



통신장비 X 선진국기업분석

2025년 말 빅 사이클 진입 가능성 높아졌다



2025.04.24 | 통신장비 Overweight
통신서비스 | 장비 김홍식 · 선진국기업분석 김재임

하나증권

통신장비

2025년 말 빅사이클 진입 가능성 높아졌다

Summary

- ✓ 주파수 경매는 가장 확실한 징표, 2025년 미국/한국에 주목
- ✓ 2028년까지 투자 없다면 심각한 문제 초래, 요금 변화/투자 재개 가능성 높아
- ✓ AI와 양자암호는 5G/6G 성장을 이끌 것, 미국 중심으로 오픈랜 확산 예상
- ✓ 2025년 4분기 이후 통신장비 실적 개선 전망, 1등 업체 위주로 매수해야

Top Pick 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(4월22일)
솔리드(050890)	BUY	15,000원	6,520원
이노와이어리스(073490)	BUY	40,000원	18,450원
RFHIC(218410)	BUY	25,000원	14,860원
KMW(032500)	BUY	15,000원	7,850원
에릭슨(ERICB.SS)	-	Not Rated	80.0 SEK
시스코(CSCO.US)	-	Not Rated	54.3 USD

목차

1. 2025년 5G 주파수 경매가 본격화된다	4
1) 주파수 경매는 망 투자를 예측하는 바로미터	4
2) 미국 올해 가을 주파수 경매 가능성 높아	6
3) 시장 우려와 달리 한국 2025년 5G 추가 주파수 낙찰될 것	8
2. 5.5G 없이 5G에서 6G로 바로 넘어가긴 어렵다	10
1) 5G 투자 없이 6G로 가기엔 2028년 이후 비용 부담 크다	10
2) 6G로 바로 가면 요금 인상은 한번 밖에 없을 것	12
3) 세대 진화 없인 통신사 2026~2028년까지 성장 방법 부재	15
4) 결국 AI를 결합한 5G Advanced 요금제 출시가 효과적인 대안	17
5) 트래픽 정체 양상, 속도 빨라져야 다시 매출 늘 수 있다	19
3. 양자암호통신이 5G/6G의 성장을 이끌 전망이다	21
1) 양자컴퓨터 해킹을 막을 방법은 양자암호통신이 유일하다	21
2) 전송 거리 향상, 무선 적용 본격화에 주목할 시점	23
3) 양자암호통신이 IoT/핀테크를 무기로 5G/6G 육성을 이끌 전망이다	25
4. 미국에서 오픈랜 시장이 확대되고 있다	27
1) 트럼프 2기에서는 오픈랜 시장 확대 정책을 펼 것	27
2) 하드웨어에 강점 있는 국내 중소 아웃소싱 업체 수혜 볼 것	29
5. 이익은 2026년, 주가는 2025년부터 오른다	30
1) 2026년부터 통신장비 업종 본격 실적 호전 전망	30
2) 주가는 2025년부터 상승 예상, 이미 상승 랠리 시작되었을 수도 있다	33
3) 역사적으로 너무 낮은 PBR, 최고의 매수 기회	34
3) RFHIC/솔리드/이노와이어리스/KMW에 주목	36
기업분석	37
솔리드(050890)	38
이노와이어리스(073490)	40
RFHIC(218410)	42
KMW(032500)	44
에릭슨(ERICB.SS)	46
시스코(CSCO.US)	48

2025년 4월 24일 | 산업분석_Industry In-depth

Overweight

Top Pick 및 관심종목

*CP 2025년 4월 22일

썸리드(050890)

BUY | TP 15,000원 | CP 6,520원

이노와이어리스(073490)

BUY | TP 40,000원 | CP 18,450원

RFHIC(218410)

BUY | TP 25,000원 | CP 14,860원

KMW(032500)

BUY TP 15,000원 | CP 7,850원

에릭슨(ERICB.SS)

N/A | TP Not Rated | CP 80.0 SEK

시스코(CSCO.US)

N/A | TP Not Rated | CP 54.3 USD

통신장비

2025년 말 빅 사이클 진입 가능성 높아졌다

주파수 경매는 가장 확실한 징표, 2025년 미국/한국에 주목

통신 서비스뿐만 아니라 통신장비 업체에게도 주파수 경매는 중요하다. 각국 규제 당국으로부터 신규 주파수가 공급되어야 통신사들의 네트워크 투자가 이루어지기 때문이다. 어찌 보면 통신장비 업체 입장에서 5G/6G와 같은 이동전화 세대 진화보다도 더 중요한 것이 바로 주파수 할당이라고 할 수 있겠다. 그런데 2025년 세계 최대 시장인 미국과 상대적 수혜가 큰 국내에서 2025년 가을 주파수 경매가 이루어질 것으로 보여 관심을 높일 필요가 있겠다. 미국의 경우 4GHz대역 대역 폭이 220MHz로 적지 않아 낙찰 시 큰 수혜가 예상된다. 국내에선 5G 추가 주파수 할당에 회의적인 입장이지만 사업자 주파수 포기 위험이 크다는 점을 감안 시 2025년 3.7GHz 5G 추가 주파수 할당 가능성이 높아 2026년 국내에서 기회가 올 것이란 판단이다.

2028년까지 투자 없다면 심각한 문제 초래, 요금 변화/투자 재개 가능성 높아

일부에선 6G 투자 개시가 예상되는 2028년 말에나 국내외 통신사 네트워크 투자가 재개될 것이라고 예상한다. 하지만 그렇게 될 가능성은 낮다. 얻는 것보다 잃는 게 클 수 있기 때문이다. 현실적으로 사용 주파수 확대를 통한 네트워크 속도 향상 없이 통신 요금 인상이 어려울 것이란 규제 상황과 투자 규모 측면에서 6G CAPEX 부담이 커질 수 있다는 점이 대표적이다. 차라리 2026년/2029년에 신규 주파수/차세대 네트워크에 대한 투자를 감행하고 2030년까지 요금을 2번 올리는 것이 훨씬 좋은 전략이 될 수 있기 때문이다. LTE와 6G와의 장비 연동이 현실적으로 어렵다는 점도 변수가 될 수 있다.

AI와 양자암호는 5G/6G 성장을 이끌 것, 미국 중심으로 오픈랜 확산 예상

2024년 국내 총 트래픽이 5% 성장하는데 그쳤다. 통신사 매출 성장에 대한 고민이 커지는 상황인데 결국 신규 주파수 투자를 통한 속도 향상과 더불어 AI/양자암호통신 탑재를 통한 요금제 개편 및 업셀링 시도가 있을 것으로 보인다. 그렇지 않으면 통신사들이 2026~2028년 이익 성장할 길이 막히기 때문이다. 이러한 가운데 미국 시장은 신규 주파수 투자와 더불어 개방형 체계인 오픈랜 시장 비중 확대가 예상된다. 중국 장비 경쟁력을 약화시키는 동시에 미국 CAPEX 부담을 줄일 수 있기 때문이다.

2025년 4분기 이후 통신장비 실적 개선 전망, 1등 업체 위주로 매수해야

주파수 경매 일정을 감안하면 2025년 4분기부터 국내 통신장비 업체들의 실적 호전이 본격화될 전망이다. 빅사이클 가능성까지 점쳐지는데 특히 미국 시장의 분위기가 살아나는 가운데 국내 시장 개화 가능성도 점쳐지기 때문이다. 하지만 아직은 1등 업체 위주로 투자에 나설 것을 추천한다. 시장 초기엔 물량이 적은 가운데 1위 업체부터 매출 발생 가능성이 높기 때문이다. 썸리드/RFHIC/이노와이어리스/KMW에 우선 주목할 필요가 있겠다.



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

1. 2025년 5G 주파수 경매가 본격화된다

1) 주파수 경매는 망 투자를 예측하는 바로미터

통신장비 업체 입장에서
차세대 네트워크 도입보다
더 중요한 것은 통신사
신규 주파수 할당, 주파수 달라
지면 투자 규모 커지지 때문

통신 서비스뿐만 아니라 통신장비 업체에게도 주파수 경매는 중요하다. 각국 규제 당국으로부터 신규 주파수가 공급되거나 재배치되어야 통신사들의 네트워크 투자가 이루어지기 때문이다. 어찌 보면 통신장비 업체 입장에서 5G/6G와 같은 이동전화 세대 진화보다도 더 중요한 것이 바로 주파수 할당이라고 할 수 있겠다. 차세대 네트워크라고 할지라도 동일한 주파수를 사용한다면 실제 네트워크 투자 규모가 크지 않았다는 과거 사례가 이를 잘 입증한다. 역으로 동일한 세대(G)라고 할지라도 사용 주파수가 달라지면 네트워크 투자 규모가 컸었던 사례가 많았다.

통신사 입장에서 주파수 할당 및 장비 투자는 건설사가 땅을 입찰 받아서 건물을 짓는 과정과 유사하다. 주파수 할당 폭이 클수록 망 투자 규모는 커질 수 밖에 없고 주파수 할당 폭이 적으면 고가 장비를 적용한다고 해도 투자 규모는 상대적으로 적을 가능성이 높다.

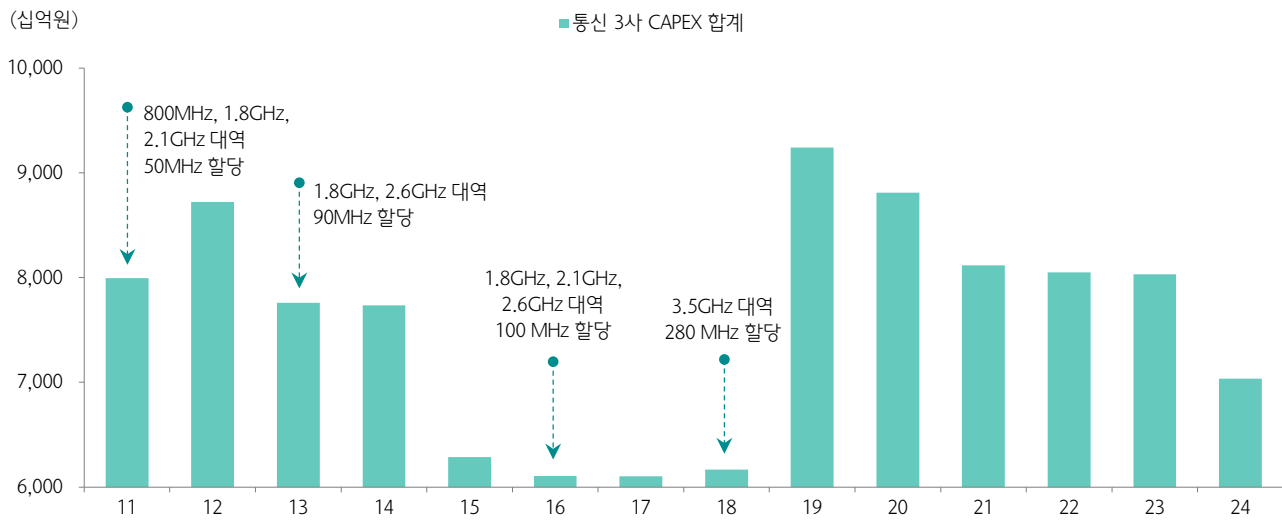
또 통신사 입장에서 주파수 간섭 현상이나 장비 품질 문제만 없으면 주파수 할당을 받고 바로 네트워크 투자에 임할 가능성이 높다. 일반적으로 신규 주파수 할당은 10년/5년 만기로 이루어진다. 사용 기간이 지나면 회수되는 방식이다. 그런데 신규 주파수 할당의 경우 대가 할당 방식이 아닌 경매를 통해 이루어지다 보니 높은 가격으로 낙찰될 가능성이 높고 주파수 사용 가능 기간(임대기간) 중 주파수를 실제 사용하지 않게 되면 많은 기회 비용을 상실한다. 따라서 통신사들의 경우 주파수를 낙찰 받으면 바로 사용하는 것이 일반적이다. 이런 이유로 각국 규제 당국의 주파수 경매 및 할당 조치는 통신사 네트워크 투자의 바로미터가 된다.

도표 1. 주파수 경매가 통신장비사에게 기회 요인인 이유

1	주파수 달라지면 통신장비 투자 필수적
2	주파수 할당 가격 높음, 미사용 시 기회비용 큼
3	주파수 할당 폭 커지면 통신장비 투자 증가
4	세대(G)가 달라져도 신규 주파수 할당 없을시 투자 규모 미미

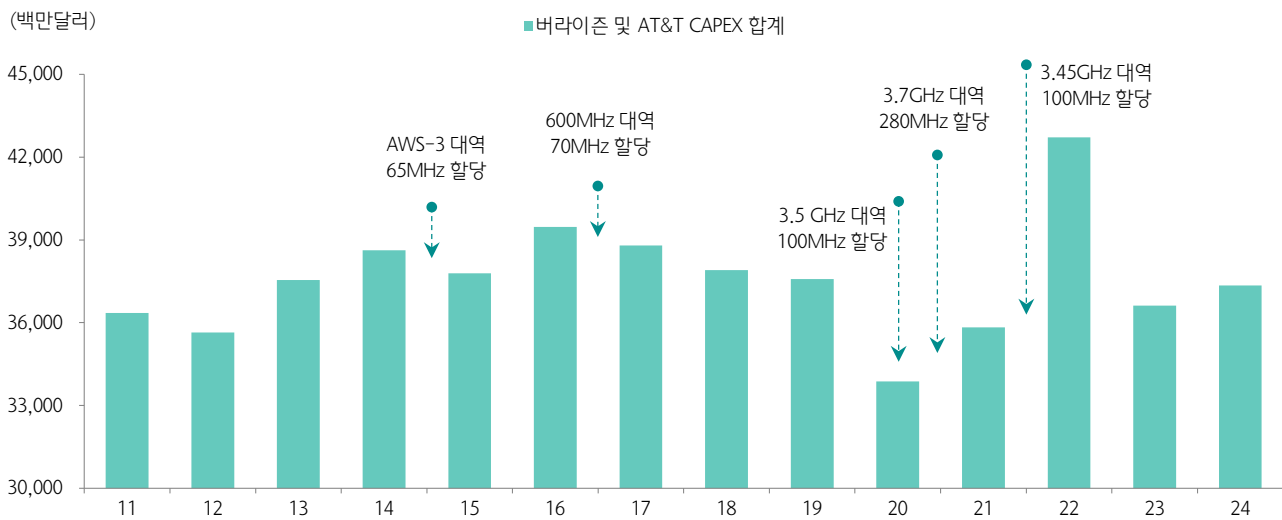
자료: 하나증권

도표 2. 국내 주파수 경매 시점과 통신 3사 CAPEX 합계 추이



자료: 각사, 하나증권

도표 3. 미국 주파수 경매 시점과 버라이즌+AT&T CAPEX 합계 추이



자료: 각사, 하나증권

미국 사업자 의견
수렴 과정 진행 중,
2025년 가을 주파수
경매 진행 예상,
4GHz대역 220MHz
낙찰 가능성에 관심 높여야

2) 미국 올해 가을 주파수 경매 가능성 높아

미국 레드스윙 이후 5G 추가 주파수 경매에 대한 투자자들의 기대감이 높아지는 상황이다. AWS 대역 주파수 사용 만료 기간이 2026년 6월로 다가옴에 따라 C밴드와 AWS 주파수 재배치 작업이 동시에 진행될 가능성이 높고 이미 미국 FCC가 공론화 작업에 들어간 것으로 파악되기 때문이다.

현재 FCC는 신규 주파수 경매 관련하여 통신사 및 관련 업체들에게 설문 조사 형태로 의견 수렴 과정을 거치고 있는 상황이다. AWS 주파수 대역은 이미 의견 수렴 과정을 마치고 경매 일정을 논의 중이며 C밴드의 경우 사업자 의견 수렴 마감일이 2025년 5월 29일이라는 점을 감안 시 빠르면 2025년 6~7월 미국 주파수 할당 계획이 발표될 전망이다. 따라서 2025년 가을 실제 주파수 경매가 진행될 가능성이 높다.

특히 국내 통신장비 업체들이 강점을 갖고 있는 4GHz 대역 220MHz가 할당될 전망이라 관심을 높일 필요가 있다. 삼성전자/에릭슨 벤더를 중심으로 국내 주요 통신장비 업체들의 2025년 4분기 이후 실적 전망을 밝게 하고 있으며 2026년 이후 빅사이클 진입 가능성을 염두에 두어야 할 것 같다. 2025년 가을 이후 발주, 연말부터 매출 인식이 예상되어서다.

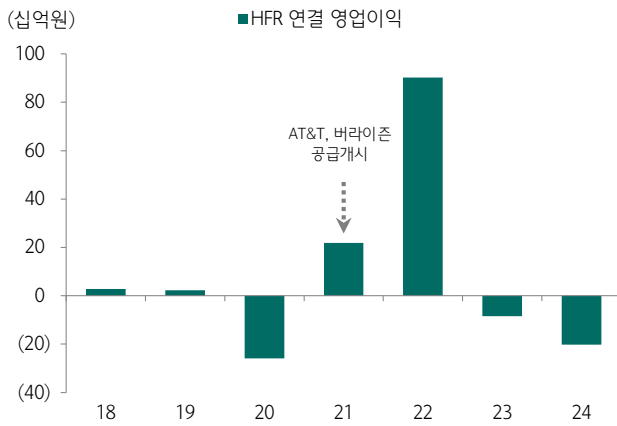
과거 2020~2022년 미국 시장 수혜로 국내 통신장비 업체들의 실적이 크게 개선될 것이란 투자자들의 기대감이 컸지만 실제 수혜를 입은 업체는 에치에프알과 쉘리드 정도에 불과했다. 삼성전자 AT&T/T 모바일 벤더 선정 탈락 및 버라이즌향 매출 부진 때문이었다. 하지만 2026년에는 많은 국내 통신장비 업체들의 미국 시장 활성화 수혜가 예상된다. 삼성전자의 재도약도 기대되지만 국내 중소장비 업체들의 공급처 확대 협상이 본격화되고 있기 때문이다. 에릭슨, 노키아, 후지프 등 글로벌 외와 더불어 통신사/일반 법인 직납 또는 대형 유통상을 통한 공급도 본격화되고 있어 2026년 이후 국내 중소 통신장비 업체들의 실적 전망을 밝게 하고 있다.

도표 4. 2025년 내 미국 주파수 경매 가능성 높은 이유

1	행정/의회 모두 공화당 장악, FCC 지위 강화
2	FCC 주파수 경매 의견 수렴 절차 진행 중
3	미국 통신사간 경쟁 강도 높아지는 상황
4	미국 통신사 신규 주파수 할당 요구

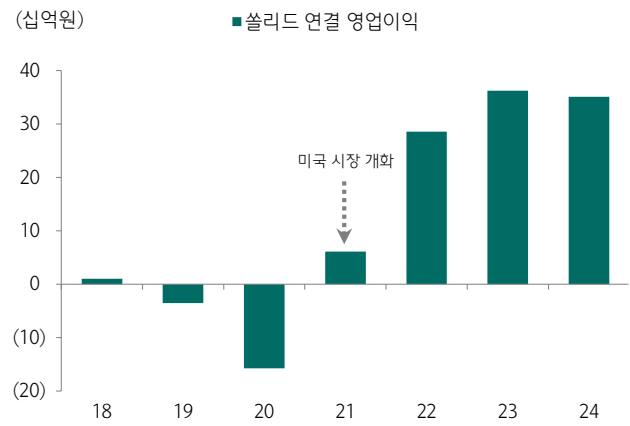
자료: 하나증권

도표 5. HFR AT&T/버라이즌 공급 당시 연결 영업이익 추이



자료: HFR, 하나증권

도표 6. 쉘리드 미국 시장 개화 이후 연간 영업이익 변화 추이



자료: 쉘리드, 하나증권

도표 7. 국내 중소 아웃소싱 장비 업체 벤더 확장 현황



자료: 하나증권

3) 시장 우려와 달리 한국 2025년 5G 추가 주파수 낙찰될 것

국내에서도 2025년 3.7GHz 5G
추가 주파수 할당 가능성 높음,
사업자 주파수 포기 위험 크기
때문

국내의 경우에도 미국과 사정은 비슷하다. LTE 주파수 재할당이 2026년 6월 만료됨에 따라 2025년 내 LTE 주파수 재할당과 더불어 3.7GHz 5G 추가 할당 작업이 이루어질 가능성이 높다. 아마도 LTE 주파수 재할당은 대가 할당 방식으로 이루어질 가능성이 높고 5G 추가 주파수 경매는 3.7GHz 대역을 중심으로 주파수 경매 진행이 예상된다. 할당 대역 폭은 3.7GHz 대역 기준 총 300MHz에 이를 전망이다. 소비자들이 체감하는 속도의 향상을 이루려면 사업자당 100MHz 정도는 되어야 할 것이고 ICT 기금 마련이라는 과제를 생각해도 주파수 낙찰 폭이 적으면 5G 추가 주파수 할당에 따른 의미가 퇴색되기 때문이다.

이런 가운데 최근 일부 투자자들 및 사업자들 사이에서 LTE 재할당은 원활히 이루어지겠지만 5G 추가 주파수 할당엔 통신사들이 소극적일 것이란 투자자들의 예측이 많다. 그럼에도 불구하고 신규 주파수가 나올 경우 기존 통신 3사가 5G 추가 주파수 경매에 참여하지 않을 가능성은 낮다. 경매 미참여 시 리스크가 너무 크기 때문이다. 특정 사업자가 경매에 미참여한 상황에서 경쟁사들이 신규 5G 주파수를 낮은 가격에 할당 받고 마케팅 공세에 나선다면 그 파장은 상상 이상일 수 있다. 실제 우량 가입자들이 이동하는 현상이 나타날 수 있어서다. 3G/LTE 보급 당시 큰 피해를 경험했던 국내 통신사들이 5G 주파수 경매에 소극적인 태도를 보일 가능성은 낮다는 판단이다.

