

2026.09.16 | 무선통신장비 Overweight

Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com

선임연구원 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com



소리지 불가피, 27년 주가 크게 오른다



하나증권

무선통신장비 Overweight

쇼티지 불가피, 27년 주가 크게 오른다

Summary

- ✓ 미국 이미 대규모 투자 예고, AI 기지국이 IT 시장 이끌 것
- ✓ 미국의 대 중국 장비/부품 규제로 2027년 공급 부족 사태 벌어질 전망
- ✓ 과거 경험상 상상의 Multiple 형성 전망, 하반기 무선장비주 적극 매수해야

Top Pick 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(9월 15일)
RFHIC(218410)	BUY	150,000원	49,350원
KMW(032500)	BUY	70,000원	16,070원
솔리드(050890)	BUY	30,000원	8,750원
LIG아큐버(073490)	BUY	80,000원	29,600원
오이솔루션(138080)	BUY	60,000원	23,650원
에치에프알(230240)	BUY	50,000원	11,410원
Nokia(NOKIA FH)	NA	NA	8.59 EUR
Ericsson(ERICB SS)	NA	NA	98.04 SEK

목차

1. 미국에서 이미 대규모 투자를 예고하고 있다	3
1) 향후 3년간 800MHz가 시장에 나온다	3
2) AT&T에 이어 버라이즌도 투자에 가세할 것이다	5
3) 스페이스X가 통신시장에 뛰어들 전망이다	6
4) 엔비디아가 통신장비 업체 시장에 진출할 전망이다	8
5) 데이터센터 다음은 AI RAN이다	9
2. 공급할 업체가 크게 줄어들고 있다	11
1) LTE/5G를 거치면서 업체수가 크게 줄었다	11
2) 미국의 중국산 장비 제재가 심화되는 양상이다	14
3) 글로벌 SI 감소, 오픈 랜 확장이 업체 수를 더 줄일 것이다	16
4) 상위 업체 위주로 재편이 가속화되고 있다	18
3. 쇼티지 발생 시 사상 초월 Multiple이 형성될 수 있다	20
1) 미국 뿐만 아니라 한국/일본 시장 수요도 증가할 수 있다	20
2) 공급 현황 감안 시 2027~2029년 쇼티지 발생 가능성 높다	23
3) 과거 사례 감안하면 통신장비 업체 Multiple 높게 형성될 것	25
4) 이론적 최대 이익으로 시가총액이 형성될 가능성 높아	27
기업분석	29
RFHIC(218410)	30
KMW(032500)	33
솔리드(050890)	36
LIG아큐버(073490)	39
오이솔루션(138080)	42
에치에프알(230240)	45
Nokia(NOKIA FH)	48
Ericsson(ERICB SS)	51

2026년 9월 16일 | 산업분석_Industry In-depth

Overweight

Top Pick 및 관심종목

*CP 2026년 9월 15일

RFHIC(218410)

BUY | TP 150,000원 | CP 49,350원

KMW(032500)

BUY | TP 70,000원 | CP 16,070원

솔리드(050890)

BUY | TP 30,000원 | CP 8,750원

LIG아큐버(073490)

BUY | TP 80,000원 | CP 29,600원

오이솔루션(138080)

BUY | TP 60,000원 | CP 23,650원

에치에프알(230240)

BUY | TP 50,000원 | CP 11,410원

NOKIA(NOKIA FH)

NA | TP NA | CP 8.59 EUR

Ericsson(ERICB SS)

NA | TP NA | CP 98.04 SEK

무선통신장비

2027년 쇼티지 발생으로 높은 Multiple 형성 예상

미국 이미 대규모 투자 예고, AI 기지국이 IT 시장 이끌 것

투자자들의 신뢰가 높지 않지만 미국은 이미 2026년 7월 OBBBA 법안 제정을 통해 2027~2029년 800MHz에 달하는 대규모 주파수 경매 계획을 발표하였다. 이어 2026년 6월 AWS 3밴드 주파수 경매에 이어 2027년 4월 어퍼 C밴드 주파수 경매를 예고하였다. 피지컬 AI 육성 목적인데 미국 통신사 5G/6G 서비스 확장을 위한 기반이 마련된 것이다. 이런 가운데 엔비디아가 AI 데이터센터 다음으로 AI 기지국을 새로운 먹거리로 밀기 시작하였다. GPU 매출을 늘리기 위한 것인데 과거 글로벌 IT로 인해 각국 규제 기관들이 움직인 사례가 많다는 점에 주목할 필요가 있겠다. 결국 신규 주파수 투자 명분 하에 5G SA/6G로 진화하면서 통신과 AI 역할을 동시에 수행하는 AI 기지국 보편화가 예상된다. AI 기지국 확산을 위해 5G SA/6G 투자가 본격화될 전망이다. 5G SA 킬러 서비스는 이전에 언급한대로 피지컬 AI와 양자암호통신이 될 것이란 판단이다.

미국의 대 중국 장비/부품 규제로 2027년 공급 부족 사태 벌어질 전망

시장 확산 추세와는 달리 무선통신장비 업체 수는 지난 20년간 급감하였다. 성수기가 2년/비수기가 5년인 업종 특성상 자금 문제가 컸다. 화웨이를 비롯한 중국 SI(제안업체) 및 아웃소싱업체들이 급성장한 반면 미국/유럽 업체들의 위상이 크게 약화되었으며 삼성/후지프의 위상은 유지되는 상황을 보였다. 그런데 수급 상황을 보면 2027년엔 공급 부족 이슈가 커질 전망이다. M&A를 거쳐 상위 업체로 합쳐지는 양상이 지속되면서 글로벌 SI는 물론 아웃소싱업체들의 수도 급감한 데다가 친미 국가들의 중국산 장비/부품 제재 양상이 강화되고 있어서다. 미국/중국이 양립하는 유선과 달리 무선 통신장비 시장은 중국/유럽/한국/일본 업체들이 경쟁하는 상황이다. 그런데 중국이 배제되다 보니 공급은 더 위축될 수 밖에 없다. 최근 미국의 중국산 제재로 광모듈 공급 대란이 벌어졌고 이에 중국산 규제 완화 필요 요구까지 나오고 있는 상황이다. 국내 아웃소싱 무선 통신장비 업체들의 수혜가 예상된다.

과거 경험상 상상의 Multiple 형성 전망, 하반기 무선장비주 적극 매수해야

피지컬 AI 경쟁 상황을 감안하면 2027년엔 미국과 더불어 국내도 주파수 경매 가능성이 높은 상황이다. 주파수 총량을 비교하면 명분이 크다. 그런데 만약 2027년 무선통신장비 공급 부족이 현실화된다면 예상보다 높은 Multiple 형성이 예상된다. LTE/5G 도입 쇼티지 발생 당시 사례로 보면 그렇다. 과거 무선 통신장비 업종 시가총액은 향후 3년 내 도달 가능한 연간 최대 영업이익과 성장성을 기반으로 형성된 바 있다. 2027~2029년 연간 최대 영업이익이 KMW 3,000억원/RFHIC 1,500억원에 달한다고 가정하면 두 종목 모두 향후 2년 내 시가 총액 10조원 도전 가능성이 충분하다는 판단이다. RFHIC/KMW/솔리드/HFR/LIG아큐버/오이솔루션 적극 매수를 추천한다.



Analyst 김홍식 prol1@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

1. 미국에서 이미 대규모 투자를 예고하고 있다

1) 향후 3년간 800MHz가 시장에 나온다

미국이 어퍼 C밴드 주파수
경매를 확정 짓고
2027년~2029년 간
총 800MHz에 달하는
대규모 주파수 할당 예정

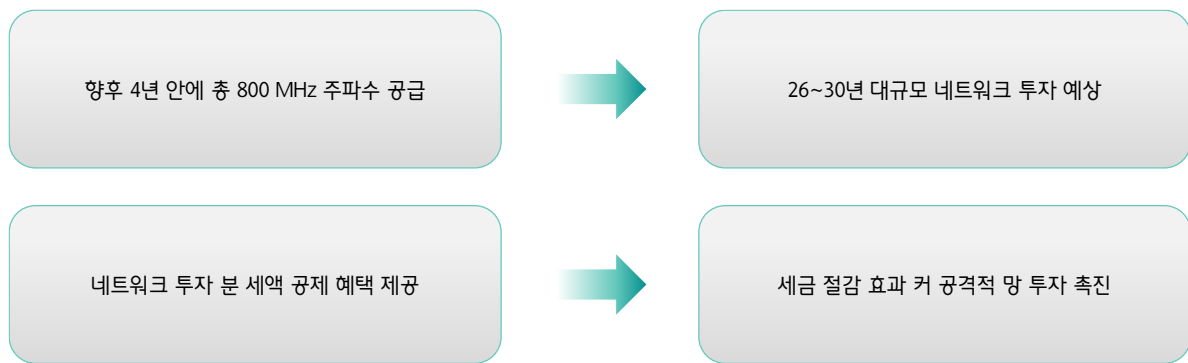
2026년 7월 미국 FCC(연방통신위원회)는 어퍼 C밴드(3.98~4.14GHz) 160MHz를 경매에 부칠 것을 결정하였다. 주파수 할당 데드라인은 2027년 7월이지만 향후 여러가지 변수 발생 가능성을 감안해 실제 주파수 경매 시점을 2027년 4월로 앞당겼으며 사업자 의견 수렴을 거친 상황이다. 장비 성능 시험 및 벤더 선정 절차를 감안하면 장비 수주는 2027년 1분기, 납기/선적을 감안한 매출 발생 시점은 2027년 2분기로 예상된다.

사실상 어퍼 C밴드 경매는 800MHz라는 광대한 주파수 경매를 시작하는 첫 걸음이 될 전망이다. 2026년 6월 AWS 3밴드 65MHz 경매 및 할당이 이미 이루어졌지만 주파수 재할당이 아닌 신규 주파수 할당은 사실상 이번 어퍼 C밴드가 처음이기 때문이다. 2025년 7월 OBBBA(크고 아름다운 하나의 법안) 법안 제정 이후 사실상 처음 시행되는 신규 주파수 경매라고 할 수 있겠다. 어퍼 C밴드 주파수 경매를 시작으로 800MHz라는 사상 최대의 주파수 할당을 위한 여정이 시작되었다는 점에서 큰 의미가 있겠다.

그런데 2027~2029년에 이루어질 800MHz에 달하는 미국 주파수 경매는 국내 통신장비 업체 빅사이클 진입의 결정적 역할을 수행할 전망이다. 국내 통신장비 업종의 경우 무선통신 장비 업체들이 주를 이루고 있는 데다가 글로벌 위상도 높기 때문이다. TR 부분에서의 RFHIC, 필터 부문에서 KMW, 인빌딩 부문에서 쏘리드, 시험장비 부문에서 LIG아큐버 등이 대표적이다.

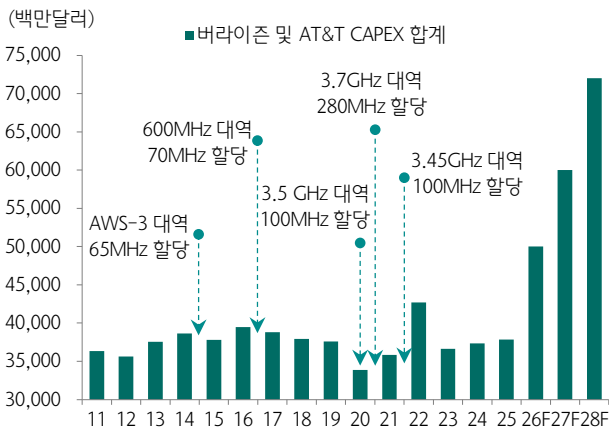
향후 주파수 경매가 통신장비 업체들에게 미치는 영향은 지대하다. 따지면 정부가 공공택지를 건설사에 분양하는 방식과 유사하기 때문이다. 통신사 입장에서는 주파수가 서비스 매출액의 원천이자 네트워크 경쟁력 확보의 근원이다. 규제 기관이 공공재인 주파수를 임대 형식으로 특정 기간 사용권을 부과하는 개념이며 경쟁 입찰 방식이라 천문학적인 할당 가격이 형성되는 경우가 다반사이다. 10년 수준으로 할당 기간이 정해지는 탓에 특별한 문제가 발생하지 않는 이상 비싼 주파수를 사용하지 않고 내버려 두는 경우는 흔치 않고 주파수 할당 폭이 크고 비쌀수록 투자 규모가 커지는 것이 일상적이다. 결국 주파수는 통신사 입장에서는 무선 매출의 창출 원천이며 통신장비 업체들의 경우엔 장비 매출의 근원이라고 할 수 있겠다. 더불어 새롭게 사용하는 주파수의 경우 기존 장비가 커버하지 못해 신규 장비를 새롭게 구축해야 하므로 상대적으로 투자 규모가 커질 수 밖에 없는 구조이다. 2026년 말 AWS 3 관련 매출이 일부 업체를 중심으로 발생할 가능성이 있지만 본격적인 국내 통신장비 업체들의 실적 호전은 2027년 초 어퍼 C 밴드 경매 이후가 될 가능성이 높다. 이제 본격적인 빅사이클에 진입할 전망이라 기대를 갖게 한다.

도표 1. 크고 아름다운 하나의 법안이 통신산업에 미칠 영향



자료: 하나증권

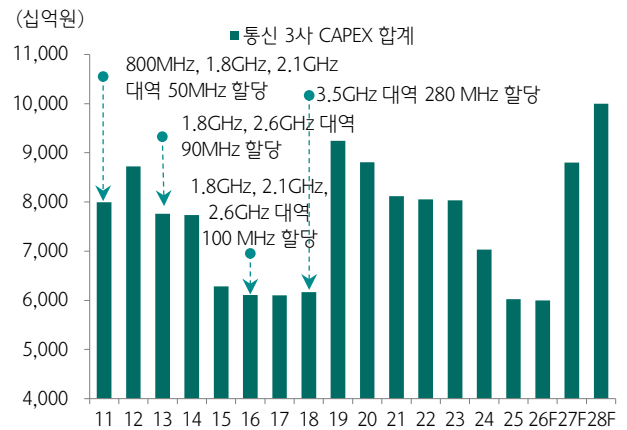
도표 2. 미국 주파수 경매와 통신사 CAPEX 추이 및 전망



주: 버라이즌+AT&T CAPEX 합계

자료: 각사, 하나증권

도표 3. 국내 주파수 경매와 통신사 CAPEX 추이 및 전망



주: 통신 3사 합산 기준

자료: 각사, 하나증권

도표 4. 주파수 경매가 통신장비 업체에 미치는 영향

- 1 주파수 달라지면 장비 변화 불가피
- 2 주파수 폭과 데이터 속도는 비례 관계
- 3 주파수 할당 폭과 장비 투자 규모 비례 관계

자료: 하나증권

2) AT&T에 이어 버라이즌도 투자에 가세할 것이다

대규모 주파수 할당 발표에 이어
미국 통신사가 장기 CAPEX 상
향에 나서는 상황

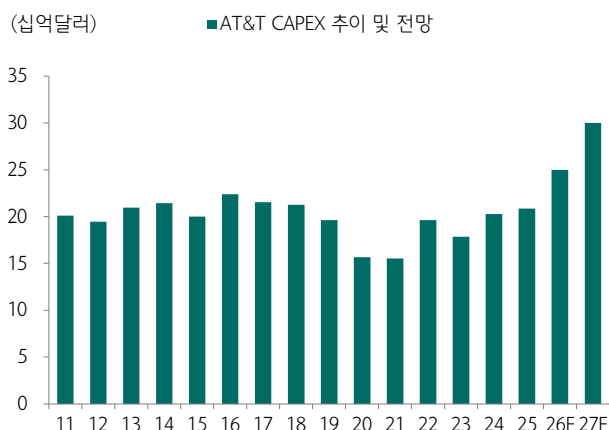
미국이 2025년 7월 800MHz에 달하는 대규모 주파수 할당을 예고한 가운데 2026년 3월 AT&T가 통신 3사중 가장 먼저 대규모 CAPEX 집행 계획을 밝혔다. AT&T는 5G/광섬유/ 위성 네트워크 인프라 확장을 위해 향후 5년간 2,500억 달러(370조원)를 투자할 예정이다. 연간 75조원에 달하는 규모인데 2024~2025년 AT&T CAPEX 평균이 30조원 수준이었다는 점을 감안하면 대략 2.5배에 달하는 수준이다. 물론 2026년에는 CAPEX에 큰 변화가 없고 향후 어퍼 C밴드 주파수 취득 이후 2027년 CAPEX 상향 조정에 나설 공산이 커 보인다.

AT&T는 향후 대규모 투자를 통해 AI/클라우드 컴퓨팅/자율 어플리케이션을 완벽하게 지원 하기 위한 상시 연결 시스템을 구축할 것이라고 언급했다. 세제 혜택도 큰 상태라 20년만의 가장 좋은 기회라고 경영진이 현재의 투자 환경을 설명하고 있다. 어찌 보면 2025년 7월 미국의 크고 아름다운 하나의 법안(OBBBA) 제정 이후 미국 행정부 정책에 가장 먼저 AT&T가 반응한 것인데 피지컬 AI 성공을 위한 본격적인 작업에 나섰다고 볼 수 있겠다. OBBBA 이후 사실상 두번째 강력한 투자 신호가 나타나고 있다.

그런데 머지 않아 버라이즌도 CAPEX 증액을 발표할 가능성이 높아 보인다. 미국 통신 경쟁 환경을 감안하면 그렇다. 우량 가입자 유치전을 기반으로 미국 통신 3사간 네트워크 경쟁이 심한 상황이라는 점에서 보면 버라이즌의 CAPEX 역시 2027년 이후 유의미한 증가를 나타 낼 가능성이 높다는 판단이다. 2026년 6월 진행되었던 AWS 3밴드 65MHz를 버라이즌이 확보한 상황이라 이에 대한 투자가 재개될 가능성이 높고 2027년 초 어퍼 C밴드 경매 이후 본격적인 CAPEX 집행에 나설 가능성이 높아 2027년도 이후 버라이즌의 공격적인 투자가 예상된다.

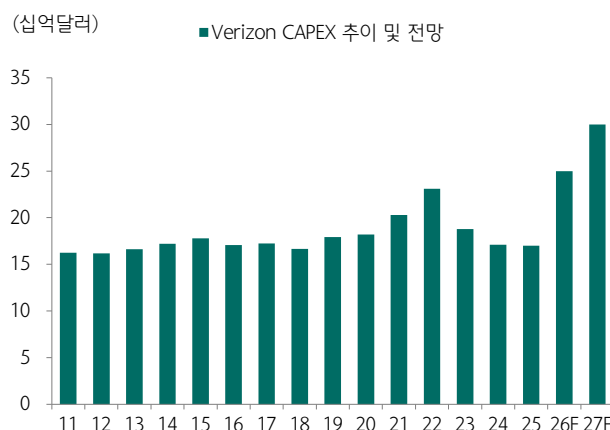
그런데 이러한 미국의 분위기는 과거 2019년 국내 상황과 상당히 유사하다. 과거 2019년 국내 통신장비주들이 급등 양상을 나타냈다. 2018년 국내 주파수 신규 할당이 이루어지고 3월 국내 통신 3사가 5G 상용화에 돌입하면서 기대감이 선반영된 결과였다. 이후 일부업체 들의 경우엔 대단한 호실적을 기록하면서 주가 상승을 정당화했다. 2027년 국내 통신장비 업체들은 전세계 최대 시장인 미국을 바탕으로 큰 폭의 이익 성장을 나타낼 것이며 주가는 이를 선반영하면서 큰 폭의 상승세를 시현할 전망이다. 더 이상의 확인 절차는 무의미한 작업일 수 있다는 점을 강조하고 싶다.

도표 5. 미국 AT&T CAPEX 추이 및 전망



자료: AT&T, 하나증권

도표 6. 미국 버라이즌 CAPEX 추이 및 전망



자료: 버라이즌, 하나증권

3) 스페이스X가 통신시장에 뛰어들 전망이다

스페이스X 주파수 확보 및 지상망 투자 본격화할 것, 국내 통신장비 업체엔 기회 요인

최근 통신 시장에서 스페이스X의 광폭 행보에 관심이 쏠리고 있다. 에코스타가 보유하던 주파수 50MHz를 170억달러(23조원)에 인수한데 이어 추가 주파수 취득 가능성이 점쳐지고 있기 때문이다. 2026년 7월 미국 현지 매체들이 스페이스X의 어퍼 C밴드 주파수 획득 가능성을 높게 보도하였다. 도심에서 잘 작동하는 스펙트럼을 확보하기 위해 기존 통신사를 인수하거나 신규 주파수 경매에 스페이스X가 참여할 것이라는 추측이다.

일부에선 망임대비용 절감을 위한 스페이스X의 주파수 취득이 아닌가라고 추정하는데 위성 매출액과 지상망 주파수 할당 대가를 감안하면 가능성이 낮은 얘기다. 물론 최근 네트워크 기술 발전으로 광-위성간 네트워크 연동이 가능해졌다. 하지만 광대한 트래픽 처리를 위해선 여전히 지상망이 중요한 역할을 수행한다. 더불어 피지컬 AI 산업에서 중요시되는 초저 지연, 저전력 기술 시현을 위해서는 5G/6G의 도입이 필수적이다. 이에 따라 지상망 투자에 나선 것이란 판단이다. 결국 기존 위성에 지상망을 포함한 다방면의 네트워크 구축에 스페이스X가 나선다고 볼 수 있겠다. 아마도 6G부터는 스페이스X도 기간 통신사업자로서의 위상을 갖출 것으로 판단된다.

그런데 스페이스X가 당초 예상대로 지상파 시장 진출에 본격적으로 나선다면 국내 통신장비 업체엔겐 호재로 작용할 전망이다. 미국 통신사간 네트워크 경쟁 강도가 높아지면서 장비 투자 열기가 높아질 수 있으며 스페이스X라는 거대한 매출처를 확보하는 계기가 될 수 있기 때문이다. 일부에선 2020년 디시네트워크가 제 4 이동통신사업자로 출범한 사례를 상기하는데 사실상 체급이 달라 스페이스X와의 단순 비교는 어려워 보인다. 과거 디시네트워크의 등장도 국내 통신장비 업체에게 호재로 인식된 바 있는데 스페이스X의 경우엔 글로벌 기업이라 시장에 미치는 파장이 지대할 것이란 판단이다.

특히 중국 부품 제외 시 글로벌 SO들이 조달할 마땅한 대안이 많지 않은 상황이라는 점을 감안하면 국내 아웃소싱 통신장비 업체들의 삼성전자/에릭슨을 통한 스페이스X 진입 가능성도 충분히 존재한다. 유선과 달리 국내 무선 통신장비업체들의 경우 중국장비업체 대비 M/S도 높고 기술력 우위에 있기 때문이다. 무선 통신장비 수요 및 공급 상황이 2019년과 흡사하게 전개되고 있다. 무선통신장비주 위주로 비중 확대에 나설 필요가 있겠다는 판단이다. KMW/RFHIC/썬리드/이노와이어리스/오이솔루션/HFR이 대표적이다.

도표 7. 6G 지상-위성망 연계 네트워크



자료: MWC, 하나증권

도표 8. 스페이스X가 제 4 이통으로 등극할 가능성이 높은 이유

1	높은 가격에 에코스타 주파수 인수
2	추가 주파수 경매 참여 가능성 언급
3	위성 매출 대비 주파수 비용 과다
4	망 임대 비용 절감 위한 주파수 취득 어불성설

자료: 하나증권

4) 엔비디아가 통신장비 업체 시장에 진출할 전망이다

엔비디아 AI 기지국 시장 진출 예상, 5G/6G 확대 계기될 것

최근 엔비디아가 AI 데이터센터에 이어 AI RAN으로 사업을 확장하고 나서는 가운데 DU에 이어 RU까지 진출하려는 움직임이 관측된다. 최근 수년간 GPU가 데이터센터에 깔리면서 큰 수혜를 받은 엔비디아가 이제 AI 기지국에 CPU 내장의 기회를 엿보고 있다고 볼 수 있겠다. 엔비디아가 AI 기지국 진출을 추진하는 가장 큰 이유는 초저지연 실시간 AI 처리를 위해 전국의 통신망과 엣지 컴퓨팅을 결합하여 AI 생태계를 완성하려는 것이다. 과거 중앙 집중형 데이터센터에서 벗어나 자율주행/로보틱스/스마트팩토리 등 현실 세계의 기기들과 실시간으로 소통하는 분산 지능형 인프라를 선점하려는 전략이다.

