안테나 사업 고객확대와 함께 큰 폭의 매출 성장 전망: ① 국내 이동통신사 3사에 공급이 지난해 10월부터 국내 기지국 안테나 공급 시작하여 확대가 진행 중. ② 인도 지오(릴라이언스 자회사)내 점유율 42%로 2014년부터 공급 시작. 2018년 매출액은 약 1,300억원으로 2019년에도 전년수준 유지 전망. 2020년이후 5G 투자시에도 공급 기대. ③ 미국 AT&T는 삼성전자를 통해 5G 관련 통합형에 공급하고 있으며, 2020년에는 분리형 중심으로 공급이 예상됨. 2019년에 기지국 안테나가 전년대비 약 44.3% 성장하며 동사의 실적 성장 견인할 것으로 전망되고 있는 가운데 2020년에도 성장을 견인할 것으로 예상함

3) RF필터 사업은 삼성전자와 에릭슨을 중심으로 성장 전망: ① 삼성전자를 통해 지오(Jio), Verizon, AT&T, Sprint, KDDI 등에 기존 4G 부품은 물론 5G 부품 공급을 확대할 예정임. ② 에릭슨을 통해 미국 AT&T, Verizon, T-Mobile 등은 물론 중국 통신 3사를 비롯, Singtel, Vodafone, DT 등에 공급을 지속 확대할 전망. 삼성전자와 에릭슨의 세계시장점유율 확대로 지속 성장 전망

■ 2020년 전망: 국내 삼성전자는 물론 해외 에릭슨의 시장확대와 성장 기대

당사추정 2020년 예상실적(연결기준)은 매출액 5,151억원, 영업이익 412억원 예상. 전년동기대비 매출액은 17.1% 증가하고, 영업이익은 24.0% 증가할 것으로 전망함

■ 2020년 기준 PER 9.2배 수준, 동종업계 대비 소폭 할증되어 거래 중

현재주가는 당사추정 2020년 예상 EPS 기준(752원) PER은 9.2배 수준으로 국내 유사업체 평균 PER 7.5배 대비 소폭 할증되어 거래 중

Financial Data (연결기준)

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	351.6	377.3	440.1	515.1	600.2
영업이익(십억원)	(14.5)	13.2	33.2	41.2	47.2
세전계속사업손익(십억원)	(55.5)	1.8	21.9	30.5	36.4
당기순이익(십억원)	(55.6)	1.2	23.4	28.9	32.7
EPS(원)	(1,928)	96	649	752	851
EPS 증감률(%)	적지	흑전	574.5	15.8	13.1
PER(배)	-	53.0	10.6	9.2	8.1
ROE(%)	(61.2)	4.4	23.5	21.3	19.6
PBR(배)	2.3	2.2	2.2	1.8	1.4

자료: 유진투자증권

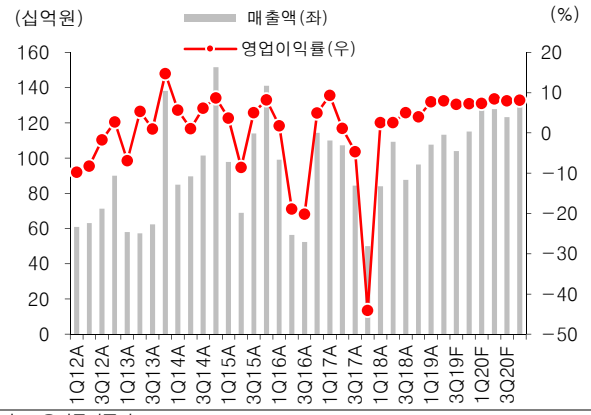
실적 전망 및 Valuation

도표 134 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	**83.9**	**109.2**	**87.7**	**96.4**	**107.7**	**113.3**	**104.1**	**115.0**	**127.6**	**127.9**	**123.2**	**136.4**
매출액 증가율(%)	*-23.6*	*1.8*	*3.9*	*92.9*	*28.3*	*3.7*	*18.6*	*19.3*	*18.5*	*12.9*	*18.4*	*18.6*
사업별 매출												
RF부품(필터)	31.7	66.3	37.5	43.1	46.2	67.6	41.2	47.4	55.5	74.4	49.5	56.9
기지국안테나	41.2	30.6	37.9	44.7	50.0	31.9	49.2	58.1	59.0	37.6	58.1	68.5
RRH	1.1	2.2	2.1	0.3	2.2	1.5	2.4	0.3	2.5	1.7	2.7	0.4
모바일안테나	6.5	5.1	5.9	3.7	4.8	7.8	6.5	4.0	5.6	8.9	7.5	4.7
차량용안테나	3.4	5.0	4.3	4.7	4.5	4.6	4.7	5.2	5.2	5.2	5.4	6.0
매출비중(%)												
RF부품(필터)	37.8	60.7	42.7	44.7	42.9	59.7	39.6	41.2	43.4	58.2	40.2	41.7
기지국안테나	49.1	28.0	43.2	46.3	46.4	28.1	47.3	50.5	46.2	29.4	47.2	50.3
RRH	1.3	2.0	2.4	0.3	2.0	1.3	2.3	0.3	2.0	1.3	2.2	0.3
모바일안테나	7.8	4.7	6.8	3.8	4.5	6.9	6.3	3.5	4.4	7.0	6.1	3.4
차량용안테나	4.1	4.6	4.9	4.9	4.2	4.0	4.5	4.5	4.1	4.1	4.4	4.4
수익												
매출원가	64.9	88.6	63.9	71.4	78.8	82.2	76.3	82.5	91.3	90.8	87.0	95.8
매출총이익	19.1	20.6	23.8	25.0	28.9	31.0	27.8	32.5	36.4	37.1	36.2	40.6
판매관리비	16.9	17.8	19.4	21.2	20.5	22.0	20.4	24.1	27.0	26.2	26.4	29.5
영업이익	**2.1**	**2.8**	**4.4**	**3.8**	**8.4**	**9.1**	**7.4**	**8.4**	**9.3**	**10.8**	**9.9**	**11.1**
세전이익	**0.2**	**2.7**	**0.7**	**-1.9**	**1.8**	**6.7**	**6.3**	**7.1**	**6.9**	**8.0**	**7.3**	**8.2**
당기순이익	**0.2**	**2.8**	**0.3**	**-2.1**	**1.8**	**8.2**	**6.3**	**7.1**	**6.6**	**7.6**	**6.9**	**7.8**
지배기업 당기순이익	**0.5**	**3.2**	**0.7**	**-1.2**	**1.8**	**8.3**	**6.4**	**7.2**	**6.6**	**7.7**	**7.0**	**7.9**
이익률(%)												
매출원가율	77.3	81.1	72.9	74.1	73.2	72.6	73.3	71.7	71.5	71.0	70.6	70.2
매출총이익률	22.7	18.9	27.1	25.9	26.8	27.4	26.7	28.3	28.5	29.0	29.4	29.8
판매관리비율	20.1	16.3	22.1	21.9	19.0	19.4	19.6	21.0	21.2	20.5	21.4	21.6
(영업이익률)	2.6	2.6	5.0	4.0	7.8	8.0	7.1	7.3	7.3	8.5	8.0	8.2
(경상이익률)	0.3	2.5	0.8	-2.0	1.6	5.9	6.0	6.2	5.4	6.3	5.9	6.0
(당기순이익률)	0.2	2.6	0.4	-2.2	1.7	7.2	6.0	6.2	5.1	6.0	5.6	5.7
(지배주주당기순이익률)	0.6	2.9	0.8	-1.3	1.7	7.3	6.1	6.2	5.2	6.0	5.7	5.8

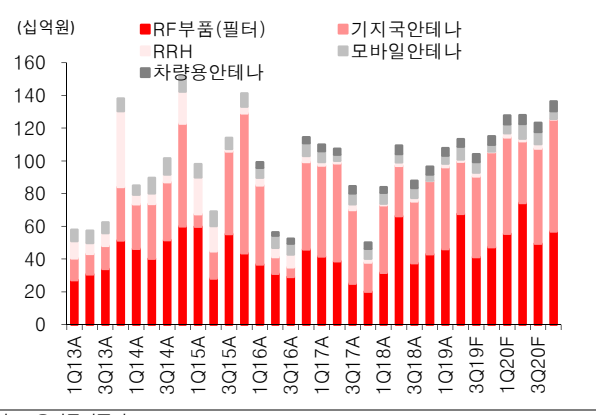
자료: 유진투자증권

도표 135 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 136 사업별 매출 추이 및 전망 (분기별)



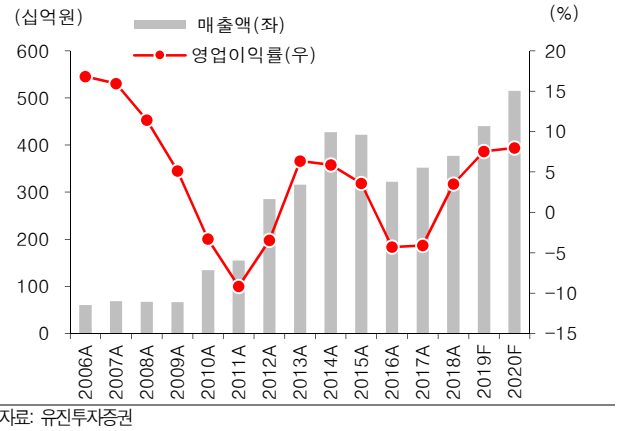
자료: 유진투자증권

도표 137 연간 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	**66.9**	**134.5**	**154.6**	**285.3**	**315.6**	**427.5**	**421.9**	**322.1**	**351.6**	**377.3**	**440.1**	**515.1**
매출액 증가율(%)	*-0.6*	*100.9*	*15.0*	*84.5*	*10.6*	*35.5*	*-1.3*	*-23.7*	*9.2*	*7.3*	*16.6*	*17.1*
사업별 매출												
RF부품(필터)				181.8	143.2	198.1	187.1	142.9	125.4	178.6	202.5	236.2
기지국안테나				66.7	72.6	158.9	159.7	117.6	178.2	154.4	189.2	223.2
RRH				24.1	71.4	36.7	43.7	22.1	9.6	5.7	6.3	7.3
모바일안테나				12.8	28.5	33.8	31.3	28.0	23.1	21.3	23.2	26.6
차량용안테나				0.0	0.0	0.0	0.0	11.5	15.3	17.4	18.9	21.8
매출비중(%)												
RF부품(필터)				63.7	45.4	46.3	44.4	44.4	35.7	47.3	46.0	45.9
기지국안테나				23.4	23.0	37.2	37.9	36.5	50.7	40.9	43.0	43.3
RRH				8.4	22.6	8.6	10.4	6.9	2.7	1.5	1.4	1.4
모바일안테나				4.5	9.0	7.9	7.4	8.7	6.6	5.6	5.3	5.2
차량용안테나				0.0	0.0	0.0	0.0	3.6	4.3	4.6	4.3	4.2
수익												
매출원가	53.8	116.8	141.9	230.8	243.2	339.3	339.6	270.1	289.6	288.9	319.8	364.8
매출총이익	13.1	17.7	12.7	54.5	72.4	88.2	82.3	52.0	62.1	88.4	120.2	150.3
판매관리비	9.7	22.1	26.9	64.4	52.4	63.1	67.2	65.8	76.5	75.2	87.0	109.1
영업이익	**3.4**	**-4.5**	**-14.2**	**-9.8**	**20.0**	**25.1**	**15.1**	**-13.8**	**-14.5**	**13.2**	**33.2**	**41.2**
세전이익	**1.3**	**6.4**	**16.4**	**-21.3**	**11.9**	**17.6**	**10.8**	**-33.6**	**-55.5**	**1.8**	**21.9**	**30.5**
당기순이익	**4.5**	**9.5**	**21.7**	**-21.4**	**10.4**	**12.2**	**10.8**	**-32.2**	**-55.6**	**1.2**	**23.4**	**28.9**
지배기업 당기순이익	**0.0**	**9.7**	**22.6**	**-22.2**	**10.1**	**11.6**	**10.0**	**-32.3**	**-54.7**	**3.1**	**23.6**	**29.5**
이익률(%)												
매출원가율	80.4	86.8	91.8	80.9	77.0	79.4	80.5	83.8	82.4	76.6	72.7	70.8
매출총이익률	19.6	13.2	8.2	19.1	23.0	20.6	19.5	16.2	17.6	23.4	27.3	29.2
판매관리비율	14.5	16.5	17.4	22.6	16.6	14.8	15.9	20.4	21.8	19.9	19.8	21.2
(영업이익률)	5.1	-3.3	-9.2	-3.4	6.4	5.9	3.6	-4.3	-4.1	3.5	7.5	8.0
(경상이익률)	1.9	4.7	10.6	-7.5	3.8	4.1	2.6	-10.4	-15.8	0.5	5.0	5.9
(당기순이익률)	6.7	7.1	14.0	-7.5	3.3	2.8	2.6	-10.0	-15.8	0.3	5.3	5.6
(지배주주당기순이익률)	0.0	7.2	14.6	-7.8	3.2	2.7	2.4	-10.0	-15.6	0.8	5.4	5.7