도표 8. 2025년 국내 통신사 신규 주파수 낙찰 가능성 높은 이유

1	경쟁사 주파수 경매 입찰 및 낙찰 위험 존재
2	네트워크 경쟁에서 뒤처질 시 큰 리스크 감내해야
3	3G/LTE 당시 LGU+/KT 큰 기회 상실한 경험
4	차기 주파수 경매 일정 예측 어려움

자료: 하나증권

도표 9. 3G/LTE 주파수 사용 기간 종료 시점

주파수 사용기간 종료 시점	
829~849(20MHz)	2026년 6월
874~894(20MHz)	
904~914(10MHz)	
949~959(10MHz)	
1715~1735(20MHz)	2026년 12월
1735~1755(20MHz)	2026년 6월
1755~1765(10MHz)	2026년 12월
1810~1830(20MHz)	
1830~1850(20MHz)	2026년 6월
1850~1860(10MHz)	2026년 12월
1920~1980(60MHz)	
2110~2170(60MHz)	
2500~2550(50MHz)	
2620~2670(50MHz)	

자료: 하나증권

2. 5.5G 없이 5G에서 6G로 바로 넘어가긴 어렵다

1) 5G 투자 없이 6G로 가기엔 2028년 이후 비용 부담 크다

5G에서 6G로 바로 가기엔
통신사 입장에서도
실익이 없고
노이즈만 만들 공산이 크다

일부 투자자들은 LTE와 달리 5G의 경우 기존 네트워크와 차별성도 떨어지고 킬러 서비스가 부재하다는 점을 들어 통신사들이 5G 투자를 더 이상 하지 않고 바로 6G로 넘어가는 것이 아니냐고 묻는다. 하지만 그렇게 될 가능성은 낮다. 5.5G를 거치지 않고 바로 6G로 진화할 경우 물리적/기술적 어려움도 크겠지만 자금 흐름 및 요금 전략 측면에서도 유리할 게 없기 때문이다. LTE와 6G와의 장비 연동의 어려움이 존재하고 5G 투자가 미미한 가운데 6G로 넘어갈 경우 6G 투자 부담이 더 커질 수 있으며, 5.5G 도입 없이 6G를 도입할 경우 현실적으로 요금제 인상이 1번 밖에 없을 것이다. 6G로 바로 이동함에 따른 실익이 없다.

2019년 5G가 도입되었지만 투자자들이 체감하는 품질은 만족스럽지 못했다. LTE가 Release 8에서 13으로 높아지면서 유의미한 속도/품질 향상이 이루어진 것과 달리 5G의 경우엔 체감적으로나 집계상으로도 수년간 속도/서비스 품질 상 큰 변화가 없는 상태이다. 가장 큰 원인은 사용 주파수 폭이 LTE 대비 큰 차이가 없고 LTE와 혼용하는 NSA 방식이라 트래픽이 증가하면서 5G와 LTE 통화 품질에 모두 부정적인 영향을 미쳤기 때문이다.

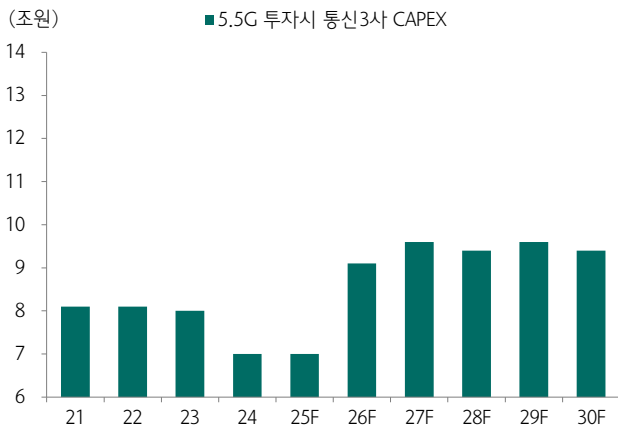
NSA 방식의 문제점이 최근 많이 도마에 오르면서 6G에서는 이를 토대로 NSA가 아닌 SA 방식으로 네트워크가 운용될 가능성이 높아지고 있고 대역 폭 확장을 통한 속도 향상을 위해 7~24GHz 본격 상용화가 추진되는 상황이다. 5.5G를 거쳐 5G를 어느 정도 궤도에 올려 놓고 6G로 진화할 것이냐, 아니면 5G 투자를 최소화하고 6G로 바로 넘어가느냐는 통신사들의 선택에 달려 있다.

아마도 2025년 국내/미국 주파수 경매 이후 5.5G 서비스 개시 여부의 운곽이 드러날 것이다. 2026년 신규 주파수에 투자하지 않고 2029년 대용량의 주파수 할당으로 6G로 진화한다면 국내 통신 3사 기준 연간 CAPEX 규모는 아마도 10조원 이상이 될 것이다. 2025년 5G 추가 주파수 할당 및 투자를 통한 투자 배분이 적절해 보이며 통신사들이 이러한 결정을 내릴 가능성이 높다는 판단이다. 6G에 대비할 수 있는 5G/6G 혼용 장비 투자를 통해 2026년 신규 주파수에 투자하고 2029년 이후 6G SA 전용 장비 투자로 전환하는 것이 최상의 선택일 가능성이 높다.

도표 10. 현실적으로 5.5G 거치지 않고 6G로 넘어가기가 어려운 이유

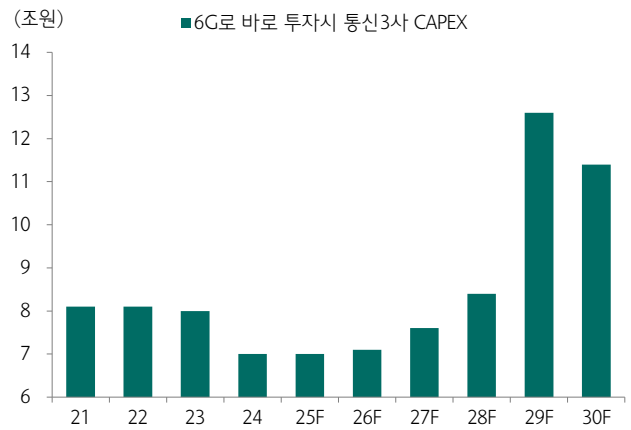
1	LTE와 6G와의 장비 연동 어려움
2	요금제 인상 1번 밖에 없을 것
3	5G 추가 주파수 경매 입찰 불가피
4	6G 장비 투자 부담 커짐

도표 11. 5.5G/6G 투자 시 통신 3사 CAPEX 합계 전망



자료: 각사, 하나증권

도표 12. 5.5G 없이 6G로 갈 시 통신 3사 CAPEX 합계 전망



자료: 각사, 하나증권

도표 13. 5G, 6G 사용 주파수 변화 예측



자료: 하나증권

2) 6G로 바로 가면 요금 인상은 한번 밖에 없을 것

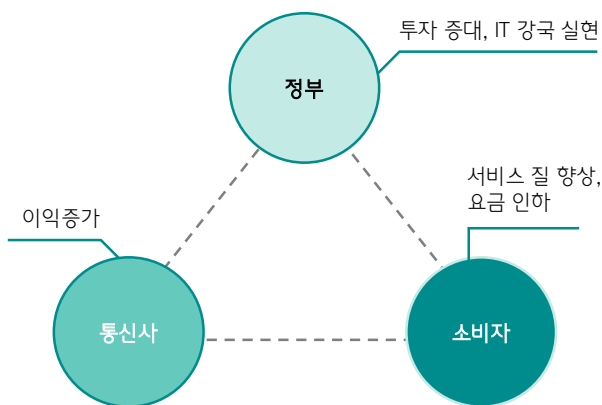
신규 주파수 투자 및
5.5G 도입 없이
통신사 유의미한 요금 인상
쉽지 않을 것

현실적으로 규제 상황과 국내외 여론을 고려하면 5G에서 6G로 바로 진화하는 선택을 할 경우 통신사 입장에서 대대적인 요금제 개편 및 실질적인 요금 인상이 한번 밖에 없을 것이라 판단 점도 신규 주파수 할당 참가 및 5G Advanced 도입을 할 수 밖에 없게 만드는 요인이다.

물론 AI를 입혀서 요금제 업그레이드를 추진할 수도 있고 양자암호통신을 얹어서 높은 요금제를 출시할 수도 있을 것이다. 하지만 신규 주파수에 대한 투자 없이 소비자/규제 당국이 요금 인상을 용인할 가능성은 낮다. 현재 요금제 출시가 사후 규제 방식이긴 하지만 현실적으로 대규모 네트워크 투자가 들어가지도 않았고 속도 측면에서 큰 차이가 없는 상품을 가격만 높였을 때 규제 당국이 용인하기가 어렵기 때문이다. 또 설사 요금제가 출시된다고 해도 소비자들이 외면할 공산이 크다. 본원적인 망 품질 향상에 의한 요금제 업그레이드가 아닌 단순 유통상 권유에 의한 요금제 가입이라면 해지율이 높게 나타날 수 있기 때문이다. 네트워크 투자 없는 전면적인 요금제 업그레이드는 현실적으로 이행 가능성이 낮다.

과거 통신사의 획기적인 요금제 개편은 트래픽/무료 통화량 제공량/속도 등 품질의 향상에 의해 이루어졌다. 미디어/웨어러블/구독 서비스는 부수적인 영향을 미쳤을 뿐 본질적인 요금제 업그레이드 역할을 수행하지는 못했다. 2019년 이후 6년간 국내 통신 3사는 유의미한 요금제 업그레이드가 이루어지지 않는 상황이다. 대규모 네트워크 투자가 없었기 때문이다. 2026년 신규 주파수 투자와 더불어 5G Advanced 도입이 없다면 6G가 상용화되는 2029년 하반기 이후에나 유의미한 요금제 변화가 나타날 가능성이 높다. 통신사 입장에선 고민이 커질 수 있는 부분이다.

도표 14. 통신산업 각 주체별 추구 목표



자료: 하나증권

도표 15. 통신요금 인상이 쉽지 않은 이유

1	필수 서비스, 예민한 여론 형성
2	사후 규제 가능, 규제 기관과 협의 필수
3	소비지출 대비 통신비 비중 유의미한 수준
4	과거 대비 서비스 차이 크지 않은 편

자료: 하나증권

도표 16. 세계 각국의 통신 규제 정책 원칙 및 개선 방향

1	시장 경쟁 활성화를 위한 소비자 혜택 증진
2	인프라 투자를 독려할 수 있는 시장 환경 조성
3	과도한 경쟁 방지를 통한 서비스 품질 저하를 방지
4	사업자간 자율적 합의 독려 및 실패 시 정부 개입
5	합리적 예측 가능성을 기반으로 한 규제 정책

자료: 하나증권

세대 진화 통한 이동전화
요금제 인상이 없다고 가정 시
2026~2028년 통신사 이익
성장 방법 사실상 부재

3) 세대 진화 없이 통신사 2026~2028년까지 성장 방법 부재

최근 통신사들의 실적이 나쁘지 않은 상황이지만 세부적으로 뜯어보면 고민이 커질 수 있는 국면이다. 마케팅비용, 인건비, 감가상각비, 제반 경비 등 영업비용 감소로 이익이 증가하는 양상이지 서비스매출액 증가에 의한 이익 성장이 아니기 때문이다. 오래 지속 가능한 성장 이 아니란 점에서 통신사들의 고민이 커질 것이란 판단이다.

5G를 도입한 2019년 이후 통신사들은 서비스매출액 성장과 함께 이익 성장을 지속하였다. 요금제 업셀링에서 비롯된 결과이다. 하지만 최근 불안한 징후가 곳곳에서 나타나고 있다. 5G 순증 가입자가 급격히 줄어드는 것과 동시에 이동전화 매출액 정체화되고 있기 때문이다. 만약 요금제 개편이 없다면 2026년도엔 국내 통신 3사 이동전화매출액이 감소로 전환할 가능성이 높고 연결 영업이익 역시 감소 전환 가능성을 배제하기 어렵다.

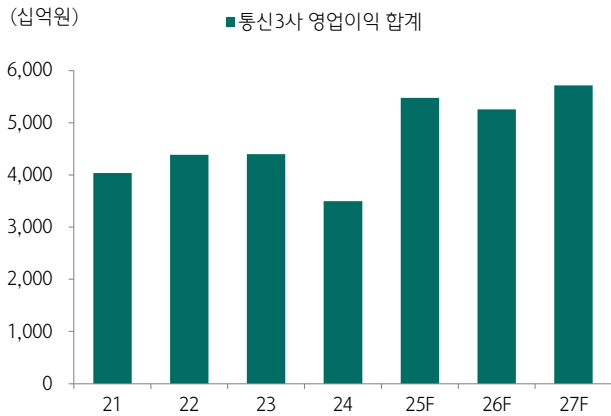
이런 가운데 통신사들은 위기를 돌파할 카드로 많은 신사업을 선 보이고 있다. 하지만 정작 투자자들의 관심을 받지는 못하는 형국인데 서비스매출액과 이에 연동한 영업비용으로 볼 때 이익 성장으로 이어질 것이란 기대가 높지 않기 때문이다. IPTV는 너무 낮은 요금과 많은 콘텐츠 비용 지출로 실제 수익성이 저조한 상황이며 기업 회선은 벌써 성장성 저하 움직임이 뚜렷하고 IDC는 경쟁 심화 속에 전력 공급/허가 문제 등이 성장의 발목을 잡고 있다.

AI/VR/블록체인 사업은 매력적이지만 아직 차세대 네트워크 기술과 연동한 비즈니스 모델을 만들지 못하고 있고 겉도는 느낌이다. 이익 성장으로 연결되려면 확실한 과금 체계로 연결 되어야 하는데 그렇지 못하기 때문이다. 회원수 및 트래픽 증가만으로는 성공을 장담할 수 없다. 더불어 네트워크 진화가 더디다는 점도 아쉬움을 남게 한다.

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

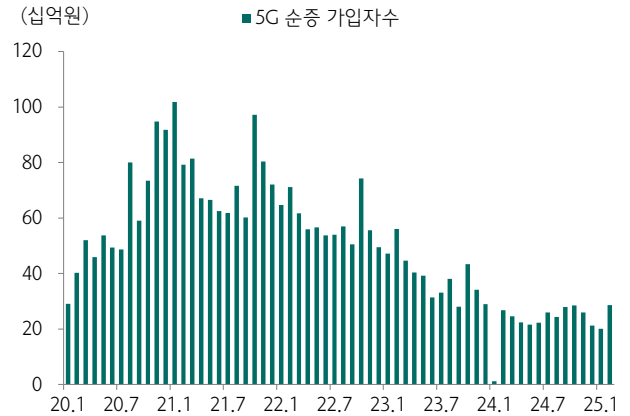
통신사 경영진들은 2025년을 지나가면서 이미 이익 성장에 대한 고민에 다시 봉착했다. 현 재로선 통신사 경영진이 성장을 위한 투자를 선행적으로 나설 것인지 확실한 킬러 서비스가 보일 때까지 버틸 것인지 단언할 수는 없다. 하지만 확률적으로 통신사들은 차세대 네트워크로의 진화를 통한 매출 성장과 투자 증대를 선택할 가능성이 높다. 후자를 택할 경우엔 뼈를 깎는 비용 감축이 진행되어야 하는데 현실적으로 인원 감축 없인 쉽지 않은 얘기이고 자칫 잘못하면 사업자간 경쟁에서 뒤쳐질 수 있기 때문이다. 규제 환경 측면에서도 후자를 선택하는 것은 큰 부담이 따른다. 요금 인하 압력을 높이는 동시에 산업 패권 경쟁에서 불리한 결과를 초래할 수 있기 때문이다. 통신사들이 5G Advanced 도입을 통한 요금제 업셀링 시도를 서서히 고민할 시기가 도래했다는 판단이다.

도표 17. 통신 3사 영업이익 합계 전망



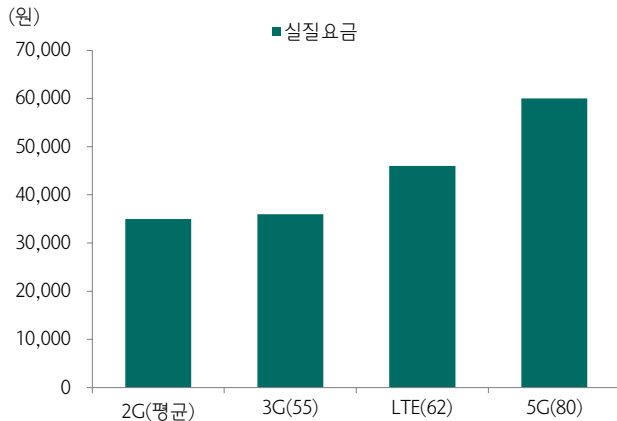
자료: 각사, 하나증권

도표 18. 국내 통신 3사 합산 기준 5G 가입자 순증 폭 전망



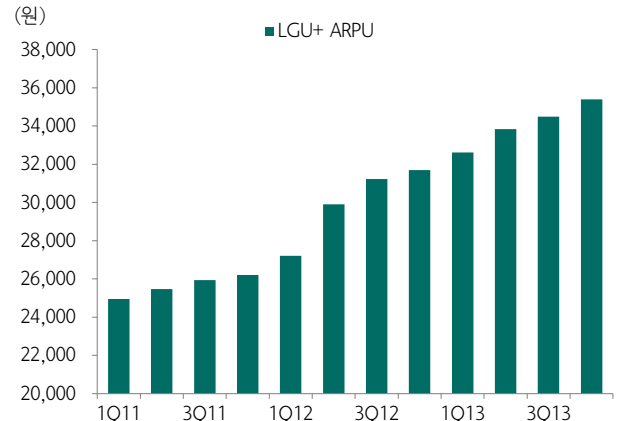
자료: 각사, 하나증권

도표 19. 2G/3G/LTE/5G 대표 요금제 할인 후 실질 요금 비교



자료: 각사, 하나증권

도표 20. LTE 도입 이후 LGU+ 이동전화 ARPU 추이



자료: LGU+, 하나증권

도표 21. 차세대 네트워크 투자 여부 결정에 따른 통신사 영향



자료: 하나증권

4) 결국 AI를 결합한 5G Advanced 요금제 출시가 효과적인 대안

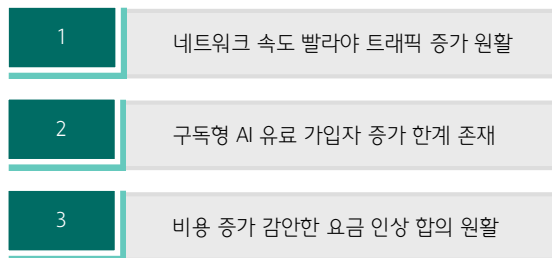
AI는 통신사에 기회 요인,
단 속도가 문제,
AI와 5G Advanced 요금제
결합이 좋은 대안

AI는 통신사에 큰 기회 요인이다. 직접적인 AI 유료 서비스 제공 또는 부가 수익 창출에 나서지 않는다고 해도 트래픽 증가를 통해 요금 인상 효과를 거둘 수 있기 때문이다. 최근 급부상하고 있는 AI, VR 등의 차세대 기술에는 큰 폭의 데이터 트래픽 증가를 유발한다는 공통점이 있다. 노키아의 경우 글로벌 데이터 트래픽이 2030년까지 연평균 25% 성장할 것으로 전망하고 있는데 이러한 배경에는 AI와 VR 시장의 성장이 크게 작용하고 있다. 2025년 이후엔 전세계 연평균 트래픽 성장률이 32%까지 치솟을 수도 있을 것이란 예상이다.

다만 문제는 AI/VR이 성장하기 위해선 차세대 네트워크 투자가 병행되는 전제가 성립되어야 한다는 것이다. 네트워크가 받쳐주지 못하면 속도 저하, 네트워크 단절 현상 발생으로 트래픽 증가세가 완만해질 수 있기 때문이다. 그런데 제반 상황을 고려하면 이러한 트래픽 증가에 대비한 네트워크 투자, 이후 요금인상이라는 선순환 구조가 이루어질 수 있을 것이란 판단이다. 5G 순증가입자수 감소, 이동전화매출액 정체로 통신사 이익이 다시 정체되는 흐름을 나타내고 있는데 이러한 국면을 타파할 유일한 방법은 차세대 네트워크 투자와 요금제 출시를 통한 요금제 업셀링 밖에 없기 때문이다.

현재 AI는 가장 혁신적인 네트워크 발전을 이끌 후보로 주목받고 있으며 네트워크 발전이 없이는 AI 발전이 없을 것이다. 그런데 AI 활성화는 트래픽 증가와 더불어 통신사 차세대 네트워크 투자 이끌 것으로 보여 5G Advanced 도입과 더불어 선순환 구조가 나타날 전망이라 큰 기대를 갖게 한다.

도표 22. AI/5G Advanced 결합 서비스 출시 가능성이 높은 이유



자료: 하나증권

도표 23. 통신사 차세대 이동전화서비스 도입 이유



자료: 하나증권

도표 24. AI 활성화가 통신 산업에 미칠 영향



자료: 하나증권

4) 트래픽 정체 양상, 속도 빨라져야 다시 매출 늘 수 있다

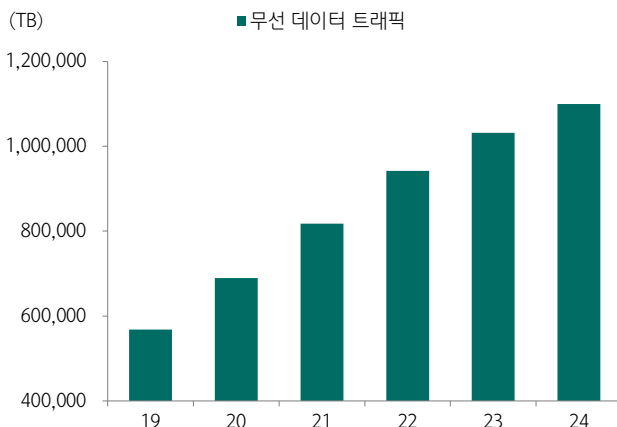
속도 빨라져야
통신사 트래픽 증가 가능,
2026년 네트워크
투자 재개 가능성 높아

최근 국내 통신 3사 이동전화매출액 정체 양상이 심화되는 가운데 트래픽 증가 폭 둔화 양상이 뚜렷하다. 2019년 5G 도입 초기엔 트래픽이 폭증해 고민이었는데 2025년 들어서는 트래픽 성장 둔화가 걱정되는 상황이다. 2019~2022년까지 폭증하던 국내 데이터 트래픽은 2023년 이후 증가 폭이 둔화되고 있으며, 특히 2024년 이후엔 트래픽 정체 양상이 본격화되고 있다. 2021~2022년 AI가 트래픽 증가를 이끌 것이라는 기대도 잠시 2024년도엔 총 트래픽 증가 폭이 5%에 그쳤는데 일부에선 컬러 서비스 부재를 원인으로 꼽고 있지만 보다 근본적인 이유는 속도 정체 현상 때문이라고 볼 수 있겠다. SKT/KT를 중심으로 2023년 속도 저하 양상이 뚜렷하게 나타나면서 트래픽도 저성장 국면에 진입했다는 판단이다. 이에 따라 국내 통신 3사의 고민도 커지고 있다. 트래픽 성장 둔화는 통신사 장기 매출 성장에 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다.

