| 전기전자 |

RFHIC (218410.KQ)

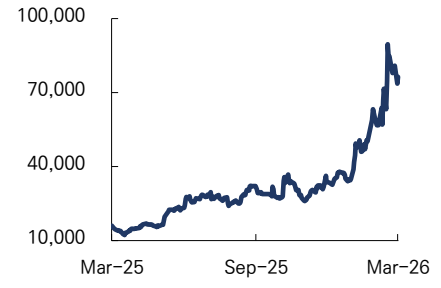
RFs가 '힉!'하고 놀라면? RFHIC!

투자의견	BUY
목표주가	99,000 원
현재주가(3/24)	76,600 원
상승여력	29%

Stock Data

KOSPI(3/24)			5,553.92
KOSDAQ(3/24)			1,121.44
시가총액			2조287억 원
발행주식수(주)			26.6 백만 주
52주 최고/최저가(원)			94,000원/12,100원
배당수익률			0.52
주요주주(%)	조덕수 외 20인		33.51%
	국민연금공단		6.20%
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
	+24.75%	+128.93%	+356.58%

Stock Price



4Q25 Review: 동사는 4Q25 매출액 689억 원(QoQ +70.1%), 영업이익 116억 원(QoQ +57.4%)을 기록하며 상승 가도를 달리는 중이다. 방산 부문에서는 LIG넥스원의 수주잔고 확대에 따른 방산 시스템 부품 공급이 본격화되었고, 해외 向 방산 수출도 견조하게 유지되며 실적을 뒷받침하였다. 또한, 부진했던 통신 부문 업황이 턴어라운드하며 매출 성장을 추가로 견인하였다.

[Investment Point 1] RFHIC 방산 업~ 매출 업~!

'26년 동사의 방산 매출은 2,058억 원(YoY +103.60%)을 전망한다. 동사는 미국-이란 전쟁의 심화로 부각되고 있는 K-방산의 수혜 기업이다. 중동 向 천궁-II 수요 증가에 따른 국내 주요 고객사(LIG넥스원, KAI 등)와의 수주 밸류체인으로 매출 상승을 견인할 것으로 판단한다. 더하여 1Q26 방산업체 전 세계 4위 레이시온과 506억 수주를 확보, 해외 매출 증진에 따른 수익성 개선이 기대된다.

[Investment Point 2] 통신 빈집털이 GaN다

'26년 동사의 통신부문 매출은 896억 원(YoY +15.3%)을 전망한다. RF PA시장의 핵심 공급자인 NXP가 '27년 1분기까지 RF PA시장에서의 단계적 철수를 발표함에 따라 발생하는 시장 공백은, 동사의 공급사 내 점유율 확대 및 에릭슨 등 신규 공급망 편입 가능성을 높인다. 또한 오픈랜 시장의 성장 5G SA 기반 통신망 고도화 흐름에 힘입어 통신 매출은 동사의 매출 하방을 지탱할 것으로 전망한다.

[Checkpoint] WOULD YOU like to go 우주??

동사는 천리안 위성에 위성용 PA를 공급한 이력을 바탕으로 '30년 285조 원으로 전망되는 저궤도 위성통신 시장 진출할 가능성이 높다. 또한, 동사가 41.85%의 지분을 가진 상장자회사 RF머트리얼즈는 엔비디아의 CPO 밸류체인에 편입되어 '25년 매출액 259억 원(YoY +118%)을 기록하였다.

[Valuation] Historical P/E

동사의 가치평가 방식은 **Historical P/E**를 채택하였다. **Target P/E 39.4배, 목표 주가 99,000원, 상승여력 29%, 투자의견 BUY**를 제시한다.

Investment Fundamentals (백만 원, 배, %)

FYE Dec	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	114,364	185,910	307,657	328,013
영업이익	1,529	30,995	78,059	77,213
당기순이익	19,698	35,612	67,032	66,350
EPS	969	1,341	2,520	2,494
PER	13.52	37.26	36.1	39.4
PBR	1.08	2.72	1.89	2.10
OPM	1.33	16.67	24.18	22.97
ROE	8.60	7.83	12.7	11.6

Research Team 2

팀장	41기 이재원	7847jae@cau.ac.kr
팀원	41기 임서진	seojin0429@cau.ac.kr
	41기 양준모	agye03102@cau.ac.kr
	42기 김우주	woo10074@cau.ac.kr
	42기 신예은	yeeun4143@cau.ac.kr
	42기 임동현	ca09dong@cau.ac.kr

CONTENTS

Ⅰ. Industry Analysis ····· 1

Ⅱ. Company Overview ····· 5

Ⅲ. Investment Point ····· 7

1. RFHIC 방산 업~ 매출 업~! ····· 7

2. 통신 빈집털이 GaN다 ····· 10

Ⅳ. Risk ····· 13

Ⅴ. Check Point ····· 14

Ⅵ. Valuation ····· 16

Ⅶ. Estimation Logic ····· 17

I . Industry Analysis

글로벌 RF GaN 반도체 시장은 '25년 20억 달러 → '33년 약 81억 2천만 달러 규모에 도달, CAGR 약 31.1%의 강력한 성장세를 기록할 것으로 전망된다. 이러한 비약적 성장은 ①방위산업에서 AESA 레이더 채택 확대에 따른 고출력 RF PA 수요 증가와, ②통신산업에서 차세대 인프라 고도화 과정에서 GaN 반도체 기반 전력증폭기의 적용이 빠르게 확산됨에 기인한다.

반도체가 GaN으로 간다.

Good Bye, 실리콘! Welcome 질화갈륨!

실리콘은 지난 70년간 반도체 시장을 지배했으나, 이제 물리적 임계치에 도달했다. 1.1 eV에 불과한 밴드갭은 치명적인 전자 누설의 원인이며, 150 W/mK 수준의 낮은 열전도율은 발열 관리 비용을 폭증시킨다.

