RFHIC(218410)

매수(신규) / TP : 39,000원

주가(6/10, 원)	28,150
시가총액(십억원)	660
발행주식수(백만)	23
52주 최고/최저가(원)	36,000/21,400
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	15,087
유동주식비율(%)	61.5
외국인지분율(%)	6.6
주요주주(%) 조덕수 외 9 인	38.5

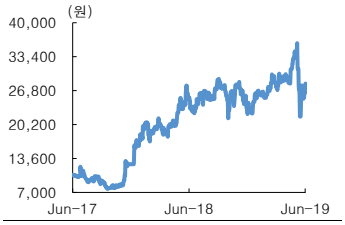
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2017A	62	8	6	293	113.7	11	57.3	31.8	3.0	5.4	0.3
2018A	108	27	24	1,084	270.0	30	22.7	16.2	3.5	17.2	0.8
2019F	128	26	22	935	(13.7)	30	30.1	19.9	3.8	13.1	0.7
2020F	285	72	61	2,594	177.4	78	10.9	7.0	2.9	30.1	0.7
2021F	425	110	93	3,968	52.9	118	7.1	4.0	2.1	33.9	0.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(18.2)	26.5	11.5
상대주가(%p)	(18.0)	18.9	29.4

주가추이



중국만으로도 설래는 cycle

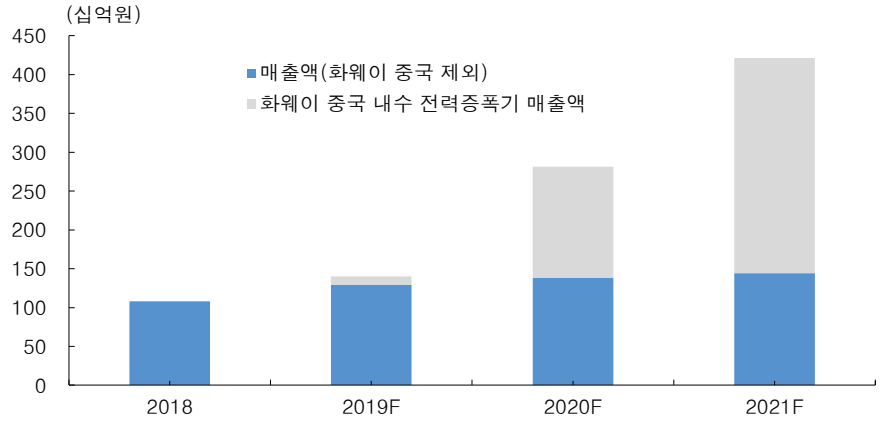
중국 5G 투자의 최대 수혜: 목표주가 39,000원으로 분석을 시작한다. 목표주가는 중국 관련 실적이 본격적으로 인식되는 2020년 EPS에 PER 15배(수출 모멘텀을 근거로 국내 통신장비 평균을 10% 할증)를 적용했다. RFHIC는 GaN(질화갈륨)을 이용한 트랜지스터(증폭기 등)를 생산한다. GaN은 고주파 대역에서 기존 LDMOS(실리콘기반)대비 사용이 유리해 통신장비에서 채용율이 높아지고 있다. 주요 납품처는 화웨이와 삼성전자 등이다. 1분기 해외 매출 비중이 78.5%인데 대부분 화웨이향이다. 화웨이의 해외 수출 물량이 하반기 줄어들 수 있어 올해 추정 매출액은 1,275억원으로 전년대비 18.0% 늘어나는데 그치지만 내년부터 중국 내수 모멘텀이 본격화 된다. 미중 무역 분쟁 등의 논란이 있지만, 중국 정부는 오히려 중국의 5G 기지국 설치를 앞당기고 있다. 중국 내수 시장 모멘텀만으로도 RFHIC의 성장은 향후 수년간 담보됐다.

내년 중국 내수만으로 올해 전사 매출액: 중국 5G 상용화의최대 수혜주다. 중국은 올해 약 8만국의 기지국을 시작으로 2020년 36만국, 2021년 70만국의 기지국을 건설할 것으로 추정된다. 특히 최근 미중 무역분쟁으로 인해 통신장비/스마트폰 부문에서 어려움을 겪고 있는 화웨이에게 중국 정부는 보다 더 많은 물량 배정할 가능성도 있다. 중국 통신장비 시장 점유율 45%, 화웨이내 GaN증폭기 점유율 35%를 가정한 RFHIC의 중국 내수 5G 관련 매출액은 올해 109억원에서 2020년에 1,527억원, 2021년에 2,861억원으로 빠르게 증가할 것이다. 2019년 전사 추정 매출액이 1,275억원인 점을 감안하면 2020년에는 중국에서만 올해 전사 매출액 이상의 판매가 이뤄질 수 있다.