일부에선 트래픽 성장이 둔화되고 있으니 네트워크 투자 부담이 없어서 차라리 잘 된 것 아니냐고 언급하기도 하는데 이는 단기적인 시각에 불과하다. 통신사는 트래픽 장사꾼이라고 해도 과언이 아니기 때문이다. 결국 통신 3사가 트래픽을 늘리기 위한 조치에 다시 나설 공산이 크며 이는 2026년 네트워크 투자 재개로 이어질 것이라는 판단이다. 2025년 가을 주파수 경매에서 통신 3사가 5G 추가 주파수 경매에 임할 가능성이 높고 신규 주파수를 기반으로 한 추가 5G 투자가 이루어질 가능성이 높아 보인다. 네트워크 경쟁력과 우량 가입자 유치에 영향을 미칠 수 있어 통신 3사의 주파수 경매 미입찰 가능성은 현실적으로 낮다. 신규 주파수를 기반으로 한 서비스는 2026년 선보일 것으로 예상되는데 주파수 할당 폭이 현재 5G 사용 폭 대비 2배 이상 늘어날 것이므로 속도 향상과 더불어 재차 트래픽 증가 양상이 재현될 전망이다.

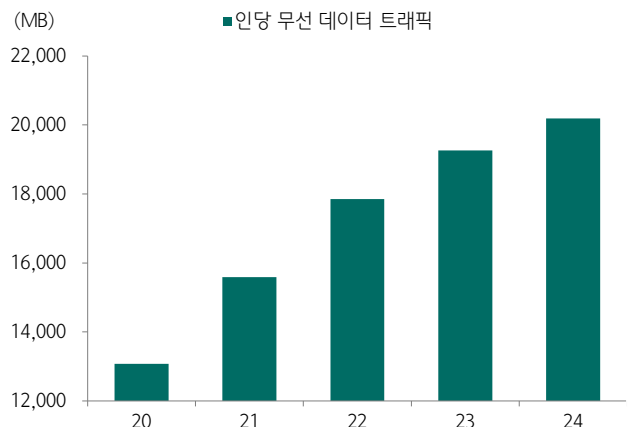
통화 품질 문제는 단순히 버터서 될 문제가 아니다. 2028년까지 네트워크 투자를 미룬다는 것은 가능성이 낮은 얘기이다. 미진했던 5G 투자로 2026년 5G 투자 붐이 다시 일어날 가능성이 높고 2028년 이후 6G 투자로 이어지면서 통신장비 빅사이클 진입 가능성이 높아 보인다.

도표 25. 국내 무선 데이터 트래픽 추이



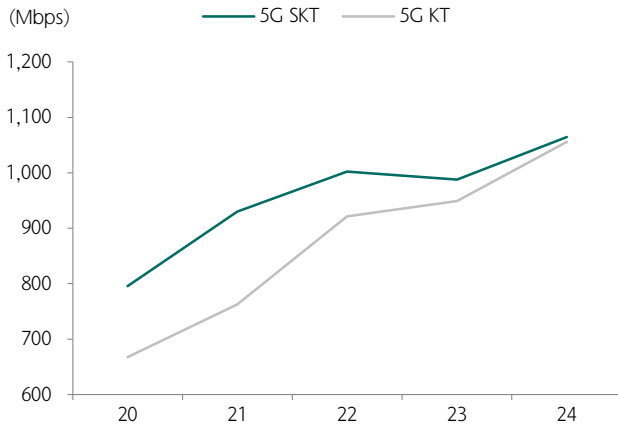
자료: 과기부, 하나증권

도표 26. 국내 인당 무선 데이터 트래픽 추이



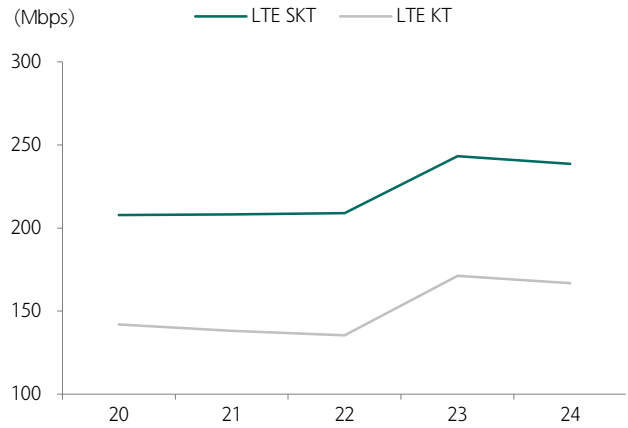
자료: 과기부, 하나증권

도표 27. 국내 연도별 SKT/KT 5G 속도 추이



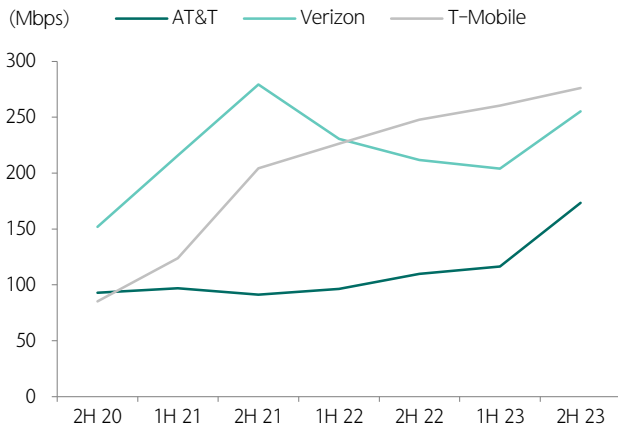
주: 다운로드 기준(국내/외 평균값)
자료: 과기부, 하나증권

도표 28. 국내 연도별 SKT/KT LTE 속도 추이



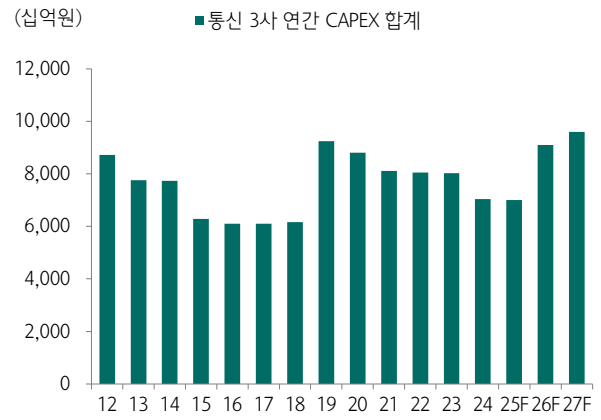
주: 다운로드 기준(국내/외 평균값)
자료: 과기부, 하나증권

도표 29. 미국 연도별 5G 속도 추이



자료: FCC, 하나증권

도표 30. 국내 통신 3사 CAPEX 합계 전망



자료: 각사, 하나증권

3. 양자암호통신이 5G/6G의 성장을 이끌 전망이다

1) 양자컴퓨터 해킹을 막을 방법은 양자암호통신이 유일하다

양자암호통신은
천하무적 보안 기술,
차세대 네트워크와
맞물려 성장할 것

양자암호통신은 양자 역학에서 어떤 물리적 상태가 정해지지 않고 중첩된 양자 중첩, 여러 양자 중첩 상태가 서로 영향을 줄 수 있도록 연결되는 양자 얽힘 등의 특성을 활용한 통신 기술이다. 현재 해킹은 수많은 광자(빛의 입자)의 형태로 전송 중인 데이터 일부를 중간에 빼돌리거나 정보만 복사하고 다시 보내는 방식으로 이루어진다. 그런데 양자암호통신의 경우 양자 중첩 상태에 있는 광자는 물리적으로 복제가 불가능하며 정보를 확인하는 순간 중첩 상태가 붕괴해 다시 되돌릴 수 없는 특징을 갖는다. 양자의 확정되지 않는 성질, 즉 불확정성을 이용한 통신 기술이라고 볼 수 있겠다. 따라서 이 성질을 활용하면 최소한 통신 선로 상에선 해킹이 불가능하고 도청 시도가 있다면 바로 알아챌 수 있다는 장점을 갖는다. 최고의 체세대 보안 기술이라고 볼 수 있겠다.

최근 양자컴퓨터 상용화가 멀지 않았다는 의견이 제시되고 있다. 구글/아이온큐 등이 대표적이다. 구글은 지난 2024년 12월 자체 개발한 양자 칩 율로를 공개하며 큐비트 수가 증가해도 오류가 줄어드는 방법을 찾았다고 발표했다. 업계에선 연산의 불안정성으로 큐비트 숫자를 늘리기에 어려움이 컸는데 낮은 오류율로 대규모의 양자컴퓨터를 만들 가능성을 보여줬다는 긍정적 평가가 나왔다. 물론 일부에선 양자컴퓨터가 상용화되려면 20년이 걸릴 것이라고 주장한다. 어찌 보면 당연한 얘기일 수도 있다. 완성도 높은 첨단 양자컴퓨터를 범용화한다고 가정하면 상당한 시간이 소요될 수 있기 때문이다. 하지만 완성도/가격/크기 등에 따라 전혀 다른 얘기를 할 수 있을 것이란 판단이다.

현 시점에서는 일반 기업, 개인들이 접근하기 어려운 희소한 양자컴퓨터의 등장만으로도 통신 보안 시장에 미칠 파급이 상당할 수 있다는 점을 생각해야 한다. 양자컴퓨터의 경우 고속연산 능력을 갖고 있어 기존 컴퓨터가 10억년 걸리던 암호 해독을 단 100초만에 풀 수 있기 때문이다. 결국 기존의 통신 보안이 위협해질 수 있고 이를 막아줄 첨단 보안 기술이 필요하다. 해답은 양자암호통신 밖에 없다. 양자 컴퓨터가 창이라면 양자암호통신은 방패 역할이라고 볼 수 있겠다. 양자컴퓨터가 현재 존재하고 있는 모든 암호 체계를 뚫을 수 있다는 전망이 나오면서 이를 막기 위한 양자암호통신이 급부상하고 있다. 특히 최근엔 암호화폐 시장이 가장 예민한 반응을 보였다. 해킹 기술의 발전은 양자암호통신에 대한 수요를 늘려줄 것이란 판단이다.

도표 31. 양자암호통신의 3가지 특성

1	복제 불가의 원리, 중첩 상태 측정 불가
2	불확정성, 측정 시도 시 값이 달라짐
3	도청 시 들림, 도청 시 결과값 변화

도표 32. 양자암호통신 서비스가 양자컴퓨터보다 빨리 도입/확산될 가능성이 높은 이유

1	오류 적고 제어 가능해 양자암호통신 사실상 상용화 단계에 돌입
2	소프트웨어/칩/장비 형태로 양자암호통신 기술 확산 중
3	무선에도 적용/전송거리 확산 중, 서비스 영역 넓히는 중
4	양자컴퓨터 도입 이전 범용화 필수, 통신사/장비 업체 중심 개발 성과 다수

자료: 하나증권

도표 33. 보안 기술 비교

RSA	PQC
- 소인수분해 방식 - 현재 가장 활성화 - 양자컴퓨터 해독 가능	- 수학적 난제 알고리즘 적용 - 양자컴퓨터 해독 가능 - 소프트웨어 방식 적용 가능
QKD	ORNG
- 해킹 불가능한 암호 공유 - 장비 형태로 적용 - 기술적 난이도 높음/고가	- 양자 주막위성 적용 - 칩형태 구현/단말기 적용 - 가격 합리적/다량 적용 가능

자료: 하나증권

2) 전송 거리 향상, 무선 적용 본격화에 주목할 시점

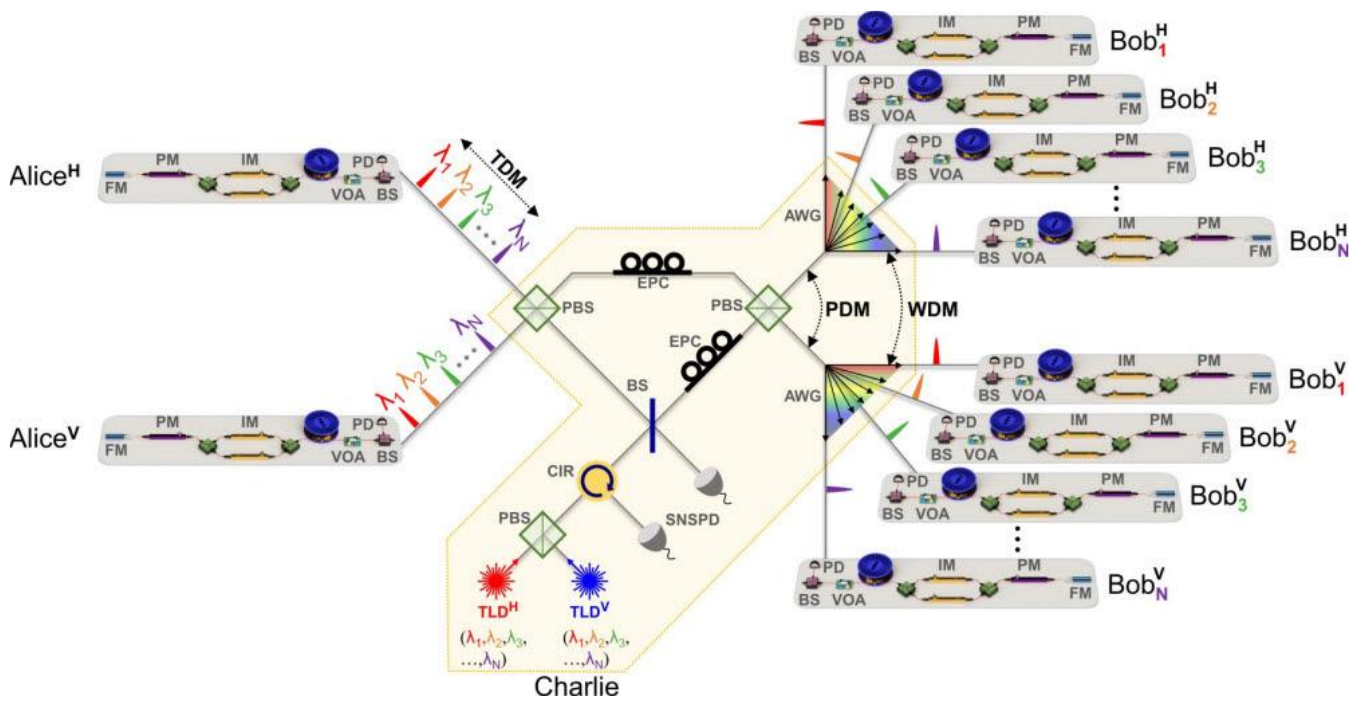
QKD 전송 거리 확장과
더불어 무선으로의 적용 본격화,
드론/UAM/자율차 등에
적용될 전망

그간 양자암호통신 분야에서 고민이자 과제였던 전송거리 문제 및 무선으로의 적용도 최근 큰 성과를 거두고 있다. 이에 따라 차세대 네트워크에서의 양자암호 통신 기술의 활용 가능성 및 사업의 확장성, 비즈니스 모델 발굴 본격화에 큰 관심이 모아지는 상황이다.

앞서 언급했듯이 QKD 기술은 가장 강력한 양자암호통신 방식이지만 100km 이내로 통신이 제한되는 통신 거리 문제가 존재했다. 그런데 최근 전송 거리 문제를 해결하는 사례가 다수 발표되고 있다. 단일 광원을 사용하는 플러그 앤 플레이(PnP) 구조를 적용해 TF(Twin-field) QKD 시스템 작동에 필요한 난이도를 낮추고, 다대다 네트워크로 확장이 가능한 시스템 구조로 진화한 것이 대표적이다. 기존 TF-QKD 시스템에서는 송/수신자가 각각 양자 신호로 두 개의 광원을 사용하였기 때문에 서로 다른 두 광원의 특성을 동일하게 만들기 위한 제어 시스템이 필요했다. 하지만 PnP TF QKD 구조는 광원 하나로만 동작한다. 동일한 양자 신호가 통신 채널을 왕복해 편광 노이즈를 막을 수 있어 기술적 진보가 이루어졌다. QKD의 상용화를 가로막던 장거리/네트워크 확장이란 과제를 동시에 해결했다고 볼 수 있겠다.

무선으로의 확장도 본격화되고 있다. 양자 신호를 광케이블과 같은 고정된 전송 경로로 보내는 유선 양자암호통신과 달리 무선 양자암호통신은 대기 중으로 직접 전송해야 하므로 기술적 난이도가 높은 편이다. 장애물을 뛰어 넘어 멀리 있는 과녁을 맞춰야 하는 상황과 흡사하다. 그런데 KT를 중심으로 무선 분야에서 괄목할 만한 성과가 나오고 있다. 초정밀 지향 기술 덕택이다. 초정밀 지향 기술은 특정 지점을 정밀하게 지향하고 추적하는 기술인데 통신에 접목하면서 무선 통신 분야에서 성과가 나타났다. 최근 통신사들은 무선 양자암호통신 상용화에 속도를 내고 있다. 단기적으로는 드론, 항공기 등에 적용할 가능성이 크며 장기적으로는 UAM/자율차 등 모빌리티 서비스, 위성 통신에 적용될 전망이다. 이미 무선 데이터 송수신 거리를 10KM로 확대한 상황이라 향후 UAM, 군용 드론 등 원거리 무인 이동체들의 해킹을 막는 역할을 수행할 것으로 기대된다. 물론 아직은 단말 장착을 위한 장비 소형화 및 단가 인하 필요성이 존재한다. 하지만 최근 성과를 감안하면 상용화 시기가 임박했다는 판단이다.

도표 34. TF(Twin-field) QKD 네트워크 구조



자료: KIST

도표 35. 5G/6G가 양자암호통신 확산을 이끌 것으로 예상하는 이유

1	운송용 IoT(자율차/UAM) 보급 확산
2	핀테크/블록체인 시장 확대
3	스마트시티 본격화
4	양자암호통신 무선에 적용 가능
5	양자암호통신 전송 거리 확대

자료: 하나증권

3) 양자암호통신이 IoT/핀테크를 무기로 5G/6G의 육성을 이끌 전망이다

30년전 초고속인터넷
보급 확산이
인터넷 보안 기술
태동시켰던 것처럼
5G/6G는 양자암호통신 시장
크게 성장시킬 것

많은 투자자들이 아직은 양자암호통신 사업의 성공 가능성을 의심한다. 한마디로 오버 스펙이라는 입장이다. 물론 현재 네트워크 수준 및 해킹 발생 상황을 감안하면 전혀 틀린 말은 아니다. LTE 네트워크 기반에서 자율차/드론/UAM 등 운송용 IoT가 유의미한 발전을 이룬 것도 아니며, 블록 체인/핀테크 시장은 여전히 일부 참여자들로 시장이 국한된 상황이기 때문이다.

하지만 점차 다른 양상이 진행될 것이다. 양자컴퓨터와 같은 게임 체인저가 등장할 가능성이 높아지는 것도 빅 이슈지만 진짜 5G/6G를 기반으로 자율차/UAM이 태동할 것이며 신뢰성 높은 보안 기술, 네트워크 안정성을 기반으로 블록체인 시장에 정부/금융 기관을 비롯한 다수가 참여할 가능성이 높아지고 있기 때문이다.

과거 5G는 진정한 IoT/메타버스/블록체인 시대를 이끌 차세대 네트워크 서비스로 주목받았다. 하지만 LTE 기반의 적은 주파수를 사용하는 NSA 방식에 머무르면서 혁신은 없었다. 그런데 이제 AI 기반의 IoT 시대가 본격적인 서비스 개화를 앞두고면서 진짜 5G 도입과 더불어 Pre 6G 바람이 불고 있고 보안 기술의 발전은 핀테크 혁명을 이끌 것으로 보인다. 5G/6G가 4차 산업을 이끌 인프라로 부상하면서 꼭 필요한 기술이 있는데 그것은 바로 양자암호통신이다. 30년전 초고속인터넷 혁명이 인터넷 보안 사업을 크게 성장시킨 것처럼 5G/6G의 확산이 양자암호통신 보급 확산의 계기가 될 것이란 판단이다.

서비스 측면에서 볼 때 IoT/자율차/UAM과 양자암호통신은 30년전 초고속인터넷과 인터넷 보안 기술 관계처럼 실과 바늘과 같은 역할을 수행할 전망이다. 양자암호통신 없이 IoT/자율차/UAM 사업을 전개하는 것은 큰 위험이 수반되기 때문이다. 사고 발생 가능성을 감안할 때 그렇다. 과거 인터넷 상에서 해킹을 통해 금전적 피해를 주는 사례가 다수 발생했다면 이젠 인명 피해를 걱정해야 하는 수준이다.

진짜 5G 시대에는 AI를 기반으로 운송용 IoT가 본격화될 전망이다. 얼마전까지 자율주행자동차가 이슈였다면 이젠 한 술 더 떠 UAM(Urban Air Mobility)이다. 물론 UAM 도입 초기엔 무인이 아닌 유인 UAM으로 운영될 것이며 네트워크도 주행보다는 탑승자 엔터테인먼트 목적으로 구축될 가능성이 높다. 하지만 2027년 이후엔 무인 UAM 체제로 돌입할 것이며 상용 네트워크도 주행용으로 구축될 전망이다. 높은 파일럿 인건비를 감안할 때 비상 시에만 사람이 개입하면서 사전 입력된 일정 궤도를 주행하는 UAM 체제가 인기를 끌 가능성이 높다. UAM용 주파수 대역으로는 7GHz가 사용될 것으로 예상된다. 5G/6G의 궁극적 목표인 IoT로의 진화, 모빌리티 혁신을 실현할 수 있다는 점에서 UAM은 투자자들의 관심을 끄는 빅 이슈로 부상할 전망이며 그 과정에서 양자암호통신 역할론이 주목받을 것이다.