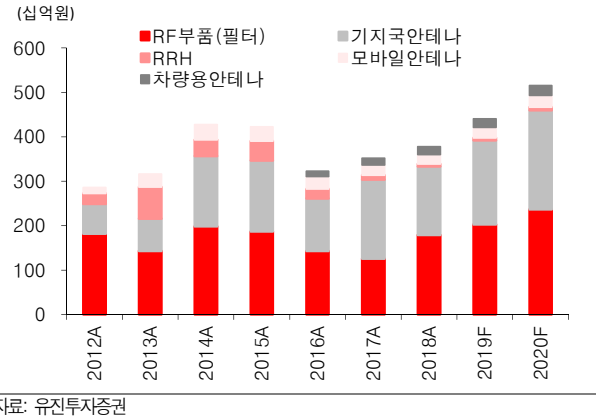
자료: 유진투자증권

도표 138 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 139 사업별 매출 추이 및 전망 (연간)



자료: 유진투자증권

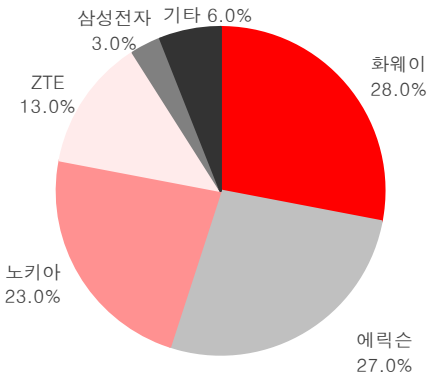
도표 140 Peer Valuation 비교

		평균	케이엠더블유	서진시스템	오이솔루션	다산네트웍스	에치에프알
2019-11-11			49,750	26,050	48,200	8,000	21,300
시가총액(십억원)			1,980.2	471.5	382.8	252.2	255.2
PER(배)							
	FY17A	71.4	-	31.9	-	-	110.8
	FY18A	27.6	-	4.2	50.9	-	-
	FY19F	**11.2**	**13.0**	**6.9**	**7.8**	**12.6**	**15.5**
	FY20F	**7.5**	**9.3**	**5.8**	**6.7**	**7.9**	**7.8**
PBR(배)							
	FY17A	2.6	7.8	1.8	1.3	1.2	1.1
	FY18A	2.3	4.8	1.4	1.9	1.5	1.7
	FY19F	**3.4**	**8.0**	**1.7**	**3.3**	**1.5**	**2.7**
	FY20F	**2.2**	**4.3**	**1.3**	**2.2**	**1.3**	**2.0**
매출액(십억원)							
	FY17A		203.7	237.9	76.6	306.8	0.0
	FY18A		296.3	324.6	81.5	356.9	135.0
	FY19F		769.6	465.4	219.8	477.2	193.8
	FY20F		1,148.8	609.2	272.3	552.3	292.0
영업이익(십억원)							
	FY17A		-3.0	17.8	-1.9	0.2	0.0
	FY18A		-26.2	36.9	0.2	10.2	2.9
	FY19F		183.7	71.4	60.9	22.6	19.2
	FY20F		262.0	89.6	71.7	39.3	39.8
영업이익률(%)							
	FY17A		-1.5	7.5	-2.5	0.1	-
	FY18A		-8.9	11.4	0.3	2.9	2.1
	FY19F		23.9	15.4	27.7	4.7	9.9
	FY20F		22.8	14.7	26.3	7.1	13.6
순이익(십억원)							
	FY17A		-8.7	5.4	-1.8	-1.6	0.1
	FY18A		-31.3	30.1	2.6	-26.1	-0.9
	FY19F		146.4	68.4	49.2	19.6	17.2
	FY20F		207.7	81.1	24.7	33.0	34.0
EV/EBITDA(배)							
	FY17A		65.1	9.2	32.6	31.1	-
	FY18A		-	7.4	26.7	16.7	18.4
	FY19F		10.4	6.0	5.7	10.5	10.7
	FY20F		7.4	4.9	4.8	7.0	5.6
ROE(%)							
	FY17A		-17.9	6.6	-2.9	-1.3	1.0
	FY18A		-45.5	19.3	3.8	-20.0	-2.0
	FY19F		89.8	27.5	53.3	13.5	19.3
	FY20F		60.2	25.4	39.5	17.5	29.6

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2019.11.11 종가기준, 컨센서스 기준
케이엠더블유는 무상증자 (1주당 1주 배정, 총 18,810,000주, 5월 31일 신주 상장 예정) 반영

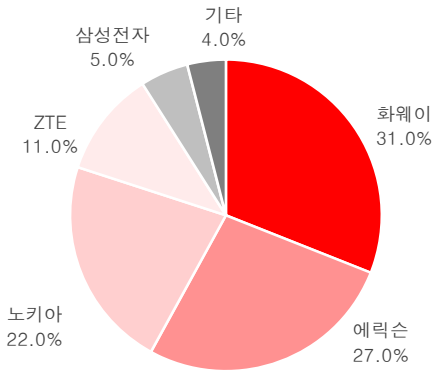
2020년 5G 투자 확대로 실적 성장 지속 전망

도표 141 세계 통신장비시장 점유율(2017년 기준)



자료: IHS Market, 유진투자증권

도표 142 세계 통신장비시장 점유율(2018년 기준)



자료: IHS Market, 유진투자증권

도표 143 글로벌 기지국 안테나 시장 점유율 순위

2016 Rank	Vendor	2017 Rank	Vendor
1	Huawei Technologies	1	Huawei Technologies
2	Comba Telecom	2	Comba Telecom
3	Commscope	3	Commscope
4	Mobi Antenna Technologies	4	Mobi Antenna Technologies
5	Kathrein	**5**	**Ace Technologies**
6	Tongyu Communications	6	Tongyu Communications
7	**Ace Technologies**	7	Kathrein
⋮		⋮	
16	Gamma Nu	16	Gamma Nu
17	KMW	17	KMW

자료: EJL Wireless Research, 유진투자증권

도표 144 글로벌 기지국 필터 시장 점유율 순위

2016 Rank	Vendor	2017 Rank	Vendor
1	Wuhan Fingu Electronoic Technology	1	Grentech
2	Tatfook	**2**	**Ace Technologies**
3	Mitech	3	Tatfook
4	Grentech	4	Mitech
5	**Ace Technologies**	5	Wuhan Fingu Electronoic Technology
6	Mobi Antenna Technologies	6	Mobi Antenna Technologies
7~	KMW,DSBJ,Weitong, etc	7~	KMW,DSBJ,Weitong, etc

자료: Ericsson, 에이스테크, 유진투자증권

에이스테크(088800.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**373.5**	**432.1**	**423.3**	**480.6**	**544.1**
유동자산	204.4	258.7	287.4	333.6	382.7
현금성자산	26.8	13.8	74.1	83.4	90.9
매출채권	102.7	143.3	128.9	152.8	179.9
재고자산	65.1	83.6	68.2	80.8	95.2
비유동자산	169.1	173.4	135.9	147.0	161.4
투자자산	42.0	38.8	27.0	28.1	29.2
유형자산	111.5	121.5	98.8	111.0	125.7
기타	15.5	13.1	10.0	7.9	6.4
부채총계	**306.4**	**351.2**	**299.4**	**327.5**	**357.9**
유동부채	276.0	293.0	284.7	312.5	342.7
매입채무	74.1	128.3	95.1	112.7	132.8
유동성이자부채	195.7	141.6	172.3	182.3	192.3
기타	6.2	23.1	17.3	17.5	17.7
비유동부채	30.4	58.2	14.7	15.0	15.2
비유동기타부채	25.5	51.5	9.3	9.3	9.3
기타	4.9	6.7	5.4	5.7	5.9
자본총계	**67.1**	**80.9**	**123.8**	**153.1**	**186.1**
지배지분	62.3	78.2	122.6	151.9	184.9
자본금	14.7	17.1	19.4	19.4	19.4
자본잉여금	100.8	113.8	128.5	128.5	128.5
이익잉여금	(51.2)	(51.0)	(27.4)	1.8	34.9
기타	(2.0)	(1.7)	2.1	2.1	2.1
비지배지분	4.8	2.8	1.2	1.2	1.2
자본총계	**67.1**	**80.9**	**123.8**	**153.1**	**186.1**
총차입금	221.3	193.1	181.6	191.6	201.6
순차입금	194.4	179.2	107.5	108.2	110.7

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**351.6**	**377.3**	**440.1**	**515.1**	**600.2**
증가율(%)	9.2	7.3	16.6	17.1	16.5
매출원가	289.6	288.9	319.8	364.8	413.7
매출총이익	62.1	88.4	120.2	150.3	186.5
판매 및 일반관리비	76.5	75.2	87.0	109.1	139.3
기타영업손익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	**(14.5)**	**13.2**	**33.2**	**41.2**	**47.2**
증가율(%)	적지	흑전	151.8	24.0	14.8
EBITDA	8.2	31.5	50.0	57.4	64.5
증가율(%)	10.5	283.0	58.8	14.8	12.3
영업외손익	(41.0)	(11.4)	(11.3)	(10.7)	(10.9)
이자수익	0.2	0.2	0.0	0.0	0.1
이자비용	10.0	10.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.9)	(1.8)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
기타영업손익	(30.4)	1.0	(10.6)	(10.1)	(10.2)
세전순이익	(55.5)	1.8	21.9	30.5	36.4
증가율(%)	적지	흑전	1,123.9	39.4	19.4
법인세비용	0.1	0.6	(1.5)	1.5	3.6
당기순이익	**(55.6)**	**1.2**	**23.4**	**28.9**	**32.7**
증가율 (%)	적지	흑전	1,792.1	23.9	13.1
지배주주지분	(54.7)	3.1	23.6	29.2	33.1
증가율(%)	적지	흑전	663.5	23.9	13.1
비지배지분	(0.9)	(1.9)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
EPS	**(1,928)**	**96**	**649**	**752**	**851**
증가율 (%)	적지	흑전	574.5	15.8	13.1
수정EPS	(1,928)	96	649	752	851
증가율 (%)	적지	흑전	574.5	15.8	13.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**(22.8)**	**76.6**	**31.7**	**27.4**	**29.7**
당기순이익	(55.5)	1.8	21.9	28.9	32.7
자산상각비	22.7	18.3	16.8	16.2	17.2
기타비현금성손익	3.2	0.4	12.1	1.2	1.3
운전자본증감	(26.1)	46.4	(12.5)	(18.9)	(21.5)
매출채권감소(증가)	5.1	13.7	(2.2)	(23.9)	(27.1)
재고자산감소(증가)	(17.2)	(19.5)	15.6	(12.7)	(14.4)
매입채무증가(감소)	(12.8)	52.1	(29.1)	17.7	20.0
기타	(1.1)	0.1	3.3	0.0	0.0
투자활동현금흐름	**(26.5)**	**(68.4)**	**43.9**	**(28.4)**	**(32.6)**
단기투자자산감소	(7.6)	(57.5)	24.7	(0.4)	(0.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.6)	(1.1)	(1.1)
설비투자	(15.8)	(18.4)	(24.0)	(25.1)	(29.3)
유형자산처분	2.8	3.5	52.9	0.0	0.0
무형자산처분	(2.8)	(2.8)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
재무활동현금흐름	**28.9**	**(12.0)**	**(21.9)**	**10.0**	**10.0**
차입금증가	29.5	(12.0)	(22.0)	10.0	10.0
자본증가	(0.6)	0.0	0.1	0.0	0.0
배당금지급	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	**(20.2)**	**(5.1)**	**53.8**	**9.0**	**7.1**
기초현금	36.4	16.1	11.0	64.8	73.8
기말현금	16.1	11.0	64.8	73.8	80.9
Gross cash flow	12.0	40.8	50.8	46.4	51.2
Gross investment	45.0	(35.5)	(6.6)	47.0	53.7
Free cash flow	**(33.0)**	**76.3**	**57.4**	**(0.6)**	**(2.5)**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(1,928)	96	649	752	851
BPS	2,135	2,291	3,156	3,908	4,759
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	53.0	10.6	9.2	8.1
PBR	2.3	2.2	2.2	1.8	1.4
EV/ EBITDA	41.2	11.2	7.5	6.6	5.9
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	11.6	4.0	4.9	5.8	5.2
수익성 (%)					
영업이익율	(4.1)	3.5	7.5	8.0	7.9
EBITDA이익율	2.3	8.3	11.4	11.1	10.7
순이익율	(15.8)	0.3	5.3	5.6	5.5
ROE	(61.2)	4.4	23.5	21.3	19.6
ROIC	(4.0)	3.6	10.2	16.6	15.8
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	289.9	221.5	86.8	70.7	59.5
유동비율	74.1	88.3	101.0	106.7	111.7
이자보상배율	(1.4)	1.2	-	-	-
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
매출채권회전율	3.3	3.1	3.2	3.7	3.6
재고자산회전율	5.6	5.1	5.8	6.9	6.8
매입채무회전율	4.1	3.7	3.9	5.0	4.9

RFHIC(218410.KQ)

스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

중국 5G 투자 본격화로 2020년 본격 성장 기대

NR

현재주가(11/11) 35,250원

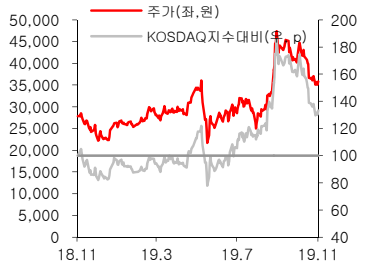
Key Data (기준일: 2019.11.11)

KOSPI(pt)	2,124
KOSDAQ(pt)	661
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	837
52주 최고/최저(원)	48,600 / 20,700
52주 일간 Beta	0.79
발행주식수(천주)	23,742
평균거래량(3M,천주)	833
평균거래대금(3M,백만원)	33,323
배당수익률(19F, %)	0.6
외국인 지분율(%)	9.5
주요주주 지분율(%)	
조덕수 외 9인	38.0
국민연금공단	6.5