삼성전자 미국 수출의 든든한 파트너: 삼성전자가 국내에 납품한 MMR(32TR, 주파수 3.5GHz)에는 GaN트랜지스터가 사용되지 않았다. 그러나 삼성전자 미국 수출 물량은 28GHz용 장비로 GaN트랜지스터가 사용될 것이다. 삼성전자 미국 수출이 늘어날수록 RFHIC의 수혜가 예상된다. 미국은 한국, 중국, 일본 대비 보다 더 다양한 통신사가 더 다양한 주파수를 사용해 5G를 준비하고 있다. 정확한 시점과 규모 추정이 어려워 현재는 과거 삼성향 매출액과 비슷한 규모로 추정했지만, 향후 추가적인 매출액 업사이드 요인이 발생할 가능성이 높다.

조철희
chulhee.cho@truefriend.com

[그림 53] 중국 화웨이 내수(전력증폭기) 관련 매출액은 2020년부터 본격적으로 시작



자료: 한국투자증권

남겨둔 모멘텀들: RFHIC 실적 추정에 있어서 여러 잠재적 사업 기회들은 포함하지 않고 향후 추가 모멘텀으로 남겨뒀다. 가장 눈에 띄는 것은 일본을 포함한 유럽, 아시아 등으로의 GaN 관련 제품 수출이다. 특히 일본 시장은 2020년 상용화를 앞두고 있고, RFHIC는 삼성전자를 통해 GaN전력증폭기를 납품할 가능성이 있다. 삼성전자는 일본 내 시장점유율이 15~20%이다. 특히 KDDI는 4G 통신장비에서 삼성전자 사용 비중이 70%에 달하는 것으로 알려졌다. KDDI에 삼성전자가 납품할 것으로 예상되는 MMR 장비에 RFHIC의 GaN 소재가 탑재된다면 추가적인 실적 업사이드가 열릴 것이다.

또한 중국을 제외한 기타 지역에서의 화웨이 장비 판매량 증가는 고려하지 않았다. 미중 무역분쟁이 발생하지 않았다면 화웨이의 해외 수출 물량은 5G 장비 수출 모멘텀으로 빠르게 늘었을 것이다. 그러나 최근 미국 제재 등으로 일부 핵심 장비에 대한 부품 수급 어려움 등이 대두(화웨이는 핵심 부품 1년치 재고 보유하고 있음을 밝혔음에도)됐기 때문이다. 다만, 글로벌 통신사업자들은 현재 NSA 방식으로 5G를 도입하고 있는데, 5G 도입 시 4G와 다른 업체의 장비를 사용하면 망 호환성의 문제가 커질 수 있다. 일본의 소프트뱅크 처럼 과거 4G 장비부터 새롭게 교체하지 않는 한 실제로 화웨이 장비를 배제하기는 어려울 것이다.

<표 15> GaN 전력증폭기 매출액 추정

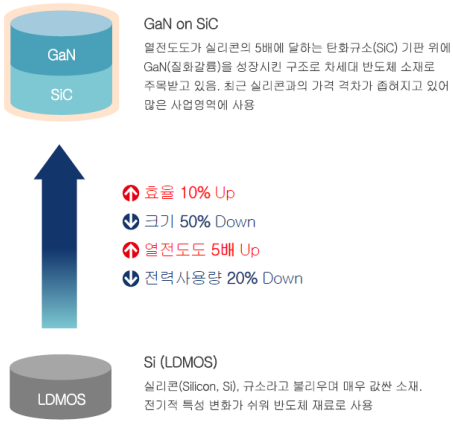
	2019F	2020F	2021F
중국 기지국(국)	80,000	360,000	700,000
중국 MMR(개)	184,000	828,000	1,610,000
중국 내 화웨이 점유율(%)	45	45	45
화웨이향 전력증폭기 매출액(십억원)	**10.9**	**152.7**	**286.1**

자료: 한국투자증권

[그림 54] GaN 트랜지스터 및 전력증폭기

자료: RFHIC, 한국투자증권

[그림 55] GaN의 장점



자료: RFHIC, 한국투자증권

방산 부문은 안정적인 캐시카우: 글로벌 top-tier 방산업체들을 고객사로 두고 40여개 이상의 프로젝트를 수행중이다. RFHIC는 전력증폭기를 주요 제품으로 레이더 관련 부품을 공급하고 있다. 록히드마틴, 보잉, 레이씨온 등 글로벌 주요 방산업체에 모두 벤더 등록이 되어 있다. 올해 매출액은 287억원으로 전년대비 39.5% 증가할 전망이고, 내년에도 안정적인 수주잔고를 바탕으로 매출액이 391억원(+36.4% YoY)까지 늘어날 것이다. 특히 해외 수출프로젝트들은 영업이익률이 높아 수익성 개선에 기여도가 높다.