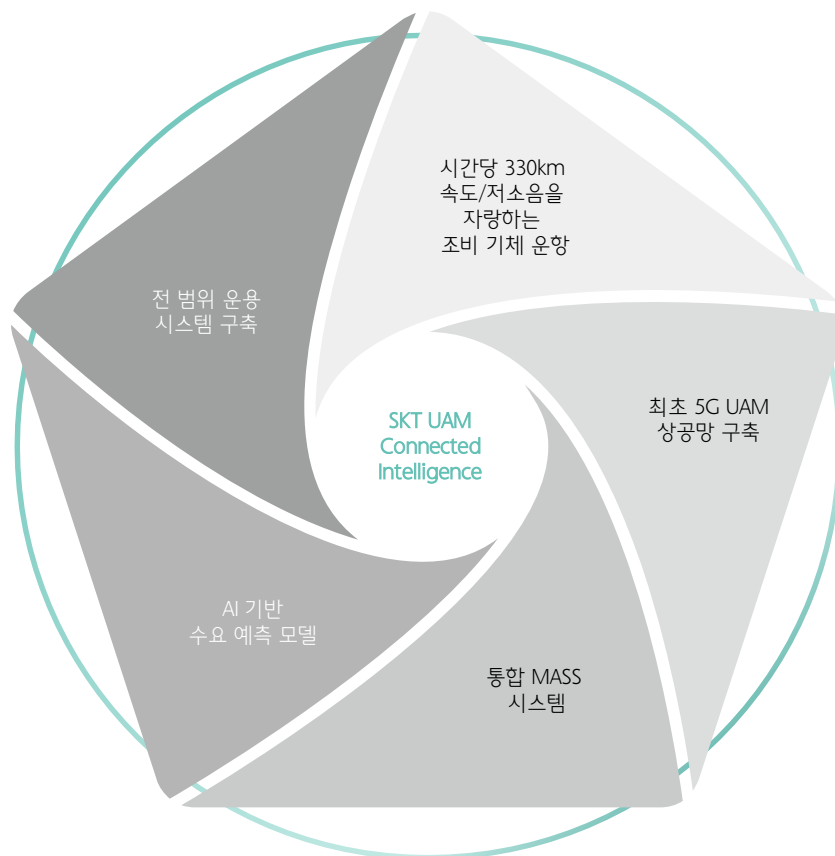
이미 국내외 양자암호통신 기술과 UAM 분야의 글로벌 표준화 작업이 진행 중이며 전용회선으로 시작한 양자암호통신 기술은 5G/6G로 확장을 시도하고 있다. 향후 궤도형 무인 UAM이 등장할 경우 양자암호통신 기술 채택이 유력해 보인다. SK브로드밴드는 이미 양자키분배(QKD)와 양자내성암호(PQC) 기술을 적용한 양자암호통신을 상용화했다. 신규 주파수 발굴에도 한창이다. 이미 국내 규제 기관은 주파수 7~24GHz의 어퍼미드(Upper-mid) 대역 발굴 및 기술 개발 계획을 피력했다. 정책적으로 봐도 양자암호통신이 내장된 UAM이 머지않은 시기에 상용화될 가능성이 높다는 판단이다.

도표 36. 양자암호통신이 차세대 서비스 측면에서 중요한 이유

1	전송거리 확대, 무선 적용 가능해져 5G/6G 서비스에 적용 가능
2	블록체인, IoT 비즈니스 먹거리 확대에 양자암호통신 적용 필수
3	양자암호통신 적용을 통한 서비스 차별화, 과금 적용 가능
4	20년전 초고속인터넷 서비스 도입이 보안 사업 성장 이끈 상황과 비슷

자료: 하나증권

도표 37. SKT UAM 커넥티드 인텔리전스



자료: 하나증권

4. 미국에서 오픈랜 시장이 확대되고 있다

1) 트럼프 2기에서는 오픈랜 시장 확대 정책을 펼 것

화웨이 지배력 낮추려는
목적으로 미국 시장을
중심으로 오픈랜 확산될 것,
글로벌 통신장비 시장 내
오픈랜 비중 확대 전망

최근 미국 시장을 중심으로 오픈랜 확대 기대감이 높아지고 있다. 전세계 1/4을 차지하는 최대 시장이기에 미국에서의 오픈랜 시장 확대 양상은 여타 국가에도 지대한 영향을 미칠 전망이다.

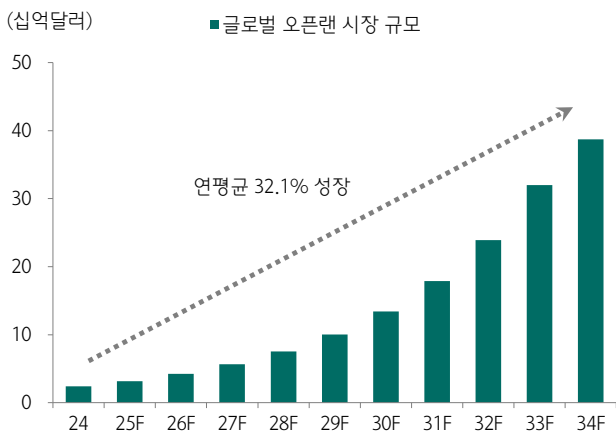
최근 미국 시장 오픈랜 확대 정책은 표면적으로 통신장비 업체간 경쟁 활성화 및 가격 하락, 통신사 CAPEX 부담 완화를 유도하기 위한 것으로 볼 수 있겠다. 하지만 좀 더 깊숙이 들여다 보면 중국 장비 견제 목적이 깔려있다는 판단이다. 과거 트럼프 1기에서 직접적으로 화웨이, ZTE 등 중국 업체들의 통신 장비 수입을 제한하는 정책에 힘이 실렸다면 이번 트럼프 2기에서는 근원적으로 미국 시장에서 오픈랜 시장을 확대하는 정책에 힘이 실릴 것이란 판단이다.

미국이 오픈랜 시장을 확대하려고 하는 움직임은 세계 통신장비 시장에서 절대 강자인 화웨이와의 장비 연동 이슈를 아예 없애자는 취지라고 볼 수 있다. 기존에 중국 장비를 사용하는 업체들이 새로운 장비를 채택하는데 따른 물리적 어려움을 제거하자는 것이다. 화웨이 장비를 사용하는 통신사들이 다른 장비로 교체하는데 걸림돌을 제거해 전세계 시장에서 화웨이 M/S를 낮추자는 의도로 해석된다.

미국의 오픈랜 시장 확대는 세계 통신장비 시장을 개방형 체계로 변화시켜 가격 경쟁 활성화 및 통신장비 가격 인하를 촉진하고 동시에 중국 통신장비 업체들의 지배력을 낮추자는 의도가 깔려 있다고 볼 수 있다. 어차피 개방형 체계로 통신장비 시장이 전환되면 소프트웨어/하드웨어간 장비 매칭 이슈가 소멸되고 기존에 깔려진 장비와의 연동 문제가 없어지면서 하드웨어 분야에서 가격/제품 경쟁력을 갖춘 업체들이 부상할 가능성이 높기 때문이다.

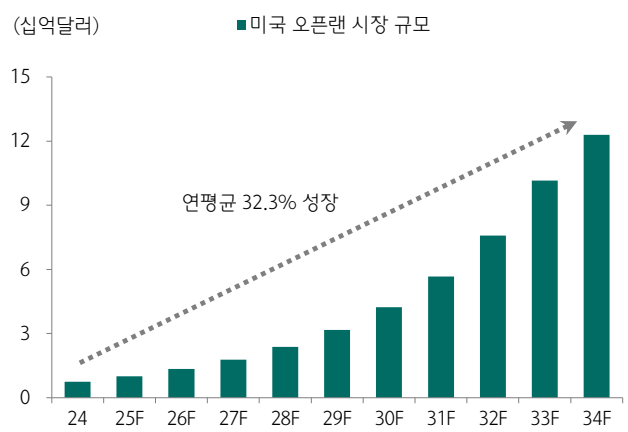
물론 오픈랜 시장이 확대되는 것이 글로벌 통신장비 산업에 꼭 이득이 되는 것은 아니다. 아무래도 기존에 높은 M/S를 유지하면서 패권을 가졌던 글로벌 SI 업체에게는 부담이 가는 부분이 될 수 있다. 반면에 상대적으로 낮은 M/S 지속하면서 판로를 개척할 의지가 큰 SI 업체이거나 하드웨어 부분에서 강점을 보유한 중소 아웃소싱 장비 업체들에게는 기회 요인이 될 수 있다. 전체적으로 평가하면 통신장비 시장이 오픈 랜으로 성장하는 그림으로 예측하긴 어렵고 오픈랜 시장 비중이 확산되면서 오픈랜에서 강점을 보유한 업체들이 통신장비 시장에서 M/S가 성장하는 흐름이 나타날 공산이 커 보인다.

도표 38. 전세계 오픈랜 통신 장비 시장 전망



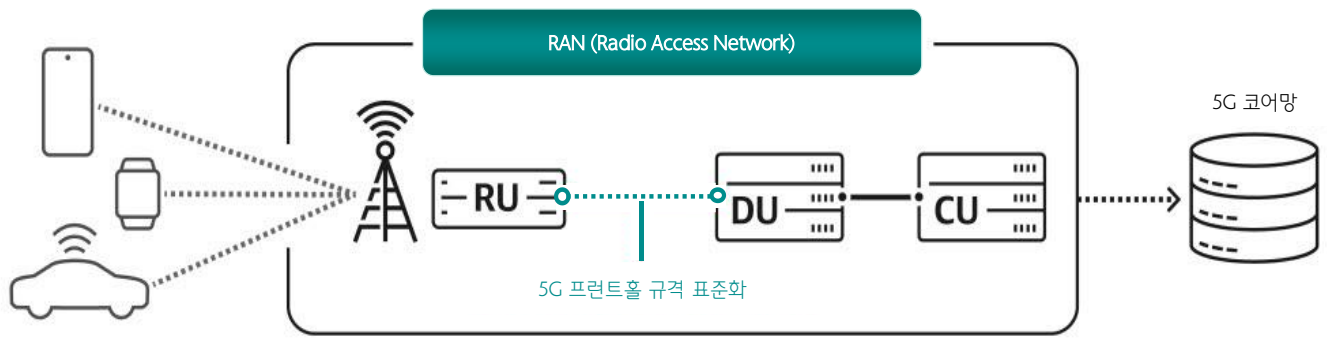
자료: Precedence Research, 하나증권

도표 39. 미국 오픈랜 통신 장비 시장 전망



자료: Precedence Research, 하나증권

도표 40. 무선 오픈랜 개념도



자료: 하나증권

2) 하드웨어에 강점 있는 국내 중소 아웃소싱업체 수혜 볼 것

오픈랜 시장 확대 시
M/S 낮지만 하드웨어 강점
높은 업체들이
성장 기회 맞이할 것

통신장비 업계에서 오픈랜 시장 확대 가능성은 이슈화된 지 오래다. 미국 화웨이 장비 제재 이슈가 본격화되면서 수년 전부터 오픈랜 확대 가능성이 점쳐졌기 때문이다. 이에 따라 최근 오픈랜 시장 확대를 대비한 글로벌 SI들의 대응도 본격화되는 양상이다. 에릭슨/노키아/삼성전자가 대표적이다. 구체적으로 아웃소싱 장비 업체들의 제품을 수혈해 글로벌 통신사에 공급하려는 방침이다.

물론 오픈랜 시장의 확대는 M/S가 높은 글로벌 SI들이 반길 이슈는 아니다. 통신장비 시장 전체적으로 보면 금액 측면에서 시장 성장을 저해하는 요인이 될 수 있기 때문이다. 하지만 글로벌 SI들의 경우 M/S 하락을 두고 볼 수만은 없으니 단가 하락에도 M/S를 지키려는 전략이 나올 수 밖에 없는 것이 현실이다. 오픈랜 때문에 통신장비 시장이 커진다고 볼 수는 없지만 오픈랜 외 기존 통신장비 시장 성장 정체가 나타날 것이며 오픈랜 시장만 급격한 시장 확대 양상을 나타낼 전망이다.

이러한 가운데 전세계 통신사들은 벤더 확대에 나서고 있으며 글로벌 SI들은 오픈랜 장비 아웃소싱을 통한 M/S 유지 및 확대 전략에 나서고 있어 관심을 끈다. 삼성전자와 노키아를 중심으로 아웃소싱을 통한 오픈랜 시장 대응에 나서고 있어 글로벌 SI간에 M/S 경쟁이 본격화될 전망이다. 국내 중소 통신장비 업체 중에선 이미 쉘리드, 이노와이어리스, 에치에프알 같은 업체들이 글로벌 SI와 제휴를 통해 미국 시장을 중심으로 오픈랜 장비 매출 확대가 예상된다.

도표 41. 오픈랜 시장 확대가 통신장비 시장에 미칠 영향 점검

1	글로벌 통신장비 시장 기존 SI 시장 성장 정체, 오픈랜 시장만 급성장 예상
2	하드웨어 강점 보유한 통신장비 업체 M/S 향상 전망
3	중국 화웨이 글로벌 M/S 하락 가능성
4	시장 지배력 높은 기존 글로벌 통신장비 업체 매출 성장 정체 가능성
5	국내 중소 아웃소싱 통신장비 업체 통신사 직납 매출 증가 전망
6	중소 통신장비 업체 삼성/노키아 등에 오픈랜 매출 확대 전망

자료: 하나증권

도표 42. 국내 통신장비 업체들의 주요 매출처 현황

솔리드	직납, 미국 유통상, 삼성
RFHIC	삼성, 노키아, 화웨이
이노와이어리스	삼성, 애플, 해외 총판
KMW	삼성, 노키아, 후지쯔, ZTE
에치에프알	후지쯔, 직납

자료: 하나증권

5. 이익은 2026년, 주가는 2025년부터 오른다

1) 2026년부터 통신장비 업종 본격 실적 호전 전망

통신장비 업체 실적 2023년에
이미 바닥 통과,
미국 시장 중심으로
2026년 통신장비 시장
크게 성장 전망

국내 통신장비 업종은 2023년 실적 바닥을 찍고 2024년부터 회복세에 접어드는 양상이다. 분기 실적으로 봐도 그렇고 연간 실적으로 평가해도 마찬가지다. 당사 커버리지 4개사 기준, 통신장비 시가총액 상위 11개사 기준으로 봐도 결과는 달라지지 않는다.

특히 2024년 국내 통신장비 상위 11개 업체 합산 기준 상반기 영업이익 흑자 기록, 연간 영업이익 흑자 전환은 큰 의미가 있다. 가장 큰 이유는 통신사 외 관공서/일반 기업/방산 물량 증가에 의한 것이라고 볼 수 있겠다. 유럽, 일본을 중심으로 시장이 회복된 것 역시 통신장비사 실적 개선에 도움을 주었다. 2021~2022년 호황기를 보낸 미국 시장이 2023~2024 투자 급감으로 어려운 시장 환경을 나타냈으나 여타 시장 및 통신사 외 시장이 통신장비사 실적 호전을 이끌었다고 볼 수 있겠다.

아직까지 특별한 수주 소식이 들려오지 않는 것을 감안하면 2025년 상반기까지는 국내 통신장비 업체들의 경우 현 실적 추세가 이어질 전망이다. 당사 커버리지 4개사 합산 기준으로 볼 때 적자를 보지 않는 가운데 YoY 이익 성장 추세가 예상된다.

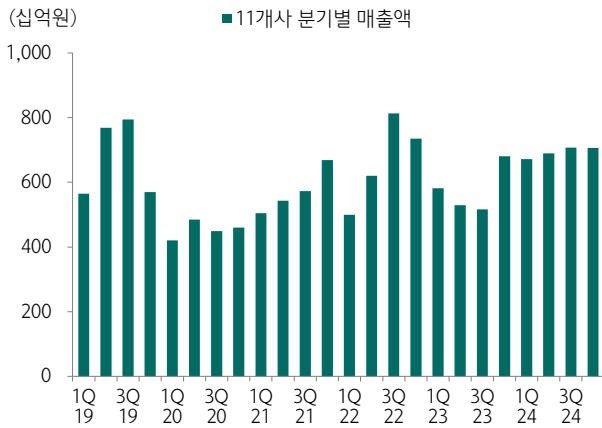
하지만 2025년 하반기 이후엔 점차 통신장비주들의 실적 호전이 가시화될 것으로 보이며 2026년엔 국내 통신 장비업체들의 유의미한 실적 호전 양상이 나타날 전망이다. 무엇보다 주파수 경매와 함께 고주파수 투자가 본격화될 것이기 때문이다. 3.5GHz/3.7GHz 대역과 더불어 4~5GHz, 7~8GHz가 투자 가능 대역이다. 역시 가장 관심을 끄는 국가는 미국과 한국이다. 2025년 가을 미국/한국의 5G 추가 주파수 경매 진행이 유력해지는 상황이며 주파수 경매가 끝나는 대로 네트워크 투자 개시가 예상된다. 이미 경매가 끝난 인도는 이제 3.5GHz 투자에 본격적으로 나설 가능성이 점쳐진다.

주파수 경매 일정과 할당 폭을 감안하면 2026년도엔 국내 통신장비 업체들의 실적은 대표 업체들을 중심으로 크게 호전될 가능성이 높다. 아마도 2019년을 뛰어넘는 실적을 달성할 것으로 예상되는데 무엇보다 미국 시장을 기대할 만하다. 2025년 가을 미국에서 주파수 경매가 이루어지고 나면 본격적인 네트워크 투자가 이루어질 것으로 예상되기 때문이다.

국내 역시 마찬가지다. 주파수 응찰에 미온적일 것이란 우려가 크지만 5G/LTE 속도 저하 현상 심화로 인해 2024년 국내 트래픽 증가율이 5% 그쳤다는 점을 감안 시 특별한 대책이 강구될 가능성이 높아 보인다. 그렇지 않으면 2026년 통신사 이동전화매출액 감소 전환 → 영업이익 감소 전환 → 통신사 인력 구조 조정의 악순환이 되풀이 될 가능성이 높기 때문이다. 결국 신규 주파수 투자 → 속도 향상 및 트래픽 증가 → 신규 요금제 출시 및 업그레이드 → 통신사 매출액 증가라는 선택을 할 가능성이 높다는 판단이며, 2026년 이후 통신산업 선순환 구조가 원활하게 나타날 것으로 판단된다.

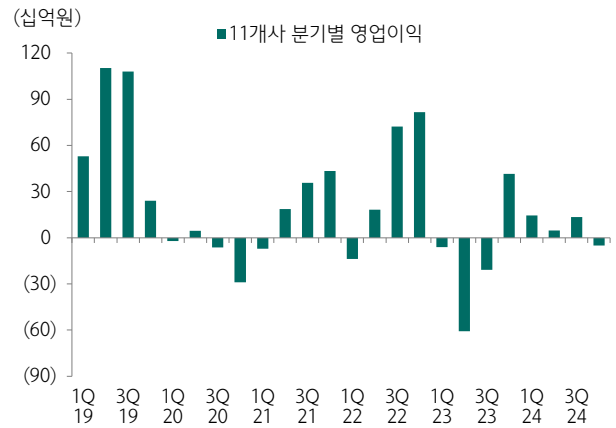
향상 주파수 경매는 투자를 알리는 신호탄이었고 침체되었던 장비 투자 분위기를 뜨겁게 만드는 동인이었다. 2026년엔 통신장비 업종이 빅사이클로 진입할 가능성이 높다는 판단이다.