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.1	23.9	2.5	26.8
KOSPI 대비상대수익률	-25.6	11.8	10.9	30.6

Company vs KOSPI composite



■ 2020년 투자포인트

1) 중국 11월 5G 상용화 서비스 개시로 화웨이 물량 확대 전망: 중국의 5G 상용화서비스는 2020년에 동사의 실적 성장에 긍정적으로 반영될 것으로 전망함. 그 이유는 중국 최대 통신장비업체인 화웨이(시장점유율 46.0%)향 매출비중이 지난해 기준으로 48.6%를 차지하고 있기 때문임. 현재는 4G용 제품을 공급하고 있지만 올해 11월 중국이 5G 상용화를 시작하였기 때문에 빠르면 올해 말, 늦어도 내년 상반기에 5G용 GaN 트랜지스터 매출이 본격적으로 발생할 것으로 예상됨. 동사의 매출 시기가 다소 늦어지고 있는 것은 5G 상용화 초기물량을 일본업체인 쓰미토모에서 공급할 것으로 예상되고 있기 때문임. 5G 상용화가 본격화되는 2020년에는 공급업체 이원화가 진행되면서 동사의 제품이 본격적으로 공급이 진행될 것으로 예상함

2) 국내 28GHz 5G 서비스 원년 이후 글로벌로 상용화 확대 수혜: 국내에서 28GHz 5G 서비스 사용화가 2020년에는 본격적으로 진행이 될 것으로 예상되고 있는 가운데, 미국, 중국 등의 고주파수 대역 5G 서비스도 점차 확대될 것으로 예상되어 동사의 GaN 트랜지스터 매출이 실적성장에 기여할 것으로 전망함. ① 동사는 GaN 트랜지스터 매출비중이 71.3%(2018년 기준)를 차지하고 있는 가운데, ② 글로벌 통신장비 1~4위 기업과 거래를 하고 있고, ③ GaN 트랜지스터가 5G 통신장비에 필수 부품으로 부각되고 있기 때문임

■ 2020년 전망: 중국 화웨이 매출 재성장 및 삼성전자 해외 진출 수혜 기대

당사추정 2020년 예상실적(연결기준)은 매출액 2,447억원, 영업이익 608억원 전망. 전년대비 매출액은 121.4% 증가하고, 영업이익은 175.6% 증가할 것으로 예상함. 이는 중국 화웨이 매출 본격화 및 삼성전자 공급을 예상하기 때문

■ 2020년 기준 PER 14.3배 수준, 동종업계 대비 할증되어 거래 중

현재주가는 당사추정 2020년 예상실적 기준(EPS 2,458원) PER 14.3배로 국내 유사업체 평균 PER 7.7배 대비 할증되어 거래 중임

Financial Data (연결기준)

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	62.1	108.1	110.5	244.7	302.1
영업이익(십억원)	8.1	26.7	22.1	60.8	78.4
세전계속사업손익(십억원)	6.6	27.2	23.7	63.0	81.1
당기순이익(십억원)	6.1	25.4	22.0	57.6	73.2
EPS(원)	770	1,081	938	2,458	3,121
EPS 증감률(%)	(81)	41	(13)	162	27
PER(배)	21.8	22.7	37.6	14.3	11.3
ROE(%)	5.4	17.2	12.5	26.5	26.3
PBR(배)	3.0	3.5	4.3	3.4	2.6

자료: 유진투자증권

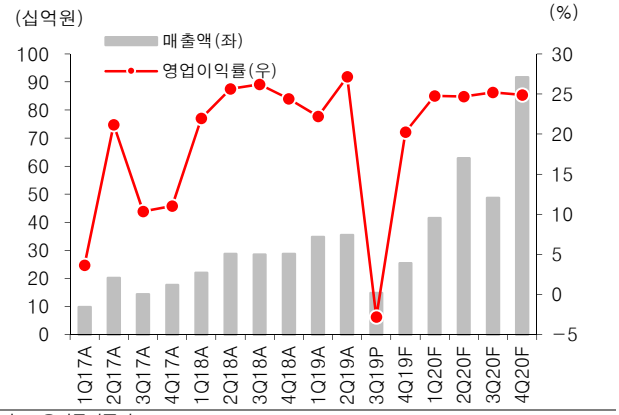
실적 전망

도표 145 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원,%)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	**22.1**	**28.7**	**28.6**	**28.8**	**34.8**	**35.4**	**14.9**	**25.4**	**41.5**	**62.9**	**48.7**	**91.7**
증가율(%,yoy)	125.6	42.2	98.8	62.4	57.7	23.4	-47.9	-11.7	19.2	77.4	227.3	260.8
제품별 매출액(십억원)												
GaN 트랜지스터	18.1	20.0	19.8	19.3	21.1	23.8	9.4	17.5	30.0	51.8	39.3	77.2
GaN 전력증폭기	3.4	7.6	8.1	7.6	13.1	10.9	4.1	5.3	10.7	10.3	7.7	11.5
GaAs MMIC	0.5	0.8	0.5	0.7	0.5	0.5	0.8	0.9	0.5	0.5	0.8	0.9
기타 상품	0.1	0.4	0.2	1.2	0.2	0.2	0.5	1.6	0.2	0.3	0.8	2.0
제품별 매출비중 (%)												
GaN 트랜지스터	81.9	69.5	69.4	67.0	60.5	67.3	63.1	69.0	72.3	82.3	80.9	84.3
GaN 전력증폭기	15.2	26.5	28.2	26.5	37.6	30.7	27.9	20.9	25.8	16.4	15.9	12.5
GaAs MMIC	2.3	2.6	1.6	2.3	1.3	1.4	5.4	3.6	1.3	0.7	1.6	1.0
기타 상품	0.7	1.4	0.8	4.2	0.5	0.7	3.6	6.4	0.6	0.5	1.6	2.2
수익												
매출원가	12.9	16.7	16.3	15.5	22.2	21.0	10.4	15.2	24.5	37.7	28.8	54.2
매출총이익	9.2	12.0	12.2	13.2	12.6	14.4	4.4	10.2	17.0	25.2	19.9	37.5
판매관리비	4.3	4.7	4.8	6.2	4.8	4.8	4.8	5.1	6.7	9.7	7.6	14.7
영업이익	**4.8**	**7.4**	**7.5**	**7.0**	**7.7**	**9.6**	**-0.4**	**5.1**	**10.3**	**15.5**	**12.3**	**22.8**
세전이익	**5.4**	**7.3**	**7.3**	**7.2**	**8.1**	**10.1**	**0.3**	**5.3**	**10.6**	**16.1**	**12.7**	**23.6**
당기순이익	**4.8**	**6.4**	**6.4**	**7.8**	**7.4**	**9.1**	**0.7**	**4.8**	**9.7**	**14.6**	**11.6**	**21.7**
지배기업 순이익	**4.7**	**6.2**	**6.2**	**7.0**	**7.5**	**8.7**	**0.7**	**4.8**	**9.7**	**14.6**	**11.6**	**21.7**
이익률(%)												
매출원가율	58.4	58.1	57.1	54.0	63.9	59.3	70.2	59.7	59.0	59.9	59.1	59.1
매출총이익률	41.6	41.9	42.9	46.0	36.1	40.7	29.8	40.3	41.0	40.1	40.9	40.9
판매관리비율	19.6	16.2	16.7	21.6	13.9	13.6	32.6	20.1	16.3	15.4	15.7	16.0
영업이익률	22.0	25.7	26.2	24.4	22.2	27.2	-2.8	20.3	24.8	24.7	25.2	24.9
세전이익률	24.3	25.5	25.4	25.2	23.2	28.4	2.2	20.7	25.7	25.6	26.1	25.7
당기순이익률	21.6	22.4	22.4	27.2	21.3	25.6	4.7	19.0	23.4	23.2	23.9	23.6
지배기업 순이익률	21.1	21.6	21.8	24.3	21.5	24.6	4.9	19.0	23.4	23.2	23.9	23.6

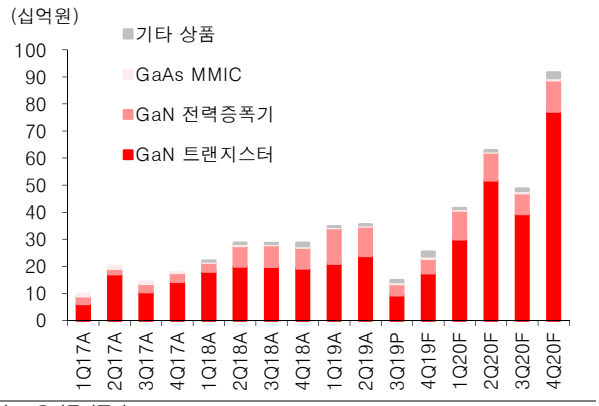
자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 146 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 147 제품별 매출 추이 및 전망 (분기별)



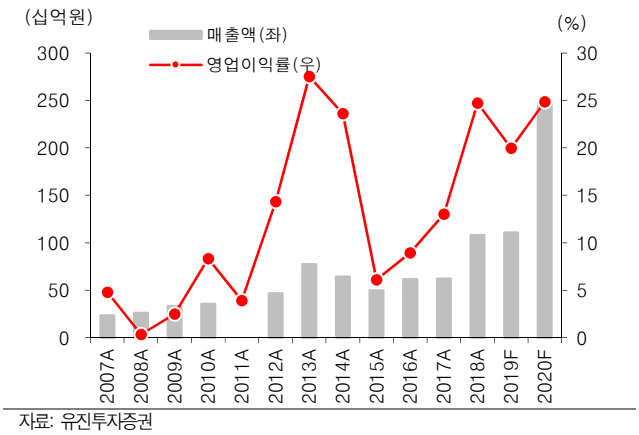
자료: 유진투자증권

도표 148 연간 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원,%)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	**46.5**	**77.2**	**64.2**	**49.7**	**61.2**	**62.1**	**108.1**	**110.5**	**244.7**
증가율(%,yoy)	*31.3*	*66.1*	*-16.8*	*-22.6*	*23.2*	*1.3*	*74.2*	*2.2*	*121.4*
제품별 매출액(십억원)									
GaN 트랜지스터			28.5	25.8	47.7	48.1	77.1	71.8	198.3
GaN 전력증폭기			27.9	18.6	9.2	11.1	26.6	33.4	40.2
GaAs MMIC			5.1	4.3	3.8	1.8	2.4	2.7	2.7
기타 상품			2.7	1.0	0.5	1.0	2.0	2.6	3.4
제품별 매출비중 (%)									
GaN 트랜지스터			44.5	52.0	77.9	77.5	71.3	65.0	81.1
GaN 전력증폭기			43.4	37.4	15.1	18.0	24.6	30.2	16.5
GaAs MMIC			7.9	8.6	6.2	2.9	2.2	2.4	1.1
기타 상품			4.2	2.1	0.8	1.6	1.8	2.4	1.4
수익									
매출원가	32.2	44.7	37.0	33.5	40.2	41.0	61.4	68.8	145.1
매출총이익	14.3	32.5	27.2	16.2	21.1	21.0	46.7	41.7	99.6
판매관리비	7.6	11.2	12.1	13.2	15.6	12.9	20.0	19.6	38.7
영업이익	**6.7**	**21.3**	**15.1**	**3.0**	**5.5**	**8.1**	**26.7**	**22.1**	**60.8**
세전이익	**6.6**	**22.0**	**15.8**	**4.6**	**5.8**	**6.6**	**27.2**	**23.7**	**63.0**
당기순이익	**6.4**	**18.0**	**13.1**	**4.5**	**5.6**	**6.1**	**25.4**	**22.0**	**57.6**
지배기업 순이익	**-**	**18.0**	**13.1**	**4.5**	**5.6**	**6.1**	**24.1**	**21.8**	**57.6**
이익률(%)									
매출원가율	69.3	57.9	57.6	67.4	65.6	66.1	56.8	62.3	59.3
매출총이익률	30.7	42.1	42.4	32.6	34.4	33.9	43.2	37.7	40.7
판매관리비율	16.3	14.6	18.8	26.5	25.5	20.8	18.5	17.7	15.8
영업이익률	14.3	27.5	23.6	6.1	8.9	13.0	24.7	20.0	24.9
세전이익률	14.2	28.5	24.6	9.2	9.5	10.6	25.1	21.5	25.7
당기순이익률	13.7	23.3	20.5	9.0	9.1	9.9	23.5	19.9	23.5
지배기업 순이익률	-	23.3	20.5	9.0	9.1	9.9	22.3	19.7	23.5

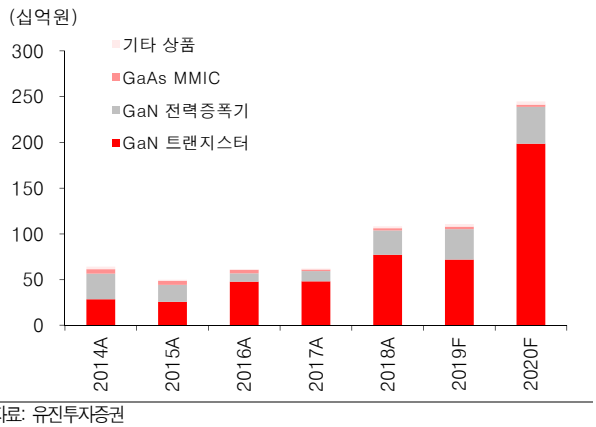
자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 149 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 150 제품별 매출 추이 및 전망 (연간)



