



하나금융그룹

2018년 5월 30일 | Equity Research

# RFHIC (218410)

## 예상치를 상회하는 실적 달성 전망, 높은 Multiple 형성 가능할 듯

### 실적 기대감 높아지는 상황, TP 35,000원으로 상향

RFHIC에 대한 투자의견을 매수로 유지한다. 추천 이유는 1) 1Q 실적 결과로 볼 때 금년도 놀라운 영업이익률 달성이 예상되고, 2) 삼성에 이어 중국 화웨이가 주력 매출처로 급부상하고 있으며, 3) 한국/미국 주파수 경매 상황으로 볼 때 3.5GHz에 이어 28GHz 조기 상용화가 예상되어 RFHIC의 주력인 GaN 트랜지스터 및 다이아몬드 채택 GaN 트랜지스터의 매출 확대가 기대되고, 4) 2018년 하반기 이후 TR 수급이 타이트할 것으로 보여 2013~2014년과 같이 TR 공급 부족 사태가 재현될 가능성이 높고 이 경우 예상 외 높은 Multiple 형성이 가능할 것으로 판단되기 때문이다. 12개월 목표가는 향후 실적 전망치 상향 조정 및 글로벌 경쟁사 평균 Multiple 적용으로 25,000원에서 35,000원으로 상향 조정한다.

### 수율 향상 중, 금년도 연결 영업이익 200억원 상회할 전망

RFHIC는 2018년에 전년대비 148% 영업이익 성장이 예상된다. 매출처 확대와 수율 향상 때문이다. RFHIC의 과거 주력 매출처는 삼성이다. 하지만 최근엔 화웨이가 주역 매출처로 부상 중이다. 화웨이향 매출은 2017년 300억원에서 2018년 600억원으로 성장하여 삼성을 능가하는 최대 매출처로 부상할 전망이다. 수익성 측면에서도 긍정적인 결과가 기대된다. 사실상 2018년 1분기 어닝 서프라이즈의 원인은 수율의 향상 때문이다. 부품 불량률이 줄어들다 보니 RFHIC의 영업이익률이 당초 예상치인 15%보다 크게 향상된 22%까지 올라갔다. 긍정적인 부분은 2분기 이후에도 영업이익률이 크게 떨어질 이유가 없다는 것이다. 금년도 연결 영업이익 200억원 달성이 무난해 보인다.

### 고주파수 사용 빨라지는 상황, RFHIC엔 분명한 기회요인

한국/미국을 중심으로 고주파수 사용이 빨라지고 있다. 이미 3.5GHz대역에 대한 투자가 금년 하반기로 예고된 상황이며 28GHz CAPEX 역시 2019년 내 집행 가능성이 높다. 이러한 현 상황은 RFHIC 주가에 긍정적이다. LDMOS 제품에서 GaN 제품으로의 진화가 불가피하며 궁극적으로 다이아몬드 채택 GaN 트랜지스터의 사용이 예상되기 때문이다. 예상 외 높은 Multiple 형성도 기대된다.

Update

BUY

| TP(12M): 35,000원(상향) | CP(5월 28일): 24,500원

#### Key Data

		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	879.69		
52주 최고/최저(원)	25,400/7,675	매출액(십억원)	113.1 165.7
시가총액(십억원)	545.1	영업이익(십억원)	18.6 31.7
시가총액비중(%)	0.19	순이익(십억원)	18.9 37.4
발행주식수(천주)	22,249.0	EPS(원)	800 1,312
60일 평균 거래량(천주)	194.6	BPS(원)	6,362 8,014
60일 평균 거래대금(십억원)	4.1		
18년 배당금(예상,원)	50		
18년 배당수익률(예상,%)	0.20		
외국인지분율(%)	16.58		
주요주주 지분율(%)			
조덕수 외 9 인	41.89		
스틱인베스트먼트 외 3 인	11.66		
주가상승률 1M 6M 12M	22.8 102.5 139.0		
절대	23.8		
상대	77.9		
	75.5		

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	61.2	62.1	108.9	132.6	149.3
영업이익	십억원	5.5	8.1	20.1	24.6	29.3
세전이익	십억원	5.8	6.6	22.3	27.3	32.2
순이익	십억원	5.6	6.1	18.8	22.7	26.9
EPS	원	255	280	847	1,020	1,209
증감률	%	24.4	9.8	202.5	20.4	18.5
PER	배	39.12	60.01	28.94	24.01	20.26
PBR	배	2.10	2.96	3.82	3.32	2.87
EV/EBITDA	배	N/A	32.03	22.58	18.34	15.13
ROE	%	5.51	5.41	14.25	14.97	15.34
BPS	원	4,757	5,671	6,413	7,383	8,543
DPS	원	0	50	50	50	50