이제 AI의 중심이 가상의 학습 단계를 넘어 로봇/자동차/공장 등 피지컬 AI로 이동하면서 데이터 처리를 지연 없이 즉시 처리할 수 있는 현장 근처의 고성능 연산 장치가 필수 요소로 부각되고 있다. 기존 기지국이 단순 신호 중계 역할을 넘어 엣지 컴퓨팅 기반의 AI 추론 기능을 수행하며 실시간 응답 서비스를 제공한다. 결국 엔비디아는 전력/네트워크/기지국/데이터센터를 하나로 묶는 플랫폼 경쟁력을 강화하고 있다고 볼 수 있겠다.

이런 가운데 일부 투자자들은 엔비디아가 데이터 센터에 이어 기지국 시장에까지 진입함에 따라 엔비디아에 밀려 기존 통신장비업체들의 입지가 줄어들지 않겠냐고 우려한다. 핵심 부품과 플랫폼 장악력을 기반으로 DU 중심의 시장 잠식에 나설 것이란 의견이다. 하지만 결과는 국내 통신장비 업체에 호재로 부각될 가능성이 높아 보인다. M/S 하락보다는 시장 확대 영향을 훨씬 크게 받을 것이기 때문이다.

아직까지도 주식 시장에서는 왜 5G/6G 투자를 해야 하는지에 대한 냉소적인 시각이 적지 않다. 그런데 AI 기지국이 그 해답이 되어 줄 것이다. 결국 통신사들이 5G/6G 투자를 통해 AI 기지국 구축을 완성하고 피지컬 AI를 통해 신성장을 도모할 것이며 각국 규제 기관 역시 피지컬 AI 성공을 위해 5G/6G 투자를 독려할 가능성이 높기 때문이다.

현재 국내 중소아웃소싱 업체들의 대부분은 RU 부품, 프론트홀, 인빌딩 쪽에 포진해 있다. 삼성전자와는 달리 사실상 직접적으로 엔비디아와 부딪힐 일이 없이 없으며 AI 기지국 시장의 확대는 시장 확장의 기회를 제공할 가능성이 높은 상황이다. 엔비디아가 AI 기지국 비즈니스에 본격적으로 뛰어들면서 피지컬 AI가 5G SA 도입을 촉진하는 계기가 될 가능성이 높아지고 있어 귀추가 주목된다.

도표 9. 엔비디아가 AI 기지국 시장에 진출함에 따른 통신 시장 영향 분석

1	AI 기지국 구축 위한 5G/6G 투자 본격화
2	규제 기관의 피지컬 AI 사업 육성 정책 심화
3	GPU/CPU/NPU 업체간 공급 경쟁 심화

5) 데이터센터 다음은 AI RAN이다

글로벌 IT 업체들의
다음 먹거리는
AI 기지국이 될 것,
AI 기지국 시장 팽창에
유의할 시점

최근 AI 성공을 위한 기지국 구축이 전세계적인 이슈로 부상 중이다. 데이터 센터 과잉 투자에 대한 논란이 있는 가운데 엔비디아 등 글로벌 IT 들이 차세대 먹거리로 AI 기지국을 밀기 시작했기 때문이다. AI 성공을 위해 꼭 기지국의 변화가 필요하다는 입장이다.

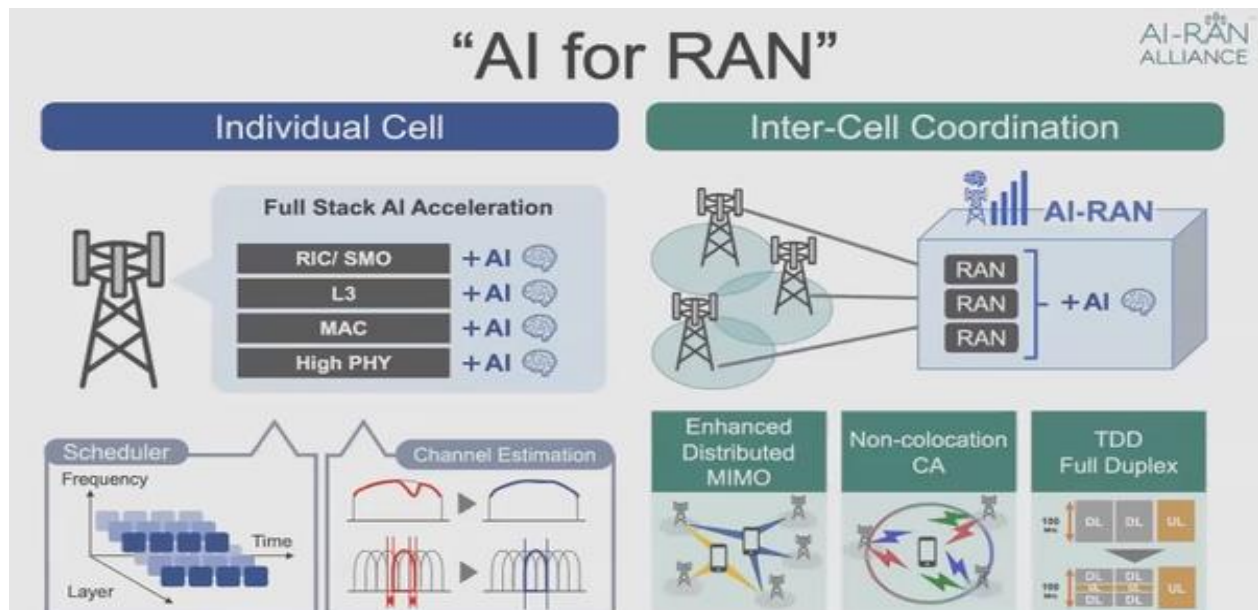
AI RAN은 기지국(RAN)을 AI 연산 노드로 고도화해 통신 품질을 유지하면서도 AI 서비스를 가까운 곳에서 처리하는 차세대 기지국 기술을 말한다. 기지국 안테나(RU)와 신호처리 장비(DU)에서 GPU 등 연산 자원을 활용해 지연 현상을 줄이고 통신/AI 기능을 함께 운영한다는 것이 핵심이다. 따라서 AI RAN에서는 데이터를 빠르게 주고 받는 성능이 중요하며, GPU/CPU/NPU 등을 활용해 통신 기능과 AI 서비스를 동시에 처리하는 장점을 가진다. 이에 따라 AI 성공을 위한 AI RAN 도입 방안이 검토되고 있다.

그런데 글로벌 IT 뿐만 아니라 국내외 통신사 입장에서도 AI 기지국 도입은 이점이 많다. 초기 투자 비용이 많지만 AI 기지국 도입 본격화를 통해 규제 완화와 더불어 매출 성장과 요금 업셀링을 시도할 수 있기 때문이다. AI 기지국은 5G/6G의 투자 목적이 되고 있으며 서서히 AI 활성화를 위해 도입/확산될 가능성이 높아지는 상황이다.

각국 규제 기관들의 정책 방향 역시 별반 다르지 않다. AI의 성공을 위해 기존 클라우드에서 엣지 컴퓨팅으로 전환하고 DU 신호 처리를 고도화하며 RU의 효율성을 높여 단말기(스마트폰/자동차/로봇/드론/UAM/공작기계)와 단말기간 데이터 처리 속도를 크게 향상시키는 작업에 돌입할 전망이다. 그래야 피지컬 AI 부문에서 성과가 나오고 AI 강국으로 도약할 수 있기 때문이다.

국내에서도 비슷한 움직임이 나타나고 있다. 2026년 7월 국내에선 사업자 선정을 통해 피지컬 AI 상용화를 위한 인프라 구축에 본격 나섰다. 5G SA와 AI RAN 기반 네트워크 상용화 기반을 마련하고자 추진되며 AI 3대 강국 도약을 위한 AI 고속도로 구축 국정 과제의 일환이다. 각 로봇마다 고가의 GPU를 탑재하는 대신 네트워크에서 AI 연산을 지원하면서 기지국 하나로 수백 대의 단말을 동시에 지원할 수 있는 형태라 관심이 높다. 규제 기관 움직임을 감안할 때 2027년도엔 당초 예상대로 국내에서도 AI RAN 활성화를 위한 5G SA 구축에 나설 전망이다. 미국/중국과 대응하려면 이미 생태계 조성이 늦어진 상황이기 때문이다. AI RAN 활성화를 위한 2027년 국내 5G SA 구축 가능성에 관심을 높일 필요가 있겠다.

도표 10. AI 기지국 개념도



자료: 엔비디아, 하나증권

2. 공급할 업체가 크게 줄어들고 있다

1) LTE/5G를 거치면서 업체수가 크게 줄었다

3G/LTE/5G를 거치면서 국내외
업체수 감소했지만,
선도업체 매출쏠림현상 발생

미국 경매가 확정됐음에도 불구하고 일부 투자자들은 여전히 2027년 이후 국내 무선장비 업체의 실적 전망에 대해 회의적으로 보고 있다. 경매 수주 수혜를 국내 업체가 실제로 받을 수 있을지 불확실하다고 보는 탓이겠다. 그런데 3G/LTE/5G를 거치면서 국내외 업체수는 감소했지만 선도업체 매출은 역으로 증가하며 매출 쏠림현상이 발생한 점에 주목할 필요가 있겠다. KMW와 국내 경쟁업체가 좋은 사례이다. KMW는 통신 세대가 진화할 때마다 매출 고점을 경신한 반면, 경쟁업체는 LTE 당시 매출 최고치를 기록한 이후 5G 도입기에는 오히려 매출이 감소했다. 그 외 많은 동종업체가 세대 진화를 버티지 못하고 폐업하거나 업종변경을 했는데, 아무래도 무선통신장비 산업 특성상 세대 진화간 사이클이 길어서 통신사 CAPEX 확장기에 대규모 공급을 하지 않으면 향후 수년간은 매출처가 사실상 없기 때문이다. 그런데 통신 표준은 계속 진화할 뿐더러 통신사 요구사항에 대응하기 위해 인건비와 연구개발비는 계속 지출해야 한다. 따라서 기 확보된 현금이 없다면 세대 진화시 공급 자체가 어려워진다. 특히 통신사는 망 안정성 때문에 레퍼런스가 있는 장비사만 선택하니, 세대가 진화할 수록 후발업체는 고사하고 선도업체 매출 고점은 높아지는 것이 구조상 당연하다.

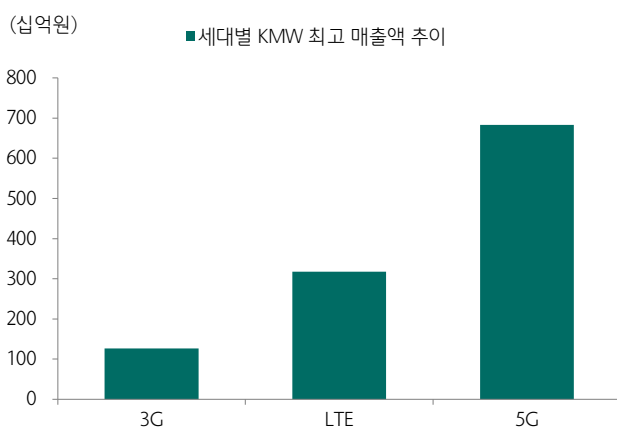
한편 국내 뿐만 아니라 해외에서도 3G/LTE/5G를 거치면서 업체수가 크게 감소했는데, 대체로 중국과의 가격 경쟁력에서 밀린 탓이다. 2000년대 초반만 하더라도 필터, 안테나, 인빌딩 등 무선장비/부품 시장은 앤드류(미국), 알렌(미국), 파워웨이브(미국), 필트로닉(영국), LCP 올곤(스웨덴), REMEC(미국), 캐트라인(독일), RFS(독일/프랑스) 등 서구권 업체가 주도했다. 앤드류는 기지국 안테나 M/S 1위, 필터 M/S 2위를 차지했으며, 알렌 역시 안테나 M/S 2위, 리피터 M/S 2위를 차지했고, 파워웨이브는 증폭기 부문에서 최대 점유율을 확보하고 있었다. 그 외 업체들도 부문별로 상당한 수준의 입지를 갖추는 등, 당시만 하더라도 중국 벤더사가 글로벌 무대에서 경쟁할 수 있는 여건이 갖춰지진 않았다.

그러다 3G를 거치며 화웨이, ZTE 등 중국 SI가 급성장하면서 자연스레 글로벌 무선장비/부품 M/S도 우한핑구, 콤바, 대북과기 등 중국 벤더사 위주로 빠르게 재편됐다. 중국 SI는 중국 정부의 보조금 및 내수 활성화 정책 덕분에 빠르게 글로벌 M/S를 확대해 나갔는데, 처음에는 중국의 3G 인프라 구축 시점에 맞춰 내수 시장에서 외산 장비를 교체하면서 매출을 늘렸다. 이후 동남아, 중남미 등 기존의 서구권 SI가 집중하지 않는 시장에서 수출 레퍼런스를 확보했다. 최종적으로는 넓은 내수 시장과 보조금을 통한 가격 경쟁력을 통해 선진국 통신사로 고객군 확대에 성공하게 됐고, 중국 SI의 시장 진출과 동일한 경로로 중국 벤더사들도 서구권 SI에 부품을 공급하게 된 것이다.

**중국 업체의 저가 입찰 경쟁
때문에 기존 서구 무선장비
아웃소싱 업체들은 사실상 전멸**

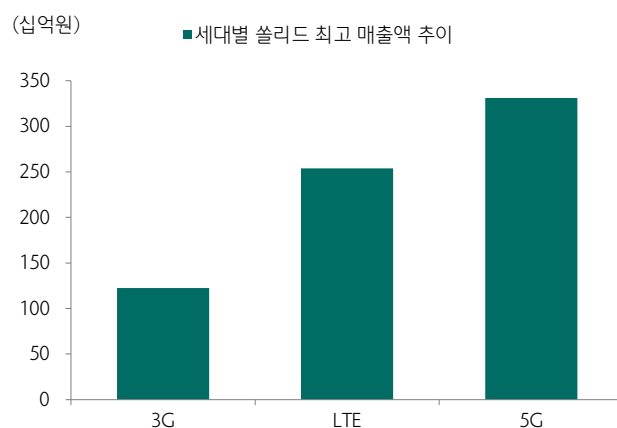
당연히 서구 벤더사들도 M&A를 통해 규모의 경제를 이뤄 중국의 가격 경쟁에 대응하려고 했다. 주로 미국의 앤드류와 파워웨이브 위주로 M&A가 전개됐는데, 2003년 앤드류와 앨런의 합병이 시작이었다. 이후 파워웨이브가 2004년 LGP 올콘을 인수했고, 2005년과 2006년에는 REMEC과 필트로닉의 사업부를 양수했지만, 인수 후 일시적인 외연 확대에도 불구하고 끝내 2013년 파산했다. 앤드류 역시 이후 콤스코프 사업부로 편입되고 최근에는 암페놀 산하로 소속이 바뀌는 등 부침을 면치 못하는 모습이다. 특히 주목할만한 점은 2000년대 초반 글로벌 기지국 M/S 35%를 기록할만큼 유력 업체였던 필트로닉이 2016년 OEM 기지국 필터 시장에서 철수하면서 “중국 업체의 공격적인 입찰 경쟁”을 사업 철수의 원인으로 기술한 바 있다. 그 외 캐트라인, RFS 등도 글로벌 SI에 흡수되는 등, 당시 주력 벤더사들은 모두 소멸했다. 결과적으로 현 시점에선 자국 SI 덕에 내수 M/S가 확보되는 한국과 일본 벤더사 및 유럽 역내 소규모 업체를 제외하곤 주요 레퍼런스가 있는 비중국 벤더사는 확인되지 않는 실정이다

도표 11. 세대별 KMW 최고 매출액 추이



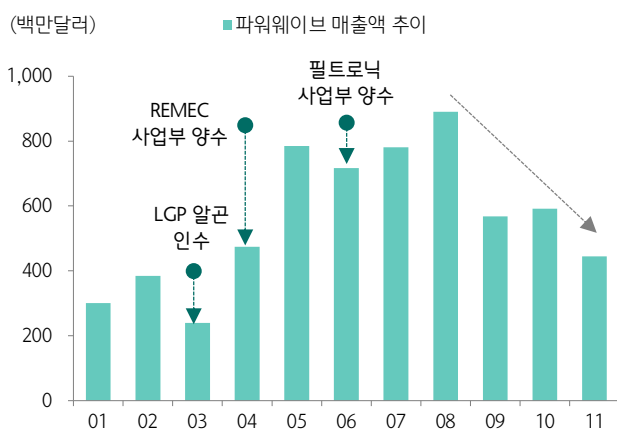
자료: 에프앤가이드, 하나증권

도표 12. 세대별 솔리드 최고 매출액 추이



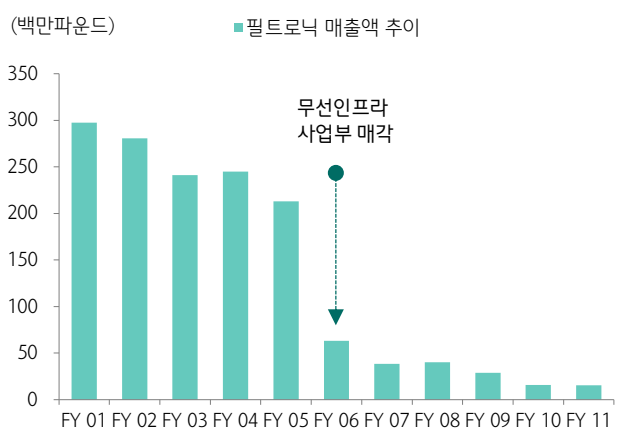
자료: 에프앤가이드, 하나증권

도표 13. 미국 파워웨이브 과거 매출액 추이



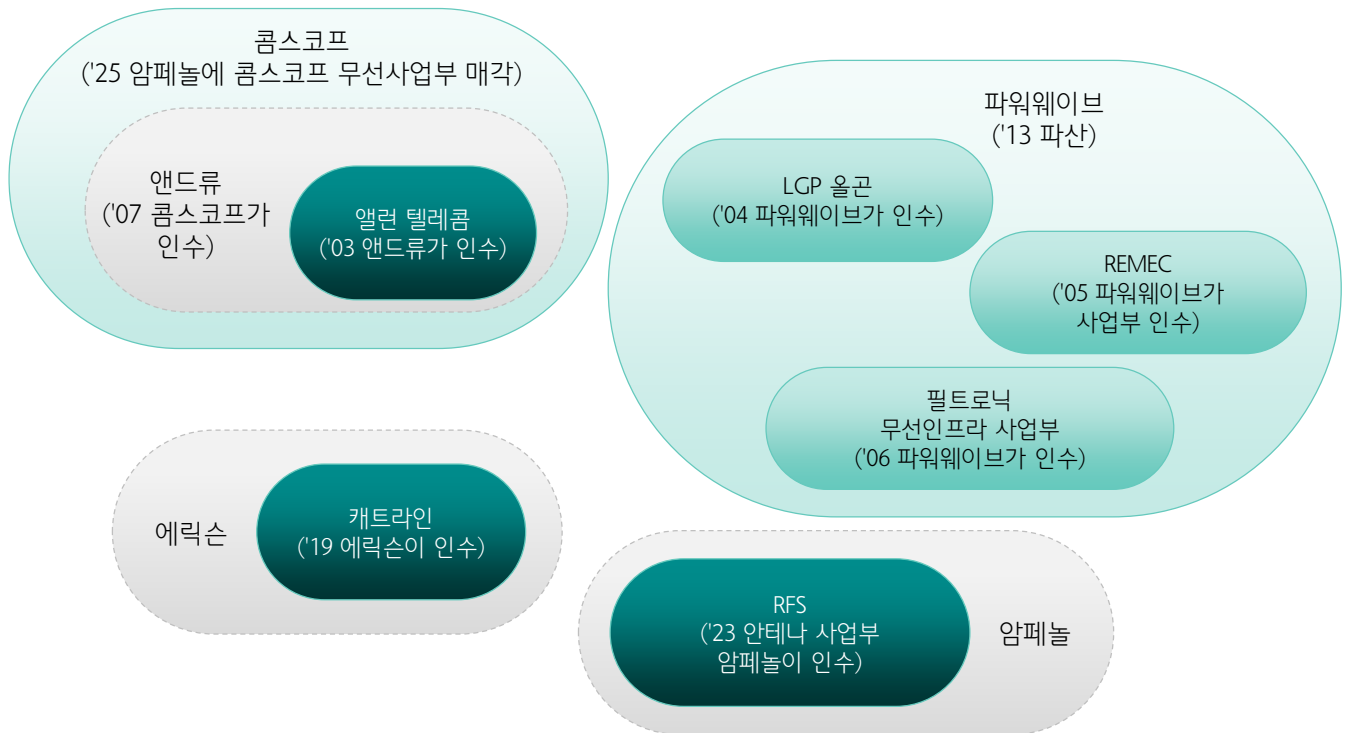
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 14. 영국 필트로닉 과거 매출액 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. 서구권 주요 무선장비/부품 아웃소싱 업체 M&A 재편 도식도



자료: 하나증권

2) 미국의 중국산 장비 제재가 심화되는 양상이다

미국의 중국산 통신장비 제재는
전방위적으로 강화 중,
향후 경매에서 장비 뿐만 아니라
부품도 중국산은 금지될 것

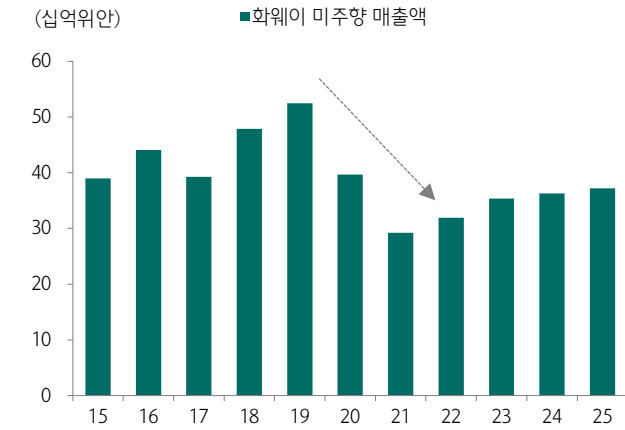
그런데 미국이 중국 통신장비 업체 제재를 전방위적으로 강화하고 있다. 3G/LTE/5G를 거치며 중국산 저가공세 때문에 대규모 공급 여력이 있는 비중국 벤더사가 사실상 전무한 실정 이어서, 중국이 배제된 향후 경매에선 대규모 쇼티지가 발생할 공산이 크다. 2019년 미국이 화웨이와 ZTE 통신장비 수입을 제재함에 따라 이후 경매에서 에릭슨 등 글로벌 SI의 북미향 매출이 크게 증가한 만큼, 이번 쇼티지로 비중국계 벤더사 매출 증가를 기대해볼만하다.

그런데 일부 투자자들이 미국의 중국 통신장비 제재는 2019년에 시작됐음에도 이후 CBRS와 로우 C 밴드 경매에선 국내 업체가 대규모 수주를 받지 못 한 점을 반례로 들며 국내 무선통신장비 업체의 수주 가능성을 의심하고 있다. 하지만 이는 국내업체를 제외한 비중국계 벤더가 수혜를 받은 것이 아니라, 에릭슨/노키아에 부품을 공급하는 중국계 벤더사가 건재했던 까닭이다. 중국 우한펑구의 경우 2007년에 이미 전체 매출의 20%가 노키아향이었 고, 이후 21~23년에는 매출 40%가 수출인만큼 글로벌 SI향으로 고객사 다변화가 진행됐을 것으로 추정된다. 실제로 중국 우한펑구와 대북과기의 21~23년 수출액이 증가하는 동안 일 본의 통신장비 업체인 DKK는 무선장비향 매출액이 오히려 감소한 바 있다. 즉, 당시 중국 규제가 SI가 아닌 부품단으로는 명시적으로 확산되지 않았던 탓이 크다고 볼 수 있다.