도표 43. 국내 통신장비 상위 11개사 분기별 매출액 합계 추이



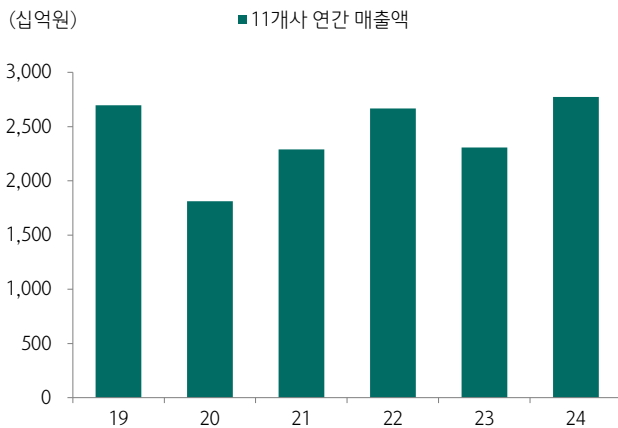
주: RFHIC/폴리드/이노와이어리스/HFR/KMW/에이스테크/오이솔루션/
유비쿼스/서진시스템/알에프텍/기가레인 합산 기준
자료: 각사, 하나증권

도표 44. 국내 통신장비 상위 11개사 분기별 영업이익 합계 추이



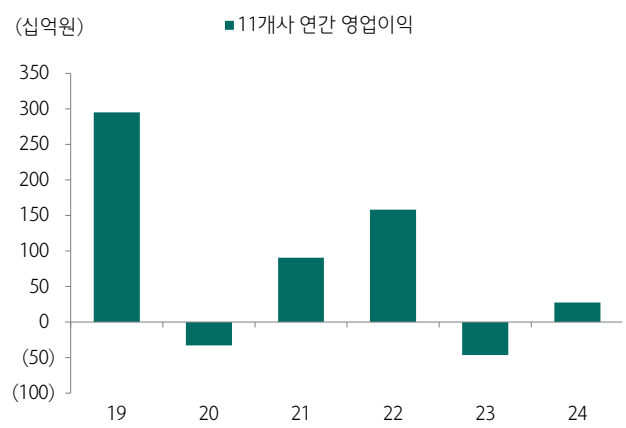
주: RFHIC/폴리드/이노와이어리스/HFR/KMW/에이스테크/오이솔루션/
유비쿼스/서진시스템/알에프텍/기가레인 합산 기준
자료: 각사, 하나증권

도표 45. 국내 통신장비 상위 11개사 연간 매출액 합계 추이



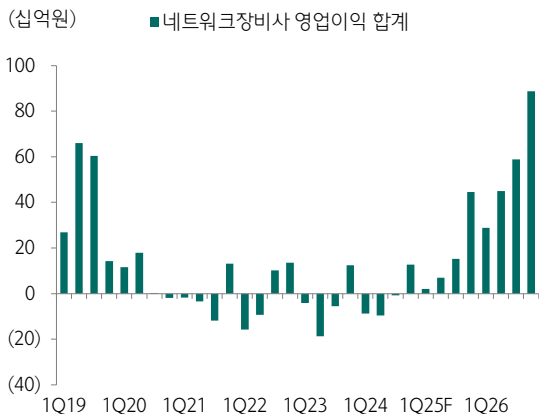
주: RFHIC/폴리드/이노와이어리스/HFR/KMW/에이스테크/오이솔루션/
유비쿼스/서진시스템/알에프텍/기가레인 합산 기준
자료: 각사, 하나증권

도표 46. 국내 통신장비 상위 11개사 연간 영업이익 합계 추이



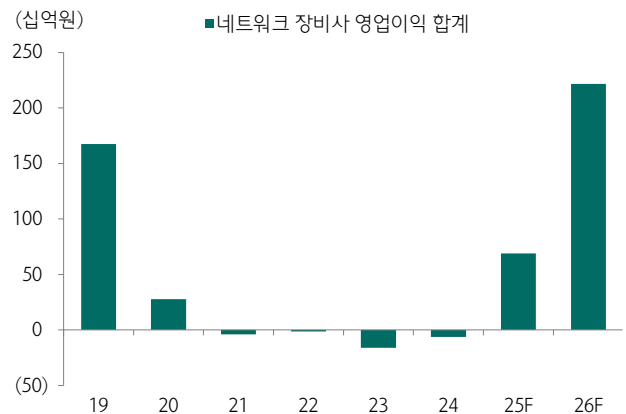
주: RFHIC/폴리드/이노와이어리스/HFR/KMW/에이스테크/오이솔루션/
유비쿼스/서진시스템/알에프텍/기가레인 합산 기준
자료: 각사, 하나증권

도표 47. 당사 통신장비 커버리지 4개사 분기별 영업이익 합계 전망



주: RFHIC/폴리드/이노와이어리스/KMW 합산 기준
자료: 각사, 하나증권

도표 48. 당사 통신장비 커버리지 4개사 연간 영업이익 합계 전망



주: RFHIC/폴리드/이노와이어리스/KMW 합산 기준
자료: 각사, 하나증권

도표 49. 2026년 국내 통신장비 업종 빅 사이클 진입을 예상하는 근거

1	한국/미국 2025년 하반기 주파수 경매 유력
2	화웨이/노키아 등 글로벌 통신장비업체 5G Advanced 장비 출시
3	전세계 통신사 3GHz 대역 이상의 고주파수 사용 본격화
4	2021~2025년 동안 무선 네트워크 투자 급감
5	한국/미국/중국/일본 간 네트워크 경쟁 재점화

자료: 하나증권

2) 주가는 2025년부터 상승 예상, 이미 상승 랠리 시작되었을 수도 있다

5.5G 투자 없다고 가정해도
 낭패 볼 가능성 낮음,
 최악의 경우에도
 2026년 통신장비
 상승 가능성 높음

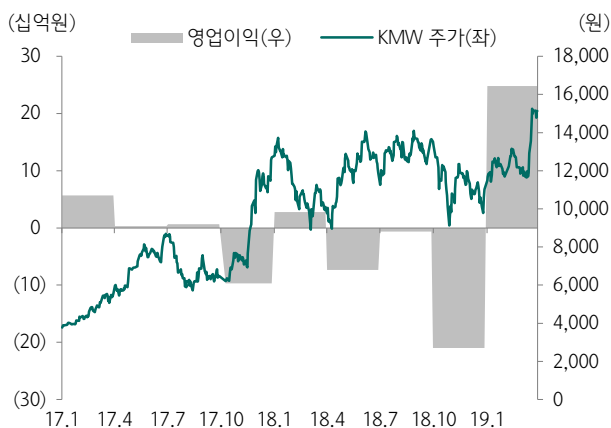
국내 통신장비 업체들의 실적이 2026년에나 본격 개선될 전망이지만 주가는 2025년부터 대세 상승 전환할 가능성이 높다. 과거 통신장비주 속성을 감안하면 그렇다. 5G 투자가 2019년에 시작되면서 2019년 통신장비 업체 실적이 괄목할만한 호조 양상을 나타냈지만 주가가 2017년부터 상승하였으며 3G 투자가 2006년부터 본격화 되었지만 주가는 2005년 크게 상승한 바 있다. LTE 보급 당시엔 업체별로 다소 다른 양상을 나타내지만 주가 선반영 양상은 크게 다르지 않다.

2024년 12월 이후 2025년 2월까지 RFHIC/솔리드/HFR 같은 국내 대표 통신장비 업체들이 대량 거래를 수반하면서 주가가 2~3배 상승하는 모습을 나타냈다. 2025년 3~4월 반락 과정을 나타내고는 있지만 여전히 2024년 저점 보다는 높은 수준에서 주가 방어에 성공하는 모습이다. 2018년과 비슷한 패턴인데 과거와 같은 패턴이 나타난다고 가정하면 빠르면 2025년 6월, 늦어도 2025년 10월엔 통신장비주가 대세 상승기에 진입할 가능성이 높아 보인다.

물론 이러한 논리는 글로벌 통신사들이 2025년 말부터 5G 신규 주파수 투자에 나선다는 가정이므로 만약 그렇지 않다면 통신장비주의 진짜 상승으로 이어지지 않을 수도 있다. 하지만 극단적으로 5G advanced 투자 없이 바로 6G로 넘어가는 그림이 나온다고 해도 크게 낭패 볼 가능성은 낮아 보인다. 결국 2028년도부터는 6G 투자에 돌입할 것인데 5.5G 도입 없이 6G로 간다면 주가 선행성은 더욱 강해질 것이며 2년 이상의 주가 선행을 보여주면서 2026년부터 국내 통신장비주가 대세 상승기로 진입할 가능성이 존재하기 때문이다.

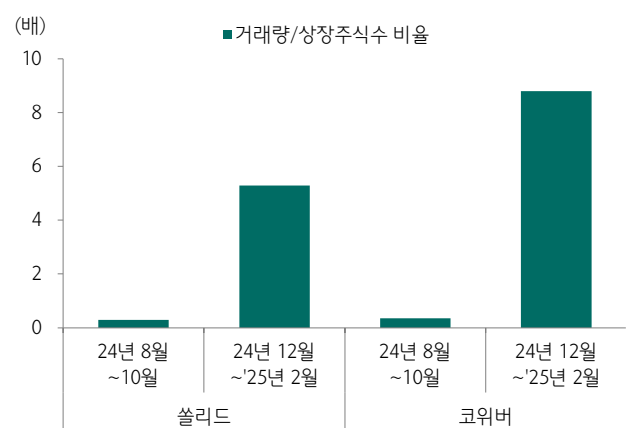
물론 단기적으로 일시적 주가 하락을 경험할 수도 있을 것이다. 하지만 주가 하락 폭 보다는 주가 상승 폭이 훨씬 클 수 있으며 장기 상승 추세로 전환할 시점이 그리 멀지 않은 상황이라 이제는 큰 그림을 봐야할 시점이라는 판단이다. 6G 투자를 기대한 주가 상승이 나타난다면 엄청난 상승 폭을 기대할 수 있기 때문이다. 따라서 현 시점부터는 오히려 통신장비주 업 사이드 리스크를 고민해야 할 필요가 있겠다는 판단이다. 통신장비주 매수를 고민하는 투자가라면 일시적 손해를 감내한 매수, 매도 포지션에 있는 투자가라면 점진적 포지션 전환을 추천한다.

도표 50. KMW 주가 및 분기 영업이익 추이(17년 1월~19년 3월)



자료: Quantwise, 하나증권

도표 51. 시기별 3개월간 거래량/상장주식수 비율



자료: Quantwise, 하나증권

3) 역사적으로 너무 낮은 PBR, 최고의 매수 기회

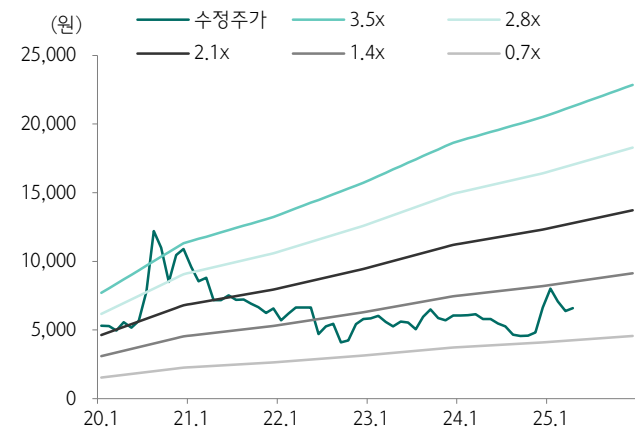
차세대 네트워크 투자 이슈가
거센 상황에서
국내 통신장비주 PBR이
1배 수준에 불과,
매수 적기로 평가

2021년 이후 지속적인 주가 하락으로 국내 대표 통신장비 업체들의 PBR이 1배 미만으로 낮아졌다. 솔리드/이노와이어리스/RFHIC가 대표적이다. 최근 20년간 가장 낮은 수준이다. PBR이 낮아진 이유는 1) 장비사 주가 급락, 2) 장비 업체 흑자 지속에 따른 자본 총계의 증가, 3) 5G/6G 진화 회의론 부상, 4) 차세대 네트워크 투자 지연 양상 등이 영향을 미친 것으로 보인다.

그런데 현 시점에서는 주가가 오르지 않는다면 통신장비주의 PBR이 더욱 낮아질 수 있다는 점에 주목할 필요가 있겠다. 흑자 기조가 유지되고 있어 국내 대표 통신장비 업체들이 자본 총계가 증가할 것으로 예상되는 상황이기 때문이다. 올해 미국/한국 주파수 경매 이후 차세대 네트워크 투자 기대감이 높아질 것이란 점을 감안하면 주가 상승을 통해 PBR 정상화가 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

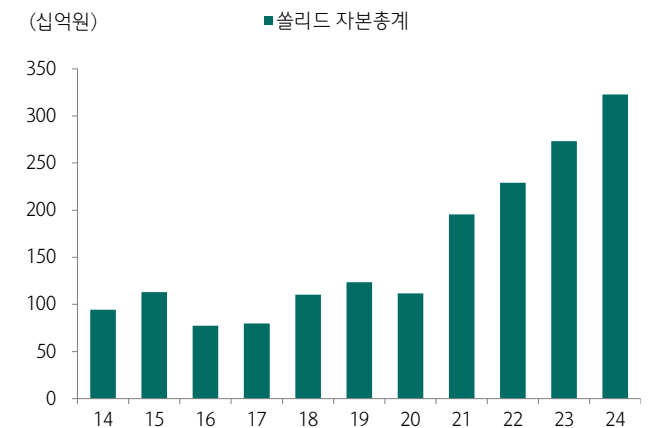
과거 국내 통신장비 업체들의 역사적인 PBR 수준은 평균 2~3배를 기록한 바 있으며 3G/4G/5G 도입 시점에서는 PBR이 3~5배까지 높아진 바 있다. 2025년 가을 국내 LTE 주파수 재할당과 더불어 5G 주파수 경매가 유력한 상황이라는 점을 감안하면 현재 PBR로 볼 때 통신장비 업체들이 과도한 저평가 상황 임에 틀림없다. 수급 부진으로 Multiple이 지난 20년간 가장 낮아진 현 시점이 국내 통신장비 대표주를 저렴하게 매수할 수 있는 시점이라는 판단이다.

도표 52. 솔리드 PBR 밴드 추이



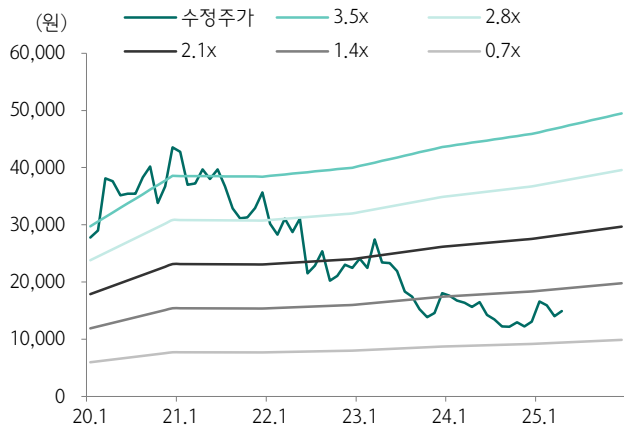
자료: Quantwise, 하나증권

도표 53. 솔리드 연간 자본총계 추이



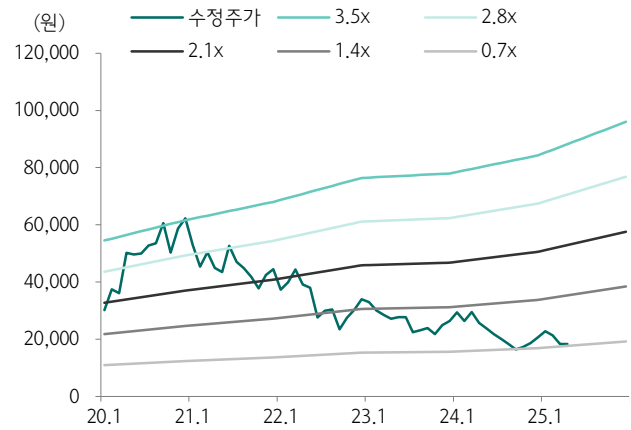
자료: Quantwise, 하나증권

도표 54. RFHIC PBR 밴드 추이



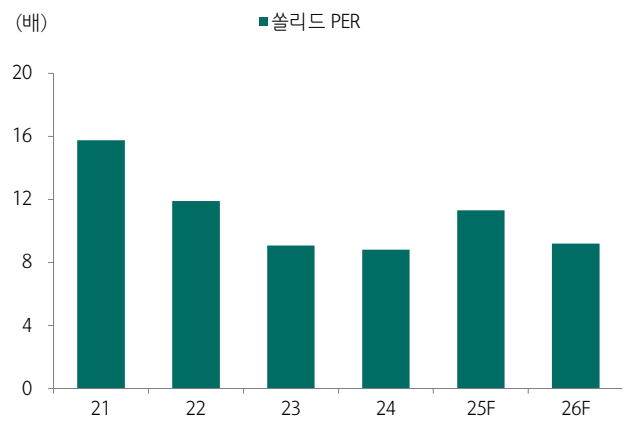
자료: Quantivise, 하나증권

도표 55. 이노와이어리스 PBR 밴드 추이



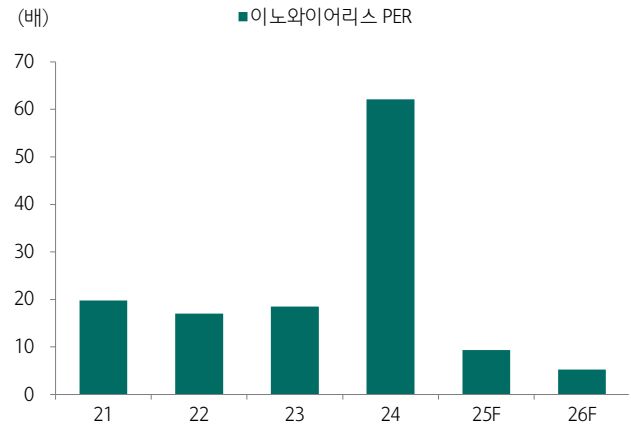
자료: Quantivise, 하나증권

도표 56. 솔리드 PER 추이 및 전망



자료: Quantivise, 하나증권

도표 57. 이노와이어리스 PER 추이 및 전망



자료: Quantivise, 하나증권

4) RFHIC/솔리드/이노와이어리스/KMW에 주목

실적 흐름 및 주가 낙폭 감안 시
각 부문별 1등 통신장비 업체에
집중 투자 추천

만약 국내 통신장비주가 본격 상승한다면 어떤 업체가 주도주가 될 것인가에 대한 궁금증이 많을 것이다. 결론부터 말하자면 2018~2020년 5G 도입 당시 통신장비 주가 상승을 주도했던 업체가 5.5G/6G에서도 주도주가 될 가능성이 높다는 판단이다. 세대 진화 및 신규 주파수 투자에도 불구하고 통신사 망 구성이 크게 변화하지 않는 가운데 일부 장비들이 새롭게 기회를 맞이하는 형태가 될 가능성이 높기 때문이다. 향후에도 사업의 주체는 통신사일 것이고 굳이 망에 큰 변화를 일으켜서 네트워크 장애 발생 확률을 높일 이유가 없다. 기존 망을 유지하면서 신규 네트워크를 입혀 나가는 방식이 비용 측면에서도 유리할 수 있어 수혜주가 달라질 가능성은 낮아 보인다.

현재 실적이 좋은 주식을 살 것인가, 아니면 미래 실적을 감안한 낙폭 과대주를 매수할 것인가도 고민일 수 있다. 특히 주가 하락 시엔 실적 호전주들의 하방 경직성이 강한 반면 주가 상승 시엔 아무래도 낙폭과대주들의 반등 폭이 더 클 수 있어 본격적인 실적 호전 양상이 나타나려면 시간이 필요한 현 시점에서는 더 고민이 크다. 결론부터 말하자면 2024년 실적 호전주보다는 2025~2026년 실적이 좋아질 업체에 투자하라고 권하고 싶다. 현재 통신장비주를 매수하는 가장 큰 이유는 단기 실적보다는 과거의 영광을 재현할 수 있다는 기대감에서 장기 실적 전망을 토대로 투자하는 것이기 때문이다. 하지만 낙폭과대주에 치중해선 안된다. 펀더멘탈 손상으로 주가가 급락한 업체도 있기 때문이다. 현재 실적 호전이 본격화되고 있는 업체를 배제할 이유도 없다. 현재의 양호한 실적이 2026년까지 이어질 수도 있기 때문이다.

중요한 것은 2025~2026년 이론상 달성 가능한 실적으로 볼 때 현 주가대비 향후 1~2년 내 얼마나 주가가 오를 수 있을 것인가를 감별하는 작업이다. 주가가 크게 오르지 못했거나 낙폭이 큰 업체 중에서 1~2년 후 실적이 호전될 수 있는 잠재력을 갖춘 업체를 선택하면 된다. 장기 실적 흐름과 주가 반영 정도가 중요한 변수이다.

아직은 통신장비 업체 중 큰 폭의 주가 상승을 기록한 종목이 많지 않고 아직 오르지 못한 종목도 많은 상황이므로 각 세부 업종별 1등 업체 위주로 선별적 투자에 나서고 점차 후발 업체로 매수 범위를 확대해 나갈 것을 권한다. 아직은 본격적인 성수기로 진입하지 않은 상황이고 수주 규모가 커지기엔 시간이 필요해 보이기 때문이다. 비수기에도 버틸 수 있고 약간의 시장 온기에도 실적이 개선되는 모습을 보일 수 있는 선발업체 위주로 투자에 나서는 것이 주가 하방 경직성을 보장받고 장기 높은 주가 상승을 기대할 수 있을 것이란 판단이다.

도표 58. 현 시점 각 부문별 1등 업체에 집중 투자해야 하는 이유

1	1등 통신장비 업체 주가 상승 폭 크지 않은 상황
2	아직은 비수기이므로 유지보수 물량으로도 버틸 수 있는 1등 업체가 유리
3	통신장비 업계가 인수 합병 절차를 통해 상위 업체로 집중되는 상황
4	통신장비가 소형화, 단순화되는 경향을 보이면서 여러 부품이 하나로 합쳐지는 형태로 진화
5	짧은 제품 개발 기간, 고정비 부담 증가로 자금력을 갖춘 업체만이 살아남을 것

자료: 하나증권

도표 59. 통신장비 매수 종목 선정 시 유의사항

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

자료: 하나증권

도표 60. 국내 통신장비 업종 추천주

솔리드	미국 오픈랜, 양자암호통신 시장 확대 수혜주
RFHIC	삼성전자 미국 M/S 확대 수혜주
이노와이어리스	스몰셀 매출처 확대 수혜주
KMW	미국 신규 주파수 투자 확대 수혜주

자료: 하나증권

기업분석

솔리드(050890)	38
이노와이어리스(073490)	40
RFHIC(218410)	42
KMW(032500)	44
에릭슨(ERICB.SS)	46
시스코(CSCO.US)	48

BUY (유지)

목표주가(12M) 15,000원
현재주가(4.22) 6,520원

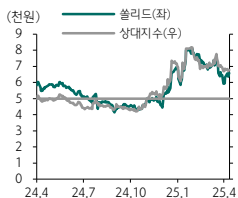
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	716.12
52주 최고/최저(원)	8,090/4,150
시가총액(십억원)	398.3
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	61,095.2
60일 평균 거래량(천주)	2,704.8
60일 평균 거래대금(십억원)	20.6
외국인지분율(%)	8.15
주요주주 지분율(%)	
정준 외 2인	10.47

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	354.5	379.3
영업이익(십억원)	39.6	49.2
순이익(십억원)	35.4	44.4
EPS(원)	576	723
BPS(원)	5,822	6,503

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	321.4	331.1	354.5	379.3
영업이익	36.3	35.1	39.6	49.2
세전이익	49.1	54.3	40.4	49.9
순이익	40.9	46.1	35.6	43.8
EPS	668	754	583	718
증감율	37.17	12.87	(22.68)	23.16
PER	9.07	8.81	11.20	9.09
PBR	1.35	1.25	1.11	1.00
EV/EBITDA	8.44	8.65	7.30	5.54
ROE	16.30	15.52	10.52	11.68
BPS	4,492	5,326	5,860	6,528
DPS	50	50	50	50



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

2025년 4월 24일 | 기업분석_Update

솔리드 (050890)

중요한 건 이벤트, 올 여름 뜨거운 한해 보낼 것

매수/목표가 15,000원 유지, 단타 말고 장타하세요

솔리드에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표가 15,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) 2024년과 달리 2025년도에는 기저가 낮아짐에 따라 이익 증가로의 전환이 예상되고, 2) 최근 미국 오픈랜 시장이 서서히 활성화되는 양상이며, 3) 미국을 중심으로 중국 통신 장비 및 부품 제재 강화에 따른 상대적 수혜가 예상되고, 4) 양자암호통신 시장 태동에 따른 Multiple 정상화가 기대되며, 5) PBR 수준으로 보면 역사적 저평가 상황이기 때문이다. 솔리드의 경우 장기 투자자들의 유입이 부진한 가운데 단기 수급에 따라 주가 변동성이 확대되는 상황이다. 그런데 실적 흐름, 이벤트 발생 시점, 밸류에이션으로 보면 주가가 강한 하방경직성을 갖춘 가운데 1년 이상 장기 투자할 경우 높은 주가 상승도 기대할 수 있을 것으로 보여 투자 유망하다는 판단이다. 단기 투자보단 높은 수익률 달성을 목표로 장기 매수로 대응함이 좋을 것 같다.