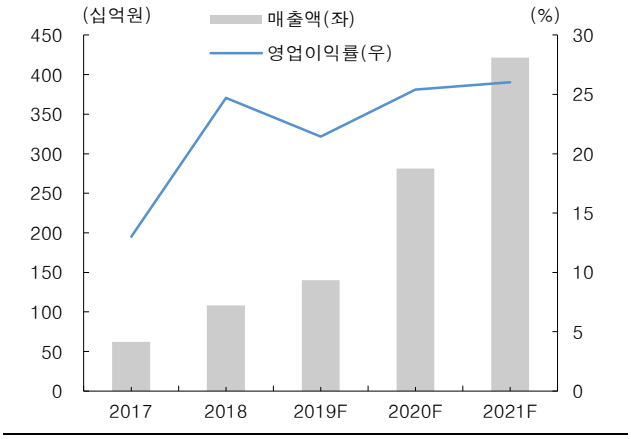
<표 16> RFHIC 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	**22**	**29**	**29**	**29**	**35**	**37**	**29**	**27**	**69**	**79**	**77**	**62**	**108**	**128**	**285**
Transistor	18	20	19	19	21	16	14	13	23	18	15	13	79	64	69
Gan Amplifier	3	8	8	8	13	20	15	13	45	61	61	48	27	61	215
MMIC and others	1	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	2	2	2
매출액 증감					**57.7**	**27.8**	**2.7**	**(7.0)**	**97.1**	**114.1**	**160.9**	**131.0**	**74.2**	**18.0**	**123.9**
Transistor					16.6	(20.9)	(27.6)	(33.3)	8.3	8.7	10.2	0.9	63.7	(18.6)	7.3
Gan Amplifier					295.3	158.8	84.7	69.8	243.9	201.9	308.5	264.6	141.4	127.8	250.3
MMIC and others					(27.3)	(9.0)	(4.0)	(6.0)	(7.0)	(6.0)	(4.0)	(5.0)	(13.1)	(12.2)	(5.5)
영업이익	**5**	**7**	**7**	**7**	**8**	**8**	**6**	**4**	**18**	**20**	**20**	**14**	**27**	**26**	**72**
영업이익률	**22.0**	**25.7**	**26.2**	**24.4**	**22.2**	**22.1**	**20.3**	**16.0**	**25.6**	**25.9**	**26.2**	**23.1**	**24.7**	**20.4**	**25.3**

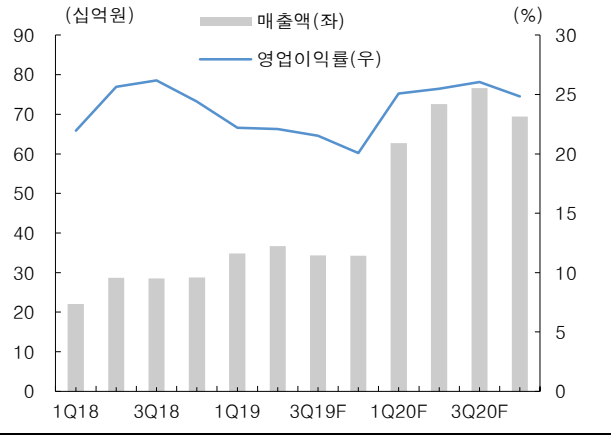
자료: 한국투자증권

[그림 56] 연간 실적 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

[그림 57] 분기 실적 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

〈표 17〉 전환사채 잔액

(단위: 원, 주)

회차	발행당시 권면총액	미전환 사채 잔액	전환가액	비고
3	10,000,000,000	10,000,000,000	25,050	전환가능 주식수 399,201(발행주식의 1.7%)

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

RFHIC는 RF 신호 증폭의 핵심부품인 트랜지스터 관련 핵심 기술을 바탕으로 무선통신 및 방위산업을 영위하고 있는 회사임. 사업부는 크게 트랜지스터(transistor), 전력증폭기(GaN amplifier), MMIC 사업부로 나뉘어져 있음. 통신부문에서는 기지국의 트랜지스터 등을 제조하고 있으며, 방산부문에서는 군용 레이더시스템의 전력증폭기 등을 공급하고 있음. 2019년 1분기 주요 사업부문별 누적매출비중은 트랜지스터 60.0%, 전력증폭기 37.1%, MMIC는 3.0%, 최대주주는 조덕수 본인으로 지분율은 17.01%임.