Analyst 김홍식

02-3771-7505

pro11@hanafn.com

RA 성도훈

02-3771-7541

dohunsung@hanafn.com

## 금년도 연결 영업이익 200억원 상회할 전망, 5G 개시로 장기 실적 전망 낙관적

2018년 놀라운 영업이익률  
달성 전망,  
영업이익 200억원 상향  
돌파 무난할 듯,  
2019년 실적 전망은 더 낙관적,  
목표가 35,000원으로 상향 조정

RFHIC는 2018년 1분기에 매출액 221억원과 영업이익 48억원을 기록하였다. 양호했던 2017년 4분기 영업이익보다도 2배 성장한 숫자였으며 사실상 어닝서프라이즈였다. 예상 외 호실적의 이유는 매출보다는 영업이익률에 있었다. 당초 15% 수준일 것으로 내다봤던 영업이익률이 22%를 기록했기 때문이었다.

그런데 이러한 높은 영업이익률은 당분간 유지될 공산이 크다. 높은 영업이익률의 원인이 높은 수율에 있었기 때문이다. 현 상황으로 볼 때 수율이 크게 변화할 가능성은 낮다. 그렇다고 보면 2018년 RFHIC 영업이익은 당초 예상치를 크게 상회한 201억원 달성이 예상된다. 삼성, 중국 화웨이 매출이 예상대로 양호한 흐름을 지속 중이며 수율이 높게 나오고 있기 때문이다.

2019년 실적 전망은 더 낙관적이다. 한국/미국을 중심으로 고주파수 대역 사용이 빨라지고 있어서다. 한국과 미국은 이미 주파수 경매를 각각 6월과 11월에 실시할 예정이라 발표했으며 중국과 일본도 곧 5G 고주파수 할당 계획을 발표할 예정이다. 따라서 이미 국내의 경우 이미 3.5GHz대역에 대한 투자가 2018년 하반기로 예고된 상황이며 28GHz CAPEX 역시 2019년 내 집행 가능성이 높다. 결국 LDMOS 제품에서 GaN 제품으로의 진화가 예상보다 빠르게 진행될 전망이며 궁극적으로 다이아몬드 채택 GaN 트랜지스터의 사용이 예상된다. 고주파수 제품에서 강점을 갖고 있는 RFHIC에겐 호재이며 M/S 상승도 기대된다. 추가 매출처 확보 및 영업이익률 향상이 없다고 가정해도 금년대비 20% 이상의 영업이익 성장은 가능할 것이란 판단이다.

향후 실적 전망치를 상향 조정하고 현재 글로벌 경쟁사 평균 Multiple을 적용함에 따라 12개월 목표가를 기존 25,000원에서 35,000원으로 40% 상향 조정한다. 2019년 실적 기준 Target Multiple 34배라 다소 높다고 판단할 수도 있는데 RFHIC의 이익 성장률 및 현재 글로벌 경쟁사인 NXP, 쓰미토모 등의 Multiple 형성 수준을 감안 시 결코 높은 수준은 아니라는 판단이다.

표 1. RFHIC의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	97.8	205.1	143.7	174.0	221.3	281.8	288.3	297.5
영업이익 (영업이익률)	3.6 3.7	40.3 19.6	14.9 10.4	22.2 12.8	48.0 21.7	47.0 16.7	49.1 17.0	56.8 19.1
세전이익	8.3	42.3	(10.0)	25.2	54.0	52.0	55.3	62.0
순이익 (순이익률)	9.7 9.9	35.5 17.3	(10.8) (7.5)	27.0 15.5	47.0 21.2	43.0 15.3	46.0 16.0	52.0 17.5

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: 콜리드, 하나금융투자

표 2. RFHIC의 연간 수익예상 변경

(단위: 십억원, %)

구분	2018F				2019F			
	변경후	변경전	차액	%	변경후	변경전	차액	%
매출액	108.9	109.2	(0.3)	(0.3)	132.6	131.6	1.0	0.8
영업이익	20.1	15.4	4.7	30.5	24.6	19.3	5.3	27.5
순이익	18.8	17.1	1.7	9.9	22.7	20.6	2.1	10.2