그런데 다가올 미국 경매에서는 21~23년 경매와 달리 중국산 부품도 배제될 가능성이 높 다. 화웨이와 ZTE를 금지한 이후 미국은 라우터, 통신실험장비에 이어 광모듈에 이르기까지 수입 금지 범위를 확장 중이다. 주된 원인은 다가올 피지컬 AI 패권 경쟁에서 기술 우위를 확보하고, 중국 공급망을 해체하며, 기술/데이터 유출을 방지하기 위함이다. 필터/안테나/증 폭기 등 통신 부품은 서버-단말로 이어지는 AI 트래픽의 주요 구성요소이니 해킹 우려도 있 으니 현 기조대로라면 중국산 부품은 사용되지 않을 공산이 크다.

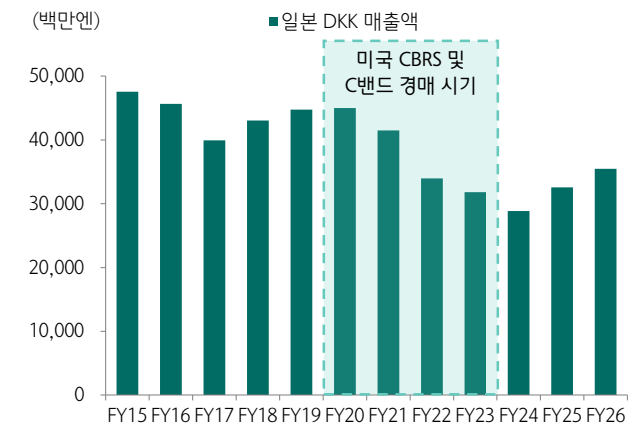
이렇게 본다면 미국의 중국산 통신장비 제재는 어느 한 정권에 국한된 이슈가 아니어서 트 럼프 2기 행정부가 끝나더라도 오히려 더 강화될 것으로 전망한다. 실제로 바이든 행정부 당시 진행된 20~22년 미국 주파수 경매 때도 미국의 기지국 수입 총액은 증가했지만 중국 산 기지국 수입액과 수입 비중은 오히려 감소한 것이 확인된다. 그럼에도 일부 투자자들은 20~22년 경매 기간 동안 중국산 부품이 우회 수입되면서 실제 중국산 장비 수입 통계가 과 소 집계된 것을 지적하며 이번에도 우회 수입을 통해 제재가 무력화되는 것 아닌 우려를 표방하기도 한다. 그렇지만 최근 텍사스 주 정부의 세계 최대 Wi-Fi 기기 업체 중국 TP-Link 제소건을 보면 중국의 우회 수단 역시 무력화될 것으로 본다. 비록 중국계 기업이지만 하나 글로벌 본사는 싱가포르에 소재하고 미국 법인 본사는 캘리포니아에 있음에도 불구하고 중국으로의 데이터 유출 혐의로 소송이 제기됐기 때문이다. 더욱이 작년 가을 중국의 광모 들 대표 업체 이오토링크와 이노라이트가 국방부 제재 리스트 1260H에 포함될 것이라고 알 려진 이래 여러 논란이 많았으나, 올해 최종적으로 이노라이트가 1260H에 포함이 되었고 이후에는 백악관 차원에서 국가 안보 강화 목적으로 중국산 광모듈/부품 수입을 원천 제한 하는 명령안을 마련했다. 즉, 미국의 중국 견제는 단순히 무선 장비를 넘어서 유무선 통신 장비 전반과 부품에 이르기까지 종횡으로 확산 중인 것은 명백하다.

도표 16. 중국 화웨이 미주향 매출액 추이



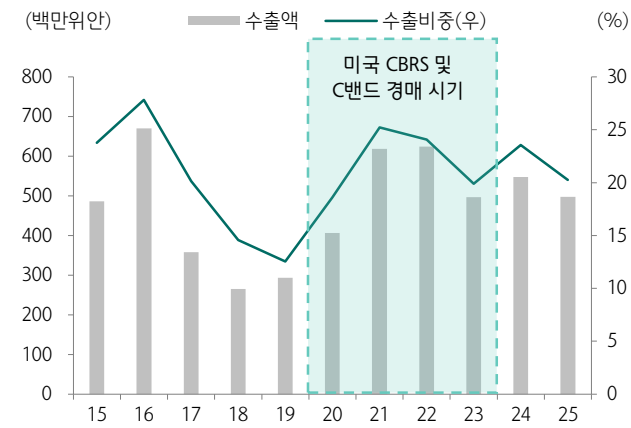
자료: 화웨이, 하나증권

도표 17. 일본 DKK 매출액 추이



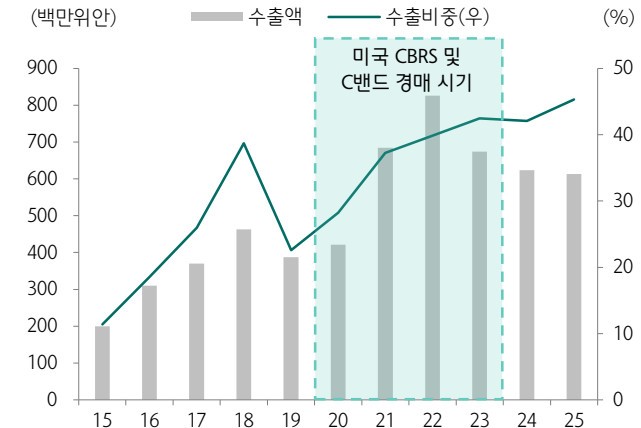
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 18. 중국 대북과기 수출액 및 수출비중 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 19. 중국 우한평구 수출액 및 수출비중 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

3) 글로벌 SI 감소, 오픈 랜 확장이 업체 수를 더 줄일 것이다

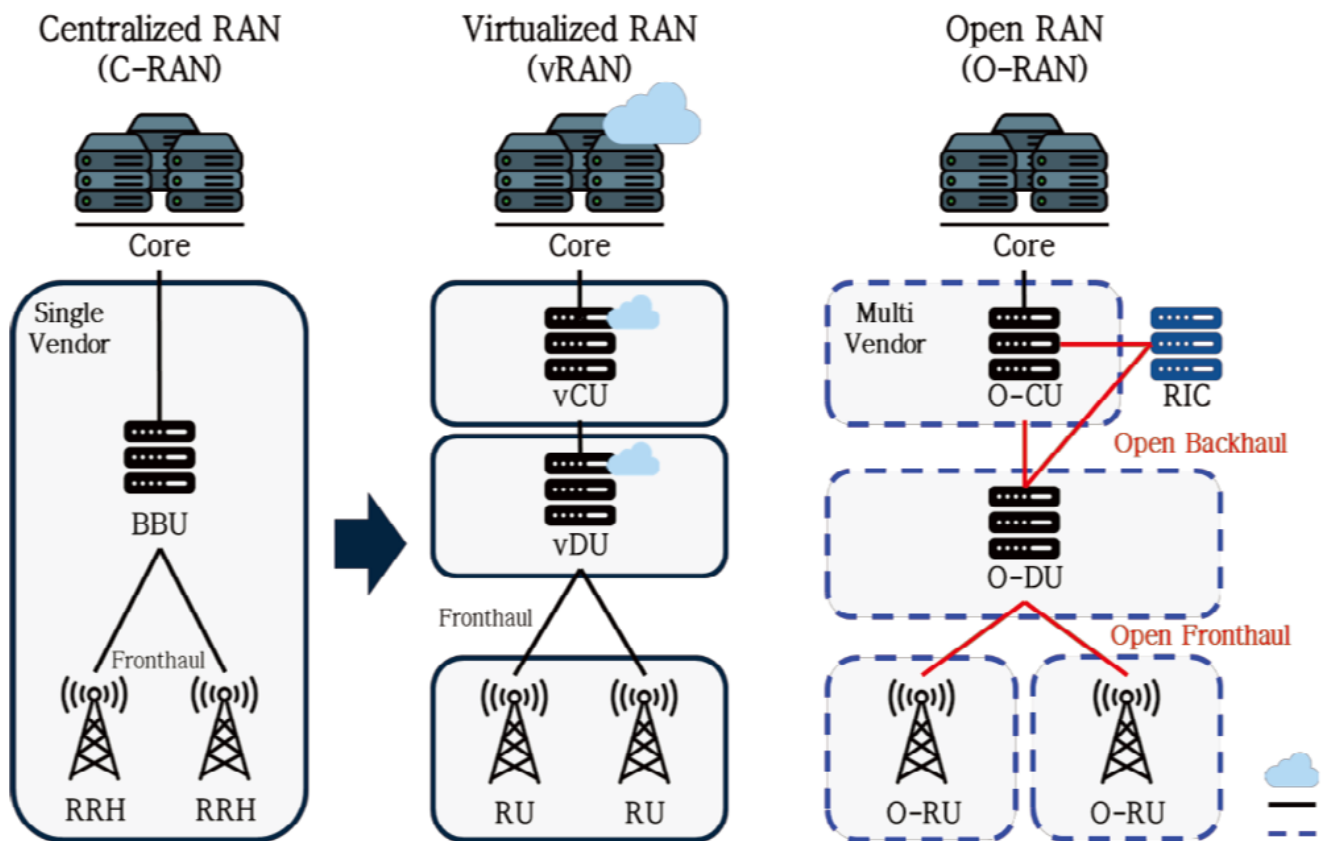
오픈랜이 보급되면 소형 SI와
아웃소싱 업체에게 기회요인으로
작용

최근 미국 시장을 중심으로 오픈랜 확대 기대감이 커지고 있다. 전세계 1/3을 차지하는 최대 시장이어서 미국의 오픈랜 시장 개화 양상은 타 국가에도 막대한 영향을 미칠 것이다. 표면적으로만 보면 오픈랜 도입은 통신장비 업체간 경쟁 활성화를 통한 장비 단가 인하, 최종적으로는 통신사 CAPEX 부담 완화를 유도하기 위함이다. 그런데 좀더 본질적으로는 화웨이, ZTE를 대상으로 한 미국의 철저한 견제가 계산에 깔려있다. 트럼프 1기에선 미국 시장 내 중국 장비 수입을 직접 제재하는 방향이었다면, 2기에선 글로벌 시장에서 화웨이가 차지하는 위상을 절대적으로 약화시키는 방침이라고 보면 되겠다. 미국의 제재가 있다지만 여전히 화웨이의 글로벌 M/S는 무시하지 못하는 수준이다. 오픈랜을 통해 세계 통신장비 시장을 개방형 체계로 변화시켜 SW/HW간 장비 매칭 이슈가 소멸되고 기존에 구축된 장비와의 연동 문제가 없어지면 가장 큰 타격을 볼 업체가 글로벌 지배력이 높은 화웨이 등 중국 SI이기 때문이다.

오픈랜의 보급은 글로벌 SI 재편을 더욱 가속화할 전망이다. 그간 통신기술의 표준화에도 불구하고 RAN SW/HW는 타사와 호환이 불가능했는데, 오픈랜이 도입되면 다양한 업체가 표준화된 HW를 공급 가능하다. 지역간 진입장벽에 이어 공급망 내부 진입장벽도 허물어지게 되는 것이다. 기술 표준화 당시와 마찬가지로 장비업체간 경쟁은 심화될텐데, 차이점이 있다면 이번엔 상위 SI에 M/S가 집중되는 것이 아니라 M/S 분산효과가 예상된다. 기술 표준화는 지역별 장벽을 허물었기 때문에 시장 장악을 통한 대형 SI 탄생이 가능했지만, 오픈랜을 통한 공급망 표준화는 대형 SI가 독점 중인 RU/DU/CU 장비를 소형 SI 장비로 대체하는 의도이기 때문이다. 결국 오픈랜을 통한 장비연동 이슈 소멸은 화웨이 뿐만 아니라 기존 대형 SI에겐 악재로 작용할 여지가 크다. 반대로 소형 SI와 아웃소싱 업체에겐 기회 요인으로 작용하겠다.

오픈랜이 보급되면 상위 벤더사 위주로 M/S 집중이 발생할 것으로 전망된다. 기존에는 각 SI 별로 장비 호환이 되지 않았기 때문에 SI의 수직 공급망마다 별도의 작은 벤더사들이 산개해 있었다면, 오픈랜을 통해 벤더사들이 여러 SI에 호환되는 부품을 공급할 수 있기 때문이다. 즉, 시장 저변이 넓어지는 셈이고, 과거 3G/LTE를 거치며 글로벌 SI M/S가 과점화된 것처럼 자금력과 생산력이 우수한 벤더사 위주로 M/S가 재편될 것으로 예상하는 것이 합리적이다. 글로벌 SI를 대상으로 한 유의미한 공급이력이 있는 업체는 사실상 국내 업체로 한정된다. 특히 오픈랜 보급시 M/S가 높은 대형 SI가 타격을 입고 소형 SI인 삼성전자와 후지프가 오픈랜의 직접적인 수혜 대상임을 감안시, 관련 레퍼런스가 확고한 KMW, 쉘리드, HFR의 글로벌 M/S 확대가 예상된다. 더욱이 오픈랜 표준화를 통해 SI 의존도와 사업 의사 결정 리스크가 대폭 완화되는 점도 긍정적이다. 미국 통신사를 필두로 5G SA/6G 부터 오픈랜 표준을 도입하고 있으니 다가올 어퍼 C밴드 경매부터는 M/S 확대에 따른 국내 무선통신장비주 실적 향상이 기대된다.

도표 20. 오픈랜 구조 비교



자료: Moniem-Tech, 하나증권

4) 상위 업체 위주로 재편이 가속화되고 있다

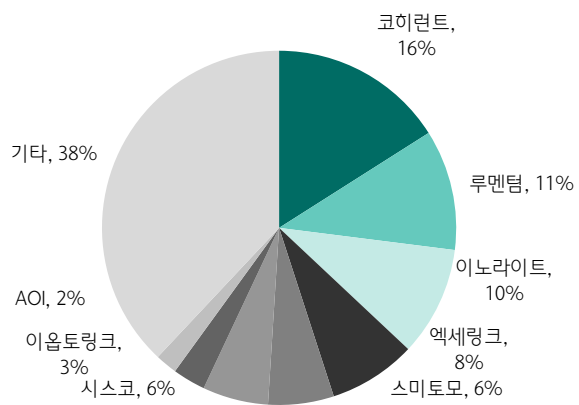
글로벌 SI간 M&A에 따른
시장 구도 재편은 국내 아웃소싱
업체에 호재로 작용

그런데 3G/LTE/5G를 거치면서 벤더사 뿐만 아니라 글로벌 SI 업체 수도 감소하고 있다. 통신장비 사이클 특성에 따른 장기 매출 부진은 SI에게도 상대적으로 동일하게 적용되기 때문이다. 그런 상황에서 중국산 저가 주주로 시장이 더욱 잠식되니 생존을 위해 동종 업계 및 유관 업계 간 M&A가 활성화된 것이다. 무선장비 업계 내부에선 알카텔과 루슨트의 합병으로 알카텔-루슨트가 탄생한데 이어 알카텔-루슨트가 노키아에 인수된 사례가 대표적이고, 무선-유선간 M&A 사례로는 무선장비 부품 1위 업체 앤드류가 2007년 콤스코프에 인수된 사례가 있겠다. 특히 글로벌 통신사 CAPEX 부진이 저점을 기록했던 2024년 당시에는 해외 언론사를 중심으로 삼성전자의 노키아 모바일 네트워크 사업부 인수 추진설도 보도되기도 했다. 노키아 측에서는 사실 무근이라고 밝히긴 했지만 그만큼 보릿고개를 넘는 것이 글로벌 SI에게도 쉽지 않단 반증이겠다.

그런데 글로벌 SI 간의 M&A에 따른 시장 구도 재편은 국내 벤더사에 큰 호재가 될 만하다. 결국 SI간 M&A 추진 목적을 원론적으로 살펴보면 비수기를 버틸 현금이 없기 때문이다. 중국 제재로 유의미한 글로벌 SI가 에릭슨, 노키아, 삼성전자, 후지쯔, NEC로 좁혀진 상황에서 보릿고개를 견딜 가능성이 가장 높은 SI를 꼽으라면 삼성전자이다. 타 SI와 달리 반도체와 무선/가전 사업부 덕분에 전사 체력이 우수해서 네트워크 사업부의 비수기 손실을 충분히 감내할 수 있고, 그렇다고 사업 철수를 하기엔 주파수 세대 진화 시점마다 돌아오는 대규모 장비 수주는 무시할 수 없는 규모이기 때문이다. 그렇다면 삼성전자 입장에서 가만히 버티면서 경쟁 SI가 고사하길 기다리면 수년내 자연스레 M/S 상승을 노릴 수 있는 그림이다. 비록 낭설이었지만 괜히 외신에서 노키아 인수 후보로 삼성전자가 거론된 것은 아닌 이유이다. 즉, 향후 삼성전자에 장비/부품을 공급하는 국내 벤더사들의 매출이 증가하는 효과를 기대할 수 있다. 일부에선 벤더사들이 거래하는 SI 업체 수가 감소하면 벤더사 매출이 감소하지 않을까 우려하는데, 국내 벤더사의 경우 삼성전자 매출 의존도가 높고 비교적 최근에는 에릭슨, 노키아 등 타국 SI로의 신규 매출이 생겨나고 있단 점에서 글로벌 SI 숫자 감소와 벤더 대형화 현상은 이득이 될 가능성이 높다.

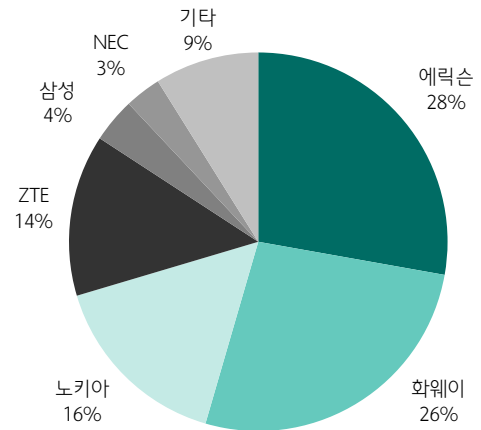
특히 최근 글로벌 각국의 5G SA/6G 정책 동향을 살펴보면 글로벌 SI와 벤더사 재편이 더욱 가속화 될 것으로 예상된다. 미국과 아시아에선 피지컬 AI 경쟁력 제고를 위해 신규 주파수 공급 논의가 활발한데 비해 상대적으로 EU에선 주파수 논의가 진척이 없기 때문이다. 자국내 신규 주파수가 공급이 되어야지 그에 맞는 장비가 개발되고 부품사까지 레퍼런스를 확보할 수 있는 선순환이 생기는 것은 당연한 수순이다. 중국의 3G 인프라 국산화 덕분에 급격히 성장했던 화웨이의 사례나, 모토로라, 루슨트 테크놀로지 등 자국 SI가 소멸한 여파로 기존의 쟁쟁했던 미국의 중소 아웃소싱 부품 업체들도 쇠퇴한 과거 미국의 사례를 비춰보면 그렇다. 글로벌 SI의 북미 매출 비중이 높으니 큰 지각변동은 없을거라 생각하기 쉽지만, 엔비디아가 최근 RAN 사업에 진출했으니 자국내 무선통신장비 산업이 빈약한 미국 입장에서 에릭슨/노키아보단 엔비디아에 힘을 실어주고 싶을 공산이 크다. 물론 엔비디아가 향후 경쟁매에서 바로 1위 사업자가 된다고 가정하기 보다는, 타 SI의 인수 혹은 제휴를 통한 공격적인 시장 진출, 그로 말미암은 자국 정책을 통해 신규 장비 보급이 용이한 SI와 그렇지 못한 SI로의 분화, 최종적으로는 업계간 M/S 변화 및 M&A 재추진을 예상할 수 있겠다. 그렇다면 최소한 정책 뒷받침이 되는 삼성과 국내 무선장비 벤더사에 호재가 되겠다.

도표 21. 글로벌 광통신장비 M/S 현황



주: 2023년 기준
자료: Yole, 하나증권

도표 22. 2024년 글로벌 무선 통신장비 시장 점유율



주: 4G 및 5G 코어 기준
자료: Omdia, 하나증권

3. 쇼티지 발생 시 상상 초월 Multiple 형성된다

미국과 더불어 한국/일본 시장
수요 확장 예상, 2027년 통신장
비 공급 부족 가능성 충분

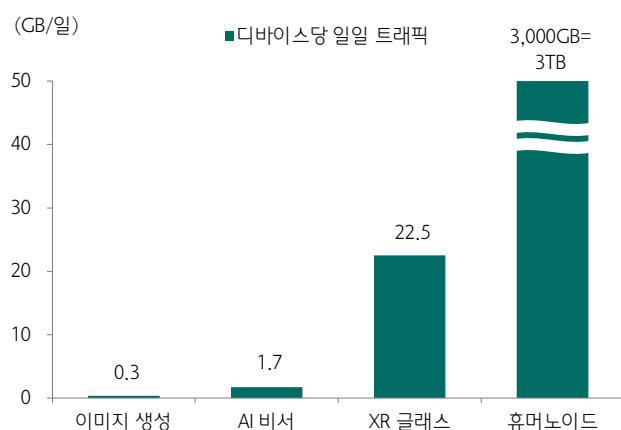
1) 미국 뿐만 아니라 한국/일본 시장 수요도 증가할 수 있다

최근 미국 통신장비 시장 확대 가능성에 대한 투자가들의 관심이 높다. 어퍼 C밴드 주파수 경매가 확정되고 AT&T의 장기 CAPEX 플랜이 발표된 것이 결정적이다. 버라이즌의 AWS 3 밴드 65MHz 주파수 낙찰 역시 올해 하반기 5G 투자 재개 기대감을 키우고 있다. 전세계 통신장비 시장의 25%를 차지할 정도로 규모가 큰 데다가 상대적으로 수익성이 높은 미국 통신 시장에서 본격 투자 재개 움직임이 나타나고 있어 국내 통신장비업체에 미칠 파장이 클 전망이다.

그런데 아직은 믿음이 크지 않지만 국내 및 일본 시장의 개화 가능성도 이제 염두에 두어야 할 것 같다. 피지컬 AI의 성패가 5G/6G 투자로 귀결될 가능성이 높아지고 있기 때문이다. 기지국이 AI를 지원하는 형태로 변화해야 한다는 지적인데 멀쩡한 기존 기지국에 신규 투자를 할 수는 없는 노릇이고 결국 신규 주파수에 5G/6G 서비스를 제공하는 방식으로 투자에 나설 공산이 커 보인다. 2000년대 초반 인터넷 혁명이 이후 20년간 글로벌 패권을 좌우 했듯이 2027~2030년 피지컬 AI 패권 경쟁이 2050년 전세계 산업 패권을 결정지을 수 있어 국내는 물론 일본/중국 등도 AI 패권 경쟁이 뛰어들 가능성이 높아 보인다.

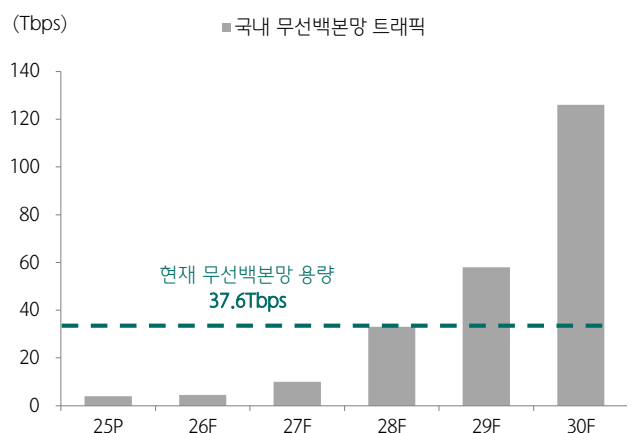
전세계 주요 국가들이 피지컬 AI 육성에 나선 가운데 국내에서도 얼마전 과기부가 Hyper AI 네트워크 전략을 발표했다. 무선통신망과 유선통신망을 피지컬 AI 수준에 맞게 고도화하는 것이 골자이다. 휴머노이드나 자율주행 차량은 여러 개의 센서와 분당 수십 MB 이상의 영상 데이터를 송수신한다. 휴머노이드가 하루에 3TB에 달하는 트래픽을 생성할 것으로 예상 되는데, 생성형 AI는 일 평균 트래픽이 0.3GB, 에이전트 AI는 1.7GB인 점을 감안하면 피지컬 AI로 발생하는 트래픽은 이전보다 수천 배 더 많다. 따라서 기존 망 용량으로는 감당이 되지 않는다. 해결책으로는 기존 무선 네트워크를 5G SA로 전면 전환하고 2028년 LA 올림픽과 연계하여 6G 시범 테스트를 거친 후 2030년까지는 6G 상용서비스를 제공하는 것이 제기되었다. 2029년까지 5G/6G용 신규 주파수를 공급함과 동시에 네트워크 R&D에 대한 세제 혜택도 확대될 전망이다.