GaN(질화갈륨) 반도체 : 고효율전력 변환 장치를 가능하게 하는 '차세대 화합물 반도체'

이에, **전력반도체 소재의 중심축은 GaN(질화갈륨)의 새로운 패러다임을 맞이했다.** GaN은 고효율 전력 변환이 요구되는 현대 산업에서 압도적인 성능 우위를 갖는다. GaN은 실리콘 대비 3배 이상의 넓은 밴드갭과 압도적인 스위칭 성능을 기반으로 3.4 eV의 넓은 밴드갭을 확보한다. 실리콘 대비 최대 10배(3MV/cm) 높은 항복 전계 강도로 고전압과 고온 환경에서도 안정적인 동작 또한 가능하다.

Rf: GaN 반도체로부터 시작하는 전력증폭기 시장

RF GaN PA: RF GaN 반도체를 활용한 전력 증폭기

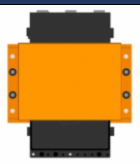
RF GaN 반도체는 고출력 RF 시스템에 적용되는 반도체 기술이다. 이는 GaN 반도체를 고주파 환경에 최적화한 형태로, 높은 출력과 열 안정성을 동시에 요구, 산업 전반에 걸쳐 높은 수준의 진입장벽을 갖는다.

RF GaN PA 성장 동력:
① 6G의 등장과 표준화
② 방위 산업 내 기술 고도화

RF GaN PA(Power Amplifier) 시장은 '25년 17억 9천만 달러 → '31년 38억 1천만 달러로 성장, 2배 이상의 확대를 전망한다. 성장의 핵심 동력은 첫째, 차세대 통신 규격의 진화다. 6G 표준화 과정에서 고주파 대역 활용이 필수화되면서, 고출력의 RF GaN PA의 채택이 빠르게 확대되고 있다. 둘째, 방위산업의 구조적 성장이다. AESA 레이더와 전자전시스템의 고도화가 진행되면서, 고효율의 RF GaN PA이 주목된다.

이처럼 RF GaN 시장은 통신과 방산이라는 양대 수요 축을 기반으로 중장기적 고성장이 확정된 영역으로 판단, **기술 진화가 가속화될수록 그 채택 비중은 더욱 확대될 것으로 전망한다.**

[자료 1-1] GaN 반도체 vs 실리콘 반도체

구분	실리콘 (Si) 반도체	질화갈륨 (GaN) 반도체	비고 (GaN 의 강점)
이미지			
밴드갭	1.1 eV (좁음)	3.4 eV (실리콘 대비 약 3 배)	고온·고전압에서 전자 누설 차단
항복 전계 강도	0.3 MV/cm	3.0 MV/cm (실리콘 대비 약 10 배)	압도적인 고전압 내구성
열전도율	~150 W/mK	~130~200+ W/mK	효율적인 열 관리로 냉각 시스템 부하 감소.
주요 타겟	범용 가전, 저사양 기기	5G/6G 통신, 방산(레이더)	고출력·고주파 환경 최적화
응용 분야 (전력)	일반 가전, 저전력 기기 등	고속 충전기, 서버/데이터센터, 전기차(OBC) 등	고부가가치 첨단 산업 전반 확대
응용 분야 (통신)	주로 LDMOS 기술 사용	5G/6G 기지국, AESA 레이더, 위성 통신	고주파 대역에서도 고출력 증폭이 가능

출처: 시장조사, RFS Team 2

방산이 GaN 으로 간다.

전쟁 끝, 성장 시작.

미국-아프가니스탄 전쟁 종전 이후
미국 국방비 추이
7,400억 달러 → 8,860억 달러

글로벌 방산용 GaN 반도체 시장은 '25년 약 8.1억 달러 → '26년 약 10.5억 달러의 가파른 성장을 전망한다. 이는 지정학적 리스크 완화 이후에도 방산 수요가 축소되지 않고, 오히려 확대되는 구조에 기인한다. 대표적 사례로, '21년 미국-아프가니스탄 전쟁 종식 이후 미국 국방비는 약 7,400억 달러에서 '24년 약 8,860억 달러로 20%가량 증가하며 사상 최고치를 기록했다.

종전 = 방산수요 ↑

이는 종전이 곧 방산 수요의 종결이 아니라, **오히려 고성능 무기체계로의 전환을 촉진하는 기폭제임을 방증한다.** 즉, 전쟁이 끝난 이후에도 군사적 긴장은 구조적으로 잔존하며, 기술 격차 확보를 위한 투자 경쟁이 심화되면서 방산 수요는 한 단계 상향되는 것이다. 이에 따라 RF GaN과 같은 핵심 부품 시장 역시 구조적으로 성장 압력을 받을 가능성이 높을 것으로 판단한다.

"RF GaN PA", 완전히 간파! 레이더망에 포착!

최신형 전투기 內 AESA 레이더 사례
F-35: 약 1,200개
F-22: 약 1,500개

현대 공중전에서 AESA 레이더의 성능은 전력 증폭기에 의해 결정된다. 특히 **RF GaN PA는 T/R 모듈 내에서 실제 신호 출력과 효율을 담당하는 핵심 부품으로, 레이더의 탐지거리, 해상도, 추적 능력을 좌우한다.** 이에 따라 현대 방위산업은 고비용에도 불구하고 ①압도적인 출력 밀도와 ②우수한 열 안정성 기반의 소형화를 강점으로 RF GaN PA 채택 비중을 공격적으로 확대하고 있다.

AESA 레이더

① **GaN은 기존 GaAs 대비 5~10배 높은 전력 밀도를 제공해, 동일한 크기에서도 훨씬 강력한 신호를 송출한다.** 이에, 레이더 탐지거리는 비약적으로 증가, 스텔스 표적에 대한 탐지 및 추적 성능 역시 30~50% 수준으로 유의미하게 개선된다.

② **RF GaN PA는 높은 항복전압과 우수한 열 특성을 기반으로 고출력 환경에서도 안정적인 동작이 가능하다.** 이는 단순한 성능 개선을 넘어, 레이더 시스템 설계 자체를 변화시키는 요소다. 냉각 구조가 단순화되면서 전체 시스템의 무게와 부피를 줄일 수 있고, 이는 전투기의 기동성과 탑재 효율 개선으로 직결된다.