자료: 유진투자증권

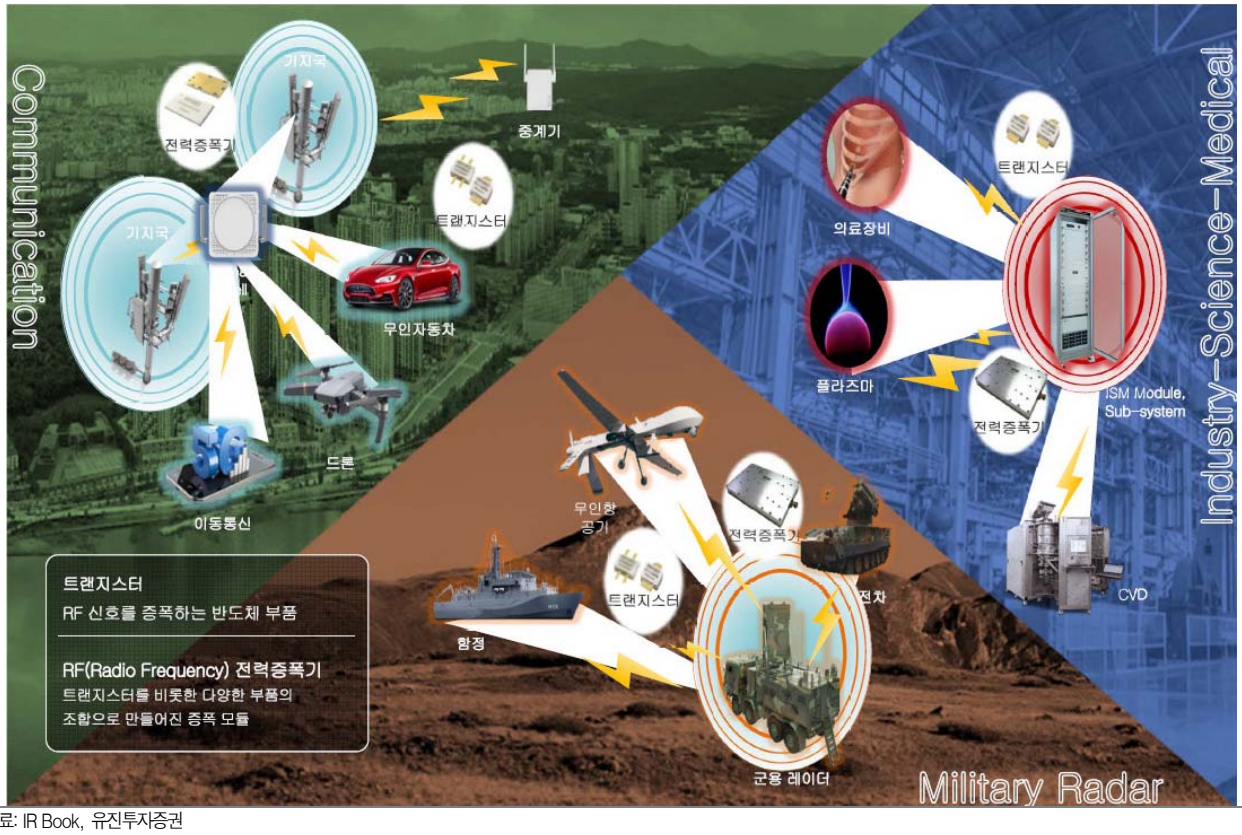
도표 151 국내 유사기업 Valuation 비교

		평균	케이엠더블유	오이솔루션	서진시스템	에이스테크
국가						
2019-11-11			49,750	48,200	26,050	6,900
시가총액(십억원)			1,980.2	382.8	471.5	268.1
PER(배)						
	FY17A	31.9	-	-	31.9	-
	FY18A	36.0	-	50.9	4.2	53.0
	FY19F	**9.6**	**13.0**	**7.8**	**6.9**	**10.6**
	FY20F	**7.7**	**9.3**	**6.7**	**5.8**	**9.2**
PBR(배)						
	FY17A	3.3	7.8	1.3	1.8	2.3
	FY18A	2.6	4.8	1.9	1.4	2.2
	FY19F	**3.8**	**8.0**	**3.3**	**1.7**	**2.2**
	FY20F	**2.4**	**4.3**	**2.2**	**1.3**	**1.8**
매출액(십억원)						
	FY17A		203.7	76.6	237.9	351.6
	FY18A		296.3	81.5	324.6	377.3
	FY19F		769.6	219.8	465.4	440.1
	FY20F		1,148.8	272.3	609.2	515.1
영업이익(십억원)						
	FY17A		-3.0	-1.9	17.8	-14.5
	FY18A		-26.2	0.2	36.9	13.2
	FY19F		183.7	60.9	71.4	33.2
	FY20F		262.0	71.7	89.6	41.2
영업이익률(%)						
	FY17A		-1.5	-2.5	7.5	-4.1
	FY18A		-8.9	0.3	11.4	3.5
	FY19F		23.9	27.7	15.4	7.5
	FY20F		22.8	26.3	14.7	8.0
순이익(십억원)						
	FY17A		-8.7	-1.8	5.4	-55.6
	FY18A		-31.3	2.6	30.1	1.2
	FY19F		146.4	49.2	68.4	23.4
	FY20F		207.7	24.7	81.1	28.9
EV/EBITDA(배)						
	FY17A		65.1	32.6	9.2	41.2
	FY18A		-	26.7	7.4	11.2
	FY19F		10.4	5.7	6.0	7.5
	FY20F		7.4	4.8	4.9	6.6
ROE(%)						
	FY17A		-17.9	-2.9	6.6	-61.2
	FY18A		-45.5	3.8	19.3	4.4
	FY19F		89.8	53.3	27.5	23.5
	FY20F		60.2	39.5	25.4	21.3

참고: 2019.11.11 종가 기준
자료: Bloomberg, 유진투자증권

국내 유일 GaN 기반 RF 핵심 부품 제조업체

도표 152 사업 영역: RF 신호 증폭의 핵심부품 트랜지스터, 전력증폭기



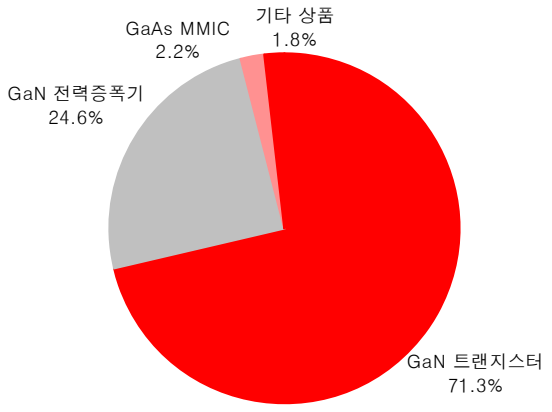
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 153 회사 연혁

연도	내용
1999.08	알에프에이치아이씨(주) 설립
2008.06	CREE사와의 협력 -GaN 관련사업
2008.12	삼성전자 업체(벤더) 등록
2014.06	노키아(세계3위 통신 장비업체) 벤더등록
2014.08	ERICSSON(세계2위 통신장비업체) 벤더등록
2014.09	화웨이(세계1위 통신장비업체) 벤더등록
2016.12	RAYTHEON(세계4위 방산업체) 벤더등록
2017.04	BAE SYSTEMS U.K(세계3위 방산업체) 벤더등록
2017.05	LOCKHEED MARTIN(세계1위 방산업체) 벤더등록
2017.09	한국거래소 코스닥 상장
2018.12	Varian Medical Systems 벤더등록(세계1위 방사선 치료기기)

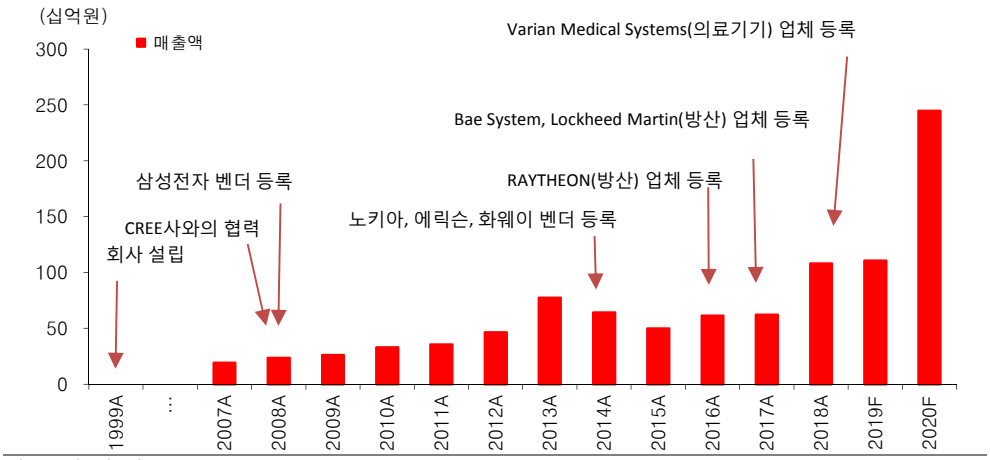
자료: 유진투자증권

도표 154 제품별 매출비중(2018년 기준)



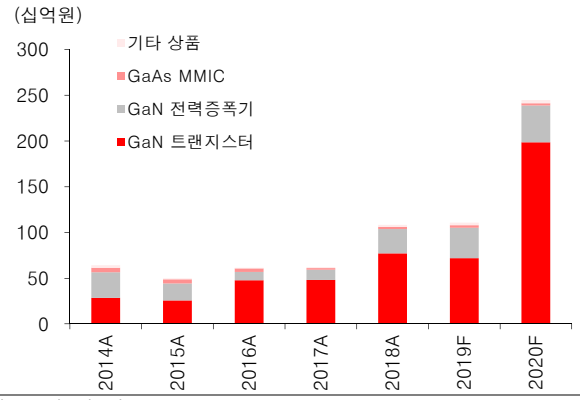
자료: 유진투자증권

도표 155 매출액 추이 및 전망: 통신장비 부품에서 점차 방산 및 의료기기 사업으로 확대



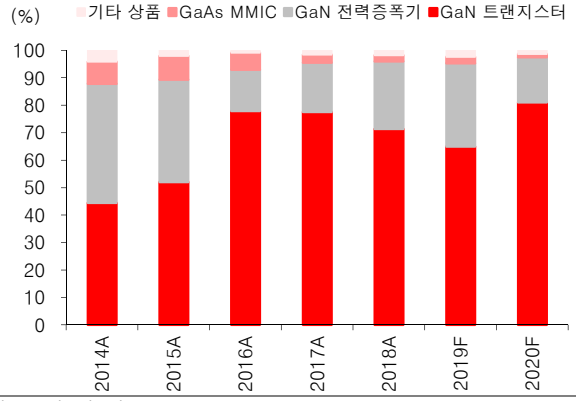
자료: 유진투자증권

도표 156 제품별 매출액 추이 및 전망



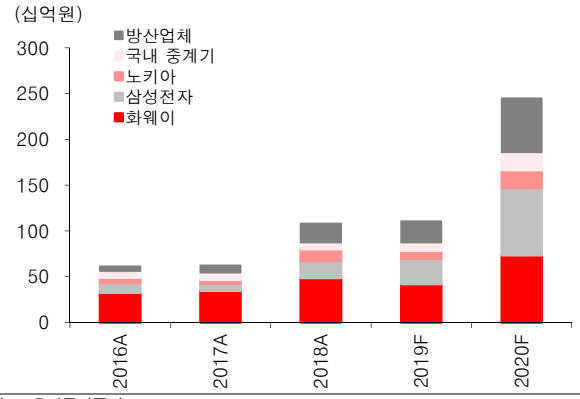
자료: 유진투자증권

도표 157 제품별 매출비중 추이 및 전망



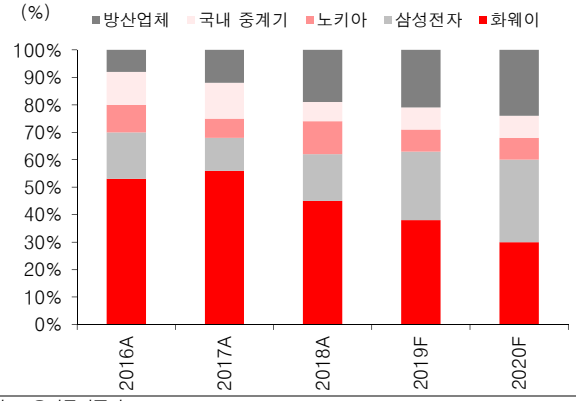
자료: 유진투자증권

도표 158 고객별 매출액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

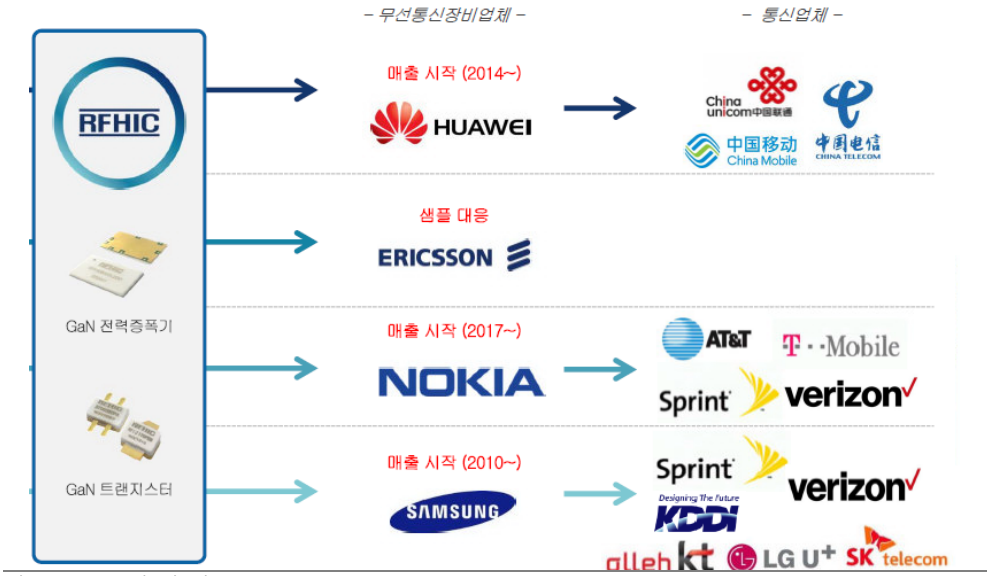
도표 159 고객별 매출비중 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