2025년 이익 증가 전환 예상, 장기 실적 기대감 높아질 것

솔리드는 2024년 연간 영업이익 YoY 감소하였다. 시장 상황을 감안하면 우수한 실적이었지만 2023년 기저가 너무 높았던 탓이 컸다. 유럽/일본 매출이 양호한 모습을 지속하고 국내 매출이 기대 이상의 선전을 나타냈지만 미국 매출 부진이 추가적인 이익 성장을 제한했다. 하지만 2025년도엔 다시 영업이익이 증가하는 모습을 나타낼 전망이다. 유럽 및 일본 수출이 호조세를 지속하는 가운데 미국 수출 물량 증가가 기대되기 때문이다. 미국의 중국 통신 장비 및 부품 제재 이슈로 국내 업체 시장 확대가 예상되는 가운데 오픈랜 시장 확대가 올해 들어 본격화되고 있고 가을 주파수 경매가 예상되어 상반기 매출도 나쁘지 않겠지만 하반기 이후 미국 수출 물량 증가가 본격화될 전망이다. 낙관적으로 본다면 2025년 하반기 이후 국내 매출 전망도 밝아 2025년 솔리드 영업이익 증가 전환 가능성이 높다는 판단이다.

주가 상승 재료 넘쳐나는 상황, 통신장비 업종 내 주도주 역할 지속할 전망

지난 3년간 솔리드는 실적 호전에도 불구하고 유의미한 주가 상승이 이뤄지지 못했다. 국내 통신장비 업종 실적/주가가 부진한 것이 주된 이유였다. 하지만 올해 들어서는 연초부터 대량거래를 수반하면서 주가가 바닥을 탈피하는 모습을 시현 중이다. 여기에 새로운 재료가 발생하고 있다. 양자암호통신 시대 개막/오픈랜 성장 관련주로 급부상 중이다. 그런데 PER, PBR로 볼 때 여전히 밸류에이션 매력도가 높은 상황이다. 과거 2018~2020년 5G 시대 개막 기대감으로 국내 통신장비 업종이 큰 폭의 주가 상승을 기록할 당시 솔리드는 주도주로서 각광 받았다. 실적 흐름, 재료, 밸류에이션으로 볼 때 2025년도에도 솔리드는 통신장비 업종 주가 상승을 주도할 가능성이 높다는 판단이다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	321.4	331.1	354.5	379.3	417.4
매출원가	200.3	207.2	220.5	235.6	259.4
매출총이익	121.1	123.9	134.0	143.7	158.0
판매비	84.8	88.7	94.4	94.5	98.1
영업이익	36.3	35.1	39.6	49.2	59.9
금융손익	0.8	9.3	3.4	3.7	4.5
종속/관계기업손익	0.1	(0.6)	(2.6)	(3.1)	(3.5)
기타영업외손익	11.9	10.5	0.0	0.1	0.0
세전이익	49.1	54.3	40.4	49.9	60.9
법인세	8.3	8.1	4.9	6.1	7.3
계속사업이익	40.9	46.2	35.6	43.8	53.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	40.9	46.2	35.6	43.8	53.6
비배주주지분 손이익	0.0	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	40.9	46.1	35.6	43.8	53.7
지배주주지분포괄이익	46.7	54.6	35.6	43.8	53.7
NOPAT	30.2	29.9	34.8	43.2	52.7
EBITDA	46.4	44.1	48.2	58.8	69.1
성장성(%)					
매출액증가율	14.87	3.02	7.07	7.00	10.04
NOPAT증가율	28.51	(0.99)	16.39	24.14	21.99
EBITDA증가율	20.83	(4.96)	9.30	21.99	17.52
영업이익증가율	26.92	(3.31)	12.82	24.24	21.75
(지배주주)순이익증가율	37.25	12.71	(22.78)	23.03	22.60
EPS증가율	37.17	12.87	(22.68)	23.16	22.42
수익성(%)					
매출총이익률	37.68	37.42	37.80	37.89	37.85
EBITDA이익률	14.44	13.32	13.60	15.50	16.55
영업이익률	11.29	10.60	11.17	12.97	14.35
계속사업이익률	12.73	13.95	10.04	11.55	12.84

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	668	754	583	718	879
BPS	4,492	5,326	5,860	6,528	7,357
CFPS	975	947	747	914	1,074
EBITDAPS	758	720	789	962	1,130
SPS	5,249	5,412	5,802	6,208	6,832
DPS	50	50	50	50	50
주가지표(배)					
PER	9.07	8.81	11.20	9.09	7.43
PBR	1.35	1.25	1.11	1.00	0.89
PCFR	6.22	7.01	8.74	7.14	6.08
EV/EBITDA	8.44	8.65	7.30	5.54	3.93
PSR	1.15	1.23	1.13	1.05	0.96
재무비율(%)					
ROE	16.30	15.52	10.52	11.68	12.76
ROA	9.17	9.67	6.83	7.69	8.61
ROIC	19.21	16.71	21.03	24.97	30.09
부채비율	67.47	53.89	53.54	50.16	46.05
순부채비율	7.32	(7.74)	(13.18)	(18.37)	(28.43)
아자보상배율(배)	7.99	7.29	66.00	49.20	46.08

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	217.5	240.0	291.3	332.4	398.7
금융자산	86.5	127.7	147.8	172.9	227.2
현금성자산	63.7	100.6	113.2	134.5	185.9
매출채권	54.8	60.6	77.5	86.2	92.6
재고자산	68.5	43.8	55.9	62.2	66.8
기타유동자산	7.7	7.9	10.1	11.1	12.1
비유동자산	239.7	256.8	254.4	262.4	253.6
투자자산	8.1	16.3	17.5	18.1	18.5
금융자산	7.7	14.0	14.5	14.8	15.0
유형자산	96.5	100.0	96.3	102.1	96.3
무형자산	37.6	36.3	36.3	37.9	34.6
기타비유동자산	97.5	104.2	104.3	104.3	104.2
자산총계	457.2	496.8	545.6	594.8	652.4
유동부채	134.6	146.3	156.9	162.4	167.3
금융부채	80.2	95.4	93.7	92.9	93.0
매입채무	30.8	15.0	19.2	21.4	23.0
기타유동부채	23.6	35.9	44.0	48.1	51.3
비유동부채	49.6	27.7	33.3	36.2	38.4
금융부채	26.3	7.2	7.2	7.2	7.2
기타비유동부채	23.3	20.5	26.1	29.0	31.2
부채총계	184.2	174.0	190.3	198.7	205.7
지배주주지분	272.5	322.2	354.9	395.7	446.4
자본금	30.6	30.6	30.6	30.6	30.6
자본잉여금	113.3	113.3	113.3	113.3	113.3
자본조정	(10.6)	(11.6)	(11.6)	(11.6)	(11.6)
기타포괄이익누계액	33.2	41.6	41.6	41.6	41.6
이익잉여금	106.0	148.3	180.9	221.7	272.4
비지배주주지분	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3
자본총계	273.0	322.8	355.4	396.1	446.7
순금융부채	20.0	(25.0)	(46.8)	(72.8)	(127.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	54.8	56.9	43.7	53.1	62.6
당기순이익	40.9	46.2	35.6	43.8	53.6
조정	13.6	5.2	8.6	9.6	9.2
감가상각비	10.1	8.9	8.6	9.6	9.2
외환거래손익	0.9	(7.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	0.6	0.0	0.0	0.0
기타	2.7	3.2	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	0.3	5.5	(0.5)	(0.3)	(0.2)
투자활동 현금흐름	(27.7)	(9.0)	(13.7)	(21.5)	(3.3)
투자자산감소(증가)	9.1	(5.4)	(1.2)	(0.6)	(0.4)
자본증가(감소)	(4.5)	(6.5)	(2.0)	(12.0)	0.0
기타	(32.3)	2.9	(10.5)	(8.9)	(2.9)
재무활동 현금흐름	(36.1)	(14.6)	(4.7)	(3.9)	(2.9)
금융부채증가(감소)	13.4	(3.8)	(1.7)	(0.8)	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(46.5)	(7.8)	0.0	(0.1)	0.0
배당지급	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
현금의 증감	(8.4)	36.9	17.1	21.2	51.5
Unlevered CFO	59.7	57.9	45.6	55.8	65.6
Free Cash Flow	50.2	50.3	39.7	41.1	62.6

2024년 4월 24일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

목표주가(12M) 40,000원
현재주가(4.22) 18,450원

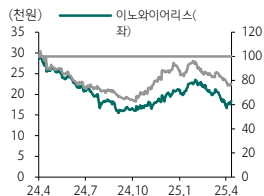
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	716.12
52주 최고/최저(원)	27,600/15,500
시가총액(십억원)	140.3
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	7,603.8
60일 평균 거래량(천주)	37.0
60일 평균 거래대금(십억원)	0.8
외국인지분율(%)	4.25
주요주주 지분율(%)	
엘이씨 외 4인	30.18

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	137.4	189.7	213.5	265.0
영업이익	10.3	2.4	14.9	29.0
세전이익	13.3	5.9	16.7	31.0
순이익	10.8	2.5	14.7	26.4
EPS	1,430	333	1,933	3,465
증감율	(28.36)	(76.71)	480.48	79.26
PER	18.46	62.16	9.62	5.37
PBR	1.21	0.93	0.77	0.68
EV/EBITDA	7.60	12.78	4.04	1.58
ROE	7.30	1.51	8.34	13.46
BPS	21,824	22,269	24,081	27,427
DPS	350	120	120	120



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 이상훈 sangunlee0121@hanafn.com

이노와이어리스 (073490)

안정적 이익 성장 속에 저평가 인식 확산될 것

매수/TP 40,000원 유지, 주가 상승 잠재력 큰 상황으로 평가

이노와이어리스에 대한 투자의견 매수, 12개월 목표주가 4만원을 유지한다. 추천 사유는 1) 시험장비/스몰셀 매출처 확대, 방산 매출 증가로 2025년도에 이어 2026년에도 유의미한 영업이익 성장이 예상되고, 2) 미국의 중국 장비 및 부품 제재에 따른 상대적 손해가 기대되며, 3) 국내 생산 및 해외 현지 법인을 통한 판매 체제가 이루어짐에 따라 관세 영향이 크지 않고, 4) 2025년 하반기 미국/한국 주파수 경매에 따른 대표 수혜주이며, 5) 이익 성장에도 주가가 오르지 못해 PBR이 역사적으로 가장 낮은 수준에 머물고 있기 때문이다.

방산 매출 증가 본격화, 중국 장비 제재 효과로 2025~2026년 이익 급증 전망

2024년 이노와이어리스는 당초 예상보다 부진한 실적을 기록하였다. 명성라이픽스 인수로 매출액이 한 단계 레벨 업 되었지만 일시적으로 영업비용이 크게 증가한 것이 주된 이익 감소 요인이었다. 하지만 2025년도엔 이익 정상화 국면이 진행될 전망이다며 2026년도엔 큰 폭의 이익 성장이 예상된다. 연결 영업이익 기준 2025년 149억원, 2026년 290억원 달성이 기대된다. 전 사업 부문이 매출 호조세를 나타내고 있기 때문이다. 먼저 미주/일본/국내를 중심으로 주력인 스몰셀 매출처 확대가 지속되고 있다. 여기에 시험장비 매출 증가가 본격화될 전망이다. 매출처가 증가하는 모습을 나타내는 가운데 미국/한국에서 2025년 가을 주파수 경매가 예정되어 있기 때문이다. 방산 장비 매출도 유의미한 증가가 예상된다. 최대주주가 LG로 변화한 이후 방산 장비 매출이 크게 증가하는 양상인데 연간 50% 성장세를 나타내 2025년도에는 방산 매출이 총 120억원까지 확대될 전망이다.

실적/이벤트/Multiple로 보면 과도한 저평가, 장/단기 매수 기회로 평가

이노와이어리스 PBR은 1배에도 미치지 못한다. 통신장비 업종이란 특성을 감안하면 너무나 낮은 느낌이다. 네트워크 진화 시마다 폭발적인 이익 성장을 기록하는 특징을 갖고 있으며 통신사/글로벌 SI와의 거래 관계 특성상 진입 장벽이 높고 시장 규모가 작지 않은 데다가 소수의 업체가 과점하는 형태의 산업이라는 점을 감안 시 그렇다. 이러한 이노와이어리스의 낮은 PBR은 안정적 이익 창출을 갖추어도 불구하고 수급 부진으로 주가가 오르지 못한 탓이라고 할 수 있겠다. 선발업체 특성상 불황기에도 적자를 모면할 만한 최소한의 매출이 발생하고 포트폴리오 다양화로 고정비 이상의 매출을 일으켰음에도 주가는 투자자들의 관심 저하 속에 과도한 하락이 나타난 탓이다. 현 시점에서는 역사적 PBR로 볼 때 이노와이어리스 주가가 하방 경직성을 갖춘 채 높은 주가 상승을 기록할 만한 잠재력을 갖추었다는 데에 주목할 필요가 있겠다. 실적 흐름이 양호하고 주파수 경매 이벤트가 얼마 남지 않았다는 점을 감안하면 PBR이 너무 낮기 때문이다. 장/단기 매수로 대응함이 바람직해 보인다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	137.4	189.7	213.5	265.0	311.7
매출원가	88.1	143.8	161.5	201.9	237.6
매출총이익	49.3	45.9	52.0	63.1	74.1
판매비	39.0	43.5	37.1	34.1	38.4
영업이익	10.3	2.4	14.9	29.0	35.7
금융손익	2.3	2.6	1.6	1.6	1.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.7	0.8	0.2	0.4	0.3
세전이익	13.3	5.9	16.7	31.0	37.9
법인세	2.4	3.0	2.0	4.7	5.7
계속사업이익	10.8	2.9	14.7	26.4	32.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	10.8	2.9	14.7	26.4	32.2
비배주주지분 손이익	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	10.8	2.5	14.7	26.4	32.2
지배주주지분포괄이익	11.0	6.0	14.1	25.3	30.9
NOPAT	8.4	1.2	13.1	24.7	30.3
EBITDA	14.9	8.1	20.3	34.3	40.3
성장성(%)					
매출액증가율	3.39	38.06	12.55	24.12	17.62
NOPAT증가율	(36.36)	(85.71)	991.67	88.55	22.67
EBITDA증가율	(17.68)	(45.64)	150.62	68.97	17.49
영업이익증가율	(27.97)	(76.70)	520.83	94.63	23.10
(지배주주)순이익증가율	(20.00)	(76.85)	488.00	79.59	21.97
EPS증가율	(28.36)	(76.71)	480.48	79.26	22.28
수익성(%)					
매출총이익률	35.88	24.20	24.36	23.81	23.77
EBITDA이익률	10.84	4.27	9.51	12.94	12.93
영업이익률	7.50	1.27	6.98	10.94	11.45
계속사업이익률	7.86	1.53	6.89	9.96	10.33

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,430	333	1,933	3,465	4,237
BPS	21,824	22,269	24,081	27,427	31,543
CFPS	2,153	1,595	2,916	4,760	5,527
EBITDAPS	1,970	1,071	2,673	4,509	5,294
SPS	18,117	24,951	28,078	34,851	40,992
DPS	350	120	120	120	120
주가지표(배)					
PER	18.46	62.16	9.62	5.37	4.39
PBR	1.21	0.93	0.77	0.68	0.59
PCFR	12.26	12.98	6.38	3.91	3.37
EV/EBITDA	7.60	12.78	4.04	1.58	0.63
PSR	1.46	0.83	0.66	0.53	0.45
재무비율(%)					
ROE	7.30	1.51	8.34	13.46	14.37
ROA	5.36	1.12	5.96	9.70	10.54
ROIC	23.81	1.93	15.17	28.76	36.67
부채비율	31.91	35.70	37.52	34.44	33.27
순부채비율	(52.56)	(33.12)	(33.83)	(42.99)	(49.32)
이자보상배율(배)	76.50	1.80	12.53	24.01	29.23

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	160.5	150.0	171.5	205.2	248.9
금융자산	89.2	80.9	87.0	115.2	144.3
현금성자산	89.0	69.1	73.5	101.1	128.7
매출채권	48.2	34.3	41.9	44.7	51.9
재고자산	13.5	29.1	35.6	37.9	44.1
기타유동자산	9.6	5.7	7.0	7.4	8.6
비유동자산	58.4	85.4	86.0	80.8	76.3
투자자산	2.8	3.8	3.9	3.9	4.0
금융자산	2.8	3.8	3.9	3.9	4.0
유형자산	37.5	47.9	49.5	46.0	43.0
무형자산	5.2	21.7	20.7	18.9	17.3
기타비유동자산	12.9	12.0	11.9	12.0	12.0
자산총계	218.9	235.4	257.5	285.9	325.2
유동부채	50.0	55.6	62.7	65.2	71.9
금융부채	0.9	22.8	23.0	23.1	23.3
매입채무	19.3	8.8	10.8	11.5	13.4
기타유동부채	29.8	24.0	28.9	30.6	35.2
비유동부채	2.9	6.3	7.6	8.0	9.2
금융부채	1.1	0.7	0.7	0.7	0.7
기타비유동부채	1.8	5.6	6.9	7.3	8.5
부채총계	53.0	61.9	70.2	73.3	81.2
지배주주지분	165.9	169.4	183.1	208.6	239.9
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	52.0	52.0	52.0	52.0	52.0
자본조정	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	0.2	3.9	3.9	3.9	3.9
이익잉여금	110.0	109.7	123.5	148.9	180.2
비지배주주지분	0.0	4.1	4.1	4.1	4.1
자본총계	165.9	173.5	187.2	212.7	244.0
순금융부채	(87.2)	(57.5)	(63.3)	(91.4)	(120.3)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4.7	18.0	18.6	31.1	35.3
당기순이익	10.8	2.9	14.7	26.4	32.2
조정	5.9	5.8	5.5	5.3	4.6
감가상각비	4.7	5.7	5.4	5.3	4.6
외환거래손익	0.3	(0.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.9	0.9	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(12.0)	9.3	(1.6)	(0.6)	(1.5)
투자활동 현금흐름	(0.0)	(42.4)	(7.7)	(0.6)	(1.6)
투자자산감소(증가)	(2.4)	(1.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)
자본증가(감소)	(2.2)	(3.7)	(5.0)	0.0	0.0
기타	4.6	(37.7)	(2.6)	(0.6)	(1.5)
재무활동 현금흐름	23.2	0.7	(0.7)	(0.8)	(0.7)
금융부채증가(감소)	0.4	20.7	0.2	0.1	0.2
자본증가(감소)	26.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.2)	(17.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(2.4)	(2.7)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
현금의 증감	28.8	(19.9)	8.9	27.6	27.5
Unlevered CFO	16.3	12.1	22.2	36.2	42.0
Free Cash Flow	2.5	11.0	13.6	31.1	35.3

2025년 4월 24일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

목표주가(12M) 25,000원
현재주가(4.22) 14,860원

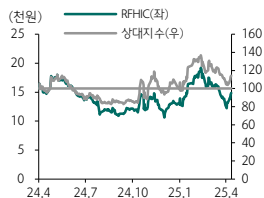
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	716.12
52주 최고/최저(원)	19,200/10,650
시가총액(십억원)	393.6
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	26,484.4
60일 평균 거래량(천주)	217.0
60일 평균 거래대금(십억원)	3.6
외국인지분율(%)	7.99
주요주주 지분율(%)	
조덕수 외 11 인	35.02

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	160.6	202.5
영업이익(십억원)	22.0	33.8
순이익(십억원)	20.7	30.3
EPS(원)	755	1,118
BPS(원)	12,915	13,983

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	111.4	114.9	160.6	202.5
영업이익	0.3	1.5	22.0	33.8
세전이익	7.4	25.0	24.4	36.5
순이익	17.4	25.7	20.0	29.6
EPS	652	969	756	1,117
증감율	526.92	48.62	(21.98)	47.75
PER	27.68	13.52	19.48	13.19
PBR	1.58	1.05	1.12	1.04
EV/EBITDA	52.08	24.94	16.30	13.27
ROE	6.24	8.60	6.30	8.71
BPS	11,423	12,453	13,113	14,135
DPS	100	100	100	100



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

RFHIC (218410)

현재 Multiple로 보면 장기 주가 상승 폭 클 수 있다

매수/목표가 25,000원 유지, 현 가격대에선 단기 투자매력도 역시 높다

RFHIC에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표가 25,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) 독과점 구조의 산업 특성, 높은 진입 장벽, 성숙기 진입 시 폭발적인 이익 성장 도출 가능성 등을 감안 시 과도하게 낮은 PBR을 형성 중이며, 2) 2025년 방산 부문 매출 호조에 이어 2026년 도엔 통신부문 실적 호조로 장기 가파른 이익 성장 추세에 진입할 전망이고, 3) 주파수 경매 이후 미국 시장 확대, 중국 장비/부품 수출 제재 심화, 삼성전자 M/S 회복의 최대 수혜주이기 때문이다. 실적 호전 양상이 본격화되고 있음에도 불구하고 2월 이후 단기 주가 하락 폭이 크게 나타난 상황이라 투자 유망해 보인다.