도표 23. 디바이스당 생성되는 일일 트래픽 비교



자료: 과기부, 하나증권

도표 24. 국내 무선백본망 트래픽 전망



자료: 과기부, 하나증권

규제 기관 동향 및 여론 감안 시
2027년 국내 주파수 경매
가능성 높다고 판단

제반 상황을 감안하면 2027년엔 국내에서도 5G 주파수 경매가 예상된다. 2026년 8월 27일 국내 규제 기관과 통신 3사는 AI 시대 통신망 투자 촉진을 위한 민/관 협의체를 발족했다. 2019년 9조 6000억원에서 2025년 6조 200억원으로 국내 통신 3사 합산 CAPEX가 지속 감소하고 있는 상황에서 AI 기반 무선망(AI RAN), 6G 등 차세대 기술 도입 및 투자 방향을 논의하였다. 향후 실무 협의를 거쳐 2026년 내 차세대 통신망 투자 및 규제 개선 종합 대책을 수립/발표할 계획이다. 이날 회의에서는 2026년 12월을 목표로 추진 중인 5G SA 상용화 현황도 점검하였다. 더불어 기존 다운로드 속도 중심의 통신 품질 평가 방식을 업로드 속도, 전송 지연시간, 네트워크 슬라이싱 품질 등을 종합적으로 반영하는 체계로 개편할 예정이다.

최근 국내 규제 기관이 5G SA 상용화 및 AI 기지국 확산에 열을 올리는 이유는 결국 전 세계 국가간 피지컬 AI 도입 경쟁에 근거한다고 볼 수 있겠다. 특히 국내의 경우 AI 3대 강국이라는 정책적 목표를 갖고 있는데 아직은 큰 성과가 없는 상태다. 따라서 초조해질 수 밖에 없다.

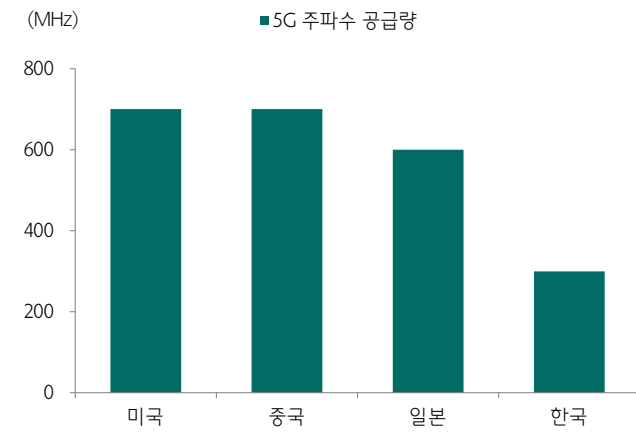
이미 미국은 AI 에이전트 부문에서 압도적인 수준 차이를 나타내고 있으며 중국도 최근 로봇 부문에서 괄목할만한 성과를 나타내고 있다. 결국 국내의 경우 네트워크 경쟁 우위를 내세울 수 밖에 없는데 이 역시 최근 동향만 보면 걱정이 앞선다. 5G를 도입한 2019년에는 누가 봐도 한국이 절대적인 통신 강국이었지만 이제는 미국/중국에 밀리는 형국이기 때문이다. 초고주파수 사용 여부, 5G 주파수 사용량, 5G SA 적용 여부 등을 감안하면 그렇다.

어퍼 C밴드를 사용하게 되면 미국의 5G 주파수 사용량은 총 700MHz를 넘어가게 되어 현재 300MHz를 5G 용도로 사용하는 한국보다 2배 이상 많아진다. 더불어 3.5GHz 사용에 그치고 있는 한국과 달리 미국은 3.7GHz는 물론 4GHz 대역까지 점령하게 된다. 통신 부문에서도 이제 미국이 한국에 앞서는 결과를 갖는 것이다. 결국 국내에서도 2027년도에는 5G 추가 주파수 경매가 예상된다. 2026년 말 관련 정책이 발표될 가능성이 높고 5G SA로의 진화와 더불어 AI 기지국 확산이 예상된다. 국내에서도 피지컬 AI 성공을 위해 2027년 5G 투자에 다시 나설 공산이 크다는 판단이다.

국내 주파수 경매는 국내 중소 통신장비 업체에게 큰 기회 요인이다. 국산화 비중, 중소기업 적합형 모델 등을 따지면 국내 통신 3사에 대다수 업체들이 납품할 공산이 크기 때문이다. 삼성전자의 내수 점유율이 높고 해외와는 달리 에릭슨, 노키아 컨소시엄이 국내 중소 장비 업체들과 제휴관계를 형성할 수 밖에 없다고 보면 더욱 그렇다.

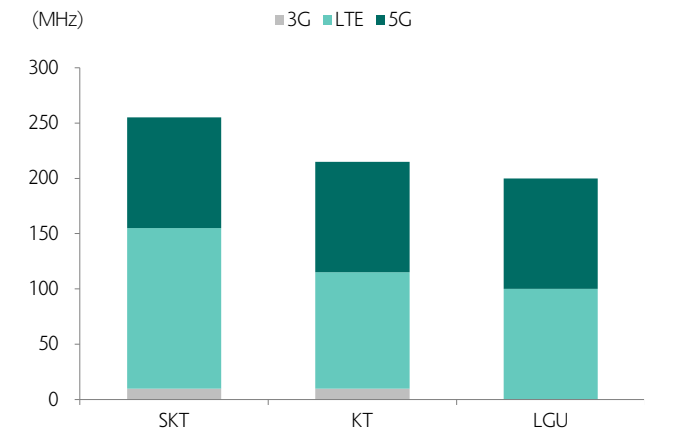
LTE와 5G를 거치면서 국내외 통신장비 업체수가 크게 감소한 상황에서 미국을 비롯해 국내/일본에서의 투자 수요 증가가 예상되는 상황이라 통신장비 업종 투자 전망은 밝다. 과거 LTE 도입 당시 TR, 5G 도입 당시 필터 부문과 같은 쇼티지 발생 가능성을 염두에 두어야 할 것 같다.

도표 25. 전세계 주요 국가 5G 주파수 공급량 비교



자료: 국회, 하나증권

도표 26. 국내 통신 3사 총 주파수 할당 폭



자료: 과기부, 하나증권

2) 공급 현황 감안 시 2027~2029년 쇼티지 발생 가능성 높다

수요 폭발하는데 공급할 업체는
부족, 2027년 이후 쇼티지
나타날 수 있다

파지컬 AI 패권 경쟁이 심화되면서 미국 뿐만 아니라 국내/일본의 AI 기지국으로의 전환, 5G/6G 신규 주파수 할당 및 CAPEX 집행 가능성이 높아지는 상황이다. 그런데 미국/한국/일본이 동시에 투자에 나선다면 2027년~2029년엔 통신장비 공급 부족 발생 가능성이 높아 보인다. 무선통신장비 업체들의 경우 글로벌 SI 업체간 M&A와 더불어 아웃소싱 장비 업체 수가 크게 줄어든 상황이기 때문이다. 유사 업종간 합병, 상위권 업체 위주로의 재편, 지역별 업체간 합병 등이 주된 요인이다. 7년에 한번 성수기가 다가오는데 자금력이 충분치 못한 기업의 경우 버티기 힘들어 회사를 매각하는 경우가 다반사이기 때문이다. 비수기에도 연구 인력을 유지해야 언제 있을지 모를 장비성능시험에 응할 수 있고 적기에 장비를 공급할 수 있는데 보릿고개를 버티지 못해 업체들이 지속적으로 감소하고 있다.

최근 20년간 글로벌 통신장비 시장은 구조적으로 공급 부족 상황을 초래할 수 있게 점차 변모하고 있다. 3G 도입 이후 업체 수 감소로 본격화 되었는데 LTE 도입 이후 더 심화되었고 5G 도입 이후엔 더욱 심각해지는 상황이다. 다만 2019~2022년 국내/미국/일본/중국의 5G 투자 열기가 높지 않았기 때문에 일부 지역에 한정하여 간헐적 쇼티지 발생에 그친 것으로 볼 수 있겠다. 일시적이긴 하나 2012년 NXP, 2019년 KMW 등의 업체가 대표적이다. 만약 5G 도입 초기 한국/미국/일본이 동시에 고주파수 투자에 나섰다라면 공급 부족 파장이 크게 나타났을 가능성이 높다.

기존 업체들이 버티기 힘든 반면 신규 업체들의 시장 진입이 쉽지 않다는 점도 문제다. 구조적으로 통신장비 업계는 새로운 업체 진입이 쉽지 않다는 특성을 갖는다. 보수적인 통신사들이 새로운 업체를 선정함에 따른 네트워크 운영상 위험이 따르고 기존에 깔려 있는 장비를 A/S해야 하는 부담이 크기 때문이다. 혹시라도 새롭게 선정된 장비 업체가 네트워크 문제를 발생시키거나 벤더에서 제외된 업체의 기존 장비가 문제를 일으킬 경우 난감할 수 있다는 것이다. 장비간 호환성이 떨어지고 타사 네트워크 특성을 이해하지 못하는 경우가 다반사이기 때문이다. 이러한 이유로 통신사들은 수십년 간 거래해온 업체를 대다수 유지하는 형태를 나타내고 있다.

이런 상황에서 미국/중국간 패권 경쟁은 공급 부족 가능성을 더욱 증폭시키고 있다. 미국/한국/일본을 주력 시장으로 갖고 있는 글로벌 SI 업체들이 더 이상 중국 부품을 사용하기 어려워지고 있기 때문이다. 가뜰이나 아웃소싱 부품/장비 업체 수 감소로 믿을만한 벤더를 찾기가 어려워진 상황에서 중국 부품 업체를 사용하지 못한다면 타 지역 벤더들의 쇼티지 현상은 더욱 심화될 수 밖에 없다는 판단이다.

도표 27. 무선통신장비 업체 수 급감이 지속된 이유

1	자금력 낮은 통신장비 업체들 비수기 개발비/인건비 감당 어려움
2	7년에 한번 꼴로 성수기 도래, 보릿고개 긴 편
3	후발업체 도태되긴 쉬운 반면 신규 업체 진입은 어려움

자료: 하나증권

도표 28. 미국/중국간 패권 경쟁이 통신장비 업계에 미칠 영향

1	중국산 통신 장비/부품 미국 시장 진출 사실상 불가
2	중국산 제외시 에릭슨/노키아 등 글로벌 SI 장비/부품 아웃소싱 업체 수 급감할 듯
3	국내 중소 아웃소싱 통신장비 업체 미국 M/S 상승 전망

자료: 하나증권

3) 과거 사례 감안하면 통신장비 업체 Multiple 높게 형성될 것

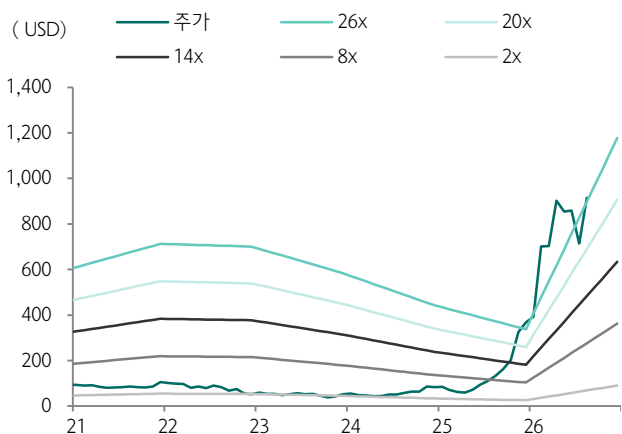
2027년 무선통신장비
공급 부족 가능성
높아지는 상황,
Multiple 상상 이상
될 수 있어

통신장비는 네러티브 성격이 강한 섹터이다. 장기 예상 실적을 주가에 선반영하는 속도가 대단히 빠르며 기대감이 높을 때는 상상력을 기반으로 낙관적인 실적 추정치를 주가에 반영하지만 기대감이 낮을 때는 비관적인 실적 추정치를 주가에 반영한다. 이러한 이유로 Multiple이 크게 변동하는 특성이 있다. 적자가 우려되는 상황에선 PBR 1배 이하로 내림가기도 하는 반면 실적 기대감이 팽창할 시기엔 높은 PBR을 기록하기도 한다. 특히 물건이 없어서 못 판다는 쇼티지 상황이 발생하면 그 동안 보지 못했던 상상 외 Multiple을 기록하기도 하는데 과거 LTE 보급 당시 미국 NXP, 5G 도입 당시 국내 에이스테크, 데이터센터 열풍이 불었던 2026년 상반기 미국의 루멘텀이 대표적인 사례이다.

그런데 최근 국내 통신장비 업체들의 Multiple이 크게 낮아졌다. 코스닥 급락 및 수급 악화로 주가가 급락한 솔리드/LIG아큐버가 대표적이다. 이제 PBR로 보면 1배 수준에 불과하다. 2025년보다는 높지만 최근 20년간 가장 낮은 수준인데 PBR이 낮아진 이유는 1) 국내 통신장비 업체들의 흑자 달성에 따른 자본 총계의 증가, 2) 5G SA/6G 투자에 대한 시장의 불신, 3) 단기 주가 급락 때문이었다. 2026년 상반기 국내 통신장비주 급등으로 예년 수준의 Multiple로 회귀하는 모습을 보였으나 6~7월 급락하며 다시 과도한 저평가 양상이 나타나고 있다.

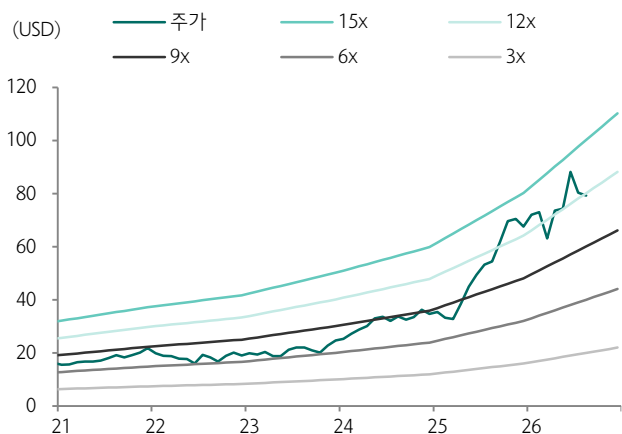
앞서 언급한 것처럼 세계 최대 통신장비 시장인 미국은 이미 규제 기관의 주파수 로드맵 및 투자 플랜이 잡혀 있는 상황이며 통신사들의 장기 CAPEX 전망이 상향 조정되고 있다. 더불어 스페이스X라는 공룡도 신규 사업자 진출 가능성이 높아지고 있다. 아직은 관심이 없는 국내 및 일본 시장도 피지컬 AI 경쟁 구조로 진입하고 있음을 감안 시 2027년 5G SA 도입 가능성이 높아졌다. 그럼에도 불구하고 국내 통신장비 업체 Multiple이 낮은 상황이라는 점은 사실상 투자가 입장에서 큰 기회 요인이라고 볼 수 있겠다. 장기 실적 향상 기대감이 팽창한다면 상상외로 높은 Multiple이 형성될 수 있기 때문이다. 국내 아웃소싱 무선 통신장비의 경우엔 2027년 공급 업체가 급감하는 가운데 수요가 증가하는 양상이 나타날 가능성이 높은 상황이다. 과거 공급 부족 상황에서 국내외 통신장비주 Multiple이 어떻게 형성되었는지 상기해 볼 필요가 있는 시점이다.

도표 29. 미국 루멘텀 PBR 밴드 추이



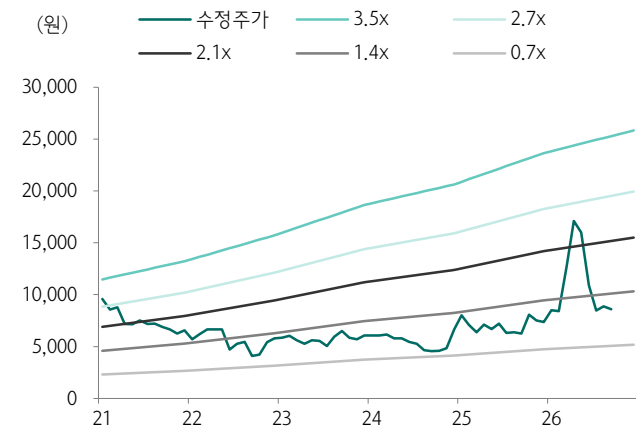
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 30. 미국 암페놀 PBR 밴드 추이



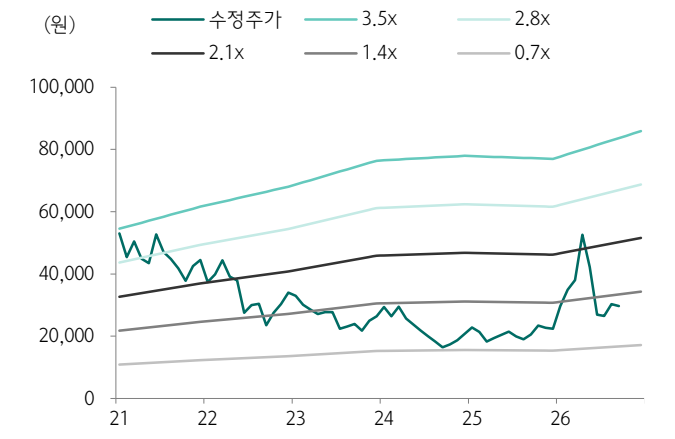
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 31. 솔리드 PBR 추이 및 전망



자료: 에프앤가이드, 하나증권

도표 32. LIG아큐버 PBR 추이 및 전망



자료: 에프앤가이드, 하나증권

4) 이론적 최대 이익으로 시가총액이 형성될 가능성 높아

향후 3년 내 연간 영업이익
KMW 3,000억원/RFHIC 1,500
억원에 달한다면 두 종목 모두
시총 10조원 도전 가능성 충분

6~7월 단기 주가가 하락한 상황이지만 8월 이후 다시 주가 급등이 나타나면서 올해 봄에 이어 최근 다시 국내 통신장비 업체들의 밸류에이션 논란이 벌어지는 상황이다. 아직 적자 구도인 기업들도 많은데 PBR 기준으로 보면 벌써 역사적 평균에 달하고 있기 때문이다. 그런데 2027년 통신장비 업황이 본격적인 회복기에 접어들 것이란 점을 감안하면 2027년도엔 국내 통신장비주들이 역사적으로 가장 높은 Multiple을 기록할 가능성이 높아 보인다. 2028~2029년 중 이론적으로 가장 높은 영업이익이 발생할 것으로 예상되는 시점을 기준으로 2027년 시가총액이 형성될 가능성이 높기 때문이다. 과거 주가 선반영 정도를 감안하면 그렇다.

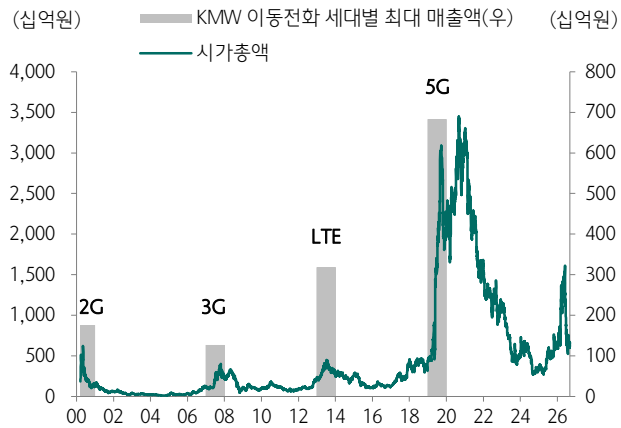
2028~2029년 이익 고점을 기준으로 KMW와 RFHIC의 시가총액을 추정해보면 현 주가는 너무 낮은 수준이라고 판단한다. 2028~2029년 KMW의 이론적 매출액 최고치가 2019년 연결 매출액을 초과할 수 있다는 점과 2028~2029년 RFHIC의 연결 영업이익이 1,500억원에 달할 수 있다는 점에서 판단하면 그렇다.

2019년과 2020년 KMW 시가총액은 최대 4.5조원까지 상승한 바 있는데 당시 매출액은 6,800억원이었으며 영업이익은 1,400억원 수준이었다. 그런데 이번 사이클에선 이론적으로 최대 연간 매출액 1조원/영업이익 3,000억원에 달하는 실적 달성이 기대되는 상황이다. 미국과 국내/일본 시장이 동시에 개화된다고 보면 그렇다. PER이 30~40배, PSR 10배 수준에서 형성될 것임을 감안하면 시가 총액 10조원 달성도 가능하다는 계산이 나온다.

RFHIC의 경우에도 마찬가지다. 이미 2026년 추정 영업이익이 500억원을 초과 달성할 것으로 예상되는 상황인데다가 통신 부문이 본격적으로 실적에 잡히기 시작하면 2028~2029년 연간 연결 영업이익은 1,500억원을 넘어갈 것이다. 그런데 GAN TR 쇼티지 발생 가능성이 높고 과점화된 부품 분야라고 보면 PSR은 25배, PER은 충분히 70배에 달할 수 있어 보인다. 마찬가지로 이론적인 RFHIC 시가총액 목표치는 10조원에 달할 수 있다.

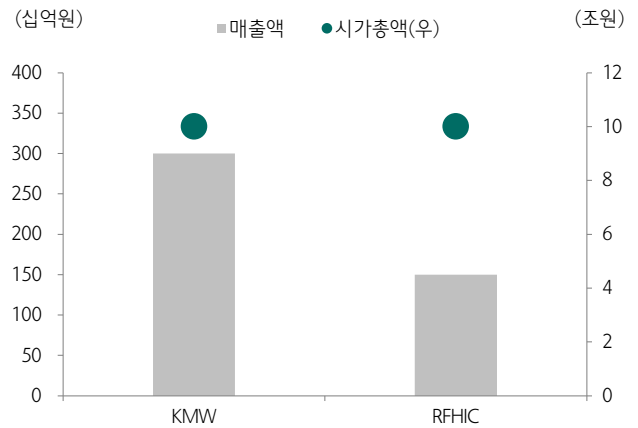
2025년 이후 미국에서 광통신 붐이 일어나면서 루멘텀 등 광통신장비주 2026년추정 PSROI 30~40배, PER이 수백 배를 기록한 바 있다. 가장 큰 원인은 수요는 폭발하는데 중국 장비/부품 규제로 공급업체수가 크게 줄어들면서 쇼티지 발생 우려가 생겨났기 때문이었다. 그런데 동일한 현상이 무선 분야에서 2027년 발생할 가능성이 높은 상황이다. 미국/국내/일본 시장이 2027~2029년 동시에 열린다고 보면 그렇다. 역사적 최고 수준의 Multiple 형성이 정당화될 시점이라는 점에 주목할 필요가 있겠다. 현재 RFHIC/KMW의 시가총액이 각각 1.3조원, 7천억원에 불과한 상황이다. 장기적으로 보면 KMW/RFHIC를 비롯한 국내 무선통신장비주들의 주가 상승 폭이 크게 나타날 수 있음에 유의할 필요가 있겠다.