주: 연결기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: 하나금융투자

### 3.5GHz에 이어 28GHz도 조기 상용화 전망, RFHIC 높은 Multiple 형성 기대

3.5GHz에 이어 28GHz까지  
조기 도입 가능성이 높아지고  
있다는 점에 주목,  
예상 외 높은 Multiple 형성도  
현재로선 가능할 전망

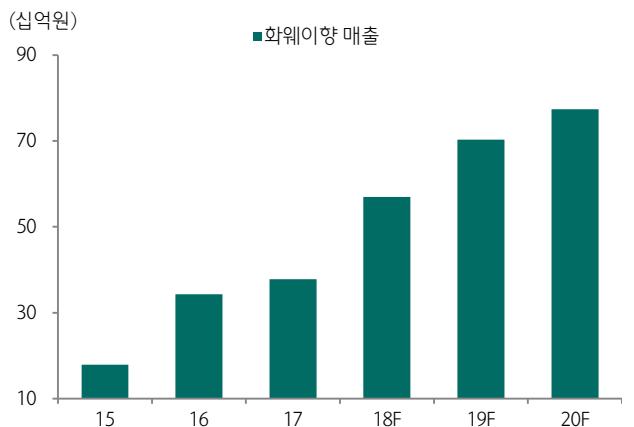
RFHIC는 사실상 고주파수 도입의 최대 수혜주이다. 고주파수에 최적화된 라인업을 보유하고 있기 때문이다. 5G 시대에는 초고주파수를 사용하는 관계로 LDMOS 대신 발열에 유리한 GaN 제품 적용이 필수적이며 기지국 변화에 따른 소형화 경향도 중요하다. 그런데 RFHIC는 GaN 제품을 개발/판매하고 있으며 사실상 GaN이 주력이다.

GaN 트랜지스터는 데이터 속도 향상과 증가하는 데이터 트래픽을 수용하기 위해 필요한 제품으로 높은 주파수 대역에서의 사용이 가능하며 전세계적으로 수요가 커지는 상황이다. GaN 트랜지스터는 일본의 스미토모 전자와 RFHIC가 시장의 약 80%를 차지하고 있어 RFHIC의 고주파수에 대한 경쟁력은 높은 편이다.

그런데 한국과 미국을 중심으로 고주파수의 사용 시기가 당겨질 가능성이 점점 높아지는 상황이어서 RFHIC에겐 긍정적이다. 2019년 6월에 있을 국내 주파수 경매에서 국내 통신 3사가 3.5GHz 뿐만 아니라 황무지라 불리는 28GHz 대역 주파수를 할당 받을 공산이 큰 상황이고 미국 역시 24/28GHz 대역을 통신 4개사가 할당 받을 것으로 예측되고 있기 때문이다. 중국과 일본도 예외는 아니다. 2018년 내 5G용 고주파수 할당 공고가 나올 가능성이 높은 상황이며 이렇게 되면 2019년~2020년 5G용 초고주파수 투자 붐이 일어날 가능성도 예측된다.

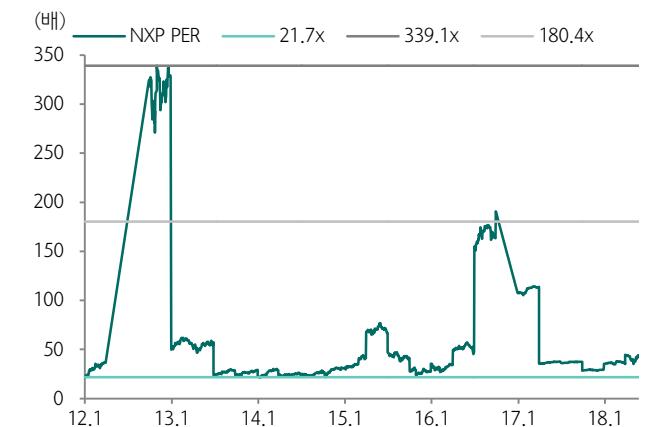
전세계적인 고주파수 투자 붐은 RFHIC Multiple 형성에 긍정적인 영향을 미칠 공산이 크다. RFHIC가 고주파수에 강한 관계로 기지국/중계기 TR 부문에서 M/S 상승을 기대할 수 있고 과거 LTE 도입 당시와 마찬가지로 중국발 TR 공급 부족 사태를 불러일으킬 수 있기 때문이다. 특히 최근 차이나모바일 뿐만 아니라 차이나텔레콤까지 5G 조기 투자를 언급하는 상황이라 만약 중국 통신사 언급대로 2019년부터 5G 고주파수 투자가 이루어진다면 TR을 없어서 못 판다는 인식이 확산되면서 놀라운 Multiple 형성도 가능할 것으로 판단된다.