현재는 방산이 좋고 내년엔 통신 부문이 크게 좋아질 듯합니다

2024년 RFHIC는 적자 기록에 대한 우려에도 불구하고 연간 연결 영업이익 15억원을 기록하였다. 방산 부문 수출 호조가 결정적이었다. 이러한 방산 매출 증가 양상은 향후에도 지속될 전망이다. 2025년 892억원, 2026년도 1,064억원으로 전체 매출액 중 절반 이상을 방산에서 달성할 것으로 보인다. 극도의 부진 양상을 나타내던 통신 부문은 드디어 2025년 하반기부터 본격적인 호전 양상을 나타내면서 2026년 이익 성장의 견인차 역할을 수행할 전망이다. 2025년 가을 주파수 경매 이후 버라이즌을 중심으로 미국 시장이 큰 폭의 성장세를 나타내면서 삼성전자향 매출액이 크게 증가할 것이기 때문이다. 대 삼성전자 매출액은 2025년 560억원으로 완만한 증가세를 나타내다가 2026년도엔 815억원으로 큰 폭 증가가 예상된다. 2025년 상반기 기준 미국 중국 장비/부품 규제 강화, 오픈랜 관련 매출액 증가로 당초 예상보다 통신 부문 매출액이 양호한 흐름을 나타내고 있어 2025년 4분기 이후 통신 부문 매출액 증가에 대한 기대감을 높여주고 있다.

2025~2026년 실적 흐름, 진입 장벽 감안하면 현재 PBR은 지나치게 낮은 수준

현재 RFHIC PBR은 1.0배 수준을 기록 중이다. 역사적인 저점 수준이며 5년 전 대비 1/4 수준으로 낮아졌다. 지속적인 흑자 기록으로 자본 총계는 증가하는 모습을 나타냈지만 주가는 펀더멘탈 악화를 감안해도 지나치게 높은 낙폭을 기록했기 때문이다. 그런데 미국/한국 5G 추가 주파수 경매를 앞둔 현 시점에서는 RFHIC가 어느 정도의 Multiple을 받는 것이 합당하느냐는 본질적인 고민을 할 필요가 있어 보인다. 고주파수에서 필수 핵심 부품인 Gan TR을 만들어 낼 수 있는 몇 안되는 글로벌 업체이고 과점화된 산업 구조를 가지고 있으며 네트워크 장비 시장 본격 확장 시 괄목할만한 이익 성장을 나타내는 특징을 갖고 있기 때문이다. 정상적으로 PBR 3배까지는 무난히 주가가 상승할 수 있을 것으로 보여 현 주가 수준에서는 장기는 물론 단기적으로도 투자 매력도가 높다는 판단이다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	111.4	114.9	160.6	202.5	226.0
매출원가	74.6	79.2	113.5	143.1	159.7
매출총이익	36.8	35.7	47.1	59.4	66.3
판매비	36.5	34.1	25.1	25.6	25.9
영업이익	0.3	1.5	22.0	33.8	40.4
금융손익	5.3	7.2	2.4	2.7	2.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.7	16.3	0.0	0.0	0.0
세전이익	7.4	25.0	24.4	36.5	43.1
법인세	(10.3)	5.3	3.7	6.2	7.3
계속사업이익	17.7	19.7	20.7	30.3	35.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	17.7	19.7	20.7	30.3	35.8
비배주주지분 손이익	0.2	(6.0)	0.7	0.7	1.0
지배주주순이익	17.4	25.7	20.0	29.6	34.8
지배주주지분포괄이익	18.6	26.9	20.0	29.7	35.1
NOPAT	0.7	1.2	18.7	28.1	33.5
EBITDA	7.9	9.9	29.8	45.5	54.0
성장성(%)					
매출액증가율	3.15	3.14	39.77	26.09	11.60
NOPAT증가율	(30.00)	71.43	1,458.33	50.27	19.22
EBITDA증가율	1.28	25.32	201.01	52.68	18.68
영업이익증가율	(62.50)	400.00	1,366.67	53.64	19.53
(지배주주)순이익증가율	521.43	47.70	(22.18)	48.00	17.57
EPS증가율	526.92	48.62	(21.98)	47.75	17.64
수익성(%)					
매출총이익률	33.03	31.07	29.33	29.33	29.34
EBITDA이익률	7.09	8.62	18.56	22.47	23.89
영업이익률	0.27	1.31	13.70	16.69	17.88
계속사업이익률	15.89	17.15	12.89	14.96	15.84

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	652	969	756	1,117	1,314
BPS	11,423	12,453	13,113	14,135	15,354
CFPS	474	660	1,212	2,051	2,615
EBITDAPS	296	372	1,125	1,719	2,039
SPS	4,166	4,337	6,064	7,646	8,533
DPS	100	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	27.68	13.52	19.48	13.19	11.21
PBR	1.58	1.05	1.12	1.04	0.96
PCFR	38.08	19.85	12.15	7.18	5.63
EV/EBITDA	52.08	24.94	16.30	13.27	10.47
PSR	4.33	3.02	2.43	1.93	1.73
재무비율(%)					
ROE	6.24	8.60	6.30	8.71	9.42
ROA	3.55	5.17	3.11	3.32	3.48
ROIC	0.49	0.78	6.93	6.28	6.51
부채비율	55.17	34.92	114.00	142.04	133.33
순부채비율	(32.49)	(41.95)	12.15	40.48	28.38
아자보상배율(배)	0.05	0.31	2.42	1.77	1.64

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	332.9	317.9	446.6	486.8	542.7
금융자산	210.3	211.2	301.9	318.1	357.7
현금성자산	80.9	110.8	201.5	208.1	247.8
매출채권	15.3	20.5	27.9	32.6	35.8
재고자산	78.8	75.0	102.1	119.2	130.8
기타유동자산	28.5	11.2	14.7	16.9	18.4
비유동자산	176.5	165.1	358.4	490.9	477.3
투자자산	26.1	19.2	19.2	19.2	19.2
금융자산	26.1	19.2	19.2	19.2	19.2
유형자산	119.6	114.9	309.2	442.5	429.6
무형자산	7.1	6.9	5.9	5.0	4.3
기타비유동자산	23.7	24.1	24.1	24.2	24.2
자산총계	509.4	482.9	805.0	977.7	1,020.0
유동부채	168.0	95.0	345.7	488.6	496.4
금융부채	92.3	39.9	276.4	410.4	410.6
매입채무	4.5	6.5	8.8	10.3	11.3
기타유동부채	71.2	48.6	60.5	67.9	74.5
비유동부채	13.1	29.9	83.1	85.1	86.5
금융부채	11.3	21.2	71.2	71.2	71.2
기타비유동부채	1.8	8.7	11.9	13.9	15.3
부채총계	181.1	125.0	428.8	573.7	582.9
지배주주지분	287.6	309.0	326.5	353.5	385.8
자본금	13.4	13.4	13.4	13.4	13.4
자본잉여금	182.8	184.6	184.6	184.6	184.6
자본조정	(13.1)	(17.8)	(17.8)	(17.8)	(17.8)
기타포괄이익누계액	0.4	1.6	1.6	1.6	1.6
이익잉여금	104.1	127.2	144.6	171.7	204.0
비지배주주지분	40.7	49.0	49.7	50.4	51.4
자본총계	328.3	358.0	376.2	403.9	437.2
순금융부채	(106.7)	(150.2)	45.7	163.5	124.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	16.0	32.4	12.8	29.0	44.1
당기순이익	17.7	19.7	20.7	30.3	35.8
조정	(2.2)	4.0	7.8	8.6	13.5
감가상각비	7.6	8.3	7.8	11.7	13.6
외환거래손익	0.2	(0.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(10.0)	(3.9)	0.0	(3.1)	(0.1)
영업활동 자산부채변동	0.5	8.7	(15.7)	(9.9)	(5.2)
투자활동 현금흐름	(7.6)	59.5	(201.1)	(144.2)	0.0
투자자산감소(증가)	(1.2)	6.9	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(42.5)	(22.0)	(201.1)	(144.2)	0.0
기타	36.1	74.6	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(10.5)	(62.9)	284.0	131.5	(2.3)
금융부채증가(감소)	(11.9)	(42.6)	286.6	134.0	0.2
자본증가(감소)	1.4	1.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	3.1	(19.5)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(3.1)	(2.6)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
현금의 증감	(2.1)	29.9	89.5	6.7	39.6
Unlevered CFO	12.7	17.5	32.1	54.3	69.3
Free Cash Flow	(26.6)	10.4	(188.3)	(115.2)	44.1

2025년 4월 24일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

목표주가(12M) 15,000원
현재주가(4.22) 7,850원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	716.12
52주 최고/최저(원)	16,440/6,660
시가총액(십억원)	312.6
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	39,820.9
60일 평균 거래량(천주)	107.5
60일 평균 거래대금(십억원)	0.9
외국인지분율(%)	5.90
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 1인	32.24

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	125.5	390.9
영업이익(십억원)	(7.6)	109.6
순이익(십억원)	(5.2)	112.4
EPS(원)	(131)	2,823
BPS(원)	3,478	6,301

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	100.1	87.4	125.5	390.9
영업이익	(62.9)	(45.5)	(7.6)	109.6
세전이익	(53.0)	(37.4)	(5.2)	112.4
순이익	(65.3)	(38.6)	(5.2)	112.4
EPS	(1,640)	(969)	(131)	2,823
증감율	적지	적지	적지	흑전
PER	(7.55)	(9.06)	(61.15)	2.84
PBR	2.82	2.43	2.30	1.27
EV/EBITDA	(9.86)	(11.15)	135.43	2.56
ROE	(31.45)	(24.24)	(3.69)	57.74
BPS	4,391	3,607	3,477	6,299
DPS	0	0	0	0



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

KMW (032500)

4분기 이익 턴어라운드 예상, 여전히 5G 주도주 될 것

매수 의견/12개월 목표가 15,000원 제시, 이젠 편하게 매수해도 될 듯

KMW에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표주가 15,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) 2025년 4분기에는 연결 영업이익 흑자 전환이 예상되고, 2) 삼성전자, 에릭슨으로의 매출 전망이 낙관적으로 변화하는 양상이며, 3) 주파수 경매 예상 일정을 감안하면 2026년엔 미국 뿐만 아니라 국내 시장에서도 수혜를 받을 수 있을 것으로 보이고, 4) 미국의 중국 장비 제재 강화에 따른 대표 수혜주이며, 5) 2026년 실적 전망치와 역사적 PBR 수준으로 보면 부담 없는 가격대이기 때문이다. 밸류에이션으로 보면 주가가 하방 경직성을 갖출 것으로 보이고 주주 및 실적 전망을 감안하면 장기적으로 높은 주가 상승이 기대되는 상황이므로 편하게 매수해도 좋을 것 같다.

미국 시장 회복으로 2026년 유의미한 실적 호전 예상, 중국 장비 규제 수혜 기대

최근 KMW는 여전히 적자 기조이긴 하지만 실적 개선 흐름세가 나타나고 있다. 미국이 중국 통신장비에 이어 이제 부품도 수입 규제를 강화하면서 삼성 및 에릭슨이 부품 조달을 중국에서 한국으로 전환하는 양상이며 아직은 소량이지만 KMW 필터/안테나 매출이 증가하는 모습을 나타내고 있기 때문이다. 여기에 인력 감축에 따른 고정비 감소 영향도 뚜렷하다. 현 추세대로 간다면 2025년 4분기 연결 영업이익 흑자로 전환할 전망이다. 2026년도엔 가파른 이익 증가 양상이 기대된다. 미국/한국 주파수 경매 시점, 삼성전자/에릭슨 필터 및 안테나, 시스템 매출 전망 등을 감안 시 그렇다. 사업자 의견 수렴 중인 미국은 2025년 가을 주파수 경매 진행이 유력하며 4GHz 대역 주파수 할당 폭이 220MHz에 달할 것으로 보여 KMW에게는 큰 기회 요인이 될 것으로 보인다. 단기적으로는 중국 부품 제재에 따른 에릭슨/삼성향 필터/안테나 매출 증가를 기대할 수 있겠으나 장기적으로는 활황기에 진입하면서 삼성전자의 시스템 아웃소싱 물량 증가를 기대할 수 있을 것 같다.

미국 시장 확대, 에릭슨 진출 가능성 감안 시 여전히 주도주로서의 자격 충분

실적 흐름 및 시가총액으로 보면 KMW 위상이 6년전과는 확실히 다르다. 하지만 여전히 KMW는 시장 주도주로서의 자격이 충분하다는 판단이다. 만약 미국을 중심으로 중국 장비/부품 수입 규제가 강화되는 흐름을 지속한다면 시장에서 크게 주목 받을 공산이 커 보인다. 고주파수 사용에 입증된 필터 제조/생산 기술을 보유한 몇 안 되는 업체이며 고주파수 사용 증가는 Massive MIMO 사용을 증대시킬 것이기 때문이다. 또 출력 증대/발열 감축에 최적화된 장비를 보유함에 따라 미국 주파수 경매 이후 시장 확장기에 들어가면 시스템 매출 증가 가능성이 타진될 것이다. 필터/안테나 부문에서의 세계적인 위치, 시스템 장비 개발 능력 등을 감안 시 2025년도에도 여전히 5G 장비 주도주로서의 역할을 수행할 것이라 판단이다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	100.1	87.4	125.5	390.9	466.3
매출원가	92.9	75.5	87.9	254.1	303.1
매출총이익	7.2	11.9	37.6	136.8	163.2
판매비	70.0	57.3	45.3	27.2	25.6
영업이익	(62.9)	(45.5)	(7.6)	109.6	137.6
금융손익	0.2	4.7	(0.9)	(0.5)	(0.5)
종속/관계기업손익	0.4	1.5	0.4	0.9	0.9
기타영업외손익	9.3	1.9	2.9	2.4	2.8
세전이익	(53.0)	(37.4)	(5.2)	112.4	140.8
법인세	12.2	1.2	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	(65.3)	(38.6)	(5.2)	112.4	140.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(65.3)	(38.6)	(5.2)	112.4	140.8
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(65.3)	(38.6)	(5.2)	112.4	140.8
지배주주지분포괄이익	(65.4)	(31.2)	(5.2)	112.4	140.8
NOPAT	(77.4)	(46.9)	(7.6)	109.6	137.6
EBITDA	(47.7)	(33.6)	2.8	119.1	147.2
성장성(%)					
매출액증가율	(44.23)	(12.69)	43.59	211.47	19.29
NOPAT증가율	적지	적지	적지	흑전	25.55
EBITDA증가율	적지	적지	흑전	4,153.57	23.59
영업이익증가율	적지	적지	적지	흑전	25.55
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	25.27
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	25.26
수익성(%)					
매출총이익률	7.19	13.62	29.96	35.00	35.00
EBITDA이익률	(47.65)	(38.44)	2.23	30.47	31.57
영업이익률	(62.84)	(52.06)	(6.06)	28.04	29.51
계속사업이익률	(65.23)	(44.16)	(4.14)	28.75	30.20

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(1,640)	(969)	(131)	2,823	3,536
BPS	4,391	3,607	3,477	6,299	9,835
CFPS	(1,039)	(914)	320	3,270	3,907
EBITDAPS	(1,197)	(843)	70	2,992	3,697
SPS	2,513	2,194	3,152	9,816	11,710
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(7.55)	(9.06)	(61.15)	2.84	2.27
PBR	2.82	2.43	2.30	1.27	0.81
PCFR	(11.92)	(9.61)	25.03	2.45	2.05
EV/EBITDA	(9.86)	(11.15)	135.43	2.56	1.11
PSR	4.93	4.00	2.54	0.82	0.68
재무비율(%)					
ROE	(31.45)	(24.24)	(3.69)	57.74	43.83
ROA	(21.00)	(14.17)	(1.82)	26.45	22.34
ROIC	(46.70)	(29.72)	(4.54)	60.60	74.14
부채비율	57.84	87.29	119.16	117.91	82.23
순부채비율	(13.23)	17.30	40.99	(5.71)	(39.69)
이자보상배율(배)	(25.15)	(10.25)	(0.85)	10.00	12.94

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	126.9	111.1	147.4	340.9	511.9
금융자산	77.7	62.9	40.3	131.5	278.8
현금성자산	77.2	45.9	9.8	51.5	189.9
매출채권	19.2	20.8	39.0	105.5	117.6
재고자산	25.0	21.2	58.4	81.5	90.8
기타유동자산	5.0	6.2	9.7	22.4	24.7
비유동자산	149.1	157.9	156.1	205.7	201.8
투자자산	9.3	9.8	18.3	49.5	55.2
금융자산	0.1	0.1	0.2	0.5	0.6
유형자산	130.4	139.7	130.6	147.2	138.9
무형자산	6.4	6.7	5.5	7.3	6.0
기타비유동자산	3.0	1.7	1.7	1.7	1.7
자산총계	276.0	269.0	303.4	546.6	713.7
유동부채	90.3	117.1	155.5	284.9	310.3
금융부채	44.9	80.8	90.1	113.2	119.4
매입채무	22.0	20.2	37.9	102.4	114.1
기타유동부채	23.4	16.1	27.5	69.3	76.8
비유동부채	10.8	8.3	9.5	10.9	11.7
금융부채	9.6	6.9	6.9	3.9	3.9
기타비유동부채	1.2	1.4	2.6	7.0	7.8
부채총계	101.1	125.4	165.0	295.8	322.0
지배주주지분	174.9	143.7	138.5	250.9	391.7
자본금	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9
자본잉여금	132.0	132.0	132.0	132.0	132.0
자본조정	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
기타포괄이익누계액	21.7	29.1	29.1	29.1	29.1
이익잉여금	0.6	(38.0)	(43.2)	69.2	210.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	174.9	143.7	138.5	250.9	391.7
순금융부채	(23.1)	24.8	56.8	(14.3)	(155.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(33.4)	(27.0)	(22.8)	132.2	147.2
당기순이익	(65.3)	(38.6)	(5.2)	112.4	140.8
조정	20.5	(5.9)	10.4	9.5	9.7
감가상각비	15.2	11.9	10.4	9.5	9.6
외환거래손익	0.0	(1.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.4)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
기타	5.7	(15.2)	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	11.4	17.5	(28.0)	10.3	(3.3)
투자활동 현금흐름	0.7	(33.6)	(22.1)	(108.7)	(14.6)
투자자산감소(증가)	0.6	1.0	(8.5)	(31.2)	(5.7)
자본증가(감소)	2.8	(16.6)	0.0	(25.0)	0.0
기타	(2.7)	(18.0)	(13.6)	(52.5)	(8.9)
재무활동 현금흐름	3.1	33.0	9.3	20.1	6.2
금융부채증가(감소)	4.0	33.2	9.3	20.1	6.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.9)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(29.8)	(31.3)	(53.0)	41.8	138.3
Unlevered CFO	(41.4)	(36.4)	12.7	130.2	155.6
Free Cash Flow	(53.9)	(43.7)	(22.8)	107.2	147.2

2025년 4월 24일 | Global Equity

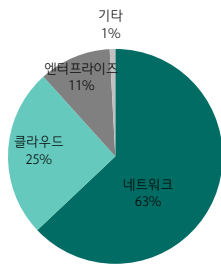
스웨덴

TP(컨센서스) 85.46 SEK
CP(4.22) 80.00 SEK

Key Data

국가	Sweden
상장거래소	Stockholm
산업 분류	정보기술
주요 영업	통신 장비
홈페이지	www.ericsson.com
시가총액(십억SEK)	263.1
시가총액(조원)	39.2
52주최고/최저(SEK)	97.68/55.4
주요주주 지분율(%)	
인베스토르	6.18
FL LIMITED	5.04
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(6.8) (11.7) 39.6
상대	5.0 (2.5) 45.5

매출구성



Financial Data (백만 SEK)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출	263,351	247,880	248,552	252,176
영업이익	(20,450)	4,559	29,440	29,778
순이익	(26,446)	20	20,308	21,299
EPS(EUR)	(7.9)	0.0	6.3	6.4
EPS(YOY, %)	(228.9)	(100.1)	62,890.0	1.8
ROE(%)	(22.7)	0.0	22.9	19.7
PER(배)	-	8,988.0	12.5	12.3
PBR(배)	2.1	3.2	2.5	2.3
배당률(%)	4.3	3.2	3.8	3.9

자료: Bloomberg, 하나증권



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

에릭슨 (ERICB.SS)

실적 개선 기대감 현실화, 주가 오를 것

트럼프 관세에도 불구하고 투자매력도 여전히 높음, 주가 상승 여력 70% 이상

에릭슨 투자매력도 여전히 높다. 1) 미국 어퍼 C-Band 신규 주파수 경매의 수혜주이고, 2) 미국 FCC가 자국 업체의 중국산 통신 장비 사용여부를 재조사함에 따라 미국 시장 지배력 더욱 강화될 전망이다, 3) 텍사스 현지 공장에서 5G 및 5G-A 주파수용 안테나를 대량 생산 가능하여 트럼프 행정부의 수입 관세 영향이 제한적이고, 4) 화웨이 시장 지배력이 상당한 EU에서 중국산 장비 퇴출이 본격화됨에 따라 지난 몇 년간 성장이 정체된 EU향 매출이 다시 성장할 것이기 때문이다. 트럼프발 관세 영향에도 불구하고 주가는 오히려 이전보다 상승한 78.6크로네(4/17)를 기록했다. 시스코나 노키아 등 서구권 장비업체 주가가 월초대비 10% 하락했고, 중국 장비 업체들은 낙폭이 20%를 초과하는 것을 볼 때 에릭슨 주가 움직임은 안정적이다. 주가 상승 여력 70%대 유지한다.

2025년 1분기 매출 전년대비 성장, 연간 실적 개선 기대감 증가

에릭슨 매출은 1분기에서 4분기로 갈수록 성장한다. 계절성이 있기 때문에 QoQ보다는 YoY가 중요하고, 1분기 실적을 보면 에릭슨의 해당 연도 실적을 전망할 수 있다. 에릭슨의 1분기 매출액은 550억 크로네로 전년대비 3% 성장하였다. 영업이익과 순이익은 59억 크로네와 42억 크로네를 기록하며 각각 전년대비 44% 및 61% 대폭 개선되었다. 타 사업부 실적은 다소 부진했음에도 불구하고 네트워크 장비 부문 호조가 전사 실적 개선을 견인했다. 특히 네트워크 부문 영업이익이 전년대비 69% 성장했고, 영업이익률이 전분기 수준인 20%를 유지했다. 계절적 비수기인 1분기 영업이익률이 4분기 수준을 유지했던 점에서 회사 수익구조 개선이 부각된다. 네트워크 장비 매출 중에서도 북미향 매출이 전년대비 38% 증가했는데, 미국 신규 주파수 경매 및 FCC 중국산 장비 재조사에 따른 매출 성장이 가시권에 들어왔다. 올해 큰 폭의 매출과 이익 성장이 기대된다.