도표 33. 이동전화 세대 진화 당시 KMW 최대 매출액/시가총액



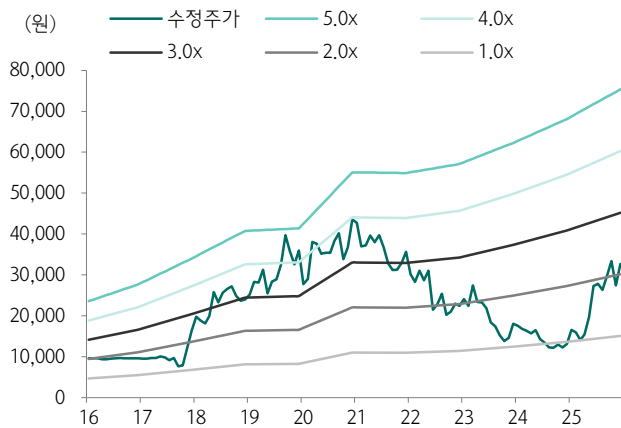
자료: 에프앤가이드, 하나증권

도표 34. 5G SA KMW/RFHIC 최대 영업이익/시가총액 전망



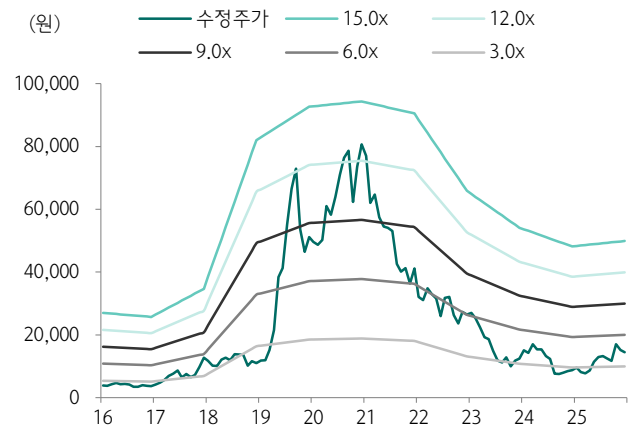
자료: 에프앤가이드, 하나증권

도표 35. RFHIC 역사적 PBR 밴드 추이



자료: 에프앤가이드, 하나증권

도표 36. KMW 역사적 PBR 밴드 추이



자료: 에프앤가이드, 하나증권

기업분석

RFHIC(218410)	30
KMW(032500)	33
솔리드(050890)	36
LIG아큐버(073490)	39
오이솔루션(138080)	42
에치에프알(230240)	45
Nokia(NOKIA FH)	48
Ericsson(ERICB SS)	51

2026년 9월 16일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 150,000원
현재주가(9.15) 49,350원

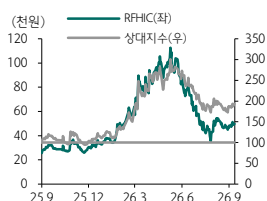
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	812.41
52주 최고/최저(원)	112,500/25,950
시가총액(십억원)	1,306.1
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	26,575.4
60일 평균 거래량(천주)	352.6
60일 평균 거래대금(십억원)	18.0
외국인지분율(%)	22.32
주요주주 지분율(%)	
조덕수 외 20 인	33.48
삼성자산운용	5.87

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	264.2	351.4
영업이익(십억원)	55.2	79.8
순이익(십억원)	58.5	73.5
EPS(원)	2,014	2,583
BPS(원)	14,618	16,426

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	114.9	185.8	260.0	318.0
영업이익	1.5	30.9	54.2	75.3
세전이익	25.0	37.8	64.3	83.0
순이익	25.7	28.7	40.4	54.4
EPS	969	1,082	1,521	2,047
증감율	48.62	11.66	40.57	34.58
PER	13.52	30.18	32.61	24.23
PBR	1.05	2.40	3.29	2.97
EV/EBITDA	24.94	21.13	19.68	14.27
ROE	8.60	8.84	11.00	13.02
BPS	12,453	13,625	15,070	16,719
DPS	100	400	400	400



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

RFHIC (218410)

쇼티지 발생 유력, 높은 Multiple 형성될 것

투자의견 매수/12개월 목표가 15만원 유지, 장/단기 적극 매수 추천

RFHIC 12개월 목표주가를 150,000원으로 유지한다. 주가 상승을 일으킬만한 이벤트가 여전히 다수 상존하는 가운데 실적 흐름 역시 유사하게 전개되고 있기 때문이다. 단기 매수도 유망하다고 평가하지만 연말까지 길게 본 장기 투자는 특히 매력적이라는 판단이다. 추천 사유는 1) 2026년도에 이어 2027년에도 연결 자회사인 RF머트리얼즈의 실적 호전이 지속될 전망이고, 2) 주주 동향을 감안할 때 당분간 방산 부문 수출 호조가 지속될 것이며, 3) 미국에 이어 한국에서도 2027년 주파수 경매가 이루어질 가능성이 높아졌고, 4) 향후 이익 모멘텀, 2027년 TR 공급 부족 가능성을 감안하면 현재 Multiple 부담 없는 수준으로 평가되기 때문이다.

2027년엔 광통신에 이어 무선 부문에서 큰 수혜 볼 전망

RFHIC는 2026년 상반기 방산 부문 수출 호조와 연결 자회사인 RF머트리얼즈 덕택에 우수한 실적을 기록하였다. 하반기엔 더욱 향상된 실적이 전망된다. 구체적으로 루멘텀과 레이시온 향 매출 증가 때문이다. 하지만 진정한 이익 모멘텀은 2027년도에 출현할 것으로 보인다. 2026년보다 한 단계 레벨업된 실적 달성이 예상되는데 통신부문에서의 성과 본격 도출이 기대되기 때문이다. 최근 미국에 이어 국내에서도 신규 주파수 공급 및 5G SA 구축 가능성이 높아지는 상황이다. 전세계적인 피지컬 AI 성과 도출 경쟁 때문이다. 미국은 이미 2027년 4월 어퍼 C 밴드 주파수 경매를 확정하였고 국내에선 상대적으로 사용량이 적은 5G 주파수에 대한 중대 필요성이 이슈화되고 있다. 결국 AI-네트워크-로봇 경쟁력이 피지컬 AI 성적을 결정할 가능성이 높기 때문이다. 선진국을 중심으로 2027년도에는 신규 주파수 할당 및 투자가 본격화될 가능성이 높아 통신 부문 실적 호전을 바탕으로 RFHIC의 한 단계 업그레이드 된 실적 기록이 예상된다.

공급 사이드 감안 시 어닝 서프라이즈 전망, 높은 Multiple/주가 상승 지속될 것

2026년과 같이 2027년에도 RFHIC는 어닝 서프라이즈를 기록할 가능성이 높다. 시장 수요는 커지는 데 공급할 업체가 줄어드는 전형적인 쇼티지 상황이기 때문이다. 미국/국내 주파수 경매 가능성과 NXP 통신사업 철수 상황을 감안하면 그렇다. 과거 쇼티지 발생 시 국내외 통신장비 업체들의 Multiple은 상상 외로 높게 형성된 바 있다. 2027년 이익 성장과 함께 높은 RFHIC PBR/PER 형성이 예상된다. 현 주가 수준을 감안할 때 투자 매력도가 높다는 판단이다.

도표 1. RFHIC 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %, %p)

구 분	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
매출액	43.1	51.5	69.0	96.4	65.8	72.5	81.3	98.4
영업이익	7.7	11.2	15.3	20.0	14.3	16.9	19.9	24.2
(영업이익률)	18.0	21.7	22.2	20.7	21.7	23.3	24.5	24.6
세전이익	10.8	14.7	17.0	21.8	15.9	18.7	21.9	26.5
순이익	6.7	8.8	10.6	14.3	10.8	12.0	14.3	17.3
(순이익률)	15.6	17.1	15.4	14.8	16.4	16.6	17.6	17.6

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: RFHIC, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	114.9	185.8	260.0	318.0	348.1
매출원가	79.2	121.6	154.4	189.3	207.2
매출총이익	35.7	64.2	105.6	128.7	140.9
판매비	34.1	33.4	51.3	53.4	48.6
영업이익	1.5	30.9	54.2	75.3	92.3
금융손익	7.2	6.8	7.5	2.7	2.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	2.0	5.0	5.3
기타영업외손익	16.3	0.2	0.6	0.0	0.0
세전이익	25.0	37.8	64.3	83.0	100.5
법인세	5.3	2.3	11.3	14.1	17.1
계속사업이익	19.7	35.5	52.9	68.9	83.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	19.7	35.5	52.9	68.9	83.4
비배주주지분 순이익	(6.0)	6.8	12.5	14.5	14.0
지배주주순이익	25.7	28.7	40.4	54.4	69.4
지배주주지분포괄이익	26.9	27.8	39.6	50.5	61.2
NOPAT	1.2	29.0	44.7	62.5	76.6
EBITDA	9.9	39.1	62.9	83.2	99.5
성장성(%)					
매출액증가율	3.14	61.71	39.94	22.31	9.47
NOPAT증가율	71.43	2,316.67	54.14	39.82	22.56
EBITDA증가율	25.32	294.95	60.87	32.27	19.59
영업이익증가율	400.00	1,960.00	75.40	38.93	22.58
(지배주주)순이익증가율	47.70	11.67	40.77	34.65	27.57
EPS증가율	48.62	11.66	40.57	34.58	27.60
수익성(%)					
매출총이익률	31.07	34.55	40.62	40.47	40.48
EBITDA이익률	8.62	21.04	24.19	26.16	28.58
영업이익률	1.31	16.63	20.85	23.68	26.52
계속사업이익률	17.15	19.11	20.35	21.67	23.96

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	969	1,082	1,521	2,047	2,612
BPS	12,453	13,625	15,070	16,719	18,934
CFPS	660	1,615	2,474	3,139	3,671
EBITDAPS	372	1,476	2,368	3,132	3,743
SPS	4,337	7,013	9,788	11,966	13,099
DPS	100	400	400	400	400
주가지표(배)					
PER	13.52	30.18	32.61	24.23	18.99
PBR	1.05	2.40	3.29	2.97	2.62
PCFR	19.85	20.22	20.05	15.80	13.51
EV/EBITDA	24.94	21.13	19.68	14.27	11.35
PSR	3.02	4.66	5.07	4.15	3.79
재무비율(%)					
ROE	8.60	8.84	11.00	13.02	14.80
ROA	5.17	5.57	6.88	8.25	9.50
ROIC	0.78	17.14	24.21	32.38	40.49
부채비율	34.92	37.77	29.94	27.15	25.43
순부채비율	(41.95)	(24.24)	(30.42)	(39.04)	(46.25)
이자보상배율(배)	0.31	14.62	58.09	115.39	140.57

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	317.9	301.9	375.6	444.2	533.5
금융자산	211.2	161.7	179.4	243.9	316.8
현금성자산	110.8	109.9	39.1	103.6	176.5
매출채권	20.5	43.4	60.7	62.0	67.1
재고자산	75.0	88.7	124.3	126.9	137.2
기타유동자산	11.2	8.1	11.2	11.4	12.4
비유동자산	165.1	244.3	253.2	245.3	238.1
투자자산	19.2	102.5	112.4	112.4	112.4
금융자산	19.2	102.5	112.4	112.4	112.4
유형자산	114.9	113.5	112.7	105.7	99.3
무형자산	6.9	6.7	6.0	5.1	4.4
기타비유동자산	24.1	21.6	22.1	22.1	22.0
자산총계	482.9	546.2	628.9	689.5	771.6
유동부채	95.0	76.0	91.4	93.0	99.5
금융부채	39.9	15.1	11.3	11.4	11.5
매입채무	6.5	8.4	11.7	11.9	12.9
기타유동부채	48.6	52.5	68.4	69.7	75.1
비유동부채	29.9	73.8	53.5	54.2	56.9
금융부채	21.2	50.4	20.8	20.8	20.8
기타비유동부채	8.7	23.4	32.7	33.4	36.1
부채총계	125.0	149.7	144.9	147.2	156.4
지배주주지분	309.0	339.2	395.8	439.6	498.5
자본금	13.4	13.4	13.4	13.4	13.4
자본잉여금	184.6	141.7	150.3	150.3	150.3
자본조정	(17.8)	(20.1)	(2.8)	(2.8)	(2.8)
기타포괄이익누계액	1.6	0.8	1.2	1.2	1.2
이익잉여금	127.2	203.3	233.6	277.4	336.3
비지배주주지분	49.0	57.3	88.2	102.7	116.7
자본총계	358.0	396.5	484.0	542.3	615.2
순금융부채	(150.2)	(96.1)	(147.2)	(211.7)	(284.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	32.4	29.5	74.6	76.0	87.4
당기순이익	19.7	35.5	52.9	68.9	83.4
조정	4.0	12.8	7.9	7.9	7.2
감가상각비	8.3	8.2	8.7	7.9	7.2
외환거래손익	(0.4)	0.4	(0.5)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(3.9)	4.2	(0.3)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	8.7	(18.8)	13.8	(0.8)	(3.2)
투자활동 현금흐름	59.5	(37.9)	(102.8)	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	6.9	(83.3)	(9.9)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(22.0)	(4.3)	(5.0)	0.0	0.0
기타	74.6	49.7	(87.9)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(62.9)	7.8	1.9	(10.5)	(10.4)
금융부채증가(감소)	(42.6)	4.5	(33.4)	0.0	0.2
자본증가(감소)	1.8	(42.9)	8.6	0.0	0.0
기타재무활동	(19.5)	48.7	36.8	0.1	0.0
배당지급	(2.6)	(2.5)	(10.1)	(10.6)	(10.6)
현금의 증감	29.9	(0.9)	(72.3)	64.5	73.0
Unlevered CFO	17.5	42.8	65.7	83.4	97.6
Free Cash Flow	10.4	25.1	69.6	76.0	87.4

2026년 9월 16일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 70,000원
현재주가(9.15) 16,070원

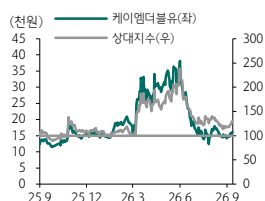
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	812.41
52주 최고/최저(원)	38,200/11,540
시가총액(십억원)	678.0
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	42,191.7
60일 평균 거래량(천주)	230.1
60일 평균 거래대금(십억원)	3.8
외국인지분율(%)	6.02
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 1인	30.43

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	103.7	270.3
영업이익(십억원)	(20.3)	57.8
순이익(십억원)	(25.3)	58.2
EPS(원)	(603)	1,378
BPS(원)	3,085	4,664

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	87.4	97.5	102.3	367.6
영업이익	(45.5)	(23.8)	(21.3)	100.5
세전이익	(37.4)	(30.4)	(29.4)	103.3
순이익	(38.6)	(27.0)	(29.6)	103.3
EPS	(969)	(672)	(705)	2,448
증감율	적지	적지	적지	흑전
PER	(9.06)	(21.43)	(22.85)	6.58
PBR	2.43	4.48	4.84	2.79
EV/EBITDA	(11.15)	(43.91)	(56.24)	5.87
ROE	(24.24)	(19.66)	(21.76)	53.81
BPS	3,607	3,211	3,326	5,774
DPS	0	0	0	0



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee01211@hanafn.com

KMW (032500)

2027년에는 새로운 역사 쓸 가능성이 높다

매수 투자 의견/12개월 목표가 70,000원 유지, 장/단기 모두 투자 유망한 상황

KMW에 대한 매수 투자 의견 및 12개월 목표주가 70,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) 미국/국내 주파수 경매 전망 및 글로벌 장비 공급 상황을 감안할 때 2027년도에는 시스템/필터 등 기지국 장비 쇼티지 발생 가능성이 높는데 그 경우 KMW Multiple이 높게 형성될 가능성이 높고, 2) 2027년 4월 어퍼 C밴드 주파수 경매가 확정된 미국과 더불어 국내에서도 2027년도엔 3.7GHz 대역 주파수 경매 가능성이 높아지고 있어 드라마틱한 실적 개선이 예상되며, 3) 향후 달성 가능한 이론적 실적을 기준으로 보면 현 시가총액 너무 적다고 평가되기 때문이다. 2027년을 내다본 장기 전망은 말 할 것도 없고 6~7월 주가 급락으로 인해 단기 투자 매력도 역시 높아졌다는 판단이다.

2027년 급격한 실적 호전 예상, 경험상 주가는 더 가파르게 오를 수 있다

아직 KMW 실적 호전에 대한 기대감은 약하다. 수년간 적자 구도를 이어가고 있는 데다가 올해도 적자가 유력하기 때문이다. 하지만 2027년도엔 흑자 전환 가능성이 높으며 하반기로 갈수록 이익 규모가 커질 것임을 감안하면 연결 영업이익 흑자 규모 역시 2019년도에 버금갈 전망이다. 따라서 2027년 KMW 실적 호전 가능성에 관심을 높일 것을 권한다. 미국에 이어 국내에서도 2027년 3~4GHz 대역 신규 주파수 경매가 이루어질 가능성이 높음을 감안하면 KMW의 급격한 실적 호전이 예상되기 때문이다. 비싼 주파수 할당 비용을 감안할 때 미국 시장은 2027년 2분기부터 본격 매출 발생이 예상되며 국내의 경우엔 아직 구체적인 일정을 예측하기엔 이르지만 2027년 하반기엔 매출 발생 가능성이 높다. 미국의 경우엔 KMW의 벤더 선정 여부를 아직 확신할 수 없고 국내는 매출 시점이 불분명한 것 아니냐는 의견을 제시하기도 하는데 보수적으로 봐도 2027년 2분기 이후엔 괄목할만한 실적 호전이 예상된다. 버라이즌이 이미 2026년 6월 AWS 3 밴드 주파수 대역 65MHz를 확보한 데 이어 2027년 4월엔 4.0GHz 대역을 일부 할당 받을 가능성이 높고 삼성전자가 버라이즌 벤더로 선정될 것이 사실상 유력하기 때문이다. 여기에 중국 장비 규제 상황을 감안 시 삼성전자 내 KMW M/S도 높게 형성될 것이라 미국 주파수 경매가 이루어진다면 KMW의 수혜는 당연해 보인다. 국내 시장 역시 2027년엔 주파수 경매가 이루어질 가능성이 높다. 망 투자 촉진 협의체까지 구성된 상황이며 피지컬 AI 3대 강국 목표가 중요 추진 사항이기 때문이다.

미국에 이어 국내 시장도 개화 가능성, 신규 주파수 할당 최대 수혜주 될 것

2027년 글로벌 수요/공급 상황을 감안하면 2027년 KMW가 신규 주파수 할당의 최대 수혜주가 될 것으로 보인다. 강세 지역인 미국과 더불어 국내 시장이 개화할 것이기 때문이다. 9월 이후 보다 적극적인 행태로 매수에 임할 필요가 있겠다.

도표 1. KMW 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %, %p)

구 분	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
매출액	21.5	24.3	25.7	30.8	33.3	87.1	104.6	142.6
영업이익	(5.7)	(6.3)	(5.3)	(4.0)	(1.0)	22.5	31.5	47.5
(영업이익률)	(26.7)	(25.8)	(20.6)	(13.0)	(3.0)	25.8	30.1	33.3
세전이익	(5.1)	(14.8)	(5.6)	(3.9)	(0.4)	23.2	32.2	48.3
순이익	(5.1)	(14.9)	(5.6)	(3.9)	(0.4)	23.2	32.2	48.3
(순이익률)	(23.8)	(61.4)	(21.8)	(12.7)	(1.2)	26.6	30.8	33.9

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: KMW, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	87.4	97.5	102.3	367.6	552.2
매출원가	75.5	84.5	91.5	335.0	502.2
매출총이익	11.9	13.0	10.8	32.6	50.0
판매비	57.3	36.8	32.1	(67.9)	(139.7)
영업이익	(45.5)	(23.8)	(21.3)	100.5	189.7
금융손익	4.7	(10.5)	(9.7)	(0.5)	(0.5)
종속/관계기업손익	1.5	0.5	0.7	0.9	0.9
기타영업외손익	1.9	3.4	0.9	2.4	2.4
세전이익	(37.4)	(30.4)	(29.4)	103.3	192.5
법인세	1.2	(3.3)	0.1	0.0	0.0
계속사업이익	(38.6)	(27.0)	(29.6)	103.3	192.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(38.6)	(27.0)	(29.6)	103.3	192.5
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(38.6)	(27.0)	(29.6)	103.3	192.5
지배주주지분포괄이익	(31.2)	(27.4)	(22.7)	103.3	192.5
NOPAT	(46.9)	(21.2)	(21.4)	100.5	189.7
EBITDA	(33.6)	(14.3)	(12.5)	109.4	198.7
성장성(%)					
매출액증가율	(12.69)	11.56	4.92	259.34	50.22
NOPAT증가율	적지	적지	적지	흑전	88.76
EBITDA증가율	적지	적지	적지	흑전	81.63
영업이익증가율	적지	적지	적지	흑전	88.76
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	86.35
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	86.40
수익성(%)					
매출총이익률	13.62	13.33	10.56	8.87	9.05
EBITDA이익률	(38.44)	(14.67)	(12.22)	29.76	35.98
영업이익률	(52.06)	(24.41)	(20.82)	27.34	34.35
계속사업이익률	(44.16)	(27.69)	(28.93)	28.10	34.86

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(969)	(672)	(705)	2,448	4,563
BPS	3,607	3,211	3,326	5,774	10,337
CFPS	(914)	(230)	(171)	2,746	4,795
EBITDAPS	(843)	(355)	(298)	2,593	4,710
SPS	2,194	2,425	2,440	8,713	13,088
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(9.06)	(21.43)	(22.85)	6.58	3.53
PBR	2.43	4.48	4.84	2.79	1.56
PCR	(9.61)	(62.61)	(94.21)	5.87	3.36
EV/EBITDA	(11.15)	(43.91)	(56.24)	5.87	2.40
PSR	4.00	5.94	6.60	1.85	1.23
재무비율(%)					
ROE	(24.24)	(19.66)	(21.76)	53.81	56.64
ROA	(14.17)	(10.48)	(11.91)	26.17	28.77
ROIC	(29.72)	(13.20)	(12.86)	46.25	67.75
부채비율	87.29	87.99	77.56	121.73	82.94
순부채비율	17.30	28.04	35.64	(4.15)	(39.91)
이자보상배율(배)	(10.25)	(4.22)	(4.96)	19.29	30.19

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	111.1	94.7	88.2	336.0	573.0
금융자산	62.9	45.1	18.3	119.4	297.5
현금성자산	45.9	41.5	17.8	117.1	294.7
매출채권	20.8	22.7	34.1	51.1	65.0
재고자산	21.2	24.9	33.7	155.8	198.2
기타유동자산	6.2	2.0	2.1	9.7	12.3
비유동자산	157.9	152.4	161.0	204.2	224.8
투자자산	9.8	9.8	11.7	53.9	68.5
금융자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산	139.7	133.5	137.3	140.0	147.2
무형자산	6.7	7.5	10.1	8.6	7.3
기타비유동자산	1.7	1.6	1.9	1.7	1.8
자산총계	269.0	247.1	249.2	540.2	797.9
유동부채	117.1	110.1	104.3	286.2	349.4
금융부채	80.8	77.8	65.4	106.3	120.5
매입채무	20.2	22.1	26.6	123.1	156.6
기타유동부채	16.1	10.2	12.3	56.8	72.3
비유동부채	8.3	5.5	4.6	10.4	12.4
금융부채	6.9	4.2	3.0	3.0	3.0
기타비유동부채	1.4	1.3	1.6	7.4	9.4
부채총계	125.4	115.6	108.8	296.6	361.7
지배주주지분	143.7	131.4	140.3	243.6	436.1
자본금	19.9	20.5	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	132.0	146.6	177.6	177.6	177.6
자본조정	0.6	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
기타포괄이익누계액	29.1	29.3	36.2	36.2	36.2
이익잉여금	(38.0)	(61.7)	(91.3)	12.0	204.5
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	143.7	131.4	140.3	243.6	436.1
순금융부채	24.8	36.8	50.0	(10.1)	(174.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	(27.0)	(17.0)	(11.6)	32.8	174.0
당기순이익	(38.6)	(27.0)	(29.6)	103.3	192.5
조정	(5.9)	14.2	19.4	8.9	9.1
감가상각비	11.9	9.5	8.8	8.9	9.0
외환거래손익	(1.1)	1.3	0.2	0.0	0.0
지분법손익	(1.5)	(0.5)	(0.2)	0.0	0.0
기타	(15.2)	3.9	10.6	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	17.5	(4.2)	(1.4)	(79.4)	(27.6)
투자활동 현금흐름	(33.6)	11.4	(11.4)	(53.9)	(30.2)
투자자산감소(증가)	1.0	0.5	(1.8)	(42.2)	(14.6)
자본증가(감소)	(16.6)	(2.5)	(5.7)	(10.0)	(15.0)
기타	(18.0)	13.4	(3.9)	(1.7)	(0.6)
재무활동 현금흐름	33.0	1.2	10.8	40.9	14.2
금융부채증가(감소)	33.2	(5.7)	(13.7)	40.9	14.2
자본증가(감소)	0.0	15.2	31.6	0.0	0.0
기타재무활동	(0.2)	(8.3)	(7.1)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(31.3)	(4.4)	(40.5)	99.3	177.5
Unlevered CFO	(36.4)	(9.3)	(7.2)	115.9	202.3
Free Cash Flow	(43.7)	(22.9)	(17.2)	22.8	159.0

2026년 9월 16일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 30,000원
현재주가(9.15) 8,750원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	812.41
52주 최고/최저(원)	18,850/6,260
시가총액(십억원)	531.6
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	60,756.5
60일 평균 거래량(천주)	800.7
60일 평균 거래대금(십억원)	7.9
외국인지분율(%)	16.83
주요주주 지분율(%)	
정준 외 2인	10.55

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	335.7	379.8
영업이익(십억원)	35.7	45.4
순이익(십억원)	55.4	40.8
EPS(원)	913	673
BPS(원)	6,825	7,459

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	331.1	294.8	335.2	379.8
영업이익	35.1	33.3	36.1	45.4
세전이익	54.3	39.5	57.8	46.3
순이익	46.1	36.4	52.3	40.8
EPS	754	597	860	671
증감율	12.87	(20.82)	44.05	(21.98)
PER	8.81	12.35	10.02	12.85
PBR	1.25	1.25	1.28	1.17
EV/EBITDA	8.65	10.53	10.73	8.19
ROE	15.52	10.80	13.79	9.61
BPS	5,326	5,893	6,758	7,380
DPS	50	50	50	50



Analyst 김홍식 prol1@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

솔리드 (050890)

수급 정상화되면서 향후 1년간 주가 크게 오를 것

투자의견 매수/12개월 목표가 30,000원 유지, 가격 메리트 큰 상황

솔리드에 대한 투자의견 매수, 12개월 목표주가 30,000원을 유지한다. 특별한 사유 없이 6~7월 코스닥 폭락 영향으로 주가가 내려와 있는 현 시점을 공격적인 매수 시점으로 삼을 것을 권한다. 추천 사유는 1) 미국/유럽을 중심으로 안정적인 매출처를 확보하고 있어 투자 비수기임에도 불구하고 안정적 매출/이익 창출을 지속하고 있고, 2) 하반기 매출 쏠림 현상을 감안하면 올해도 연간 300억원 이상의 연결 영업이익 달성이 예상되며, 3) 2027년도에는 미국/국내에서 주파수 경매 이벤트 발생 가능성이 높음을 감안 시 한 단계 높아진 이익 달성이 전망되고, 4) 주파수 경매 이벤트를 앞둔 국내 대표 무선통신장비주라는 점을 감안하면 Multiple이 너무 낮은 수준에서 거래되고 있기 때문이다.