그림 1. RFHIC의 화웨이 매출액 전망



자료: RFHIC, 하나금융투자

그림 2. 경쟁사인 NXP Multiple 추이



자료: 블룸버그, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>61.2</b>	<b>62.1</b>	<b>108.9</b>	<b>132.6</b>	<b>149.3</b>	
매출원가	40.2	41.0	74.4	90.6	102.0	
매출총이익	21.0	21.1	34.5	42.0	47.3	
판관비	15.6	12.9	14.4	17.3	18.0	
<b>영업이익</b>	<b>5.5</b>	<b>8.1</b>	<b>20.1</b>	<b>24.6</b>	<b>29.3</b>	
금융순익	0.2	0.3	0.6	0.9	1.1	
종속/관계기업순익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외순익	0.2	(1.8)	1.6	1.7	1.8	
<b>세전이익</b>	<b>5.8</b>	<b>6.6</b>	<b>22.3</b>	<b>27.3</b>	<b>32.2</b>	
법인세	0.3	0.4	3.1	4.1	4.8	
계속사업이익	5.6	6.1	19.2	23.2	27.4	
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>당기순이익</b>	<b>5.6</b>	<b>6.1</b>	<b>19.2</b>	<b>23.2</b>	<b>27.4</b>	
비지배주주지분 순이익	0.0	(0.0)	0.4	0.5	0.5	
<b>지배주주순이익</b>	<b>5.6</b>	<b>6.1</b>	<b>18.8</b>	<b>22.7</b>	<b>26.9</b>	
지배주주지분포괄이익	5.7	5.7	19.3	23.3	27.5	
NOPAT	5.2	7.5	17.3	20.9	24.9	
EBITDA	8.1	11.0	23.4	28.3	33.7	
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율	23.1	1.5	75.4	21.8	12.6	
NOPAT증가율	73.3	44.2	130.7	20.8	19.1	
EBITDA증가율	55.8	35.8	112.7	20.9	19.1	
영업이익증가율	83.3	47.3	148.1	22.4	19.1	
(지배주주)순이익증가율	24.4	8.9	208.2	20.7	18.5	
EPS증가율	24.4	9.8	202.5	20.4	18.5	
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률	34.3	34.0	31.7	31.7	31.7	
EBITDA이익률	13.2	17.7	21.5	21.3	22.6	
영업이익률	9.0	13.0	18.5	18.6	19.6	
계속사업이익률	9.2	9.8	17.6	17.5	18.4	

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>		<b>96.4</b>	<b>107.2</b>	<b>125.1</b>	<b>143.2</b>	<b>161.9</b>
금융자산		31.9	38.8	39.0	49.8	59.8
현금성자산		29.3	35.5	33.3	43.3	52.2
매출채권 등		13.1	17.4	29.2	33.6	38.9
재고자산		50.1	49.7	54.6	57.4	60.2
기타유동자산		1.3	1.3	2.3	2.4	3.0
<b>비유동자산</b>		<b>35.0</b>	<b>47.9</b>	<b>51.0</b>	<b>56.3</b>	<b>65.0</b>
투자자산		0.9	3.6	6.1	7.0	8.1
금융자산		0.9	3.6	6.1	7.0	8.1
유형자산		30.0	36.0	37.4	42.3	50.5
무형자산		1.6	6.2	5.5	4.9	4.3
기타비유동자산		2.5	2.1	2.0	2.1	2.1
<b>자산총계</b>		<b>131.4</b>	<b>155.1</b>	<b>176.1</b>	<b>199.5</b>	<b>226.9</b>
<b>유동부채</b>		<b>27.2</b>	<b>24.9</b>	<b>26.9</b>	<b>28.0</b>	<b>28.7</b>
금융부채		15.1	16.8	16.8	16.8	16.8
매입채무 등		10.8	7.2	8.6	9.4	9.9
기타유동부채		1.3	0.9	1.5	1.8	2.0
<b>비유동부채</b>		<b>0.4</b>	<b>2.7</b>	<b>3.6</b>	<b>3.9</b>	<b>4.4</b>
금융부채		0.2	1.4	1.4	1.4	1.4
기타비유동부채		0.2	1.3	2.2	2.5	3.0
<b>부채총계</b>		<b>27.6</b>	<b>27.6</b>	<b>30.5</b>	<b>31.9</b>	<b>33.0</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>103.8</b>	<b>123.1</b>	<b>140.8</b>	<b>162.4</b>	<b>188.2</b>
자본금		<b>5.9</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>
자본잉여금		42.1	52.5	52.5	52.5	52.5
자본조정		0.5	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
기타포괄이익누계액		0.2	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금		55.1	61.3	79.0	100.6	126.4
<b>비지배주주지분</b>		<b>0.0</b>	<b>4.3</b>	<b>4.7</b>	<b>5.2</b>	<b>5.6</b>
<b>자본총계</b>		<b>103.8</b>	<b>127.4</b>	<b>145.5</b>	<b>167.6</b>	<b>193.8</b>
순금용부채		(16.6)	(20.6)	(20.8)	(31.6)	(41.6)