RF GaN PA는 AESA 레이더 성능을 결정짓는 가장 중요한 요인으로, 현대 공중전의 '선탐지·선타격' 구조를 가능하게 하는 핵심 기술이다. 이에, 향후 GaN 기반 기술 경쟁력과 공급망 확보 여부가 차세대 공중전 패권과 국방 경쟁력을 좌우하는 핵심 변수로 작용할 것으로 전망한다.

[자료 1-2] 현대 전쟁 이후 국방비 추이 사례

전쟁명	국가	전쟁 전 (연도)	전쟁 중/후 (연도)	상승률
우크라이나 전쟁	러시아	~$659 억 (2021)	~$1,270 억 (2024E)	약 93% ↑
	우크라이나	~$59 억 (2021)	~$648 억 (2023)	약 998% ↑
걸프전	미국	~$3,060 억 (1989)	~$3,190 억 (1991)	약 4% ↑
아프간/이라크전	미국	~$3,120 억 (2001)	~$7,110 억 (2011)	약 128% ↑
제 4 차 중동전쟁	이스라엘	GDP 의 13% (1972)	GDP 의 30% (1974)	약 130% ↑
베트남 전쟁	미국	~$507 억 (1964)	~$820 억 (1969)	약 62% ↑

출처: SIPRI, IISS, World Bank, 각 국 국방부, RFS Team 2

[자료 1-3] 주요 AESA 레이더별 T/R 모듈(GaN PA) 탑재 수량

무기 체계	레이더명칭	T/R 모듈 탑재 수	비고
F-35	AN/APG-81	1,676 개	스텔스기에 최적화된 고출력/저소음 모듈
F-22	AN/APG-77	1,956 개	가장 많은 모듈 수로 압도적인 탐지거리 보유
SPY-6 (함정용)	AMDR (V1 기준)	약 5,000 개 이상	37 개의 RMA(모듈 묶음) × 4 개 면 (총 148 개 RMA)
천궁-II	MFR (다기능레이더)	약 1,000 개 내외	탄도탄 요격을 위한 고출력 GaN 소자 집중 배치

출처: 각 사, RFS Team 2

통신이 GaN 으로 간다.

GaN 절해, 5G 통신!

4G(LDMOS) → 5G(RF GaN)

RF GaN은 통신 시장 내에서 '35년까지 약 166억 달러 규모로의 성장을 전망한다. 이는 4G에서 5G로의 전환이 가속화됨에 따라, 기존에 사용되던 LDMOS를 RF GaN이 완벽히 대체함에 기인한다. 또한, 5G 기술의 핵심은 초고속·초저지연·초연결의 구현이다. 이를 위한 기지국 커버리지 유지를 위해 더 높은 출력과 효율을 갖춘 RF GaN PA의 수요가 견조하다고 판단하며, 추후 중장기적으로도 안정적 성장이 기대된다.

RF GaN의 높은 전력 밀도
↓
PA 크기 기존 대비 80% 축소

5G환경에서는 3.5GHz(Sub-6) 및 28GHz(mmWave) 대역 활용이 필수적이나, 이러한 고주파 환경은 신호 도달 거리가 짧아지는 물리적 특성을 갖는다. **RF GaN은 압도적 전력 밀도를 바탕으로 PA의 크기를 기존 LDMOS 대비 80% 이상 축소하는 혁신을 이뤄냈다.** 이러한 RF GaN PA의 소형화는 가로등이나 건물 외벽 등 도심 내 협소한 장소의 장비 설치를 용이하게 함으로써, 5G 네트워크 커버리지 밀도를 극대화하는 결정적 역할을 책임진다. 이는 LDMOS가 4G LTE까지 시장을 장악했으나, 3GHz 이상 고주파 대역에서의 효율 저하라는 한계에 직면한 것과 뚜렷하게 대비된다.

6G가 GaN대!

6G: 5G보다 50배 이상 빠른 속도, 위성까지 연결하는 초고속/초저지연 통신.

Massive MIMO: 수천 개의 안테나로 사용자마다 전용 차선을 깔아주는 핵심 기술.

RF GaN: 이 모든 기술을 소형화하고 고출력으로 구현해주는 필수 하드웨어 엔진.

'30년 상용화될 6G 시대에는 최소 256개에서 최대 1,024개 이상의 안테나 소자를 제어하는 Massive MIMO와 지상·위성을 통합하는 비지상 네트워크 구축이 핵심 과제다. 특히 5G와 밀리미터파 사이의 공백을 메울 7-20GHz 대역(FR3)이 6G의 주력 주파수로 채택됨에 따라, **해당 대역에서 고성능과 경제성을 동시에 구현할 수 있는 GaN 기술이 차세대 통신망 구축의 선봉에 설 것으로 기대된다.**

특히 수백 개의 안테나 소자를 동시에 구동해야 하는 환경에서 **GaN은 전력 효율을 극대화하며, 전력 소모를 최대 40%까지 절감하고 발열 문제를 구조적으로 완화한다.** 이러한 특성은 장비의 소형화를 가능하게 할 뿐만 아니라, 냉각 시스템 부담을 낮춰 전체 운용 비용 절감으로 이어진다.

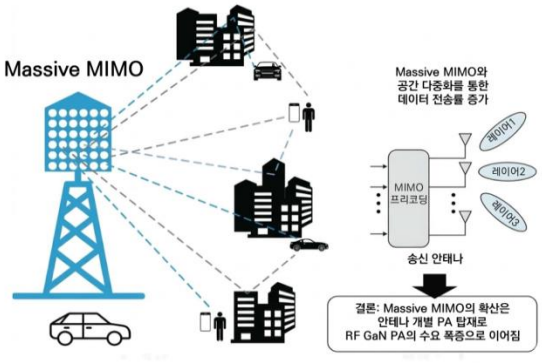
나아가, 대량 생산에 유리한 GaN-on-Si 기술의 발전이 병행되면서, 향후 6G 인프라 확산에 대응 가능한 산업적 확장성까지 확보한 것으로 판단한다.