주가 상승 재료 많은 것 대비 밸류에이션은 저평가 국면

장기적인 시장 환경도 긍정적이다. EU가 화웨이 장비 퇴출을 본격화하며 다년간 유럽향 매출 성장이 기대된다. 게다가 글로벌 경쟁사 대비 트럼프 관세 리스크에서 자유로운데, 작년 5월 완공된 텍사스 공장에서 5G, 5G-A 안테나 대량 생산이 가능하다. 트럼프 상호 관세 발표된 월초 대비 주가는 오히려 소폭 반등했다. 노키아, 후지츠, ZTE 등이 주가 하락세 지속 중인 것과 비교하면 인상적이다. 그에 비해 주가 상승 잠재력 아직 많이 남았다. 에릭슨의 장단기 매출 모두 증가할 것으로 예상되고 이익 구조도 개선됐지만 아직 멀티플은 2배 수준으로 전고점인 4~5배에 비해 저평가되어 있다. 트럼프 상호관세, Vonage 인수 비용 등 리스크 요인은 검증된 반면 호재는 여전히 강력하다. 주가 상승 기대한다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만SEK)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출	271,546	263,351	247,880	248,552	252,176
매출총이익	113,295	101,602	109,365	114,684	115,290
판매비	87,523	123,046	108,035		
영업이익	27,003	(20,450)	4,559	29,440	29,778
이자 비용	1,797	3,263	3,554		
기타영업손익	(662)	(1,414)	(1,939)		
세전이익	24,609	(23,319)	2,589		
법인세	5,497	2,785	2,215		
소수주주이익	388	342	354		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	18,724	(26,446)	20	20,308	21,299
성장율(YoY)					
매출	16.9	(3.0)	(5.9)	0.3	1.5
영업이익	(15.7)	(175.7)	(122.3)	545.7	1.2
순이익	(17.5)	(241.2)	(100.1)	101,439.2	4.9
수익성(%)					
매출총이익률	41.7	38.6	44.1	46.1	45.7
영업이익률	9.9	(7.8)	1.8	11.8	11.8
순이익률	6.9	(10.0)	0.0	8.2	8.4

주: GAAP 기준. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표	(단위: 백만SEK)				
	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	149,795	174,805	173,803	154,988	154,307
현금성자산	43,612	54,050	38,349	35,190	43,885
매출채권	43,979	48,118	53,368	47,785	48,483
비유동자산	121,735	130,809	175,734	142,048	138,067
투자자산	24,353	33,452	18,492	19,719	26,820
유형자산	21,363	21,528	22,106	18,515	17,032
자산총계	271,530	305,614	349,537	297,036	292,374
유동부채	114,320	126,952	145,620	131,874	131,874
비유동부채	72,033	71,563	70,613	70,229	67,517
부채총계	186,353	198,515	216,233	199,628	199,391
자본금	41,403	41,403	41,403	41,453	41,474
이익잉여금	45,271	67,372	93,411	57,220	52,810
자본총계	85,177	107,099	133,304	97,408	92,983

투자지표	2022	2023	2024	2025F	2026F
주당지표(SEK)					
EPS	6.2	(7.9)	0.0	6.3	6.4
BPS	40.5	29.7	28.3	30.8	33.6
SPS	81.5	79.1	74.4	77.1	76.0
DPS	2.7	2.7	2.9	3.0	3.1
주가지표(배)					
PER	10.8	-	8,988.0	12.5	12.3
PBR	1.5	2.1	3.2	2.5	2.3
EV/EBITDA	5.0	-	18.4	6.3	6.3
PSR	0.7	0.8	1.2	1.1	1.0
배당수익률(%)	4.4	4.3	3.2	3.8	3.9
재무비율(%)					
ROE	15.4	(22.7)	0.0	22.9	19.7
ROA	5.7	(8.2)	0.0	7.7	6.7
ROIC	18.2	(13.4)	3.5	-	-
부채비율	31.7	55.8	49.0	-	-
유동비율	1.2	1.2	1.2	-	-
이자보상배율(배)	15.0	(6.3)	1.3	-	-

주: EPS는 Bloomberg 조정치. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표	(단위: 백만SEK)				
	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	28,933	39,065	30,863	7,177	46,261
감가/무형상각비	8,674	8,969	10,142	11,157	10,020
비현금자본증감	(936)	4,120	(1,720)	(13,307)	22,870
투자활동 현금흐름	(15,201)	(19,883)	(34,397)	(8,713)	(15,952)
유형자산처분	254	115	249	163	116
유형자산취득	(5,310)	(4,625)	(6,197)	(5,470)	(3,640)
투자자산증감	(1,348)	(15,301)	26,959	(3,565)	(8,375)
재무활동 현금흐름	(15,199)	(8,744)	(12,167)	(1,623)	(21,614)
배당금	(5,996)	(6,889)	(8,415)	(9,104)	(9,233)
단기부채증감	-	-	-	-	-
장기부채증감	(6,660)	(277)	(7,867)	8,987	(14,794)
자본금증감	163	42	-	-	-
잉여현금흐름	23,623	34,440	24,666	1,707	42,621

2025년 4월 24일 | Global Equity

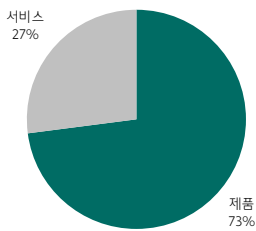
미국

TP(컨센서스) 69.50 USD
CP(4.21) 54.37 USD

Key Data

국가	UNITED STATES
상장거래소	NASDAQ GS
산업 분류	정보기술
주요 영업	통신 장비
홈페이지	www.cisco.com
시가총액(십억USD)	216.3
시가총액(조원)	308.6
52주최고/최저(USD)	66.5/44.5
주요주주 지분율(%)	
VANGUARD GROUP	9.73
블랙록	8.77
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.5) (1.5) 15.4
상대	(0.7) 8.3 9.0

매출구성



Financial Data

(백만 USD)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출	56,998	53,803	56,403	59,194
영업이익	19,071	18,377	19,171	20,010
순이익	15,979	15,150	14,872	15,621
EPS(USD)	3.89	3.73	3.72	3.98
EPS(YOY, %)	15.8	-4.1	-0.3	6.9
ROE(%)	12.9	9.1	10.0	10.5
PER(배)	17.0	18.9	14.6	13.6
PBR(배)	4.8	4.2	4.6	4.3
배당률(%)	2.9	3.3	3.0	3.1

자료: LSEG, 하나증권



Analyst 김재임 jamie@hanafn.com
RA 송종원 1223sjw@hanafn.com

시스코 (CSCO.US)

AI, 네트워킹, 보안 수요 상승에 따른 수혜 기대

관세 이슈가 단기적 불확실성 요인이나 전반적인 수요 환경 긍정적

미국의 관세 정책 이슈로 단기적인 수요 추이와 관련하여 불확실성이 높다는 점이 리스크 요인이 될 것으로 보이나 시스코는 최근 분기 실적 발표에서 전반적인 수요 환경이 긍정적으로 변화되고 있음을 시사했다. AI, 네트워킹, 보안 서비스를 위한 인프라 구축 수요가 시스코의 사업 포트폴리오 전반에 걸쳐 좋은 성장 기회가 될 것으로 전망된다. 1) AI를 통해 생산성을 높이고 AI use case를 활용하여 신규 매출원을 확보하고자 하는 고객사 니즈 확인, 2) 네트워킹 업그레이드 사이클 점진적 시작 전망, 3) 견고한 보안 수요 상승과 Splunk와의 통합 시너지 확대가 중장기적으로 기대감을 높이는 요인이다. AI 관련 주주의 경우 FY25년(7월결산) 수주 목표액이 10억 달러인데 상반기에 이미 7억 달러를 달성했다. 또한 엔비디아와의 파트너십 확대는 기업용 AI 사업에서 시스코의 TAM을 더욱 넓힐 수 있는 좋은 기회가 될 것으로 기대된다.

FY25년 2분기 주요 실적 지표 기대치 상회

FY25년 2분기(11~1월) 주요 실적지표는 시장 기대치를 상회하는 양호한 실적을 달성했다. 제품 매출 102억 달러(+11% yoy), 서비스 38억 달러(+6%)로 전체 매출 140억 달러(+9%), 조정 EPS 0.94 달러(+8%)를 기록, 시장 컨센을 각각 1%, 3% 상회했다. 조정 GPM은 68.7%로 전년동기대비 200bps 개선되었다. 1) Splunk 인수 효과가 반영되며 EPS가 전년동기대비 8% 증가, FY24년 1분기 이후 처음으로 성장으로 전환, 2) 네트워킹, 보안, 오피저빌리티 사업부에 AI 관련 투자가 아직은 작지만 긍정적인 효과 시작, 3) 소프트웨어와 서비스 구독 매출 비중이 56%로 늘어나며 안정성 확대 등이 주목할 사항이다. 2분기 ARR은 301억 달러로 22% 증가했으며 잔여계약가치(RPO)는 413억 달러로 16% 증가했다.

주요 고객군의 수요 추이 긍정적 변화에 주목

FY25년 전망과 관련하여 기업, 통신서비스 사업자, 공공 섹터 등 주요 고객군 전반에서 견고한 수요 추이를 시사했다. 특히 통신서비스 사업자와 클라우드 사업자의 제품 주문 성장이 2분기에 전분기 대비 뚜렷하게 개선되었으며 이러한 추세가 계속될 수 있을 것으로 전망했다. 시스코는 관세를 비롯하여 매크로 요인을 반영하여 FY25년 하반기 가이드언스를 보수적으로 제시했으나 3월 이후 관세 관련 불확실성이 더욱 높아진 점은 향후 추가적인 불안요인으로 작용할 것으로 보인다. 주가는 12M FWD PER 14배로 5년 평균 수준이다. 매크로 요인에 민감하게 반응하는 종목 특성을 고려하면 단기적으로 변동성이 높을 것으로 보이나 향후 매크로 이슈가 안정화되면 수요 회복세가 확인될 것으로 예상되는 점은 주가 반등 기대 요인이다.

도표 1. 시스코: 주요 사업부별 분기 실적 추이

(단위: 백만USD, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E
매출액	14,571	15,203	14,668	12,791	12,702	13,642	13,841	13,991	14,032	14,494
YoY(%)	13.5	16.0	7.6	(5.9)	(12.8)	(10.3)	(5.6)	9.4	10.5	6.2
제품	11,092	11,650	11,139	9,232	9,024	9,858	10,114	10,234	10,236	10,629
YoY(%)	17.4	20.3	8.7	(9.1)	(18.6)	(15.4)	(9.2)	10.9	13.4	7.8
클라보레이션	985	1,023	1,117	989	987	1,019	1,085	996	1,006	1,026
YoY(%)	(13.0)	(12.1)	2.9	3.2	0.2	(0.4)	(2.9)	0.7	1.9	0.7
네트워킹	8,982	9,465	8,822	7,081	6,522	6,804	6,753	6,850	6,957	7,280
YoY(%)	24.2	28.1	9.8	(12.5)	(27.4)	(28.1)	(23.5)	(3.3)	6.7	7.0
옵저버빌리티	167	176	190	188	211	248	258	277	276	285
YoY(%)	13.6	18.9	21.0	16.0	26.3	40.9	35.8	47.3	30.8	14.9
보안	958	987	1,010	973	1,304	1,787	2,017	2,111	2,009	2,144
YoY(%)	2.1	0.3	4.0	3.2	36.1	81.1	99.7	117.0	54.1	20.0
서비스	3,479	3,553	3,529	3,559	3,678	3,784	3,727	3,757	3,800	3,877
YoY(%)	2.7	4.1	4.2	3.5	5.7	6.5	5.6	5.6	3.3	2.5
영업이익	4,941	5,378	5,373	4,215	4,349	4,440	4,721	4,861	4,724	4,847
YoY(%)	11.0	26.9	23.9	(4.5)	(12.0)	(17.4)	(12.1)	15.3	8.6	9.2
OPM	33.9	35.4	36.6	33.0	34.2	32.5	34.1	34.7	33.7	33.4
세전이익	5,075	6,666	5,590	4,368	4,386	4,235	4,532	4,457	4,508	4,665
세전이익률	34.8	43.8	38.1	34.1	34.5	31.0	32.7	31.9	32.1	32.2
순이익	4,111	4,680	4,528	3,538	3,553	3,531	3,671	3,760	3,646	3,785
조정 EPS (USD)	1.00	1.14	1.11	0.87	0.88	0.87	0.91	0.94	0.91	0.95
YoY(%)	14.9	37.3	29.1	(1.1)	(12.0)	(23.7)	(18.0)	8.0	3.8	9.2

주 : 회계연도 7월 결산, non-GAAP 기준

자료: 시스코, LSEG 시장 컨센서스, 하나증권

도표 2. 시스코: 연간 주요 실적 추이

(단위: 백만USD, %)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	51,557	56,998	53,803	56,403	59,194
YoY(%)	3.5	10.6	-5.6	4.8	4.9
제품	38,018	43,142	39,253	41,214	43,028
YoY(%)	5.6	13.5	-9.0	5.0	4.4
클라보레이션	4,472	4,052	4,113	4,102	4,087
YoY(%)	-5.4	-9.4	1.5	-0.3	-0.4
네트워킹	29,265	34,570	29,229	27,862	29,082
YoY(%)	6.9	18.1	-15.4	-4.7	4.4
옵저버빌리티	581	661	837	1,095	1,251
YoY(%)	8.6	13.8	26.6	30.8	14.2
보안	3,699	3,859	5,075	8,158	9,322
YoY(%)	9.4	4.3	31.5	60.7	14.3
서비스	13,539	13,856	14,550	15,149	15,604
YoY(%)	-1.9	2.3	5.0	4.1	3.0
영업이익	17,345	19,071	18,377	19,171	20,010
YoY(%)	3.8	10.0	-3.6	4.3	4.4
OPM	33.6	33.5	34.2	34.0	33.8
세전이익	17,375	23,531	18,579	18,349	19,272
세전이익률	33.7	41.3	34.5	32.5	32.6
순이익	14,094	15,979	15,150	14,872	15,621
조정 EPS (USD)	3.36	3.89	3.73	3.72	3.98
YoY(%)	4.3	15.8	-4.1	-0.3	6.9

주 : 회계연도 7월 결산, non-GAAP 기준

자료: 시스코, LSEG 시장 컨센서스, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만USD)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출	51,557	56,998	53,803	56,388	59,168
매출총이익	32,248	35,753	34,828	38,477	40,207
판매비	18,279	20,722	22,647		
영업이익	13,969	15,031	12,181	19,177	20,176
이자 비용	360	427	1,006		
기타영업손익	(868)	(714)	(1,059)		
세전이익	14,477	15,318	12,234		
법인세	2,665	2,705	1,914		
소수주주이익	0	0	0		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	11,812	12,613	10,320	10,821	11,887
성장율(YoY)					
매출	3.5	10.6	(5.6)	4.8	4.9
영업이익	8.9	7.6	(19.0)	57.4	5.2
순이익	11.5	6.8	(18.2)	4.9	9.8
수익성(%)					
매출총이익률	62.5	62.7	64.7	68.2	68.0
영업이익률	27.1	26.4	22.6	34.0	34.1
순이익률	22.9	22.1	19.2	19.2	20.1

주: GAAP 기준. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표	(단위: 백만USD)				
	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	43,573	39,112	36,717	43,348	36,862
현금성자산	11,809	9,175	7,079	10,123	7,508
매출채권	10,523	10,146	10,527	9,206	10,023
비유동자산	51,280	58,385	57,285	58,504	87,551
투자자산	6,921	4,884	4,009	3,483	3,376
유형자산	3,374	3,433	3,000	3,056	3,156
자산총계	94,853	97,497	94,002	101,852	124,413
유동부채	25,331	26,257	25,640	40,584	40,584
비유동부채	31,602	29,965	28,589	26,190	38,372
부채총계	56,933	56,222	54,229	57,499	78,956
자본금	41,202	42,346	42,714	44,289	45,800
이익잉여금	(3,282)	(1,071)	(2,941)	64	(343)
자본총계	37,920	41,275	39,773	44,353	45,457

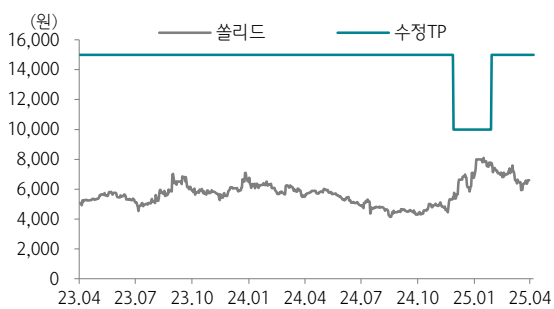
투자지표	2022	2023	2024	2025F	2026F
주당지표(USD)					
EPS	6.2	4.7	1.6	5.9	6.3
BPS	40.5	29.7	28.3	30.6	33.4
SPS	81.5	79.1	74.4	94.3	78.7
DPS	2.7	2.7	2.9	3.0	3.1
주가지표(배)					
PER	16.2	16.0	16.7	14.6	13.6
PBR	4.7	4.8	4.2	4.6	4.3
EV/EBITDA	10.9	11.4	13.7	10.7	10.5
PSR	3.7	3.7	3.6	3.8	3.7
배당수익률(%)	3.3	3.0	3.3	3.0	3.1
재무비율(%)					
ROE	29.1	30.0	23.0	33.0	33.1
ROA	12.3	12.9	9.1	8.3	8.8
ROIC	28.7	30.6	19.6	-	-
부채비율	26.6	21.2	70.9	-	-
유동비율	1.4	1.4	0.9	-	-
이자보상배율(배)	38.8	35.2	12.1	-	-

주: EPS는 Bloomberg 조정치. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표	(단위: 백만USD)				
	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	15,426	15,454	13,226	19,811	10,880
감가/무형상각비	1,808	1,862	1,957	1,726	2,507
비현금자본증감	932	2,827	(642)	4,962	(4,119)
투자활동 현금흐름	3,500	(5,285)	1,553	(5,110)	(20,478)
유형자산처분	179	28	91	0	0
유형자산취득	(770)	(692)	(477)	(849)	(670)
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	(18,886)	(12,039)	(16,142)	(11,731)	6,813
배당금	(6,016)	(6,163)	(6,224)	(6,302)	(6,384)
단기부채증감	(3,470)	(5)	606	(602)	478
장기부채증감	(6,720)	(3,000)	(2,501)	(500)	18,852
자본금증감	(2,731)	(2,870)	(7,721)	(4,190)	(6,065)
영여현금흐름	14,656	14,762	12,749	18,962	10,210

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

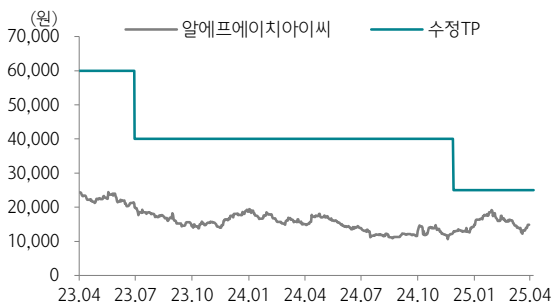
솔리드



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.2.18	BUY	15,000		
24.12.18	BUY	10,000	-30.82%	-19.10%
23.4.21	1년 경과		-	-
22.4.21	BUY	15,000	-62.98%	-54.00%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

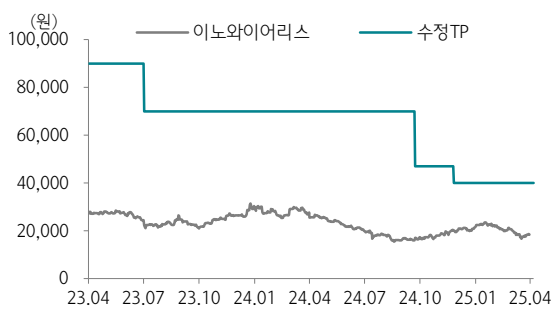
알에프에이치아이씨



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.12.18	BUY	25,000		
24.7.20	1년 경과		-	-
23.7.20	BUY	40,000	-59.12%	-50.73%
23.4.22	1년 경과		-	-
22.4.22	BUY	60,000	-60.11%	-48.25%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

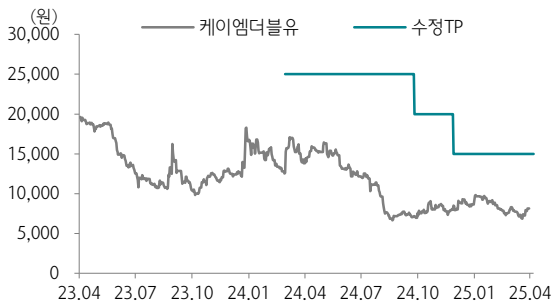
이노와이어리스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.12.18	BUY	40,000		
24.10.15	BUY	47,000	-61.76%	-56.49%
24.7.24	1년 경과		-	-
23.7.24	BUY	70,000	-64.35%	-55.14%
23.4.29	1년 경과		-	-
22.4.29	BUY	90,000	-66.08%	-55.89%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

케이엠더블유



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.12.18	BUY	15,000	-	-
24.10.16	BUY	20,000	-60.02%	-54.75%
24.3.20	BUY	25,000	-50.47%	-31.60%
23.11.18	1년 경과	-	-	-
22.11.18	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 4월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2025년 4월 24일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 폴리드 온/는 투자자문업(타 자산운용사가 운용하는 펀드의 종목 선정 또는 포트폴리오 비중 의견 제시 등)에 활용된 법인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않음

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

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.50%	5.50%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 04월 20일