안정적 이익 창출 지속 중, 2027년도엔 한 단계 이익 레벨 업 예상

2021년 이후 솔리드는 연결영업이익 흑자 행진을 지속하고 있으며 최근 5년간 평균 연결영업이익이 300억원에 달한다. 2021~2024년은 미국 시장 호황 덕분이라고 해도 네트워크 투자 비수기인 2025~2026년은 예상을 상회하는 실적이라고 볼 수 있는데 근본적인 원인은 특정 지역에 치중되지 않은 고른 매출 구조, 다양한 제품 라인업에 기인한다고 볼 수 있겠다. 더불어 특정 글로벌 SI에 의존하지 않는 행태도 안정적 매출 창출에 큰 기여를 하고 있다. 그런데 미국/유럽 등 선진국 통신장비 시장에 연동하는 흐름을 솔리드가 나타내고 있다는 점을 감안하면 2027년도에는 한 단계 높아진 이익 달성이 예상된다. 미국/한국을 중심으로 신규 주파수 할당과 더불어 무선 투자 증가 가능성이 높기 때문이다. 개발비 증가 이슈가 없음을 감안하면 2027년 400억원대 연결 영업이익 달성 가능성이 높아 보인다.

국내 외 이벤트 다수, 저평가 매력 부각되면서 주가 크게 오를 것

솔리드 2026년 실적 기준 추정 PBR이 1.3배 수준으로 다시 내려왔다. 솔리드 실적 부진이나 통신장비 업황에 대한 우려가 아닌 코스닥 시장 수급 불안이 주된 원인이었다. 따라서 현 시점에서는 솔리드에 대한 적극 매수 관점으로 접근할 필요가 있겠다는 판단이다. 수급이 들어오면 주가 폭등 가능성이 높기 때문이다. 솔리드의 역사적 Multiple은 평균 PER 기준 30배, PBR 기준 3배 정도이다. 최근엔 PER 15배 수준에서 거래되고 있는데 통신장비 시장 규모 확산에 대한 투자자들의 신뢰가 낮기 때문이다. 하지만 현 시점에선 미국 주파수 경매는 사실상 2027년 4월로 확정되었고 국내 주파수 경매는 2026년 말 일정 발표와 더불어 2027년 봄 실제 이루어질 가능성이 높다는 점에 주목할 필요가 있겠다. 국내 외 대형 이벤트가 다수 존재함을 감안하면 주가 상승 폭이 클 수 있을 것이란 판단이다.

도표 1. 쉘리드 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %, %p)

구 분	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q25F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
매출액	63.7	70.1	82.3	119.0	76.0	81.7	96.1	126.0
영업이익	(2.1)	3.5	9.7	25.0	6.0	8.1	12.8	18.5
(영업이익률)	(3.3)	5.0	11.8	21.0	7.9	9.9	13.3	14.7
세전이익	24.1	(1.2)	9.7	25.2	6.1	8.2	13.1	18.9
순이익	22.3	(0.1)	8.7	21.4	5.4	7.2	11.5	16.6
(순이익률)	34.9	(0.2)	10.6	18.0	7.1	8.8	12.0	13.2

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: 쉘리드, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	331.1	294.8	335.2	379.8	443.6
매출원가	207.2	163.3	187.5	213.1	249.5
매출총이익	123.9	131.5	147.7	166.7	194.1
판매비	88.7	98.3	111.5	121.3	130.7
영업이익	35.1	33.3	36.1	45.4	63.4
금융손익	9.3	0.7	10.9	4.3	5.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(1.8)	(3.4)	(4.6)
기타영업외손익	9.8	5.6	12.6	0.0	0.0
세전이익	54.3	39.5	57.8	46.3	64.3
법인세	8.1	3.1	5.7	5.6	7.7
계속사업이익	46.2	36.4	52.2	40.8	56.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	46.2	36.4	52.2	40.8	56.6
비지배주주지분 순이익	0.1	0.0	(0.1)	0.0	0.0
지배주주순이익	46.1	36.4	52.3	40.8	56.6
지배주주지분포괄이익	54.6	37.8	57.5	43.3	60.2
NOPAT	29.9	30.7	32.6	40.0	55.8
EBITDA	44.1	41.3	46.3	55.3	72.0
성장성(%)					
매출액증가율	3.02	(10.96)	13.70	13.31	16.80
NOPAT증가율	(0.99)	2.68	6.19	22.70	39.50
EBITDA증가율	(4.96)	(6.35)	12.11	19.44	30.20
영업이익증가율	(3.31)	(5.13)	8.41	25.76	39.65
(지배주주)순이익증가율	12.71	(21.04)	43.68	(21.99)	38.73
EPS증가율	12.87	(20.82)	44.05	(21.98)	38.90
수익성(%)					
매출총이익률	37.42	44.61	44.06	43.89	43.76
EBITDA이익률	13.32	14.01	13.81	14.56	16.23
영업이익률	10.60	11.30	10.77	11.95	14.29
계속사업이익률	13.95	12.35	15.57	10.74	12.76

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	754	597	860	671	932
BPS	5,326	5,893	6,758	7,380	8,263
CFPS	947	573	815	862	1,116
EBITDAPS	720	676	762	911	1,184
SPS	5,412	4,833	5,517	6,251	7,301
DPS	50	50	50	50	50
주가지표(배)					
PER	8.81	12.35	10.02	12.85	9.25
PBR	1.25	1.25	1.28	1.17	1.04
PCR	7.01	12.86	10.58	10.00	7.72
EV/EBITDA	8.65	10.53	10.73	8.19	5.52
PSR	1.23	1.52	1.56	1.38	1.18
재무비율(%)					
ROE	15.52	10.80	13.79	9.61	12.05
ROA	9.67	7.05	8.93	6.22	8.01
ROIC	16.71	17.71	16.57	19.60	28.60
부채비율	53.89	51.89	56.12	52.46	48.43
순부채비율	(7.77)	(3.92)	(6.48)	(15.82)	(25.35)
이자보상배율(배)	7.29	7.49	12.79	34.92	48.77

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	240.0	251.8	311.8	364.0	433.6
금융자산	127.7	118.7	166.4	210.3	266.4
현금성자산	100.6	90.1	134.9	177.1	230.3
매출채권	60.6	72.3	76.2	80.7	88.1
재고자산	43.8	51.3	54.1	57.3	62.5
기타유동자산	7.9	9.5	15.1	15.7	16.6
비유동자산	256.8	284.9	321.8	312.3	304.5
투자자산	16.3	35.3	39.4	39.8	40.5
금융자산	14.0	33.0	36.9	37.2	37.7
유형자산	100.0	106.2	136.1	128.0	120.8
무형자산	36.3	35.6	42.5	40.7	39.3
기타비유동자산	104.2	107.8	103.8	103.8	103.9
자산총계	496.8	536.7	633.6	676.3	738.1
유동부채	146.3	150.5	170.4	173.6	178.8
금융부채	95.4	100.8	113.2	113.3	113.5
매입채무	15.0	26.6	28.1	29.7	32.4
기타유동부채	35.9	23.1	29.1	30.6	32.9
비유동부채	27.7	32.9	57.3	59.1	62.0
금융부채	7.2	4.0	26.9	26.9	26.9
기타비유동부채	20.5	28.9	30.4	32.2	35.1
부채총계	174.0	183.3	227.8	232.7	240.8
지배주주지분	322.2	352.7	405.3	443.1	496.7
자본금	30.6	30.6	30.6	30.6	30.6
자본잉여금	113.3	113.3	113.3	113.3	113.3
자본조정	(11.6)	(13.7)	(13.7)	(13.7)	(13.7)
기타포괄이익누계액	41.6	43.0	46.3	46.3	46.3
이익잉여금	148.3	179.6	228.8	266.6	320.2
비지배주주지분	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
자본총계	322.8	353.3	405.8	443.6	497.2
순금융부채	(25.1)	(13.9)	(26.3)	(70.2)	(126.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	56.9	22.8	63.1	50.1	64.3
당기순이익	46.2	36.4	52.2	40.8	56.6
조정	5.2	(8.0)	(5.1)	9.8	8.6
감가상각비	8.9	8.0	10.2	9.9	8.6
외환거래손익	(7.5)	0.4	(4.9)	0.0	0.0
지분법손익	0.6	0.1	0.1	0.0	0.0
기타	3.2	(16.5)	(10.5)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채변동	5.5	(5.6)	16.0	(0.5)	(0.9)
투자활동 현금흐름	(9.0)	(24.9)	(17.8)	(2.2)	(3.6)
투자자산감소(증가)	(6.0)	(13.8)	(4.0)	(0.4)	(0.7)
자본증가(감소)	(6.5)	(6.3)	(3.7)	0.0	0.0
기타	3.5	(4.8)	(10.1)	(1.8)	(2.9)
재무활동 현금흐름	(14.6)	(7.7)	4.8	(2.9)	(2.8)
금융부채증가(감소)	(3.8)	2.1	35.3	0.1	0.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.8)	(6.8)	(27.5)	0.0	0.0
배당지급	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
현금의 증감	36.9	(10.5)	48.5	42.3	53.2
Unlevered CFO	57.9	34.9	49.5	52.4	67.8
Free Cash Flow	50.3	16.3	59.4	50.1	64.3

2026년 9월 16일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 80,000원
현재주가(9.15) 29,600원

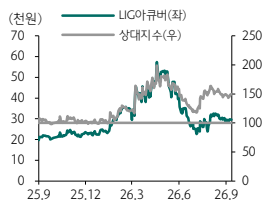
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	812.41
52주 최고/최저(원)	57,400/20,100
시가총액(십억원)	225.0
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	7,603.8
60일 평균 거래량(천주)	68.9
60일 평균 거래대금(십억원)	1.9
외국인지분율(%)	7.53
주요주주 지분율(%)	
엘이이지 외 4인	30.18

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	243.0	322.5
영업이익(십억원)	19.4	39.1
순이익(십억원)	16.1	31.1
EPS(원)	2,117	4,090
BPS(원)	24,205	28,117

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	189.7	186.1	245.6	311.7
영업이익	2.4	(1.1)	19.9	35.7
세전이익	5.9	(1.4)	22.0	37.9
순이익	2.5	(1.2)	17.6	32.2
EPS	333	(158)	2,311	4,237
증감율	(76.71)	적전	흑전	83.34
PER	62.16	(141.77)	12.79	6.97
PBR	0.93	1.02	1.20	1.03
EV/EBITDA	12.78	29.96	6.97	3.68
ROE	1.51	(0.71)	9.93	15.92
BPS	22,269	21,991	24,537	28,673
DPS	120	100	100	100



Analyst 김홍식 prol11@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee01211@hanafn.com

LIG아큐버 (073490)

재료 많은데 이 가격이라면 망설일 이유는 없다

매수 의견/12개월 목표가 80,000원 유지, 장기 및 단기 투자 유망 평가

LIG아큐버에 대한 투자의견 매수, 12개월 목표주가 80,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) 2분기 이후 뚜렷한 실적 호전 추세에 진입하는 양상이며, 2) 전세계적으로 고주파수 활용도가 높아지고 있어 2027년 실적 전망 밝고, 3) LGU+를 기반으로 국내 시험장비 매출액이 당초 예상보다 호조세를 나타내고 있으며, 4) 일본/북미를 중심으로 스몰셀 장비 매출 회복세가 뚜렷하고, 5) 실적 흐름이 양호하고 국내외 주파수 경매라는 대형 이벤트가 예정되어 있음에도 불구하고 낮은 Multiple을 형성하고 있기 때문이다.

주력 부문에서 최근 성과 양호, 장기 실적 향상 스토리도 좋은 편

LIG아큐버의 2027년 실적 전망은 밝다. 제품별로 봐도 좋고 지역별 매출 전망도 낙관적이기 때문이다. 5G SA로의 전환이 본격화되면서 고마진인 무선망 최적화 장비/빅데이터 솔루션 장비 등 시험장비 매출액이 미국/국내를 중심으로 매출 규모가 증가하는 양상이며 스몰셀은 일본과 북미 지역을 중심으로 증가하는 양상이다. 국내 매출도 2026년 말부터 정상화될 것임을 감안하면 2027년 스몰셀 매출 급증이 예상된다. 신규 매출 계상 중인 방산 매출도 꾸준한 증가 흐름이며 차량용 매출 역시 증가 흐름이 지속되고 있음을 감안하면 2027년도엔 연결 영업이익 기준 300억원대로 한 단계 높은 이익 달성이 예상된다. 장기 실적 기대감을 높일 스토리로 많다. 고주파수 사용 증가에 따른 스몰셀 확대도 긍정적이지만 미래 차량용 통신 기술인 V2X도 투자 유망하기 때문이다. LIG아큐버의 경우 커넥티드카에 직접 적용이 가능한 V2X 시험 장비와 더불어 모듈까지 갖추고 있어 5G SA/6G 상용화 및 피지컬 AI 본격 확산에 따른 수혜 폭이 클 것이란 판단이다.

수급 불안으로 주가 약세, 호재 주가 반영 미약해 높은 주가 상승 기대

LIG 아큐버 주가는 실적 호전에도 불구하고 크게 오르지 못했다. 2026년 2~4월 동안 크게 올랐으나 6~7월 코스닥 시장 급락과 더불어 60% 이상 급락하는 양상을 보였기 때문이었다. 어찌 보면 개별 회사 펀더멘탈보다는 국내 통신장비 업황 및 시장 영향을 크게 받은 셈인데 2026년 말 이후엔 국내 무선통신장비 업종 주가 상승과 더불어 LIG아큐버 실적 호전 기대감 확산이 예상되므로 여전히 낙폭이 큰 현 시점 매수에 임할 것을 권한다. 피지컬 AI 시대를 맞이한 V2X 상용화 기대감은 물론 국내 LGU+향 통합시험장비 대규모 수주 및 매출 개시, 북미 스몰셀 매출 개시 등에 대한 주가 반영도 미미한 상황이기 때문이다. 피지컬 AI 시대를 맞이하여 초고주파수 장비/차량 솔루션을 갖춘 업체임에도 불구하고 PBR 1.2배 수준에 머물고 있다는 점을 감안 시 2027년도엔 투자자들의 기대를 크게 상회하는 높은 주가 상승을 기대할 수 있을 것 같다.

도표 1. LG아큐버 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %, %p)

구 분	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
매출액	45.5	63.7	60.4	76.1	69.3	74.8	79.1	88.5
영업이익	(0.3)	5.6	5.5	9.0	7.6	8.4	9.0	10.7
(영업이익률)	(0.6)	8.9	9.1	11.8	11.0	11.2	11.4	12.1
세전이익	0.7	5.8	6.0	9.6	8.1	9.0	9.5	11.3
순이익	(0.3)	4.6	5.1	8.2	6.9	7.7	8.1	9.6
(순이익률)	(0.6)	7.2	8.4	10.7	9.9	10.2	10.2	10.9

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: LG아큐버, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	189.7	186.1	245.6	311.7	369.0
매출원가	143.8	142.2	180.8	230.4	272.8
매출총이익	45.9	43.9	64.8	81.3	96.2
판매비	43.5	45.0	44.9	45.6	47.4
영업이익	2.4	(1.1)	19.9	35.7	48.8
금융손익	2.6	(0.2)	1.9	1.9	1.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	(0.0)	0.3	0.3	0.3
세전이익	5.9	(1.4)	22.0	37.9	51.0
법인세	3.0	(0.2)	4.5	5.7	7.7
계속사업이익	2.9	(1.2)	17.6	32.2	43.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.9	(1.2)	17.6	32.2	43.4
비배주주지분 순이익	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	2.5	(1.2)	17.6	32.2	43.4
지배주주지분포괄이익	6.0	(1.0)	20.1	32.2	43.4
NOPAT	1.2	(1.0)	15.8	30.3	41.5
EBITDA	8.1	4.4	25.2	40.3	52.7
성장성(%)					
매출액증가율	38.06	(1.90)	31.97	26.91	18.38
NOPAT증가율	(85.71)	적전	흑전	91.77	36.96
EBITDA증가율	(45.64)	(45.68)	472.73	59.92	30.77
영업이익증가율	(76.70)	적전	흑전	79.40	36.69
(지배주주)순이익증가율	(76.85)	적전	흑전	82.95	34.78
EPS증가율	(76.71)	적전	흑전	83.34	34.55
수익성(%)					
매출총이익률	24.20	23.59	26.38	26.08	26.07
EBITDA이익률	4.27	2.36	10.26	12.93	14.28
영업이익률	1.27	(0.59)	8.10	11.45	13.22
계속사업이익률	1.53	(0.64)	7.17	10.33	11.76

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	333	(158)	2,311	4,237	5,701
BPS	22,269	21,991	24,537	28,673	34,274
CFPS	1,595	762	3,609	5,599	7,184
EBITDAPS	1,071	581	3,314	5,303	6,937
SPS	24,951	24,475	32,304	40,992	48,528
DPS	120	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	62.16	(141.77)	12.79	6.97	5.18
PBR	0.93	1.02	1.20	1.03	0.86
PCR	12.98	29.40	8.19	5.28	4.11
EV/EBITDA	12.78	29.96	6.97	3.68	2.16
PSR	0.83	0.92	0.91	0.72	0.61
재무비율(%)					
ROE	1.51	(0.71)	9.93	15.92	18.11
ROA	1.12	(0.52)	7.05	11.12	12.90
ROIC	1.93	(1.14)	18.80	36.42	50.20
부채비율	35.70	36.42	44.84	41.91	39.08
순부채비율	(33.12)	(22.72)	(26.92)	(35.55)	(43.03)
이자보상배율(배)	1.80	(1.39)	17.89	28.56	38.80

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	150.0	142.0	186.2	229.9	286.9
금융자산	80.9	60.4	85.7	113.1	148.0
현금성자산	69.1	56.2	85.6	113.0	147.9
매출채권	34.3	43.5	53.7	62.4	74.3
재고자산	29.1	30.1	37.2	43.2	51.5
기타유동자산	5.7	8.0	9.6	11.2	13.1
비유동자산	85.4	86.1	84.1	79.5	75.6
투자자산	3.8	5.1	5.6	5.7	5.7
금융자산	3.8	5.1	5.6	5.7	5.7
유형자산	47.9	46.6	44.5	41.7	39.3
무형자산	21.7	21.3	20.7	18.9	17.4
기타비유동자산	12.0	13.1	13.3	13.2	13.2
자산총계	235.4	228.1	270.2	309.4	362.5
유동부채	55.6	54.1	75.7	82.4	91.4
금융부채	22.8	20.9	34.0	34.2	34.4
매입채무	8.8	9.5	11.7	13.6	16.1
기타유동부채	24.0	23.7	30.0	34.6	40.9
비유동부채	6.3	6.8	7.9	9.0	10.4
금융부채	0.7	1.5	1.4	1.4	1.4
기타비유동부채	5.6	5.3	6.5	7.6	9.0
부채총계	61.9	60.9	83.7	91.4	101.8
지배주주지분	169.4	167.2	186.6	218.0	260.6
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)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	3.9	4.1	6.6	6.6	6.6
이익잉여금	109.7	107.6	124.4	155.8	198.4
비지배주주지분	4.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	173.5	167.2	186.6	218.0	260.6
순금융부채	(57.5)	(38.0)	(50.2)	(77.5)	(112.1)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	18.0	(8.5)	23.6	34.9	44.7
당기순이익	2.9	(1.2)	17.6	32.2	43.4
조정	5.8	3.7	6.3	4.6	3.9
감가상각비	5.7	5.5	5.3	4.6	3.9
외환거래손익	(0.8)	0.3	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.9	(2.1)	1.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	9.3	(11.0)	(0.3)	(1.9)	(2.6)
투자활동 현금흐름	(42.4)	3.5	2.0	(0.1)	(0.1)
투자자산감소(증가)	(1.0)	(1.3)	(0.5)	(0.0)	(0.1)
자본증가(감소)	(3.7)	(1.3)	(0.7)	0.0	0.0
기타	(37.7)	6.1	3.2	(0.1)	0.0
재무활동 현금흐름	0.7	(7.6)	12.0	(0.6)	(0.5)
금융부채증가(감소)	20.7	(1.2)	13.1	0.2	0.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(17.3)	(5.5)	(0.3)	0.0	0.1
배당지급	(2.7)	(0.9)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
현금의 증감	(19.9)	(12.9)	33.5	27.4	34.8
Unlevered CFO	12.1	5.8	27.4	42.6	54.6
Free Cash Flow	11.0	(9.8)	22.9	34.9	44.7

BUY (유지)

목표주가(12M) 60,000원
현재주가(9.15) 23,650원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	812.41
52주 최고/최저(원)	54,000/10,070
시가총액(십억원)	292.7
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	12,377.8
60일 평균 거래량(천주)	278.8
60일 평균 거래대금(십억원)	6.6
외국인지분율(%)	3.60
주요주주 지분율(%)	
박찬 외 4 인	22.23

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	77.8	119.6
영업이익(십억원)	0.8	16.9
순이익(십억원)	0.1	13.8
EPS(원)	4	1,115
BPS(원)	5,900	7,096

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	32.0	57.4	77.4	126.7
영업이익	(30.4)	(16.0)	2.1	21.2
세전이익	(32.0)	(27.2)	2.2	20.0
순이익	(33.1)	(27.0)	1.5	15.6
EPS	(3,118)	(2,504)	121	1,260
증감율	적지	적지	흑전	941.32
PER	(3.35)	(5.23)	190.50	18.29
PBR	1.34	2.11	3.22	2.74
EV/EBITDA	(5.55)	(16.10)	46.92	10.92
ROE	(35.71)	(39.08)	2.06	17.72
BPS	7,758	6,216	7,152	8,411
DPS	0	0	0	0



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

2026년 09월 16일 | 기업분석_기업분석(Report)

오이솔루션 (138080)

이미 쇼티지는 시작됐다

오이솔루션 투자의견 매수, 목표주가 60,000원 유지

오이솔루션에 대한 투자의견 매수, 목표주가 60,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) 미국에 이어 국내에서도 2027년 중 주파수 경매 추진 가능성이 높아졌고, 2) 글로벌 원자재 및 LD 칩/광모듈 수급 동향을 감안했을 때 국내 경매시점까지는 쇼티지 상황이 지속될 것으로 전망하며, 3) LD칩 내재화 덕분에 원가인상분의 가격 전이가 가능해서 경매 진행시 역대 최고 수준의 영업이익을 달성이 예상되고, 4) 과거 및 피어 대비 개선된 이익률 구조를 인정받아 멀티플 급등이 가능할 것이기 때문이다.