[자료 1-4] 5G 시대에서 LDMOS와 RF GaN 비교

구분 항목	LDMOS	RF GaN	RF GaN 의 5G 內 효과
권장 주파수	~3GHz 미만	~100GHz 이상	3.5/28GHz 대역 필수 대응
전력 밀도	1~2 W/mm	10 ~ 20 W/mm	10 배 높은 출력 구현
모듈 크기	100% (기준)	20% 이하	80% 이상 부품 소형화
에너지 효율	40 ~ 50%	60 ~ 75%	발열 감소 및 전기료 절감
열전도율	~150 W/mK	~200 W/mK	고온 작동 안정성 확보

출처: 시장조사, RFS Team 2

[자료 1-5] Massive MIMO와 GaN 반도체 간의 상관관계



출처: Microwaves&RF, RFS Team 2

Top-Pick: RFHIC(218410.KQ) 저 됐어요, 업사이드 됐어요!

오른손에 방산, 왼손에 통신

Top-Pick: RFHIC

본 리서치팀은 RFHIC를 전기전자 섹터 내 Top-pick으로 제시한다. 이는 동사가 방산 부문의 압도적인 성장 잠재력을 바탕으로 글로벌 시장 확장을 본격화하고 있으며, 이에 따른 지속적인 영업이익의 질적 개선이 기대됨에 기인한다.

① K-방산 벨류체인: 독점적 위치

동사가 국내에서 독점적인 사업 구조를 확보하고 있다는 점에 주목해야 한다. 현재 국내에서 고출력 GaN 트랜지스터와 전력증폭기를 자체 설계 및 양산할 수 있는 역량은 동사가 유일하다. 이러한 기술적 해자로 인해, 국산화가 필수적인 K-방산 벨류체인 내에서 동사는 단순한 협력사를 넘어 대체 불가능한 핵심 파트너로 자리 잡았다. 이러한 독점적 지위는 향후 국내외 수주 확대 과정에서 강력한 가격 협상력과 안정적인 수익성으로 직결될 것으로 전망한다.

② 방산에 집중: SOM 흡수 여력↑

동사의 '선택과 집중' 전략은 동사가 실질적인 방산 부문 SOM을 장악하는 결정적 계기가 될 것으로 기대한다. 동사는 고출력 RF GaN PA라는 핵심 방산 기술에 역량을 집중하고 있다. 이는 글로벌 경쟁사인 쿼보(Qorvo)가 다각화된 포트폴리오 운영으로 방산 집중도가 분산되고, 스미토모(Sumitomo Electric)가 우주산업 등 신규 분야에 자원을 투입하는 것과 분명히 대비된다.

③ K-방산 수혜: 유일한 국내 파트너

특히 K-방산의 글로벌 위상이 높아짐에 따라 LIG넥스원 등 국내 주요 방산업체들은 안정적인 수급과 물류 효율성이 보장된 국산 부품 채택을 확대하고 있다. 동사는 이들에게 가장 매력적인 전략적 파트너로 부상하며 K-방산 수출 확대의 직접적인 수혜를 입을 것으로 판단한다.

④ 통신의 기회: NXP의 철수

나아가, 기존 통신 시장의 주요 플레이어였던 NXP의 업계 철수 선언은 동사에게 거대한 기회 요인이다. NXP가 퇴장하며 발생할 통신 분야의 시장 거대한 공백을 동사의 고효율 GaN 솔루션이 빠르게 흡수 가능할 것으로 기대하며, 이는 통신 인프라 부문의 확실한 실적 반등으로 이어질 것이다.

이처럼, 성장 여력이 명백하고 기술적 해자가 분명한

RFHIC(218410.KQ)를

차세대 반도체 시장의 주도권을 쥐게 될 것임을 확신하며, 동사를 업종 내 최선호주로 선정한다.

[자료 1-6] 글로벌 및 국내 RF GaN 반도체 주요 사업자 분석

구분	RFHIC	스미토모	쿼보
기술 포지션	응용·PA 최적화	소자·원천기술	수직통합 플랫폼
출력·효율	효율 ~70% (고효율 PA 강점)	최대 750W / ~80% (최고 수준)	균형형 (고성능 + 범용)
핵심 기술	Doherty PA 설계 / 시스템 최적화	GaN 소재·결정 성장 / 디바이스	RF front-end + 모듈 통합
밸류체인	칩 → PA → 시스템 (부분 통합)	소자 중심 (업스트림 강점)	소자 → 모듈 → 시스템 (완전 통합)
주요 시장	6G 통신 인프라 / 방산 PA	5G 기지국 소자 / 항공, 자동차 소재	미군 전투기용 RF,모바일/Wi-Fi 7
주요 고객사	LIG 넥스원, 한화시스템, 레이시온, 삼성전자	NTT 도코모, 화웨이, 글로벌 자동차 OEM	미 국방부(DoD), 애플, 삼성전자, 록히드마틴

출처: 각 사, RFS Team 2

II. Company Overview

동사는 대한민국 유일의 GaN 반도체 전문 기업으로, RF 트랜지스터 설계부터 PA 생산까지 전 공정을 모두 수행하는 세계 유일의 기업이다. 고주파·고출력·고온 등 극한 환경에서 탁월한 성능을 발휘하는 GaN 반도체의 특성을 바탕으로, 방산·우주·항공·통신 등 고부가가치 산업 전반에 걸쳐 고객군을 확대하며 견고한 성장세를 이어갈 것으로 전망한다.

1. 제품 소개

동사의 주요 제품은 RF 트랜지스터, PA, GaAs MMIC로, '25년 누적 기준 매출 비중은 각각 24%, 75%, 0.3% 이다. 또한 '25년 영업이익률 16%를 달성, 이에 가격 및 비용 **측면에서 동사는 경쟁사 대비 마진 측면에서 우위를 가지며, 본격적인 성장 궤도에 진입했다고 판단한다.**

RF 트랜지스터

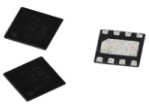
RF 트랜지스터 GaN을 소재로 한 RF 신호 증폭 반도체로, PA 등 무선 시스템의 핵심 구성 부품

동사의 RF 트랜지스터는 오픈랜 환경으로 변하는 5G 기지국 장비 시장에서 더욱 주목받을 것이다. 동사의 제품이 내부 임피던스 매칭이 완료된 설계로 50Ω 시스템 직접 연결이 가능해, 다양한 벤더 장비 간 통합과 소형화 설계가 요구되는 오픈랜 환경에서 적용이 유리하다. 또한, 동사의 제품 중 90W의 출력과 48V의 전압 조건의 트랜지스터는 경쟁사인 쿼보 제품 대비 Power Gain은 16.2 dB에서 19 dB로 2.8 dB 높아 앞 단 드라이버 설계 여유를 확보하는 등 기술적 우위 역시 명백하다.