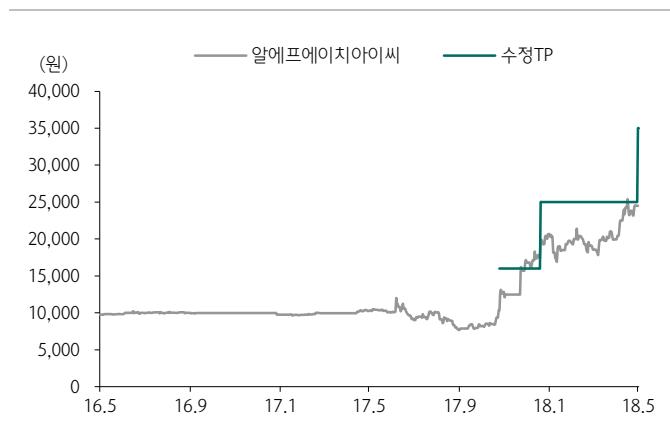
투자지표						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>						
EPS	255	280	847	1,020	1,209	
BPS	4,757	5,671	6,413	7,383	8,543	
CFPS	507	535	1,126	1,352	1,597	
EBITDAPS	370	504	1,055	1,271	1,513	
SPS	2,806	2,831	4,903	5,958	6,710	
DPS	0	50	50	50	50	
<b>주가지표(배)</b>						
PER	39.1	60.0	28.9	24.0	20.3	
PBR	2.1	3.0	3.8	3.3	2.9	
PCFR	19.7	31.4	21.7	18.1	15.3	
EV/EBITDA	N/A	32.0	22.6	18.3	15.1	
PSR	3.6	5.9	5.0	4.1	3.7	
<b>재무비율(%)</b>						
ROE	5.5	5.4	14.2	15.0	15.3	
ROA	4.3	4.3	11.4	12.1	12.6	
ROIC	5.9	8.0	15.6	16.8	18.1	
부채비율	26.6	21.7	21.0	19.0	17.0	
순부채비율	(16.0)	(16.2)	(14.3)	(18.8)	(21.4)	
이자보상배율(배)	17.8	27.2	43.3	53.1	63.1	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>15.2</b>	<b>5.2</b>	<b>7.7</b>	<b>20.8</b>	<b>24.2</b>
당기순이익		5.6	6.1	19.2	23.2	27.4
조정		4.8	4.4	3.3	3.6	4.3
감가상각비		2.6	3.0	3.3	3.6	4.4
외환거래손익		(0.1)	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타		2.3	1.2	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동		4.8	(5.3)	(14.8)	(6.0)	(7.5)
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>(2.0)</b>	<b>3.1</b>	<b>(8.8)</b>	<b>(9.7)</b>	<b>(14.2)</b>
투자자산감소(증가)		(0.4)	(2.7)	(2.5)	(0.9)	(1.1)
유형자산감소(증가)		(2.6)	(2.1)	(4.0)	(8.0)	(12.0)
기타		1.0	7.9	(2.3)	(0.8)	(1.1)
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>(6.3)</b>	<b>(1.9)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>(1.1)</b>
금융부채증가(감소)		(6.3)	2.9	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)		0.0	15.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		0.0	(20.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	(1.1)	(1.1)	(1.1)
<b>현금의 증감</b>		<b>7.0</b>	<b>6.2</b>	<b>(2.7)</b>	<b>10.0</b>	<b>9.0</b>
Unlevered CFO		11.1	11.7	25.0	30.1	35.5
Free Cash Flow		12.6	3.1	3.7	12.8	12.2

자료: 하나금융투자

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 알에프에이치아이씨



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.5.29	BUY	35,000	-	-
18.1.17	BUY	25,000	-19.04%	1.60%
17.11.22	BUY	16,000	-9.60%	14.38%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(마도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비증확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비증축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.4%	7.0%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 5월 28일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 5월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2018년 5월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

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.