통신장비 업체 원자재 매입단가 상승, 쇼티지 징조는 이미 보이고 있다

오이솔루션을 둘러싼 무선향 광트랜시버 및 LD칩 쇼티지 징조는 이미 보이고 있다. 국내 통신장비업체들의 1~2분기 원자재 매입단가 상승과 그로 인한 마진을 감소 압박을 보면 그렇다. 대체로 통신장비 원가 비중은 칩과 광모듈이 가장 높은데, 데이터센터 증설에 따른 글로벌 반도체/광부품 쇼티지 여파가 통신장비에까지 미친 까닭이다. 통상적으로 오이솔루션은 기지국에 사용되는 2~3인치 소구경 InP 웨이퍼를 중국과 일본의 화합물 웨이퍼 전문업체로부터 매입하고 이후 에피택시를 거쳐 기지국용 LD칩을 생산한다. 현재 대구경 InP 웨이퍼 공급이 원활하지 않아서 소구경 웨이퍼까지 공급 부족에 시달리는 상황이며, 그 탓에 중국산 소구경 웨이퍼 가격이 작년말 대비 40~70% 이상 상승했다. 당연히 LD칩과 광트랜시버 단가도 후속적으로 오르며, 이 경우 루멘텀/코히런트 같이 수직계열화된 IDM일수록 가격 협상력이 우위에 있다. 즉, 국내 타 광트랜시버 업체들이 InP 웨이퍼 단가 상승과 LD칩 매입가 상승의 이중고를 모두 겪어야 하는데 비해 LD칩 내재화에 성공한 오이솔루션은 가격 전이가 용이한 셈이다. 특히 InP 웨이퍼가 기지국용 LD칩과 서버용 LD칩에 모두 사용되는데 비해 현재 글로벌 광업체들의 캐파는 서버향에 편중된 점도 중요하다. 조만간 주파수 경매가 시작되면 InP 웨이퍼 이상으로 기지국용 LD칩/광트랜시버 쇼티지가 발생할 것이고 현재 웨이퍼 가격 상승을 이상의 가격 급등으로 이어질 것이기 때문이다.

국내 주파수 경매 재개시 역대 최고 수준 영업이익률 경신할 것

화합물 웨이퍼 동향, 원재료 경합제품인 데이터센터향 광모듈 수요, 글로벌 LD칩/트랜시버 캐파 및 증설 계획 등을 종합적으로 고려했을 때 최소한 국내 경매 예상 시점인 2027년까지는 현 쇼티지 상황이 지속될 것으로 전망한다. 그렇다면 내년도 오이솔루션 영업이익률은 역대 최고치를 경신할 확률이 높다. 참고로 국내 경매가 진행된 2019년 당시 오이솔루션 매출총이익률과 영업이익률은 각각 40%대와 30%대로 역대 최고 수준이었다. 당시는 LD칩 내재화가 이뤄지지 않은 상태에서 수급난을 겪었는데, 그에 따른 광트랜시버 판가 인상 효과만으로 이익률 고점을 기록한 점에 주목해야 한다. 당연히 내재화된 현 시점에선 더 높은 이익률을 달성할 것이고, 과거/피어 대비 이익률 구조 개선에 따른 멀티플 확장이 예상된다.

도표 1. 오이솔루션 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %, %p)

구 분	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
매출액	18.0	19.7	19.8	19.9	23.5	27.3	26.6	49.2
영업이익	(0.6)	(0.9)	1.8	1.8	3.4	3.1	3.4	11.3
(영업이익률)	(3.4)	(4.4)	9.1	9.2	14.5	11.3	12.8	23.0
세전이익	1.6	(2.4)	1.5	1.5	3.1	2.8	3.1	11.0
순이익	1.6	(2.4)	1.2	1.2	2.4	2.2	2.4	8.6
(순이익률)	8.7	(12.3)	5.9	6.0	10.3	7.9	9.1	17.5

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: 오이솔루션, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	32.0	57.4	77.4	126.7	243.1
매출원가	36.9	51.4	56.2	83.4	147.2
매출총이익	(4.9)	6.0	21.2	43.3	95.9
판매비	25.5	22.0	19.0	22.0	26.4
영업이익	(30.4)	(16.0)	2.1	21.2	69.5
금융손익	(0.7)	(8.4)	(0.9)	(1.2)	(1.2)
종속/관계기업손익	(1.7)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	(2.5)	0.9	0.0	0.0
세전이익	(32.0)	(27.2)	2.2	20.0	68.2
법인세	1.2	(0.1)	0.7	4.4	15.0
계속사업이익	(33.1)	(27.0)	1.5	15.6	53.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(33.1)	(27.0)	1.5	15.6	53.2
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(33.1)	(27.0)	1.5	15.6	53.2
지배주주지분포괄이익	(32.1)	(26.3)	0.9	15.6	53.2
NOPAT	(31.5)	(15.9)	1.5	16.6	54.2
EBITDA	(24.3)	(10.5)	6.4	27.1	75.4
성장성(%)					
매출액증가율	(30.43)	79.38	34.84	63.70	91.87
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	1,006.67	226.51
EBITDA증가율	적지	적지	흑전	323.44	178.23
영업이익증가율	적지	적지	흑전	909.52	227.83
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	940.00	241.03
EPS증가율	적지	적지	흑전	941.32	241.35
수익성(%)					
매출총이익률	(15.31)	10.45	27.39	34.18	39.45
EBITDA이익률	(75.94)	(18.29)	8.27	21.39	31.02
영업이익률	(95.00)	(27.87)	2.71	16.73	28.59
계속사업이익률	(103.44)	(47.04)	1.94	12.31	21.88

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(3,118)	(2,504)	121	1,260	4,301
BPS	7,758	6,216	7,152	8,411	12,712
CFPS	(1,602)	(174)	862	2,121	6,006
EBITDAPS	(2,290)	(973)	523	2,191	6,089
SPS	3,015	5,314	6,295	10,234	19,643
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(3.35)	(5.23)	190.50	18.29	5.36
PBR	1.34	2.11	3.22	2.74	1.81
PCR	(6.51)	(75.23)	26.74	10.87	3.84
EV/EBITDA	(5.55)	(16.10)	46.92	10.92	3.38
PSR	3.46	2.46	3.66	2.25	1.17
재무비율(%)					
ROE	(35.71)	(39.08)	2.06	17.72	43.49
ROA	(22.96)	(21.10)	1.25	11.76	30.29
ROIC	(57.26)	(31.72)	3.02	31.64	94.28
부채비율	84.40	86.09	47.13	53.66	37.09
순부채비율	32.78	25.43	13.57	5.51	(24.10)
이자보상배율(배)	(12.95)	(5.07)	1.80	21.46	64.70

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	67.7	70.4	65.2	90.8	143.8
금융자산	32.5	32.8	22.0	27.6	69.4
현금성자산	5.2	15.3	14.8	20.4	61.5
매출채권	6.7	7.9	14.5	28.1	33.1
재고자산	27.1	26.4	27.7	32.8	38.7
기타유동자산	1.4	3.3	1.0	2.3	2.6
비유동자산	69.0	49.3	52.8	56.3	60.5
투자자산	40.3	26.8	27.9	27.9	27.9
금융자산	38.3	26.8	27.9	27.9	27.9
유형자산	26.2	20.1	22.6	26.1	30.3
무형자산	0.8	0.1	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	1.7	2.3	2.3	2.3	2.3
자산총계	136.6	119.6	118.0	147.2	204.3
유동부채	53.1	46.0	36.2	49.8	53.7
금융부채	47.3	39.9	31.2	31.2	31.8
매입채무	2.2	2.3	3.5	8.7	10.2
기타유동부채	3.6	3.8	1.5	9.9	11.7
비유동부채	9.4	9.3	1.6	1.6	1.6
금융부채	9.4	9.3	1.6	1.6	1.6
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	62.5	55.3	37.8	51.4	55.3
지배주주지분	74.1	64.3	80.2	95.8	149.0
자본금	5.3	5.8	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	52.2	68.2	82.8	82.8	82.8
자본조정	(5.7)	(5.7)	(5.6)	(5.6)	(5.6)
기타포괄이익누계액	0.8	1.0	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	21.5	(5.0)	(3.6)	12.0	65.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	74.1	64.3	80.2	95.8	149.0
순금융부채	24.3	16.3	10.9	5.3	(35.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	(24.9)	(11.8)	(3.5)	23.5	54.7
당기순이익	(33.1)	(27.0)	1.5	15.6	53.2
조정	16.6	24.5	8.0	5.9	6.0
감가상각비	6.0	5.5	4.3	5.9	5.9
외환거래손익	(0.5)	0.0	(0.3)	0.0	0.0
지분법손익	1.7	0.3	0.0	0.0	0.0
기타	9.4	18.7	4.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	(8.4)	(9.3)	(13.0)	2.0	(4.5)
투자활동 현금흐름	(0.0)	24.6	6.4	(9.4)	(10.7)
투자자산감소(증가)	6.7	13.8	(1.1)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(2.5)	(1.0)	(6.6)	(9.4)	(10.0)
기타	(4.2)	11.8	14.1	0.0	(0.7)
재무활동 현금흐름	15.7	(2.5)	(4.8)	0.0	0.6
금융부채증가(감소)	20.9	(7.6)	(16.3)	0.0	0.6
자본증가(감소)	0.0	16.5	15.0	0.0	0.0
기타재무활동	(4.4)	(11.4)	(3.5)	0.0	0.0
배당지급	(0.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(9.2)	10.2	(0.9)	5.6	41.1
Unlevered CFO	(17.0)	(1.9)	10.6	26.3	74.3
Free Cash Flow	(27.3)	(12.9)	(10.3)	14.1	44.7

2026년 09월 16일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 50,000원
현재주가(9.15) 11,410원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	812.41
52주 최고/최저(원)	38,050/11,400
시가총액(십억원)	151.8
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	13,309.0
60일 평균 거래량(천주)	180.1
60일 평균 거래대금(십억원)	2.9
외국인지분율(%)	10.12
주요주주 지분율(%)	
정종민 외 2인	30.66

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	119.3	225.7
영업이익(십억원)	(24.4)	22.5
순이익(십억원)	(25.9)	12.0
EPS(원)	(2,036)	947
BPS(원)	9,130	10,096

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	157.1	142.0	119.3	225.7
영업이익	(20.2)	(1.6)	(24.4)	22.5
세전이익	(15.1)	(1.5)	(29.4)	20.4
순이익	(18.6)	(0.3)	(26.4)	12.0
EPS	(1,384)	(23)	(1,983)	899
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(12.82)	(503.48)	(5.75)	12.68
PBR	1.47	1.03	1.20	1.09
EV/EBITDA	(18.37)	37.09	(12.45)	6.50
ROE	(11.34)	(0.21)	(20.13)	9.51
BPS	12,107	11,231	9,533	10,432
DPS	0	0	0	0



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

에치에프알 (230240)

2027년에는 내수와 수출 실적 모두 개선됩니다

HFR에 대한 투자의견 매수, 목표주가 50,000원 유지

HFR에 대한 투자의견 매수, 목표주가 50,000원을 유지한다. 추천사유는 1) 망투자 촉진을 위한 민관 협의체가 발족되어 2027년 국내 주파수 경매 가능성이 커졌으며, 2) 향후 미국 경매에서 프론트홀은 대형 유선장비 업체가 직접 생산하는 것보다 아웃소싱 업체가 생산하여 대형 업체에 외주 공급하는 비율이 커질 것으로 전망하고, 3) 내년도 실적 턴어라운드가 예상되는 것에 비해 현재 멀티플 저점이기 때문이다.

내수 매출 회복 시점이 앞당겨지고 있습니다

지난 8/27일 국내 규제 기관과 통신3사가 AI 시대 통신망 투자 촉진을 위한 민관 협의체를 발족했다. 2026년내 차세대 통신망 투자 대책을 수립할 계획 중이어서 2027년에는 신규망 투자가 활성화될 공산이 커졌다. 그런데 국내 경매는 국산화 비중이 크고 중소형 업체라도 통신사 레퍼런스가 누적되어 있단 점이 긍정적이다. 해외 경매와 달리 에릭슨, 노키아가 국내 중소 장비 업체와 파트너십을 체결할 가능성이 비약적으로 높아진다. 특히 HFR은 과거 부의 AI RAN 실증사업의 SKT 측 4개 파트너사로 선정된만큼 통신사와 관계가 견조하다. 최소한 내년 국내 경매 덕분에 보릿고개를 넘을 것은 확실해보인다.

이번 미국 경매에선 프론트홀 아웃소싱 업체의 입지가 커질 것 같습니다

미국에서 2027년 4월 어퍼 C 밴드 경매가 시작되면 HFR 수출 실적도 개선될 전망이다. 특히 이번 경매에서 프론트홀은 SI업체가 통신사에 직접 공급하는 것보다 아웃소싱 업체를 통해서 납품하는 비율이 더 커질 것 같다. 최근 데이터센터 수요 때문에 북미 WDM 탑3 업체들이 기지국망 장비에 배분할 자원이 없기 때문이다. 시에나가 대표적이다. 최근 시에나는 서버향 수요 급증 때문에 1개월만에 전분기 전체 수주량을 초과하는 주문을 받았으며, 공급 안정성 확보와 수요 적체 해소를 위해 서버 부문에 집중 투자할 것이라고 밝혔다. 캐파 확대를 위해 6월에는 전환사채를 발행했고, 당분간은 설비투자로 인해 현금흐름이 감소할 것이라고 명시했다. 급증하는 수주에 맞춰서 수개월~수년치 자본계획을 수립했다고 보면, 아무리 대형SI여도 데이터센터 외 타 부문에 배분할 자원이 없다. 특히 주파수 경매까지 몇 개월 남지 않은 점을 감안하면 더욱 그렇다. 결국 경매발 무선 수요가 크지만 각종 기회비용과 수주 불확실성 감안시 확실한 현재 수요가 있는 데이터센터에 집중 투자하겠다는 현실적인 의사 결정을 한 것이다. 대신 경매가 확정되면 대형 업체들은 아웃소싱 업체를 통해 프론트홀을 공급하여 수익은 쉼어하고 자원 배분 리스크는 최소화할 수 있다. 지극히 현실적인 SI들의 자본 배분 계획 덕분에 이번 경매에선 프론트홀 아웃소싱 비율이 과거보다 커질 것으로 예상된다. 특히 HFR은 후지쯔-원피니티와 프론트홀을 협력 개발하여 AT&T와 버라이즌에 공급한 전례가 있으니, 아웃소싱 업체 중에선 수혜 가능성이 높다고 판단한다.

도표 1. 에치에프알 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %, %p)

구 분	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
매출액	16.1	24.1	27.8	51.4	19.9	23.5	67.6	114.6
영업이익	(5.5)	(7.7)	(6.8)	(4.4)	(6.6)	(6.7)	10.1	25.7
(영업이익률)	(34.4)	(31.8)	(24.6)	(8.6)	(33.0)	(28.6)	15.0	22.4
세전이익	(7.9)	(8.6)	(7.8)	(5.5)	(7.6)	(7.7)	9.1	26.6
순이익	(8.1)	(5.0)	(7.8)	(5.5)	(7.6)	(7.7)	7.0	20.3
(순이익률)	(50.3)	(20.7)	(28.2)	(10.6)	(38.2)	(32.8)	10.3	17.7

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: 에치에프알, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	157.1	142.0	119.3	225.7	280.6
매출원가	146.6	114.0	114.5	169.4	189.0
매출총이익	10.5	28.0	4.8	56.3	91.6
판매비	30.8	29.6	29.2	33.8	37.6
영업이익	(20.2)	(1.6)	(24.4)	22.5	54.0
금융손익	3.7	(0.6)	(3.5)	(4.1)	(3.4)
종속/관계기업손익	(0.3)	0.6	(0.3)	2.0	0.0
기타영업외손익	1.7	0.0	(1.2)	0.0	0.0
세전이익	(15.1)	(1.5)	(29.4)	20.4	50.6
법인세	3.4	(1.5)	(3.9)	8.5	12.3
계속사업이익	(18.5)	(0.0)	(25.6)	12.0	38.3
중단사업이익	0.0	0.0	(0.3)	0.0	0.0
당기순이익	(18.5)	(0.0)	(25.9)	12.0	38.3
비배주주지분 순이익	0.1	0.3	0.5	0.0	0.0
지배주주순이익	(18.6)	(0.3)	(26.4)	12.0	38.3
지배주주지분포괄이익	(13.4)	(3.1)	(23.5)	12.8	40.8
NOPAT	(24.8)	(0.1)	(21.2)	13.2	40.9
EBITDA	(13.8)	5.1	(17.3)	29.5	60.9
성장성(%)					
매출액증가율	(4.32)	(9.61)	(15.99)	89.19	24.32
NOPAT증가율	적지	적지	적지	흑전	209.85
EBITDA증가율	적지	흑전	적전	흑전	106.44
영업이익증가율	적지	적지	적지	흑전	140.00
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	219.17
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	220.13
수익성(%)					
매출총이익률	6.68	19.72	4.02	24.94	32.64
EBITDA이익률	(8.78)	3.59	(14.50)	13.07	21.70
영업이익률	(12.86)	(1.13)	(20.45)	9.97	19.24
계속사업이익률	(11.78)	0.00	(21.46)	5.32	13.65

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(1,384)	(23)	(1,983)	899	2,878
BPS	12,107	11,231	9,533	10,432	13,309
CFPS	(483)	375	(993)	2,366	4,576
EBITDAPS	(1,029)	383	(1,301)	2,216	4,576
SPS	11,717	10,668	8,967	16,955	21,087
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(12.82)	(503.48)	(5.75)	12.68	3.96
PBR	1.47	1.03	1.20	1.09	0.86
PCFR	(36.73)	30.88	(11.48)	4.82	2.49
EV/EBITDA	(18.37)	37.09	(12.45)	6.50	3.23
PSR	1.51	1.09	1.27	0.67	0.54
재무비율(%)					
ROE	(11.34)	(0.21)	(20.13)	9.51	25.38
ROA	(6.89)	(0.11)	(9.53)	3.75	10.16
ROIC	(24.18)	(0.05)	(19.31)	12.64	33.76
부채비율	70.69	76.99	99.65	145.80	107.93
순부채비율	9.08	11.75	32.44	13.69	13.68
이자보상배율(배)	(14.65)	(0.85)	(5.29)	4.86	11.66

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	137.8	118.8	109.3	191.9	214.2
금융자산	50.4	54.0	24.8	48.8	43.6
현금성자산	36.3	45.5	16.1	40.1	34.8
매출채권	43.3	27.2	25.4	56.6	62.8
재고자산	37.9	35.0	42.8	65.5	86.3
기타유동자산	6.2	2.6	16.3	21.0	21.5
비유동자산	133.3	161.8	163.6	173.6	174.6
투자자산	56.1	57.2	55.5	62.5	60.4
금융자산	16.9	13.0	8.5	13.1	11.1
유형자산	57.3	80.5	85.8	90.2	94.3
무형자산	9.2	9.2	7.3	5.9	4.9
기타비유동자산	10.7	14.9	15.0	15.0	15.0
자산총계	271.1	280.7	272.9	365.4	388.8
유동부채	81.8	65.3	78.2	128.8	127.2
금융부채	43.6	38.7	35.5	35.5	35.5
매입채무	22.9	13.9	28.6	63.7	69.1
기타유동부채	15.3	12.7	14.1	29.6	22.6
비유동부채	30.4	56.8	58.0	88.0	74.6
금융부채	21.2	33.9	33.7	33.7	33.7
기타비유동부채	9.2	22.9	24.3	54.3	40.9
부채총계	112.3	122.1	136.2	216.8	201.8
지배주주지분	156.1	142.4	119.8	131.8	170.1
자본금	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
자본잉여금	59.6	51.0	52.2	52.2	52.2
자본조정	(5.3)	(7.3)	(7.3)	(7.3)	(7.3)
기타포괄이익누계액	7.1	3.6	7.4	7.4	7.4
이익잉여금	87.9	88.3	60.7	72.7	111.0
비배주주지분	2.7	16.2	16.9	16.9	16.9
자본총계	158.8	158.6	136.7	148.7	187.0
순금융부채	14.4	18.6	44.3	20.3	25.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	(5.9)	9.6	(18.2)	37.2	3.5
당기순이익	(18.5)	(0.0)	(25.9)	12.0	38.3
조정	9.1	1.4	12.5	7.0	6.9
감가상각비	6.4	6.7	7.1	7.0	6.9
외환거래손익	3.3	(0.8)	1.8	0.0	0.0
지분법손익	0.3	(1.1)	0.4	0.0	0.0
기타	(0.9)	(3.4)	3.2	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	3.5	8.2	(4.8)	18.2	(41.7)
투자활동 현금흐름	(12.2)	(18.6)	(17.1)	(17.0)	(7.9)
투자자산감소(증가)	(12.8)	14.9	1.8	(7.0)	2.1
자본증가(감소)	(29.0)	(25.9)	(10.7)	(10.0)	(10.0)
기타	29.6	(7.6)	(8.2)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	6.3	(2.8)	(3.6)	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	6.9	7.7	(3.4)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.7)	(8.6)	1.2	0.0	0.0
기타재무활동	3.0	(1.9)	(1.4)	0.0	0.0
배당지급	(2.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(11.8)	(11.9)	(32.6)	24.0	(5.2)
Unlevered CFO	(6.5)	5.0	(13.2)	31.5	60.9
Free Cash Flow	(34.9)	(16.4)	(29.1)	27.2	(6.5)

2026년 9월 16일 | Global Equity

노키아(NOKIA FH)

노키아가 글로벌 SI 재편의 서막이 될 수 있습니다

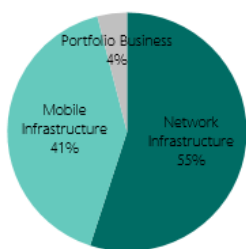
핀란드

TP(컨센서스) 10.67(EUR)
CP(9.15) 8.59(EUR)

Key Data

국가	FINLAND
상장거래소	Helsinki
산업 분류	정보기술
주요 영업	통신 장비
홈페이지	www.nokia.com
시가총액(십억EUR)	49.3
시가총액(조원)	77.3
52주최고/최저(EUR)	14,995/3,419
주요주주 지분율(%)	
VANGUARD GROUP INC	10.84
블랙록	8.22
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.3 137.5 172.3
상대	3.6 126.9 146.8

매출구성



Financial Data

(백만 EUR)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	19,220	19,889	20,821	21,646
영업이익	1,976	804	2,382	2,868
순이익	1,277	651	1,627	1,950
EPS(EUR)	0.4	0.2	0.3	0.4
EPS(YOY, %)	122.0	(36.6)	37.1	18.0
ROE(%)	6.2	3.1	7.7	8.8
PER(배)	13.8	46.4	37.0	31.3
PBR(배)	1.1	1.5	3.2	3.0
배당률(%)	3.3	2.5	1.2	1.3

자료: Bloomberg, 하나증권



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

노키아 투자매력도 높음, 통신장비 시장 재편되면서 주가 크게 오를 것

노키아 투자매력도 높다고 판단한다. 1) 미국에서 2027년 4월 160MHz 규모 어퍼 C 밴드 경매가 확정되는데 이어 2028년에는 4.4GHz 대역 주파수 공급 논의가 진행 중이고, 2) 엔비디아의 RAN 시장 진출 파트너사로서 향후 엔비디아와 함께 미국의 자국 SI 육성책 수혜 대상이 될 수 있으며, 3) 공격적으로 보면 통신장비 시장 진출을 노리는 글로벌 빅테크가 노키아를 인수할 가능성도 있기 때문이다.