PA

PA RF 트랜지스터를 집적한 고출력 신호 모듈로, 방산 레이더 장비 및 5G 기지국의 핵심 부품

동사의 제품 중 X-band 고출력 PA는 같은 대역의 경쟁사인 쿼보 제품 대비 무게 42% 경량, 두께 66% 슬림화를 달성했다. 이 차이는 경쟁사가 칩 베이스의 공간 결합 방식인 반면, 동사는 독자적인 모듈 베이스 설계 기술을 기반으로 하여 생산하는 데 있다. 이러한 소형화는 고객사 입장에게 공간 제약이 존재하는 환경에서의 탑재 적합성을 높이므로, 동사의 경쟁력은 더욱 확대될 것으로 기대한다.



GaAs MMIC

GaAs MMIC RF 신호의 증폭·혼합·필터링 등 무선 신호처리를 수행하는 부품으로, 군용 미사일 탐색기·위성통신 및 레이더 수신단의 핵심 소자

갈륨비소(GaAs) 기판 위에 회로 소자를 하나의 칩에 집약한 초고주파 집적회로로, 레이더·위성통신·전자전 장비의 수신 모듈에 탑재되어 미세 신호를 왜곡 없이 처리하는 역할을 한다. 실리콘 대비 약 6배 높은 전자 이동도(8,500cm²/V·s)를 바탕으로 낮은 잡음과 저전력 특성을 구현한다.

[자료 2-1] RF 트랜지스터 경쟁사(쿼보) 대비 비교

구분	RFHIC IE18085P	Qorvo QPD0060
출력/전압	90w/48V	
임피던스 매칭	내부 매칭 완료 (50Ω 직결)	비매칭 (외부 설계 필요)
O-RAN 적합성	직접 연결 가능	추가 회로 설계 필요
Power Gain	19 dB	16.2 dB

출처: 각 사, RFS Team 2

[자료 2-2] PA 경쟁사(쿼보) 대비 비교

구분	RFHIC RRM9397800-59A	Qorvo QPB1024
설계 방식	모듈 베이스	칩 베이스 공간 결합
무게	42% 경량	기준치
두께	66% 슬림화	기준치
탑재 적합성	공간 제약 환경 최적화	대형 시스템 중심

출처: 각 사, RFS Team 2

2. 사업부별 분석

동사는 ①방산, ②통신, ③RF에너지 사업을 영위하고 있다. 고주파 신호 처리가 요구되는 방산, 통신 영역에 따른 용도에 맞춰 GaN 반도체 기반 RF트랜지스터 및 PA를 공급하며, 단일 기술 플랫폼으로 다변화된 고객 포트폴리오를 보유하고 있다.

해외 向 방산 수주

날짜	고객사	금액(억 원)
'26년 2월	레이시온	506
'25년 7월	사브	153
'25년 6월	LIG 넥스원 경유	476

① 방산 '25년 기준 동사 매출의 약 54%를 차지하며, 약 30%의 영업이익률을 가지는 핵심 수익원이다. 이는 이익률이 높은 해외 방산 수주 확대에 기인한다. 동사는 '25년 6월 LIG넥스원을 경유한 476억 원을 비롯해, '25년 7월 사브(153억 원), '26년 2월 레이시온 캐나다(약 500억 원) 등 글로벌 방산 기업들과의 계약을 연이어 체결하며 해외 진출을 본격화하고 있다.

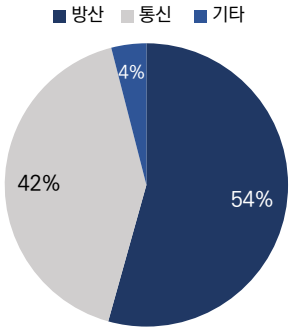
나아가, **모듈 베이스 설계 기술로 경쟁사 대비 소형·경량화한 차별화된 PA는 신규 수주를 견인할 것으로 기대한다.** 방산 매출은 계약 체결 후 장기 납품 구조로 진행되어 경기 변동과 무관하게 안정적인 매출을 인식할 수 있다. 또한, 레이더 및 무기체계 부품 특성상 일정 주기마다 교체 수요가 발생해 반복 수주로 이어진다는 점에서 견조한 수익 기반으로 작용을 전망한다.

통신용 RF 트랜지스터
: 임피던스 매칭이 내재화된 설계
→ 5G 기지국에서의 경쟁력 확보

② 통신 '25년 동사 매출의 약 42%를 차지하는 사업부로, 창업 초기부터 동사의 성장을 이끌어온 개국 공신이다. 동사의 RF 트랜지스터는 '28년까지 68억 달러 규모를 전망하는 오픈랜 환경의 5G 기지국 장비 시장에서 경쟁사 대비 우위를 지닌다. 이는 동사의 제품이 내부 임피던스 매칭이 완료된 설계에 기인한다. 또한, 전술한 제품의 기술적 우위 역시 향후 더욱 높은 주파수 대역과 저지연 및 초고속이 요구되는 6G 시대에도 GaN 기반의 고출력·초고주파 특성을 갖춘 동사 제품의 역할이 더욱 부각될 것으로 전망한다.

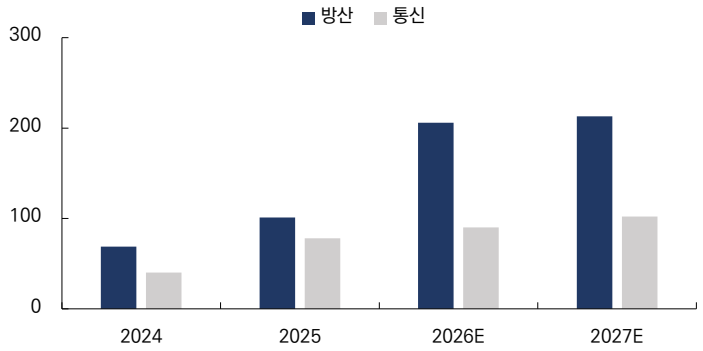
③ RF에너지 동사의 GaN 반도체 기반 제품을 응용하여 고출력 마이크로파를 직접 생성·제어하는 장비를 제조하여 산업·의료 분야에 공급하는 사업부이다. 초기 단계이나 연구·개발에 주력하는 분야이며, '26년 2월 186억 원 규모의 포항공대 방사광 가속기용 장비 수주를 성공하며 그 성과가 가시화되고 있다.