5G 상용화 확대로 본격 성장 전망

도표 160 RF 부품 공급 Value Chain



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 161 5G 장비에는 기존 방식의 제품으로 한계



자료: Yole Development, 유진투자증권

도표 162 화합물반도체 소재 비교

반도체 성능 개선

구 분	Si(LDMOS)	GaN on SiC
Ingot & Wafer	LDMOS	GaN / SiC
Device wafer size	8" wafer	4" wafer
RF 사용 주파수	~ 3.5GHz	~ 40GHz
주파수 대역폭[1]	200MHz	400MHz
열전도도[2]	70W/mK	350W/mK

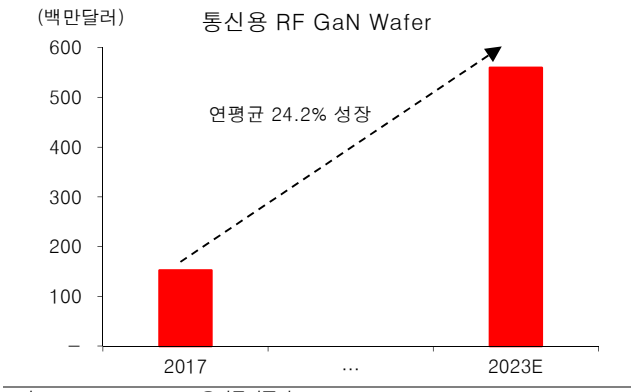
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 163 동사 및 경쟁 제조업체 현황 및 제품 특성

기업명	RFHIC	Sumitomo	NXP	Infineon	Ampleon
소재	GaN	GaN	LDMOS	LDMOS	LDMOS
주파수 (GHz)	2.4~2.5	2.1~2.2	2.4~2.5	2.4~2.5	2.4~2.5
출력 (W)	320	316	300	300	250
효율 (%)	70	65	60.5	58	57

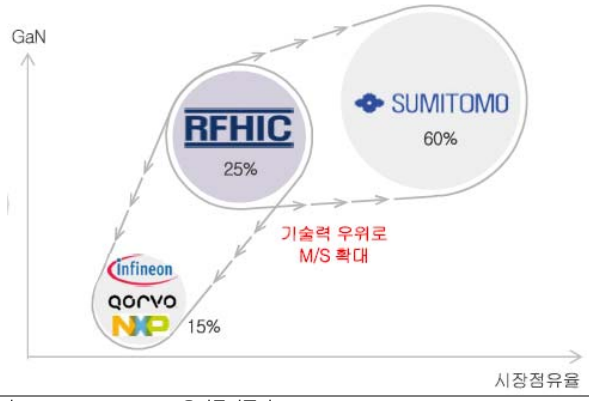
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 164 통신용 RF GaN 웨이퍼 시장규모



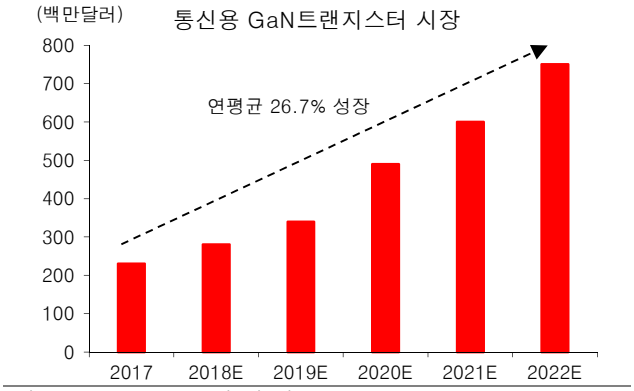
자료: Yole Development, 유진투자증권

도표 165 GaN 트랜지스터 시장 점유율



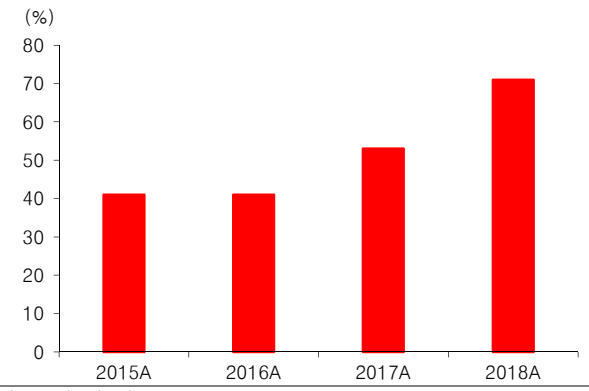
자료: Yole Development, 유진투자증권

도표 166 통신용 GaN 트랜지스터 시장 추이 및 전망



자료: Yole Development, 유진투자증권

도표 167 동사의 GaN 트랜지스터 가동률



자료: 유진투자증권

방산업체 벤더 확대 등 전방시장 다각화 지속

도표 168 글로벌 방산기업 벤더 등록 현황

순위	업체명	사업분야	국가	등록년도
5	BOEING	위성	미국	2013년
2	Raytheon	반도체	미국	2016년
7	AIRBUS DEFENCE & SPACE	레이더	독일	2011년
19	HARRIS	통신, 레이더	미국	2012년
49	COBHAM	레이더	영국, 미국	2014년
51	LIG 넥스원	통신, 레이더	한국	2010년
55	aselsan	레이더	터키	2009년
70	CUBIC Global. Innovative. Trusted.	제어	미국	2015년

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 169 2017, 2018년 추가 벤더 등록기업

순위	업체명	사업분야	국가
1	LOCKHEED MARTIN	레이더	미국
3	BAE SYSTEMS INSPIRED WORK	레이더	영국/미국
4	NORTHROP GRUMMAN	레이더	미국
10	LEONARDO INGENUITY AT YOUR SERVICE	레이더	이탈리아
32	SAAB Defence and Security	레이더	스웨덴,미국

- 미국, 유럽 주요 시장 Target
- 핵심 기술 및 가격경쟁력 보유
- 100대 방산기업 중 다수 기업에 Vendor 등록된 제조업체중 국내기업으로는 RFHIC가 유일