- 트랜지스터(Transistor): 전류나 전압의 흐름을 조절하여 증폭, 또는 스위치 역할을 수행하는 반도체 소자
- GaN: 질화갈륨

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	107	178	210	401	596
현금성자산	35	81	95	143	212
매출채권및기타채권	17	24	28	63	93
재고자산	50	47	56	125	186
비유동자산	48	56	67	122	174
투자자산	4	8	10	22	32
유형자산	36	40	48	80	113
무형자산	6	5	6	14	22
자산총계	155	234	277	522	770
유동부채	25	44	44	203	331
매입채무및기타채무	7	13	15	33	49
단기차입금및단기사채	14	8	1	0	0
유동성장기부채	3	0	0	0	0
비유동부채	3	27	51	77	103
사채	1	25	49	74	98
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	28	71	95	280	434
지배주주지분	123	157	174	230	319
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	52	61	61	61	61
기타자본	(1)	0	0	0	0
이익잉여금	61	84	101	157	245
비지배주주지분	4	7	8	12	17
자본총계	127	164	182	242	336

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	62	108	128	285	425
매출원가	41	61	80	183	279
매출총이익	21	47	47	103	146
판매관리비	13	20	21	30	36
영업이익	8	27	26	72	110
금융수익	2	3	2	3	5
이자수익	0	1	2	3	4
금융비용	2	3	3	4	5
이자비용	0	1	2	4	5
기타영업외손익	(2)	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	7	27	25	71	109
법인세비용	0	2	3	7	11
연결당기순이익	6	25	23	64	98
지배주주지분순이익	6	24	22	61	93
기타포괄이익	(0)	0	0	0	0
총포괄이익	6	26	23	65	98
지배주주지분포괄이익	6	24	22	61	93
EBITDA	11	30	30	78	118

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	5	48	21	122	141
당기순이익	6	25	23	64	98
유형자산감가상각비	2	3	3	4	5
무형자산상각비	1	1	1	2	3
자산부채변동	(5)	16	(7)	48	29
기타	1	3	1	4	6
투자활동현금흐름	3	(30)	(18)	(89)	(85)
유형자산투자	(2)	(8)	(12)	(37)	(38)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	10	(23)	(1)	(12)	(10)
무형자산순증	(1)	(0)	(2)	(10)	(10)
기타	(4)	1	(3)	(30)	(27)
재무활동현금흐름	(2)	26	12	15	14
자본의증가	0	5	0	0	0
차입금의순증	(1)	22	18	23	24
배당금지급	0	(1)	(4)	(5)	(5)
기타	(1)	0	(2)	(3)	(5)
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	6	45	14	48	70

주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	293	1,084	935	2,594	3,968
BPS	5,671	6,976	7,418	9,827	13,608
DPS	50	200	200	200	200
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.3	74.2	18.0	123.9	48.8
영업이익증가율	47.7	230.8	(2.7)	177.9	52.1
순이익증가율	10.3	292.3	(9.9)	180.5	52.9
EPS증가율	113.7	270.0	(13.7)	177.4	52.9
EBITDA증가율	36.7	173.8	(0.5)	160.6	50.7
수익성(%)					
영업이익률	13.0	24.7	20.4	25.3	25.8
순이익률	9.9	22.3	17.0	21.3	21.9
EBITDA Margin	17.8	28.0	23.6	27.5	27.8
ROA	4.3	13.0	8.9	16.1	15.2
ROE	5.4	17.2	13.1	30.1	33.9
배당수익률	0.3	0.8	0.7	0.7	0.7
배당성향	17.8	18.6	21.6	7.7	5.0
안정성					
순차입금(십억원)	(21)	(69)	(70)	(125)	(199)
차입금/자본총계비율(%)	14.3	20.1	27.7	30.4	29.0
Valuation(X)					
PER	57.3	22.7	30.1	10.9	7.1
PBR	3.0	3.5	3.8	2.9	2.1
EV/EBITDA	31.8	16.2	19.9	7.0	4.0