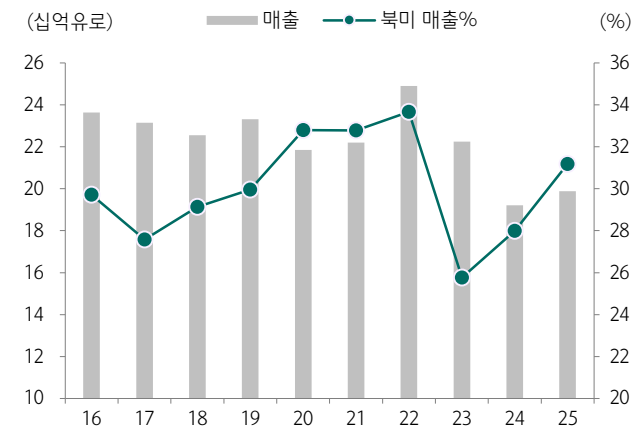
다가올 미국 주파수 경매에서 엔비디아의 덕을 볼 것 같습니다

어쩌면 다가올 미국 주파수 경매에서 노키아가 엔비디아 덕분에 수혜를 받을지도 모르겠다. 피지컬 AI 육성을 위해 미국이 주파수 경매를 비롯하여 여러 통신 인프라 활성화 정책을 내놓는데 비해 자국내 SI는 전무한 실정을 감안하면 그렇다. 미국의 중국산 통신장비 제재의 주요 명분 중 하나가 기술과 데이터 유출 방지인데, 무선장비는 데이터센터에서 단말로 이어지는 트랙의 중요 구성요소란 점이 중요하다. 결국 미국 당국 입장에서 화웨이만큼은 아니더라도 자국의 기술 안보가 걸린 인프라를 타국 SI에게 맡기긴 꺼려할 수 밖에 없다. 그런데 그런 상황에서 엔비디아가 기지국 시장 진출을 선언했다. 물론 본 목적은 GPU 판매처 확대이지만, 2000년대 이후 자국 SI가 전멸한 미국 입장에서 무선장비 산업 부흥의 좋은 기회이다. 다만 통신장비는 망 안정성이 극도로 중요해서 오랜 기간에 걸친 레퍼런스가 필요하니 아무리 엔비디아라 하더라도 단시간내 유의미한 M/S를 확보할 순 없다. 따라서 엔비디아의 초기 시장 진출을 도울 수 있는 메이저 SI 업체가 필요하고, 이런 맥락에서 엔비디아가 지난 10월 노키아 지분 2.9%를 10억달러에 확보한 것이다. 아무래도 에릭슨은 미국 통신3사 모두에서 절대적인 입지를 갖춰서 엔비디아가 우월한 협상력을 갖지 못했을테고, 더욱이 GPU 기반의 AI RAN 전략을 추진하는 엔비디아와 자체 칩을 적용하는 에릭슨은 전략적으로도 제휴가 어려웠을 것으로 사료된다. 장기적으로 엔비디아의 성공적인 SI화를 미국 당국이 돕는다고 보면, 결국 파트너사인 노키아에도 낙수효과가 흘러갈 수 밖에 없다.

장기적으로는 글로벌 빅테크의 노키아 인수 가능성도 열려 있습니다

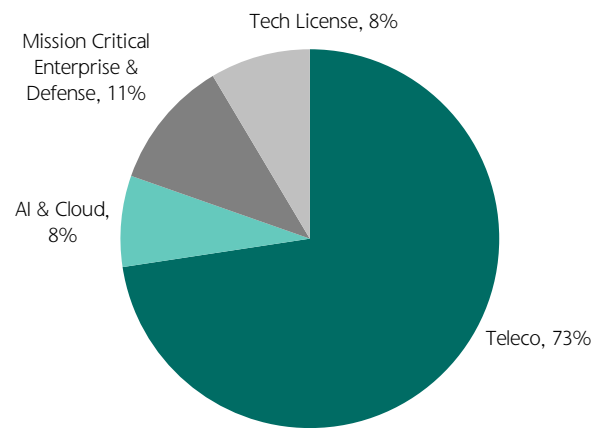
그런데 만약 미국 당국이 좀 더 공격적으로 SI 육성을 추진한다면 이번 경매를 전후하여 노키아를 대상으로 M&A를 추진할 가능성도 무시는 못한다. M/S 확장을 위해선 수십년치 레퍼런스를 천천히 쌓는 것보다 M&A가 훨씬 빠른 전략인 것은 부정할 수 없다. 풍문이었지만 노키아 M&A설이 2024년 시장에 보도되기도 했고, 노키아 자체도 과거 프랑스의 알카텔, 미국의 루슨트, 핀란드의 노키아가 순차적으로 서로 M&A되며 지금의 모습을 갖췄기 때문에 충분히 현실성도 있다. 그렇게 되면 주파수 경매 시점에 맞춰 재료가 겹치는 양상이니 노키아 주가 급등도 기대해볼만 하다.

도표 1. 노키아 매출 및 복미 매출 비중 추이



자료: Nokia, 하나증권

도표 2. 노키아 고객사별 매출 비중(1Q 26)



자료: Nokia, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만EUR)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	22,258	19,220	19,889	20,821	21,646
매출총이익	8,687	8,864	8,659	9,526	9,988
판매비	7,245	7,320	7,897		
영업이익	1,608	1,976	804	2,382	2,868
이자 비용	355	326	219		
기타영업손익	(353)	(402)	(247)		
세전이익	1,499	2,091	915		
법인세	825	380	277		
소수주주이익	14	7	9		
특별손실	(5)	427	(22)		
당기순이익	665	1,277	651	1,627	1,950
성장율(YoY)					
매출	(10.6)	(13.6)	3.5	4.7	4.0
영업이익	(33.7)	22.9	(59.3)	196.3	20.4
순이익	(84.4)	92.0	(49.0)	149.9	19.9
수익성(%)					
매출총이익률	39.0	46.1	43.5	45.8	46.1
영업이익률	7.2	10.3	4.0	11.4	13.3
순이익률	3.0	6.6	3.3	7.8	9.0

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

대차대조표	(단위: 백만EUR)				
	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	19,597	20,266	18,166	17,987	15,792
현금성자산	6,691	5,467	6,234	6,623	5,462
매출채권	5,382	5,549	4,921	5,248	4,975
비유동자산	20,452	22,677	21,694	21,162	21,805
투자자산	1,083	1,777	1,815	1,638	1,440
유형자산	2,808	2,944	2,857	2,120	2,490
자산총계	40,049	42,943	39,860	39,149	37,597
유동부채	12,101	12,774	10,933	10,004	10,004
비유동부채	10,486	8,743	8,299	7,008	6,535
부채총계	22,587	21,517	19,232	18,402	16,539
자본금	700	749	874	980	1,116
이익잉여금	16,660	20,584	19,663	19,677	19,851
자본총계	17,462	21,426	20,628	20,747	21,058

투자지표	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(EUR)					
EPS	0.2	0.4	0.2	0.3	0.4
BPS	3.7	3.8	3.8	3.9	4.1
SPS	4.0	3.5	3.7	4.3	4.4
DPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
주가지표(배)					
PER	25.4	13.8	46.4	37.0	31.3
PBR	0.8	1.1	1.5	3.2	3.0
EV/EBITDA	4.8	6.1	14.7	22.5	19.0
PSR	0.8	1.2	1.5	3.5	3.3
배당수익률(%)	4.3	3.3	2.5	1.2	1.3
재무비율(%)					
ROE	3.2	6.2	3.1	7.7	8.8
ROA	1.6	3.2	1.7	3.6	4.4
ROIC	6.7	8.5	3.5	-	-
부채비율	24.3	22.5	20.1	-	-
유동비율	1.7	1.6	1.6	-	-
이자보상배율(배)	4.5	6.1	3.7	-	-

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

현금흐름표	(단위: 백만EUR)				
	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	2,625	1,474	1,317	2,493	2,071
감가/무형상각비	1,095	1,140	1,087	1,014	1,119
비현금자본증감	(268)	(1,843)	(1,282)	(569)	(209)
투자활동 현금흐름	(1,795)	(1,880)	1,043	(117)	(1,396)
유형자산처분	103	33	189	97	28
유형자산취득	(560)	(601)	(652)	(472)	(606)
투자자산증감	200	(66)	(49)	49	1,121
재무활동 현금흐름	(1,079)	(818)	(1,593)	(1,987)	(1,836)
배당금	(9)	(353)	(621)	(723)	(759)
단기부채증감	(67)	27	(40)	(6)	360
장기부채증감	(1,136)	(211)	(541)	(594)	(945)
자본금증감	0	(300)	(300)	(680)	(624)
잉여현금흐름	2,065	873	665	2,021	1,465

2026년 09월 16일 | Global Equity

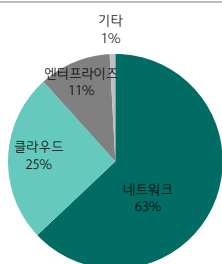
스웨덴

TP(컨센서스) 100.13 SEK
CP(9.15) 98.04 SEK

Key Data

국가	Sweden
상장거래소	Stockholm
산업 분류	정보기술
주요 영업	통신 장비
홈페이지	www.ericsson.com
시가총액(십억SEK)	330.8
시가총액(조원)	45.9
52주최고/최저(SEK)	105.05/65.94
주요주주 지분율(%)	
도이치 은행 트러스트	8.59
인베스토르	6.87
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.6 38.8 18.6
상대	1.2 16.9 0.3

매출구성



Financial Data

(백만 SEK)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	247,880	236,681	231,384	235,141
영업이익	4,559	38,580	28,735	31,504
순이익	20	28,428	20,437	22,149
EPS	5.0	9.0	7.0	7.3
EPS(YOY, %)	214.2	81.1	(22.7)	4.9
ROE(%)	0.0	27.9	19.8	20.3
PER(배)	8,988.0	10.6	15.0	14.3
PBR(배)	3.2	2.8	3.1	2.8
배당률(%)	3.2	3.3	3.0	3.2

자료: Bloomberg, 하나증권



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

에릭슨(ERICB.SS)

썩어도 준치, 경매 수혜 가능성 의심할 필요는 없다

에릭슨 투자매력도 높음, 주파수 경매 시작되면 글로벌 최대 SI의 저력 보여줄 것

최근 글로벌 통신장비주 조정에도 불구하고 에릭슨 투자매력도는 여전히 높다고 판단한다.

1) 2027년 4월 어퍼C 밴드 경매 확정에 이어 2028년 4.4GHz 대역 경매가 논의 중이어서 북미향 수요 회복이 예상되고, 2) 글로벌 SI 중 미국 통신사 대상 시장장악력이 가장 높아서 향후 경매 최대 주주 업체가 될 것으로 판단하며, 3) AT&T가 에코스타의 600MHz 대역 주파수를 인수한 후 벤더로 에릭슨을 선택하여 통신사와의 관계가 여전히 양호하고, 4) 신규 경쟁사 진입으로 인한 M/S 감소를 고려하더라도 화웨이 퇴출로 인한 M/S 증가 효과가 더 클 것이기 때문이다. 주파수 경매를 앞두고 에릭슨 주가 상승 메커니즘은 여전히 유효하다.

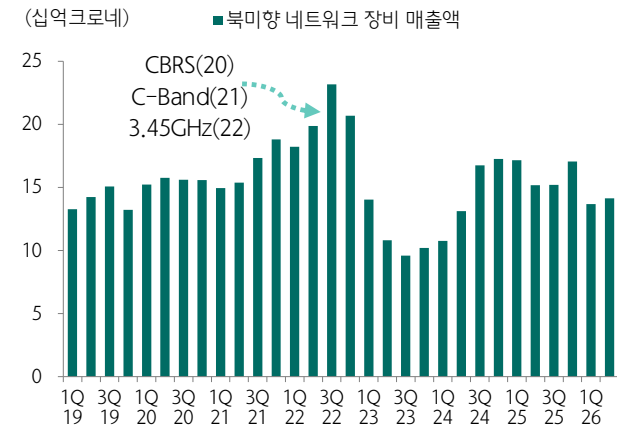
에릭슨보다 미국 통신시장 장악력 높은 글로벌 SI는 없습니다

최근 에릭슨을 둘러싼 시장의 우려들이 많다. 아무래도 주요 매출처인 북미 지역의 수요가 부진한 여파로 영업이익 정체가 이어지고 있고, 엔비디아와 같은 신규 사업자들이 RAN 시장에 진출한다고 공언함에 따라 M/S 축소 우려도 거론 중이기 때문이다. 하지만 에릭슨은 썩어도 준치이다. 특히 화웨이가 없는 북미 무선통신장비 시장에서 에릭슨이 차지하는 입지는 절대 무시하지 못한다. AT&T에선 노키아 장비를 대거 대체하며 사실상 단일 벤더로 자리매김했고, 삼성전자보다 우세한 공급 비율로 버라이즌의 퍼스트 벤더 위치를 확보했으며, T-Mobile향 물량도 노키아와 양분 중이다. 현재 글로벌 SI 중에서 에릭슨보다 미국 통신시장 장악력이 높은 업체가 없는 만큼, 27년 4월 예정된 미국 어퍼 C 밴드 경매나 28년 예정된 4.4GHz 경매에서 가장 수주를 많이 받을 SI라고 단정지어도 절대 과언은 아니다. 실제로 올해 7월 AT&T가 에코스타로부터 600MHz 대역 주파수 인수를 완료한 이후 에릭슨을 장비사로 선정한 바 있다. 다가올 경매 수주의 전조인 셈이며, 통신사의 장비 선택이 매우 보수적인 것을 염두에 둘 때 최소한 다가올 경매들에서는 높은 M/S를 유지할 것으로 판단한다.

엔비디아 진입하더라도 화웨이 퇴출로 인한 M/S 증가 효과가 더 크다

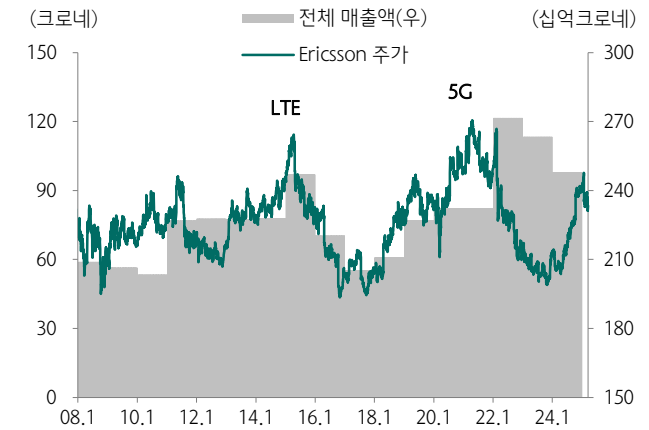
특히 엔비디아가 무선장비 시장에 본격적으로 진입하더라도 에릭슨에게 중대한 우려는 아니다. 일단 엔비디아가 아무리 공격적으로 영업을 전개해도 레퍼런스가 중요한 통신장비 특성상 단기간에 급격한 M/S 확장은 사실상 불가능하며, 엔비디아에게 일부 M/S를 잠식당했다 하더라도 과거 1위 사업자였던 화웨이의 빈자리를 채우면서 얻을 M/S 증가 효과가 더 클 것이고, M/S 변동을 고려하더라도 역대급 미국 주파수 경매를 감안하면 절대적인 매출 증가 효과가 클 것이기 때문이다. 결국엔 미국 주파수 경매와 그에 따른 실적 기대감으로 움직이는 에릭슨 주가 상승 논리는 여전히 유효하다.

도표 1. 에릭슨 북미향 네트워크 장비 매출액 추이



자료: 에릭슨, FCC, 하나증권

도표 2. 이동전화세대별 에릭슨 매출액과 주가 추이



자료: 에릭슨, Bloomberg, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만SEK)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	263,351	247,880	236,681	231,384	235,141
매출총이익	101,602	109,365	112,668	110,352	112,160
판매비	123,046	108,035	74,088		
영업이익	(20,450)	4,559	38,580	28,735	31,504
이자 비용	3,263	3,554	3,554		
기타영업손익	(1,414)	(1,939)	513		
세전이익	(23,319)	2,589	38,302		
법인세	2,785	2,215	9,588		
소수주주이익	342	354	286		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	(26,446)	20	28,428	20,437	22,149
성장율(YoY)					
매출	(3.0)	(5.9)	(4.5)	(2.2)	1.6
영업이익	(175.7)	(122.3)	746.2	(25.5)	9.6
순이익	(241.2)	(100.1)	142,040.0	(28.1)	8.4
수익성(%)					
매출총이익률	38.6	44.1	47.6	47.7	47.7
영업이익률	(7.8)	1.8	16.3	12.4	13.4
순이익률	(10.0)	0.0	12.0	8.8	9.4

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

대차대조표	(단위: 백만SEK)				
	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	174,805	173,803	154,988	154,307	143,554
현금성자산	54,050	38,349	35,190	43,885	43,926
매출채권	48,118	53,368	47,785	48,483	41,179
비유동자산	130,809	175,734	142,048	138,067	135,669
투자자산	33,452	18,492	19,719	26,820	45,405
유형자산	21,528	22,106	18,515	17,032	15,527
자산총계	305,614	349,537	297,036	292,374	279,223
유동부채	126,952	145,620	129,399	110,937	110,937
비유동부채	71,563	70,613	70,229	67,517	58,022
부채총계	198,515	216,233	199,628	199,391	168,959
자본금	41,403	41,403	41,453	41,474	41,474
이익잉여금	67,372	93,411	57,220	52,810	109,535
자본총계	107,099	133,304	97,408	92,983	110,264

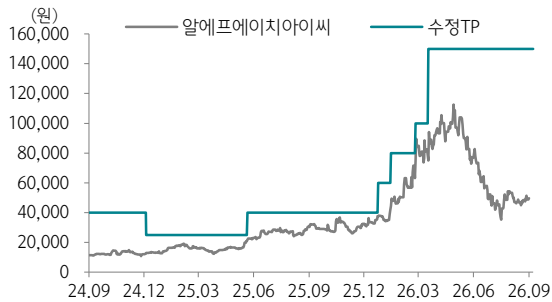
투자지표	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(SEK)					
EPS	1.6	5.0	9.0	7.0	7.3
BPS	29.7	28.3	32.9	34.1	37.2
SPS	79.1	74.4	71.0	78.8	77.5
DPS	2.7	2.9	3.0	3.1	3.3
주가지표(배)					
PER		8,988.0	10.6	15.0	14.3
PBR	2.1	3.2	2.8	3.1	2.8
EV/EBITDA		18.4	5.2	8.3	8.1
PSR	0.8	1.2	1.3	1.5	1.5
배당수익률(%)	4.3	3.2	3.3	3.0	3.2
재무비율(%)					
ROE	(22.7)	0.0	27.9	19.8	20.3
ROA	(8.2)	0.0	9.9	7.4	7.6
ROIC	(13.4)	3.5	29.9	-	-
부채비율	55.8	49.0	36.5	-	-
유동비율	1.2	1.2	1.3	-	-
이자보상배율(배)	(6.3)	1.3	10.9	-	-

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

현금흐름표	(단위: 백만SEK)				
	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	39,065	30,863	7,177	46,261	32,954
감가/무형상각비	8,969	10,142	11,157	10,020	9,241
비현금자본증감	4,120	(1,720)	(13,307)	22,870	1,813
투자활동 현금흐름	(19,883)	(34,397)	(8,713)	(15,952)	(11,437)
유형자산처분	115	249	163	116	192
유형자산취득	(4,625)	(6,197)	(5,470)	(3,640)	(3,768)
투자자산증감	(15,301)	26,959	(3,565)	(8,375)	(22,070)
재무활동 현금흐름	(8,744)	(12,167)	(1,623)	(21,614)	(21,476)
배당금	(6,889)	(8,415)	(9,104)	(9,233)	(9,545)
단기부채증감					
장기부채증감	(277)	(7,867)	8,987	(14,794)	(5,255)
자본금증감	42	0	0	0	6
영여현금흐름	34,440	24,666	1,707	42,621	29,186

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

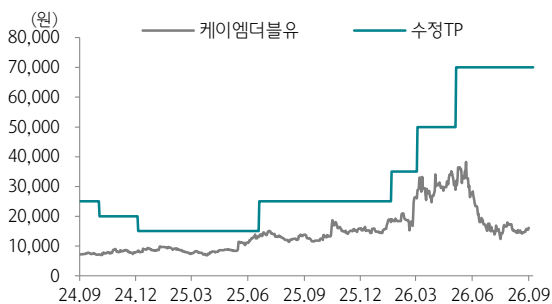
알에프에이치아이씨



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.3.31	BUY	150,000		
26.3.10	BUY	100,000	-18.98%	-10.40%
26.1.28	BUY	80,000	-31.53%	-10.63%
26.1.7	BUY	60,000	-38.91%	-30.33%
25.6.4	BUY	40,000	-28.47%	-6.25%
24.12.18	BUY	25,000	-37.88%	-16.40%
24.9.18	1년 경과		-	-
23.9.18	BUY	40,000	-61.46%	-51.35%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

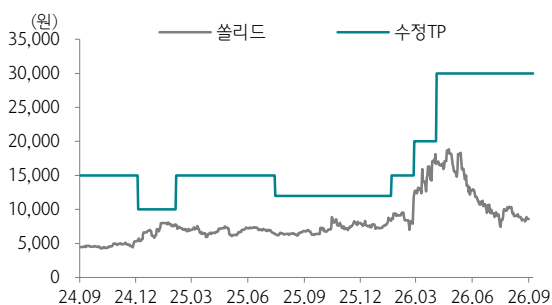
케이엠더블유



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.19	BUY	70,000		
26.3.17	BUY	50,000	-40.20%	-29.70%
26.2.3	BUY	35,000	-43.60%	-24.57%
25.7.3	BUY	25,000	-42.82%	-24.32%
24.12.18	BUY	15,000	-39.86%	-7.40%
24.10.16	BUY	20,000	-60.02%	-54.75%
24.3.20	BUY	25,000	-50.47%	-31.60%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

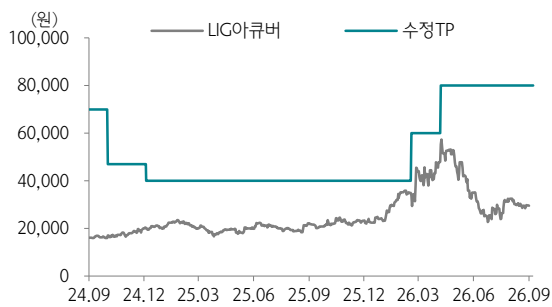
솔리드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.4.17	BUY	30,000		
26.3.12	BUY	20,000	-27.10%	-9.20%
26.2.3	BUY	15,000	-41.29%	-21.93%
25.7.29	BUY	12,000	-39.92%	-25.92%
25.2.18	BUY	15,000	-54.06%	-49.47%
24.12.18	BUY	10,000	-30.82%	-19.10%
24.9.18	1년 경과		-	-
23.9.18	BUY	15,000	-61.95%	-52.80%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

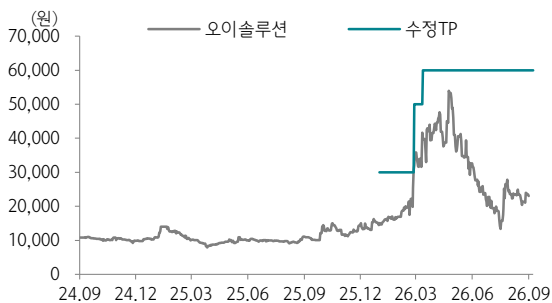
LIG아큐버



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.4.21	BUY	80,000		
26.3.3	BUY	60,000	-30.80%	-19.83%
25.12.18	1년 경과		-	-
24.12.18	BUY	40,000	-47.99%	-38.50%
24.10.15	BUY	47,000	-61.76%	-56.49%
24.9.18	1년 경과		-	-
23.9.18	BUY	70,000	-65.35%	-55.14%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

오이솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.3.26	BUY	60,000		
26.3.12	BUY	50,000	-31.70%	-16.80%
26.1.14	BUY	30,000	-39.98%	2.17%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에치에프알



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.4.29	BUY	50,000		
23.11.16	커버리지 제외			
23.6.21	BUY	30,000	-42.86%	13.17%
23.5.3	BUY	50,000	-54.16%	-51.60%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 9월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2026년 9월 16일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 솔리드, LG아큐버, 알에프에이치아이씨 온/는 투자자문업(타 자산운용사가 운용하는 펀드의 종목 선정 또는 포트폴리오 비중 의견 제시 등에 활용된 법인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않음

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

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

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

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	98.18%	1.82%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 09월 13일