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 170 다양한 분야에 채택 확대



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 171 국내외 방산사업 현황

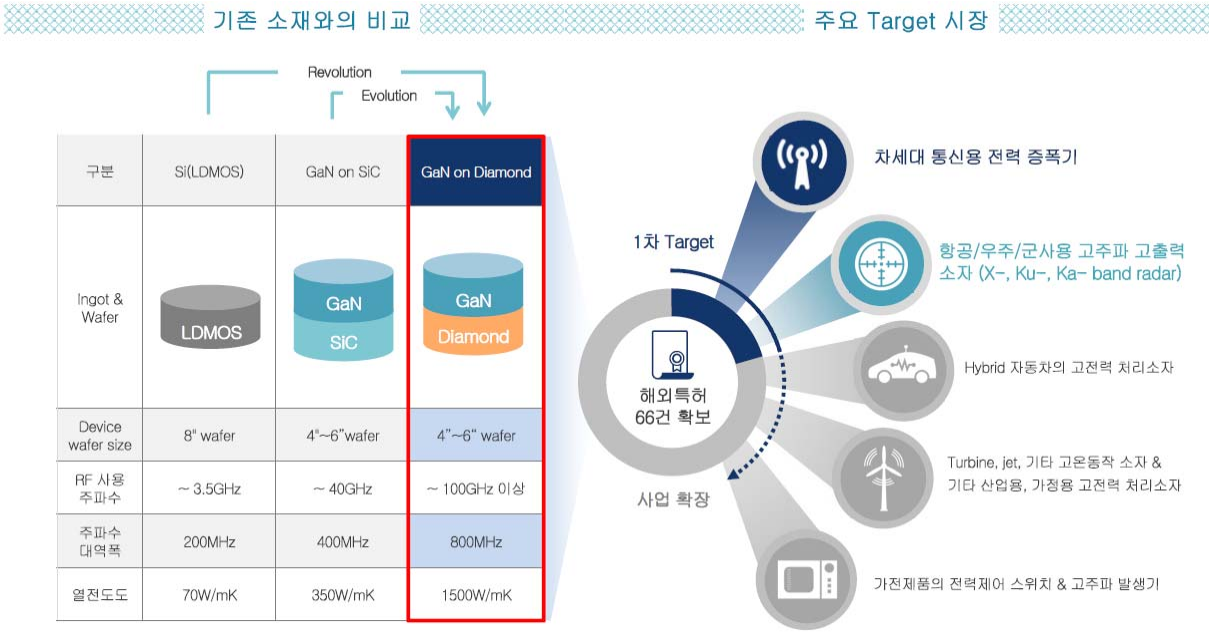




자료: 유진투자증권

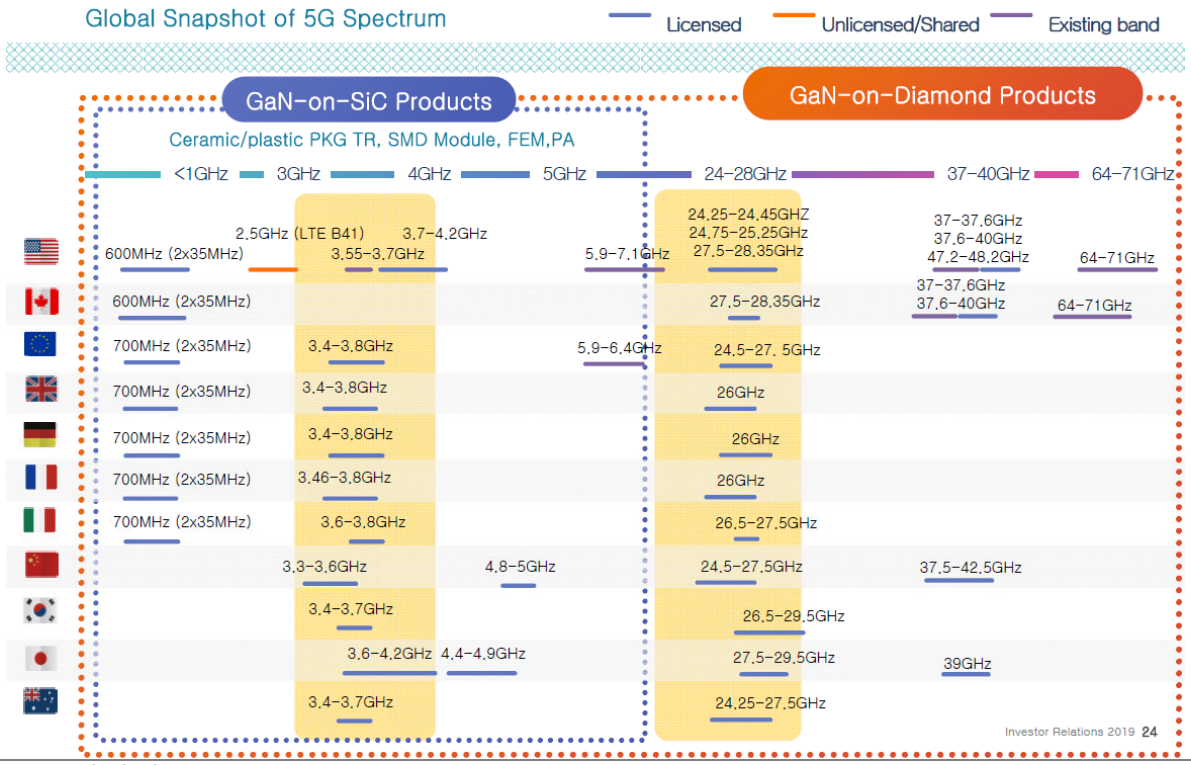
차세대 신소재 GaN on Diamond 개발

도표 172 차세대 신소재 GaN on Diamond 개발, 시장 확대 추진



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 173 5G 주파수 대역에서 확대 적용 중



자료: IR Book, 유진투자증권

RFHIC(218410.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**155.1**	**234.3**	**261.2**	**339.5**	**415.0**
유동자산	107.2	178.2	191.6	256.2	315.0
현금성자산	38.8	101.8	141.0	87.1	114.0
매출채권	16.5	23.1	15.6	56.3	67.2
재고자산	49.7	47.3	29.8	107.7	128.6
비유동자산	47.9	56.1	69.7	83.3	100.0
투자자산	5.7	10.2	17.7	18.4	19.1
유형자산	36.0	40.5	46.7	59.9	76.0
기타	6.2	5.5	5.3	5.0	4.8
부채총계	**27.6**	**70.6**	**61.1**	**86.4**	**93.4**
유동부채	24.9	43.7	50.8	76.1	83.1
매입채무	6.5	11.8	9.6	34.7	41.4
유동성이자부채	16.8	7.5	16.5	16.5	16.5
기타	1.6	24.4	24.7	24.9	25.2
비유동부채	2.7	26.9	10.3	10.3	10.3
비유동기타부채	1.4	25.4	8.9	8.9	8.9
기타	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
자본총계	**127.4**	**163.7**	**200.2**	**253.1**	**321.6**
지배지분	123.1	156.6	191.1	244.1	312.5
자본금	11.0	11.2	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	52.5	60.8	77.2	77.2	77.2
이익잉여금	61.3	84.0	101.3	154.2	222.7
기타	(1.7)	0.6	0.9	0.9	0.9
비지배지분	4.3	7.1	9.1	9.1	9.1
자본총계	**127.4**	**163.7**	**200.2**	**253.1**	**321.6**
총차입금	18.2	32.9	25.4	25.4	25.4
순차입금	(20.6)	(68.9)	(115.6)	(61.7)	(88.6)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**62.1**	**108.1**	**110.5**	**244.7**	**302.1**
증가율(%)	1.3	74.2	2.2	121.4	23.5
매출원가	41.0	61.4	68.8	145.1	176.7
매출총이익	21.0	46.7	41.7	99.6	125.4
판매 및 일반관리비	12.9	20.0	19.6	38.7	47.0
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**8.1**	**26.7**	**22.1**	**60.8**	**78.4**
증가율(%)	47.7	230.8	(17.3)	175.6	28.9
EBITDA	11.0	30.2	26.5	65.5	84.1
증가율(%)	36.7	173.8	(12.3)	147.0	28.4
영업외손익	(1.5)	0.5	1.6	2.1	2.7
이자수익	0.5	1.5	2.2	4.1	5.7
이자비용	0.3	1.5	1.4	1.1	1.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(1.7)	0.5	0.8	(0.9)	(2.0)
세전순이익	6.6	27.2	23.7	63.0	81.1
증가율(%)	12.2	314.5	(12.8)	165.6	28.8
법인세비용	0.4	1.8	1.7	5.3	7.9
당기순이익	**6.1**	**25.4**	**22.0**	**57.6**	**73.2**
증가율 (%)	10.1	314.6	(13.4)	161.8	27.0
지배주주지분	6.1	24.1	21.8	57.6	73.2
증가율(%)	10.3	292.3	(9.6)	164.8	27.0
비지배지분	(0.0)	1.3	0.3	0.0	0.0
EPS	**770**	**1,081**	**938**	**2,458**	**3,121**
증가율 (%)	(80.7)	40.5	(13.3)	162.0	27.0
수정EPS	770	1,081	938	2,458	3,121
증가율 (%)	(80.7)	40.5	(13.3)	162.0	27.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**5.2**	**48.1**	**51.4**	**(30.9)**	**54.0**
당기순이익	6.1	25.4	22.0	57.6	73.2
자산상각비	3.0	3.5	4.4	4.7	5.7
기타비현금성손익	0.2	0.2	(20.6)	0.0	0.0
운전자본증감	(5.3)	15.9	48.4	(93.3)	(24.9)
매출채권감소(증가)	(1.6)	(7.1)	7.7	(40.7)	(10.9)
재고자산감소(증가)	2.4	2.1	17.6	(77.8)	(20.9)
매입채무증가(감소)	(4.7)	5.1	(2.3)	25.1	6.7
기타	(1.4)	15.7	25.4	0.2	0.2
투자활동현금흐름	**3.1**	**(29.6)**	**(39.3)**	**(20.1)**	**(24.2)**
단기투자자산감소	9.8	(22.3)	(21.8)	(1.8)	(1.8)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.2)	(0.3)	(0.4)
설비투자	(2.1)	(7.5)	(9.8)	(17.0)	(21.0)
유형자산처분	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.5)	(0.1)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
재무활동현금흐름	**(1.9)**	**26.0**	**5.3**	**(4.7)**	**(4.7)**
차입금증가	(1.1)	22.2	9.1	0.0	0.0
자본증가	0.0	3.2	(1.1)	(4.7)	(4.7)
배당금지급	0.0	1.1	1.1	4.7	4.7
현금 증감	**6.2**	**44.6**	**17.3**	**(55.7)**	**25.1**
기초현금	29.8	36.0	80.6	97.8	42.1
기말현금	36.0	80.6	97.8	42.1	67.2
Gross cash flow	11.7	31.7	5.9	62.3	78.9
Gross investment	12.0	(8.5)	(30.9)	111.6	47.3
Free cash flow	**(0.3)**	**40.3**	**36.8**	**(49.3)**	**31.6**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	770	1,081	938	2,458	3,121
BPS	5,587	6,976	8,153	10,410	13,332
DPS	50	200	200	370	470
밸류에이션(배,%)					
PER	21.8	22.7	37.6	14.3	11.3
PBR	3.0	3.5	4.3	3.4	2.6
EV/ EBITDA	31.6	16.0	27.2	11.8	8.9
배당수익율	0.3	0.8	0.6	1.0	1.3
PCR	11.4	17.3	139.2	13.3	10.5
수익성 (%)					
영업이익율	13.0	24.7	20.0	24.9	26.0
EBITDA이익율	17.8	28.0	24.0	26.8	27.8
순이익율	9.9	23.5	19.9	23.5	24.2
ROE	5.4	17.2	12.5	26.5	26.3
ROIC	8.0	26.3	25.2	43.1	34.8
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	(16.2)	(42.1)	(57.8)	(24.4)	(27.6)
유동비율	430.3	407.7	377.2	336.7	379.2
이자보상배율	27.2	17.9	15.9	57.8	74.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.6	0.4	0.8	0.8
매출채권회전율	4.2	5.5	5.7	6.8	4.9
재고자산회전율	1.2	2.2	2.9	3.6	2.6
매입채무회전율	7.4	11.8	10.3	11.1	7.9

편집상의 공백페이지입니다

다산네트웍스(039560.KQ)

스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

5G 망 고도화 및 28GHz 5G 서비스 투자시 수혜 기대

NR

현재주가(11/11) 8,000원

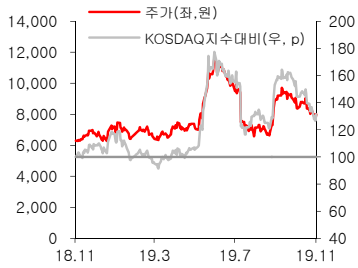
Key Data (기준일: 2019.11.11)

KOSPI(pt)	2,124
KOSDAQ(pt)	661
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	252
52주 최고/최저(원)	11,850 / 6,020
52주 일간 Beta	0.69
발행주식수(천주)	31,523
평균거래량(3M,천주)	841
평균거래대금(3M,백만원)	7,134
배당수익률(19F, %)	-
외국인 지분율(%)	6.5
주요주주 지분율(%)	
다산인베스트 외 3인	25.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.4	12.4	13.6	27.0
KOSPI 대비상대수익률	-8.9	0.3	22.1	30.8

Company vs KOSPI composite



■ **2020년 투자포인트**

1) 5G 서비스 망고도화로 인한 투자 확대 수혜 기대: 현재 국내 5G 투자가 본격화되고 있는 가운데 서비스가입자가 급격하고 증가하고 있으며, 이들의 데이터 사용량이 기존 4G 사용자 대비 수배에 달하고 있음. 따라서 5G 통신사는 데이터 수용을 위한 망고도화 작업이 2020년에 본격적으로 진행될 것으로 예상되고 있어 동사의 실적 성장으로 이어질 것으로 판단함. 또한 28GHz 5G 서비스가 2020년에 국내에서 시작될 것으로 예상하고 있는데, 이는 고대역폭의 데이터 처리는 물론 실시간 처리를 위한 초저지연 스위치의 매출이 본격적으로 늘어날 것으로 예상되어 동사의 초저지연 스위치 실적 성장도 기대함

2) 미국 자회사 다산존솔루션즈(DZSI)의 글로벌 성장 전망: 동사의 주요 종속회사인 다산존솔루션즈(나스닥 상장기업, 미국 소재)의 글로벌 진출은 물론 올해 1월 인수한 KEYMILE의 시장이 유럽에 강점을 가지고 있음. 미국은 물론 유럽지역의 5G 상용화 서비스 지역이 확대되고 있는 가운데, 미국, 유럽 등에서 다산네트웍스 장비의 수요가 상대적으로 늘어날 것으로 전망함

3) 8K UHD 서비스를 준비 중인 일본의 10기가인터넷 서비스 확대 수혜 기대: 일본의 2020년도쿄올림픽을 앞두고 있는 가운데, 8K UHD 서비스를 위한 10기가인터넷 서비스를 위한 투자가 예상되고 있어, 과거 주요고객을 중심으로 관련장비 공급이 확대될 예정임

■ **2020년 전망: 매출액 +16.7%yoy, 영업이익 22.8%yoy, 실적 지속 성장 기대**

당사추정 2020년 예상실적(연결기준)은 매출액 5,677억원, 영업이익은 282억원을 달성 전망. 전년대비 각각 +16.7%, +22.8% 증가할 것으로 예상함

■ **2020년 기준 PER 15.4배 수준, 동종업계 대비 할증되어 거래 중**

현재주가는 당사추정 2020년 예상EPS(520원) 기준, PER은 15.4배 수준으로 국내 동종업계(서진시스템, 이노와이어리스, 케이엠더블유 등)의 평균 PER 6.8배 대비 할증되어 거래 중임

Financial Data (연결기준)

결산기(12월)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액(십억원)	306.8	356.9	486.4	567.7	643.3
영업이익(십억원)	(0.1)	10.2	23.0	28.2	33.2
세전계속사업손익(십억원)	(5.0)	(24.0)	21.1	22.7	27.3
당기순이익(십억원)	(2.5)	(24.8)	16.6	15.3	18.8
EPS(원)	(72)	(919)	491	520	636
EPS 증감률(%)	적지	적지	흑전	5.9	22.3
PER(배)	-	-	16.3	15.4	12.6
ROE(%)	(2.1)	(19.0)	11.0	8.5	9.5
PBR(배)	1.3	1.6	1.3	1.2	1.1

자료: 유진투자증권

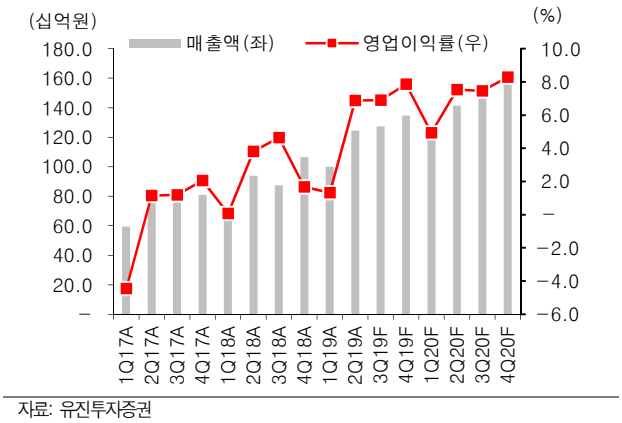
실적 전망

도표 174 분기 실적 전망(연결기준)

(십억원,%)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	**69.2**	**93.9**	**87.3**	**106.5**	**100.1**	**124.4**	**127.2**	**134.6**	**119.1**	**141.4**	**150.2**	**156.9**
매출액 증가율(%)	*16.5*	*10.4*	*7.2*	*31.6*	*44.7*	*32.5*	*45.7*	*26.4*	*19.0*	*13.7*	*18.1*	*16.5*
사업별 매출												
네트워크사업	81.8	96.0	98.5	42.5	86.5	105.7	113.3	118.9	99.4	121.6	130.2	136.8
기타(경영서비스,임대)	5.1	13.2	15.3	4.6	16.8	23.0	18.4	20.3	24.3	24.6	24.8	25.1
연결조정(기타사업)	-17.7	-15.3	-26.5	59.5	-3.2	-4.4	-4.5	-4.6	-4.7	-4.7	-4.8	-4.9
매출비중(%)												
네트워크사업	118.2	102.3	112.8	39.9	86.4	85.0	89.0	88.3	83.5	86.0	86.7	87.2
기타(경영서비스,임대)	7.4	14.0	17.5	4.3	16.8	18.5	14.5	15.1	20.4	17.4	16.5	16.0
연결조정(기타사업)	-25.7	-16.3	-30.3	55.9	-3.2	-3.5	-3.5	-3.4	-3.9	-3.4	-3.2	-3.1
수익												
매출원가	43.0	68.4	52.8	71.9	65.2	82.6	82.0	87.1	78.1	92.2	98.0	101.9
매출총이익	26.1	25.6	34.6	34.7	34.9	41.8	45.2	47.5	41.0	49.2	52.3	55.0
판매관리비	26.0	21.7	29.9	33.0	33.5	34.9	38.3	39.6	36.1	41.7	44.8	46.7
영업이익	**0.1**	**3.8**	**4.6**	**1.7**	**1.3**	**6.9**	**6.9**	**7.9**	**4.9**	**7.5**	**7.5**	**8.3**
세전이익	**-1.9**	**-6.6**	**3.4**	**-18.9**	**6.5**	**-0.3**	**6.8**	**7.8**	**8.4**	**6.9**	**8.6**	**9.8**
당기순이익	**-1.8**	**-6.9**	**2.5**	**-18.6**	**6.2**	**-0.1**	**4.8**	**5.5**	**6.6**	**5.4**	**6.7**	**7.7**
지배기업 당기순이익	**-1.8**	**-7.7**	**1.9**	**-18.4**	**6.7**	**-1.9**	**4.5**	**5.2**	**6.2**	**5.1**	**6.4**	**7.3**
이익률(%)												
매출원가율	62.2	72.8	60.4	67.5	65.2	66.4	64.5	64.7	65.6	65.2	65.2	65.0
매출총이익률	37.8	27.2	39.6	32.5	34.8	33.6	35.5	35.3	34.4	34.8	34.8	35.0
판매관리비율	37.7	23.1	34.3	31.0	33.5	28.1	30.1	29.4	30.3	29.5	29.8	29.8
(영업이익률)	0.1	4.1	5.3	1.6	1.3	5.5	5.4	5.8	4.1	5.3	5.0	5.3
(경상이익률)	-2.8	-7.0	3.9	-17.8	6.5	-0.2	5.4	5.8	7.1	4.9	5.7	6.3
(당기순이익률)	-2.5	-7.4	2.9	-17.5	6.2	-0.1	3.8	4.1	5.5	3.8	4.5	4.9
(지배주주당기순이익률)	-2.6	-8.2	2.1	-17.3	6.7	-1.5	3.6	3.8	5.2	3.6	4.2	4.6