[자료 2-3] 사업부별 매출 비중 (단위: %)



출처: RFHIC, RFS Team 2

[자료 2-4] 방산 · 통신 매출 추이 (단위: 십억 원)



출처: RFHIC, RFS Team 2

3. 재무 분석

기대신용손실률
안정적인 거래처 확보
→ 11.29% → 6.21%

동사의 기대신용손실률은 '24년 11.29%에서 '25년 6.21%로 하락하였다. 이는 매출채권 총액 자체가 231억 원에서 462억 원으로 두 배 증가하였음에도, 정부 계약 기반의 안정적인 거래처로 채무불이행 리스크가 낮은 방산 매출 확대에 따른 고객 믹스 변화가 매출채권의 신용 품질 개선으로 이어진 것에 기인한다.

또한, 동사의 부채비율 37.8%는 GaN 반도체의 적용 분야가 확장되는 국면에서 필요 시 레버리지를 활용한 추가 투자 여력이 충분하다는 점에서 긍정적인 요소로 판단한다.

Ⅲ. Investment Point

Investment Point 1. RFHIC 방산 업~ 매출 업~!

'26년 방산 매출은 2,058억 원, '27년 매출 2,132억 원으로 전망한다. 이러한 가파른 방산 매출의 증가는 ①LIG넥스원 중심의 천궁-II 낙수효과, ②해외 기업과의 수주 계약 체결에 기인하며, 국내 유일 기술 보유라는 동사의 독보적 입지는 향후에도 견조한 매출을 견인할 것으로 판단한다.

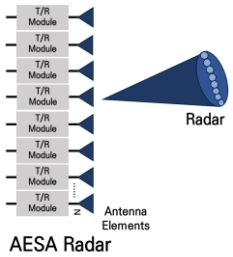
1-1. K-방산의 저력을 보여주다.

천궁-II

동사의 레이더용 PA 물량 증가에 따른 수익성 개선이 기대된다. '25년 동사의 레이더용 GaN PA 수주는 1,075억 원을 돌파했다. 이처럼 동사의 방산업의 수주 비중이 늘고 있는 상황에서, ①LIG넥스원 중심으로 제작되는 천궁-II의 수요 증가 및 천궁-Ⅲ 출시에 따른 추가 매출 확대 기대감, 그리고 ②KAI 밸류체인 협업에 따른 낙수효과를 전망한다.

1) Next-! LIG넥스원 들어오세요.

'26년 동사가 독점적 지위를 가진 레이더용 SSPA와 T/R 모듈은 곧 수요 폭증으로 직결될 것이다. 중거리 지대공 유도무기 천궁-II는 최근 UAE에 포대 2대가 설치되어 미사일 약 60여 발을 발사했고, 명중률 96%를 기록하며 고성능을 증명했다. 더하여 미국-이란 전쟁에서 높은 적중률을 보여주며 천궁-II의 레퍼런스를 확보, **중동 向 약 2~4조원의 추가 수주 가능성이 높다고 판단한다.**



레이더 1대 당 약 500~700개 PA 소요

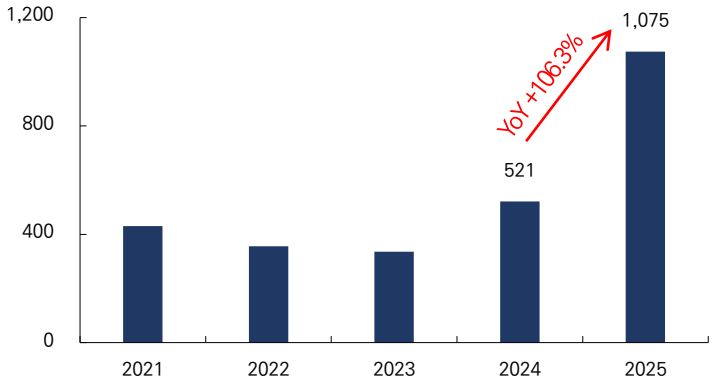
현재까지 확정된 '26년 하반기 공급 예정 중동 向 수출 물량 약 26대 만으로도 해당 년도에 발생할 것으로 전망되는 매출은 약 154억 원 이상이다. 현대 공중 방어 체계의 핵심이자 천궁-II의 중추인 AESA 레이더에는 기당 약 500~1,000개의 송수신(T/R) 모듈이 탑재되며, 각 모듈에는 동사의 주력 제품인 GaN PA(전력증폭기)가 1~2개씩 장착된다. 통상 1개 포대당 1대의 레이더가 운용되는 점을 고려할 때, 해당 수주를 통한 PA 소자의 매출 인식은 확정적이다.

이는 기존에 확보한 전자전 장비(약 180억 원) 및 SSPA·T/R 모듈(약 467억 원) 수주의 매출 인식이 본격화되는 시점과 맞물려 실적 성장을 견인할 것으로 판단한다. 특히 각 프로젝트의 종료 시점이 '27년에서 '31년까지 분산되어 있어 장기적인 수익원이 확보된 상태이며, 고객사의 요청에 따른 조기 납품 발생 시 약 400억 원 규모의 추가 매출이 더해지며 동사의 수익성 개선 폭은 더욱 높아질 전망이다.

[자료 3-1] 중동 向 LIG넥스원 천궁-II 수주 지역

출처: 시장조사, RFS Team 2

[자료 3-2] 레이더용 GaN 전력증폭기 수주잔고 추이 (단위: 백만 원)



출처: RFHIC, RFS Team 2

FA 50

2) KAI, 낙수효과 왔다!

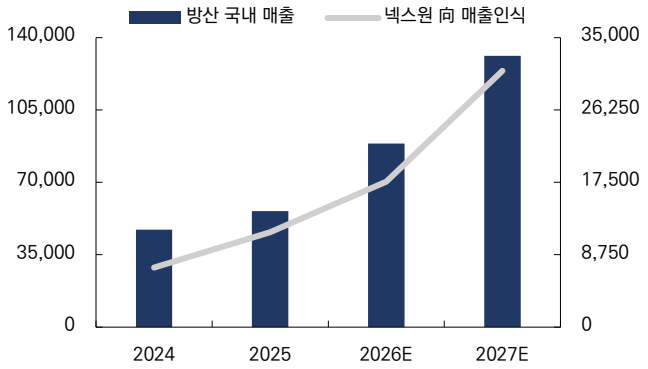
KAI(한국항공우주)가 FA-50 경공격기의 글로벌 수출 경쟁력 강화를 위해 핵심 장비인 AESA 레이더의 국산화를 추진함에 따라, 하부 밸류체인에 속한 **동사의 실질적인 낙수효과가 본격화될 것으로 판단한다.**

과거 FA-50은 미국 Raytheon과 이스라엘 Elta산 레이더에 의존해 왔으나, 최근에는 운용 효율성과 가격 경쟁력 확보를 위해 LIG넥스원이 개발한 공랭식 AESA 레이더(ESR-500A)의 채택 비중을 전략적으로 확대하고 있다. 특히 AESA 레이더 성능의 핵심인 PA와 TRM은 전통적으로 해외 의존도가 높은 영역이었다. 그러나 전술한 바와 같이, **동사가 고출력 GaN 반도체 국산화에 성공하면서 해당 부품의 공급망 내에서 대체 불가능한 전략적 파트너로 자리매김했다.**

① 정책적 수혜
② 방산 매출 비중 ↑
∴ 이익률 레버리지 본격화

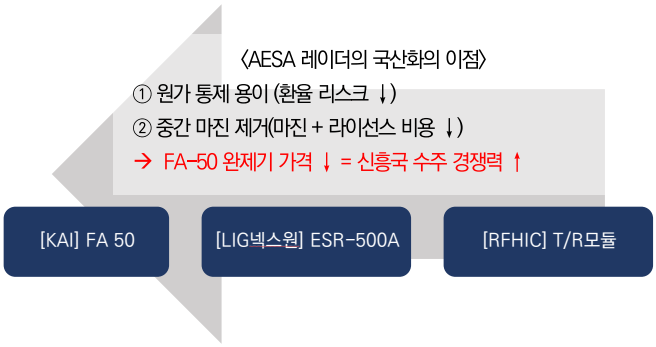
AESA 레이더는 단일 시스템에 수천 개의 송수신 모듈이 집적되는 고부가가치 구조를 갖는다. 따라서 KAI의 완제기 수출 확대는 곧 동사의 고마진 방산용 소자 매출 증가로 직결되는 구조다. 이에 동사는 K-방산의 기술 자립이라는 정책적 수혜와 더불어, 방산 매출 비중 확대에 따른 이익률 레버리지 효과가 본격화되는 구간에 진입한 것으로 판단한다.

[자료 3-3] 방산 국내 매출 및 넥스원 向 매출인식 추이 (단위: 백만 원)



출처: 각 사, RFS Team 2

[자료 3-4] KAI와 밸류체인 구조



출처: RFS Team 2

3) 가라, 천궁-III!

천궁-III 프로젝트 벨류체인 편입 시 400억 이상 추가 매출 확대 가능

동사는 LIG넥스원이 추진 중인 천궁-III 프로젝트 벨류체인에 편입될 가능성이 매우 높으며, 이에 따른 연간 최소 400억 원 이상의 추가 매출 확보가 가능할 것으로 추정한다. 이는 동사가 기존 천궁 시리즈에 SSPA를 공급하며 검증된 공급 이력 보유에 기인한다. 신규 진입이 아닌 기존 공급망의 확장에 기반한 수주라는 점에서 본 프로젝트 편입은 기술적·사업적으로 충분한 타당성을 갖는다.

① 성능 검증 완료
② 국내 유일의 양산 레퍼런스 보유

방산 사업 특성상 신뢰성과 검증 이력이 절대적인 만큼, **LIG넥스원이 이미 성능 검증을 완료한 동사를 배제할 가능성은 극히 낮다고 판단한다.** 특히 SSPA와 같은 고출력 RF 핵심 부품은 단기간 내 대체가 어려운 고난도 기술 영역으로, **동사는 국내에서 사실상 유일한 양산 레퍼런스를 보유하고 있다**.

천궁-III 프로젝트의 벨류체인에 편입될 경우, 중장기적으로 안정적인 매출 기반 확보가 가능할 것으로 전망된다. 이는 방공 미사일 체계의 특성상 초기 개발 이후에도 장기간에 걸친 양산과 지속적인 성능 개량 사업이 필수적으로 수반됨에 기인한다. 이러한 구조는 단기 실적 개선에 그치지 않고, 매출 가시성을 높이는 동시에 방산 부문 포트폴리오의 질적 성장을 견인할 것으로 기대된다.

1-2. K-방산, 해외로 매력 발산! 〉_〈

국내:
방위사업법상 원가 기반 구조가 적용
→ OPM이 통상 10% 미만으로 제한

글로벌 포트폴리오 확대에 따른 OPM 개선이 기대된다. 이는 해외 방산 시장이 가격 협상 기반의 상업적 계약 구조를 갖고 있어 국내 대비 약 3배 높은 수익성을 확보함에 기인한다. 동사의 '25년 방산 매출은 내수 비중이 55.6%로 아직 해외 비중이 낮은 만큼, 향후 수출 확대에 따른 제품 믹스 개선이 본격화되며 수익성 구조의 질적 전환이 나타날 것으로 전망된다.

1) 레이시온, 이리오시온!

'26년 해외 방산 매출 비중이 38.03%(YoY +13.85%p) 수준으로 확대되며 OPM의 체질적 개선이 본격화 될 것이다. 레이시온 캐나다 向 수주를 필두로 유럽 신규 수주가 순차적으로 인식되면서, 동사는 내수 중심의 수익 구조에서 벗어나 고마진 해외 매출이 실적을 주도하는 구조로 전환될 것으로 기대된다.