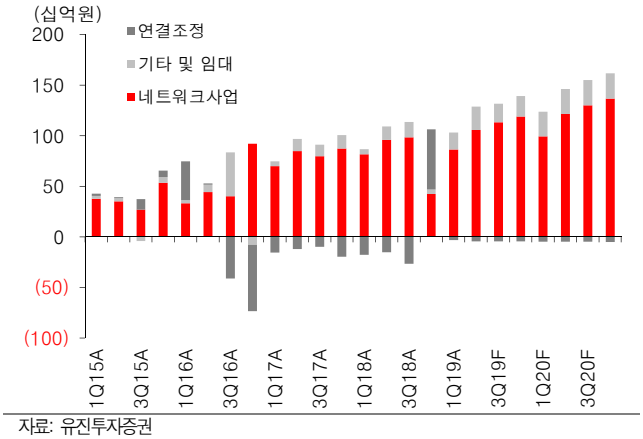
자료: 유진투자증권

도표 175 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 176 사업별 매출 추이 및 전망 (분기별)



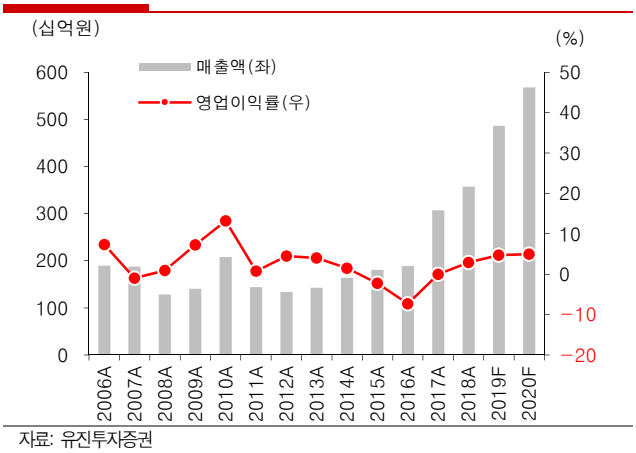
자료: 유진투자증권

도표 177 연간 실적 전망(연결기준)

(십억원,%)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	**140.5**	**207.5**	**144.1**	**133.9**	**142.7**	**164.0**	**180.6**	**188.9**	**306.8**	**356.9**	**486.4**	**567.7**
매출액 증가율(%)	*9.4*	*47.7*	*-30.5*	*-7.1*	*6.5*	*14.9*	*10.1*	*4.6*	*62.4*	*16.3*	*36.3*	*16.7*
사업별 매출												
네트워크사업		193.9	130.6	122.7	130.8	154.9	153.5	209.8	322.2	318.8	424.4	488.0
기타(경영서비스,임대)		17.7	13.9	13.1	10.0	7.2	7.4	46.1	41.6	38.2	78.6	98.8
연결조정(기타사업)		-4.1	-0.4	-1.9	1.8	1.9	19.7	-67.0	-57.0	-0.0	-16.6	-19.2
매출비중(%)												
네트워크사업		93.5	90.7	91.6	91.7	94.4	85.0	111.1	105.0	89.3	87.3	86.0
기타(경영서비스,임대)		8.5	9.6	9.8	7.0	4.4	4.1	24.4	13.6	10.7	16.2	17.4
연결조정(기타사업)		-2.0	-0.3	-1.4	1.3	1.2	10.9	-35.5	-18.6	-0.0	-3.4	-3.4
수익												
매출원가	94.7	129.8	96.4	81.4	94.4	115.0	134.6	130.9	202.2	236.0	317.0	370.2
매출총이익	45.8	77.6	47.7	52.5	48.3	49.0	46.0	58.1	104.6	120.9	169.4	197.5
판매관리비	35.6	50.3	46.6	46.5	42.6	46.6	50.1	72.0	104.7	110.7	146.4	169.3
영업이익	**10.2**	**27.3**	**1.1**	**6.0**	**5.7**	**2.4**	**-4.1**	**-13.9**	**-0.1**	**10.2**	**23.0**	**28.2**
세전이익	**10.4**	**28.8**	**-5.3**	**-11.5**	**4.2**	**-2.9**	**-7.4**	**-42.1**	**-5.0**	**-24.0**	**20.8**	**33.7**
당기순이익	**7.9**	**22.7**	**-3.4**	**-11.5**	**3.2**	**-2.7**	**-3.3**	**-41.2**	**-2.5**	**-24.8**	**16.3**	**26.3**
지배기업 당기순이익	**-**	**23.0**	**-2.7**	**-9.9**	**1.4**	**-2.7**	**-5.1**	**-34.7**	**-1.6**	**-26.1**	**14.6**	**25.0**
이익률(%)												
매출원가율	67.4	62.6	66.9	60.8	66.1	70.1	74.5	69.3	65.9	66.1	65.2	65.2
매출총이익률	32.6	37.4	33.1	39.2	33.9	29.9	25.5	30.7	34.1	33.9	34.8	34.8
판매관리비율	25.4	24.2	32.3	34.7	29.8	28.4	27.7	38.1	34.1	31.0	30.1	29.8
(영업이익률)	7.3	13.2	0.8	4.5	4.0	1.4	-2.3	-7.4	-0.0	2.9	4.7	5.0
(경상이익률)	7.4	13.9	-3.7	-8.6	3.0	-1.8	-4.1	-22.3	-1.6	-6.7	4.3	5.9
(당기순이익률)	5.6	10.9	-2.4	-8.6	2.3	-1.7	-1.8	-21.8	-0.8	-6.9	3.4	4.6
(지배주주당기순이익률)	-	11.1	-1.8	-7.4	1.0	-1.7	-2.8	-18.4	-0.5	-7.3	3.0	4.4

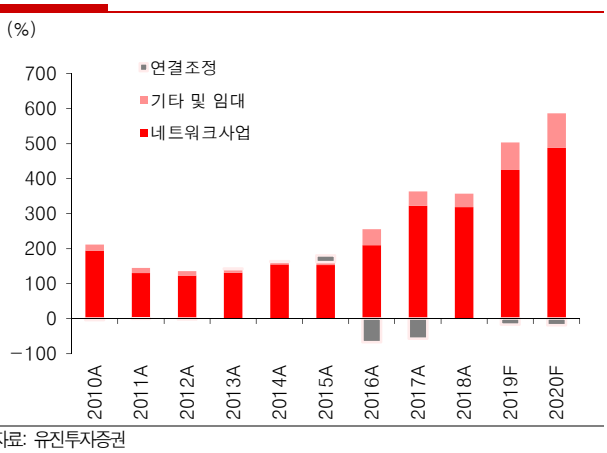
자료: 유진투자증권

도표 178 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 179 사업별 매출 추이 및 전망 (연간)



자료: 유진투자증권

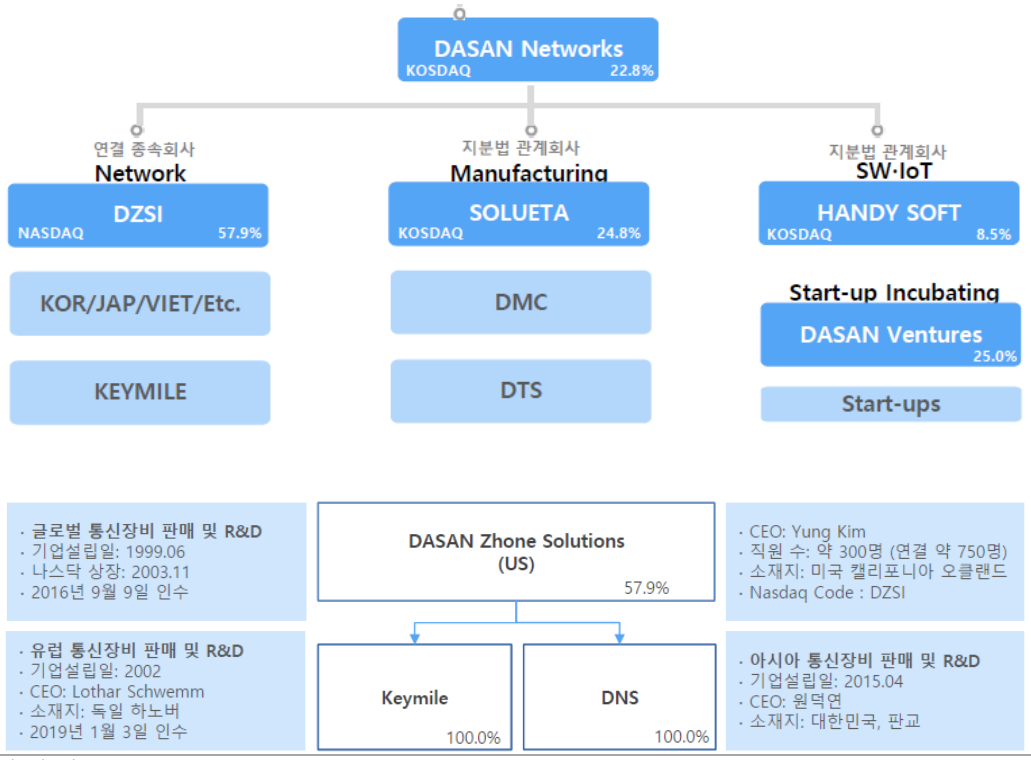
도표 180 Peer Valuation 비교

		평균	케이엠더블유	이노와이어리스	서진시스템	대한광통신	이노인스트루먼트
2019-11-11(원)			49,750	27,550	26,050	3,930	3,690
시가총액(십억원)			1,980.2	165.4	471.5	289.8	74.8
PER(배)							
	FY17A	33.8	-	-	31.9	24.6	44.9
	FY18A	240.1	-	700.0	4.2	16.0	-
	FY19F	**9.8**	**13.0**	**9.5**	**6.9**	**-**	**-**
	FY20F	**6.8**	**9.3**	**5.2**	**5.8**	**-**	**-**
PBR(배)							
	FY17A	3.8	7.8	2.0	1.8	4.1	3.3
	FY18A	2.4	4.8	2.3	1.4	2.0	1.6
	FY19F	**3.9**	**8.0**	**2.0**	**1.7**	**-**	**-**
	FY20F	**2.3**	**4.3**	**1.4**	**1.3**	**-**	**-**
매출액(십억원)							
	FY17A		203.7	60.7	237.9	139.7	68.5
	FY18A		296.3	64.0	324.6	167.1	49.9
	FY19F		769.6	112.7	465.4	-	-
	FY20F		1,148.8	151.9	609.2	-	-
영업이익(십억원)							
	FY17A		-3.0	0.6	17.8	15.0	7.8
	FY18A		-26.2	0.2	36.9	15.5	-4.9
	FY19F		183.7	20.5	71.4	-	-
	FY20F		262.0	37.0	89.6	-	-
영업이익률(%)							
	FY17A		-1.5	1.0	7.5	10.8	11.4
	FY18A		-8.9	0.4	11.4	9.3	-9.8
	FY19F		23.9	18.2	15.4	-	-
	FY20F		22.8	24.4	14.7	-	-
순이익(십억원)							
	FY17A		-8.7	-0.2	5.4	13.3	4.3
	FY18A		-31.3	0.2	30.1	21.5	-4.2
	FY19F		146.4	17.0	68.4	-	-
	FY20F		207.7	32.0	81.1	-	-
EV/EBITDA(배)							
	FY17A		65.1	51.9	9.2	19.6	19.2
	FY18A		-	59.5	7.4	17.1	-
	FY19F		10.4	5.4	6.0	-	-
	FY20F		7.4	3.2	4.9	-	-
ROE(%)							
	FY17A		-17.9	-0.3	6.6	16.9	11.6
	FY18A		-45.5	0.3	19.3	15.0	-7.0
	FY19F		89.8	22.9	27.5	-	-
	FY20F		60.2	31.5	25.4	-	-

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2019.11.11 종가기준, 컨센서스 기준

국내 네트워크장비 강자

도표 181 사업 영역: 사업지주회사 역할



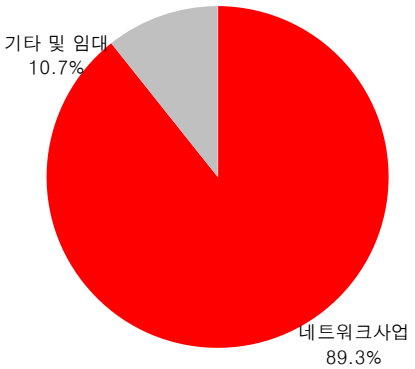
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 182 주요 연혁

연도	내용
1993	다산기연 설립
1999	사명변경(다산기연→ 다산인터네트)
2000	코스닥 상장
2002	사명변경(다산인터네트→다산네트웍스)
2004	SIEMENS 투자 유치
2008	최대주주변경(SIEMENS Networks → 다산인베스트)
2009	일본Mobile 사업자向 Mobile Backhaul Solution 공급
2011	핸디소프트 인수(다산에스엠씨 흡수합병)
2015	솔루에타 인수(최대주주)
2016	美 나스닥 상장기업 ZHONE 인수
2018	KEYMILE 인수

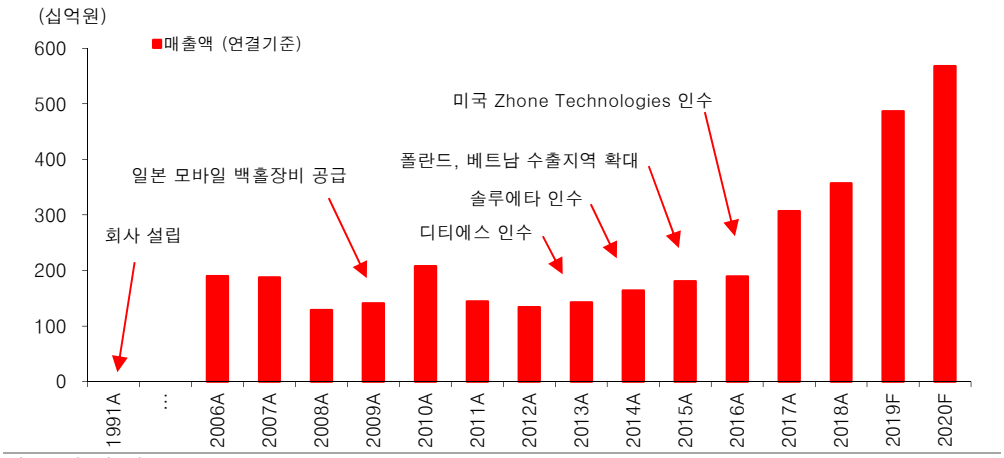
자료: 유진투자증권

도표 183 매출 비중 (2018년 기준)



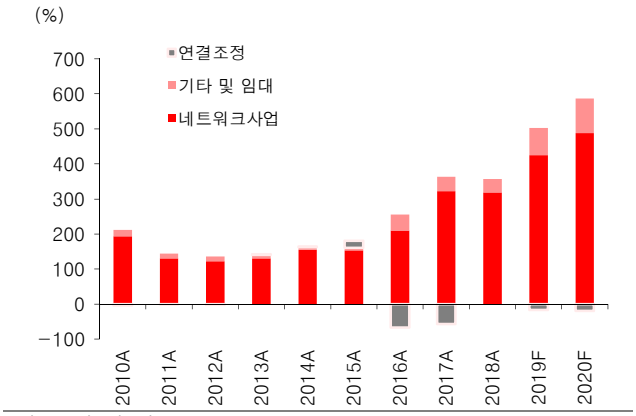
자료: 유진투자증권

도표 184 사업다각화를 위한 인수 활발, 2017년부터 미국 Zhone 인수 효과 반영



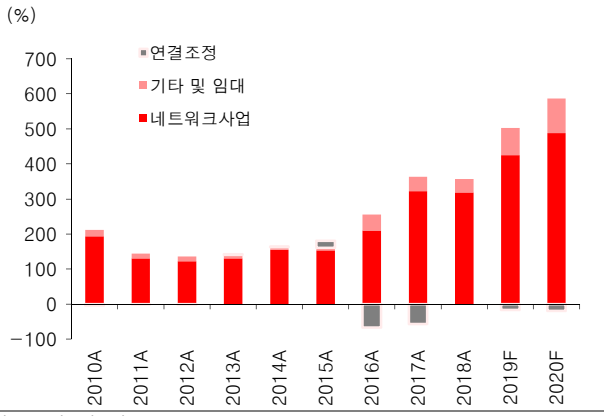
자료: 유진투자증권

도표 185 2015년을 저점으로 매출액은 성장 지속



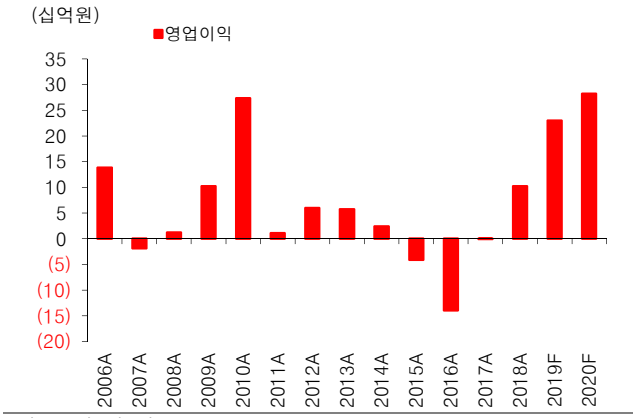
자료: 유진투자증권

도표 186 네트워크사업 부문이 성장을 견인



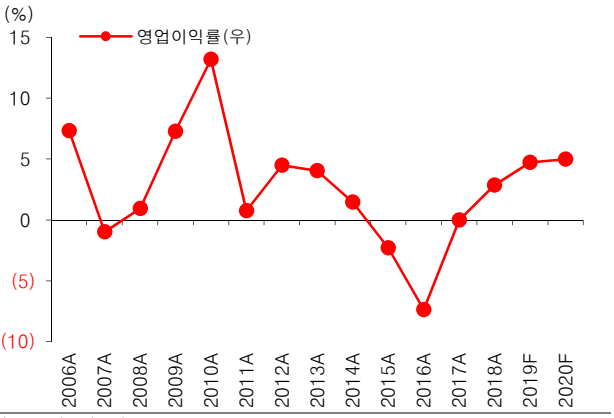
자료: 유진투자증권

도표 187 2017년 흑자 전환 후 수익성 확대



자료: 유진투자증권

도표 188 매출액 성장과 함께 영업이익률 개선 전망



자료: 유진투자증권

국내외 5G 투자는 동사의 성장에 기회

도표 189 국내외 5G 추진 동향

한국	2019.04.03	이통통신 3사 세계 첫 상용화 (4/5 5G 스마트폰 출시)
미국	2019.04.04	버라이즌, 이어 AT&T 5월 상용화
영국	2019년	런던, 에든버러 등 6개 도시에서 서비스 시작
일본	2020년	NTT도코모, 도쿄올림픽에 맞춰 상용서비스 개시 예정
중국	2020년	올해말 5G 면허 발급. 2020년 베이징 상하이 등에서 상용화
독일	2020년	도이티텔레콤 등을 대상으로 주파수 할당 중

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 190 동사의 종속회사를 포함한 해외 사업 현황



자료: IR Book, 유진투자증권

다산네트웍스(039560.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**345.6**	**366.0**	**487.3**	**515.6**	**546.9**
유동자산	205.5	248.2	341.4	372.7	405.6
현금성자산	72.5	66.5	163.6	167.0	180.8
매출채권	92.3	113.3	112.4	131.0	141.2
재고자산	34.3	46.4	56.0	65.2	74.0
비유동자산	140.1	117.8	145.9	142.9	141.3
투자자산	85.6	64.0	63.8	66.4	69.1
유형자산	42.9	43.6	63.5	61.7	60.4
기타	11.6	10.1	18.6	14.8	11.8
부채총계	**182.1**	**198.5**	**234.3**	**247.3**	**259.8**
유동부채	159.5	172.4	166.8	178.8	190.1
매입채무	41.3	59.6	70.7	82.4	93.5
유동성이자부채	92.9	75.8	68.4	68.4	68.4
기타	25.3	37.0	27.7	27.9	28.2
비유동부채	22.6	26.1	67.5	68.5	69.6
비유동기타부채	9.4	19.8	41.4	41.4	41.4
기타	13.2	6.3	26.0	27.1	28.2
자본총계	**163.5**	**167.5**	**253.0**	**268.4**	**287.1**
지배지분	130.5	129.6	173.0	188.3	207.1
자본금	13.9	15.8	16.9	16.9	16.9
자본잉여금	175.3	196.2	194.4	194.4	194.4
이익잉여금	(23.5)	(49.4)	(34.6)	(19.3)	(0.5)
기타	(35.3)	(33.0)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
비지배지분	33.0	37.9	80.0	80.0	80.0
자본총계	**163.5**	**167.5**	**253.0**	**268.4**	**287.1**
총차입금	102.3	95.6	109.8	109.8	109.8
순차입금	29.8	29.1	(53.7)	(57.2)	(70.9)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**306.8**	**356.9**	**486.4**	**567.7**	**643.3**
증가율(%)	62.4	16.3	36.3	16.7	13.3
매출원가	202.2	236.0	317.0	370.2	418.6
매출총이익	104.6	120.9	169.4	197.5	224.7
판매 및 일반관리비	104.7	110.7	146.4	169.3	191.6
기타영업손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	**(0.1)**	**10.2**	**23.0**	**28.2**	**33.2**
증가율(%)	적지	흑전	125.2	22.8	17.6
EBITDA	7.6	15.4	33.3	36.7	40.7
증가율(%)	흑전	102.8	115.7	10.2	11.1
영업외손익	(5.0)	(34.2)	(1.9)	(5.5)	(5.8)
이자수익	1.0	1.7	0.9	0.2	0.2
이자비용	4.0	3.2	6.2	6.5	6.5
지분법손익	(0.9)	(12.7)	(6.3)	(14.6)	(14.6)
기타영업손익	(1.0)	(20.1)	9.7	15.4	15.1
세전순이익	(5.0)	(24.0)	21.1	22.7	27.3
증가율(%)	적지	적지	흑전	7.8	20.2
법인세비용	(1.3)	1.2	4.5	7.4	8.6
당기순이익	**(2.5)**	**(24.8)**	**16.6**	**15.3**	**18.8**
증가율 (%)	적지	적지	흑전	(7.7)	22.3
지배주주지분	(1.6)	(26.1)	14.9	14.6	17.8
증가율(%)	적지	적지	흑전	(2.0)	22.3
비지배지분	(0.9)	1.3	1.7	0.8	0.9
EPS	**(72)**	**(919)**	**491**	**520**	**636**
증가율 (%)	적지	적지	흑전	5.9	22.3
수정EPS	(72)	(919)	491	520	636
증가율 (%)	적지	적지	흑전	5.9	22.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**13.7**	**(11.9)**	**53.2**	**23.5**	**34.3**
당기순이익	(2.5)	(24.8)	16.6	15.3	18.8
자산상각비	7.7	5.2	10.3	8.4	7.6
기타비현금성손익	5.1	7.5	25.6	15.7	15.7
운전자본증감	3.7	(34.4)	(0.1)	(16.0)	(7.7)
매출채권감소(증가)	6.7	(26.9)	3.4	(18.6)	(10.2)
재고자산감소(증가)	12.2	(18.6)	2.3	(9.3)	(8.8)
매입채무증가(감소)	(9.4)	38.5	9.7	11.7	11.1
기타	(5.8)	(27.4)	(15.6)	0.2	0.2
투자활동현금흐름	**(47.7)**	**(3.4)**	**(13.9)**	**(21.1)**	**(21.6)**
단기투자자산감소	(32.3)	0.1	1.1	(1.0)	(1.1)
장기투자증권감소	(1.5)	0.0	(7.9)	(15.8)	(15.9)
설비투자	(3.6)	(1.8)	(3.0)	(2.9)	(3.2)
유형자산처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	0.7	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무활동현금흐름	**25.8**	**21.0**	**57.8**	**0.0**	**0.0**
차입금증가	18.4	28.1	10.4	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	53.8	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	**(9.3)**	**10.8**	**97.4**	**2.4**	**12.7**
기초현금	39.7	30.4	41.2	138.5	140.9
기말현금	30.4	41.2	138.5	140.9	153.6
Gross cash flow	13.5	23.3	52.5	39.4	42.0
Gross investment	11.7	37.8	15.1	36.0	28.3
Free cash flow	**1.8**	**(14.5)**	**37.4**	**3.4**	**13.8**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(72)	(919)	491	520	636
BPS	5,256	4,439	6,174	6,721	7,391
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	16.3	15.4	12.6
PBR	1.3	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/ EBITDA	30.4	17.4	7.5	6.7	5.7
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	11.0	8.4	4.6	5.7	5.3
수익성 (%)					
영업이익율	(0.0)	2.9	4.7	5.0	5.2
EBITDA이익율	2.5	4.3	6.8	6.5	6.3
순이익율	(0.8)	(6.9)	3.4	2.7	2.9
ROE	(2.1)	(19.0)	11.0	8.5	9.5
ROIC	(0.0)	4.7	10.8	10.9	12.5
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	18.3	17.3	-	-	-
유동비율	128.8	144.0	204.7	208.5	213.3
이자보상배율	-	6.8	4.3	4.5	5.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
매출채권회전율	3.1	3.5	4.3	4.7	4.7
재고자산회전율	7.4	8.9	9.5	9.4	9.2
매입채무회전율	6.4	7.1	7.5	7.4	7.3

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 0%미만	0%

(2019.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2019-11-12	Buy(신규)	65,000	1년		

케이엠더블유(032500.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트 박종선