레이시온 캐나다: 레이시온의 캐나다 법인

전술한 바와 같이, 글로벌 매출 비중 확대를 견인하는 핵심 동력은 레이시온 캐나다와의 GaN PA 공급 계약이다. **이는 약 506억 원 규모에 달하는 대형 수주다.** 해당 수주는 '26년 2월부터 약 1년간의 순차 납품을 예정하며, 이를 통한 해외 매출 비중 확대의 안정적 성장이 기대된다.

레이시온 대형 수주 = 기술력 증명
→ 글로벌 고객사 확장

레이시온은 RTX의 핵심 방산 부문으로 '25년 매출 886억 달러, 수주잔고 2,680억 달러를 보유한 세계 최상위 방위 기업이다. **동사가 국내 유일의 GaN-on-SiC 기술을 바탕으로 납품을 성공적으로 이행할 경우, 이번 계약은 단순 수주를 넘어 유럽 등 글로벌 고객사 확장의 기점으로 작용할 것이다.** 이에 해외 수주 파이프라인의 확충과 매출 믹스 개선이 맞물리며, 중장기 OPM 상승 궤도가 가시화될 것으로 기대한다.

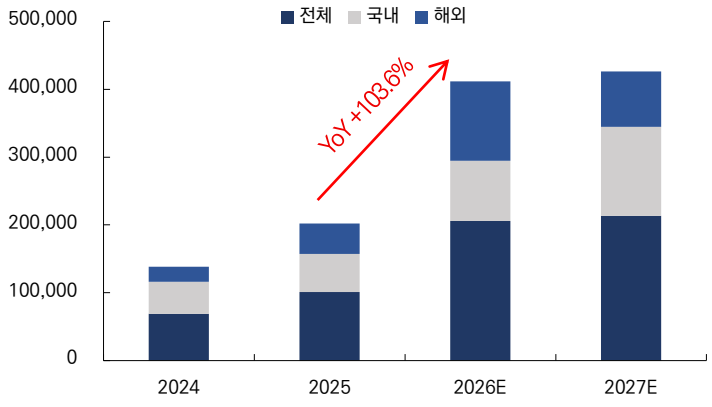
2) 중동 OK, 유럽 Let's go

유럽 向 수주
① 이탈리아 레오나르도: 70억 원 규모
② 스웨덴 SAAB 153억 원 규모

동사는 유럽 向 수주처를 늘 방산 매출 증대를 이루나가고 있다. **'25년 이탈리아 레오나르도 (70억 원), 스웨덴 SAAB (153억 원) 向 수주는 '31년까지 지속되어 납품 유지의 견조한 기반이 된다.** 이는 약 4~5년의 꾸준한 매출 인식이 되어 매출 증가를 넘어 마진 체력의 근본적 개선을 가능하게 할 것이다.

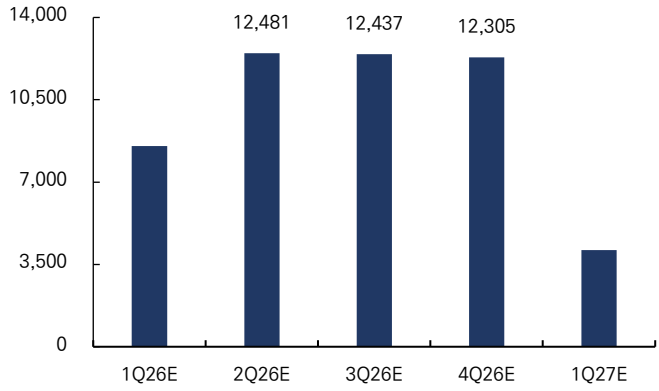
방산업은 최초 부품 채택 시 평균적 20년 이상 부품 지원 및 유지보수를 진행한다. 따라서, 동사는 매년 레이시온과 유럽 수주처 간 꾸준한 납품을 통해 계약 이행을 해야 한다. 이는 이행 과정에서 신뢰 형성 시 실적 개선 및 증가의 메인이 될 장기 고객사 확보로 해석 가능하며, 미국-이란 전쟁 종전 후에도 추가 수주 가능성이 있을 것으로 판단한다.

[자료 3-5] 방산업 국내/해외 매출비중 (단위: 백만 원)



출처: RFHIC, RFS Team 2

[자료 3-6] 레이시온 向 순차적 납품 수주액 추이 (단위: 백만 원)



출처: RFHIC, RFS Team 2

Investment Point 2. 통신 빈집털이 GaN다

'26년 동사는 통신부문에서 896억 원(YoY +15%)의 매출을 기록할 것으로 전망한다. 통신 부문은 동사 '25년 매출의 41.8%를 차지하는 핵심 매출원이다. NXP라는 거대 경쟁사의 시장 철수, 5G SA라는 업황이 동사의 GaN 역량을 필요로 함에 따라 매출 우위를 다져 안정적인 성장세를 보일 것으로 전망한다

2-1. NXP out RFHIC in

동사는 새로운 시장 공백으로 인해 연간 50~155억 원의 추가 매출을 전망한다. 이는 글로벌 RF PA의 핵심 공급자인 NXP가 기지국 인프라용 PA 시장에서 철수를 결정함에 기인한다. NXP의 애리조나의 ECHO GaN 팹의 생산을 '27년 1분기까지 단계적으로 종료 계획에 따라, 글로벌 벤더사들은 이 공급 공백을 해결할 공급사를 물색 중이다.

1) NXP이탈, 오픈랜 시대 대안은 RFHIC

NXP Airfast

RFHIC SDM

전술한 바와 같이, NXP의 철수 완료 후 동사는 공백 침투 시 연간 약 136억 원에서 590억 원의 매출 확대가 기대된다. '25년 기준 NXP는 RF GaN PA시장에서 약 8.87%의 점유율을 확보한 것으로 추정된다. RF GaN PA시장이 '25년 기준 약 2조 5천억 원 규모인 만큼, 이를 반영할 때 2,260억 원 규모의 시장 공백이 발생한 것으로 타당한 추산이 가능하다.

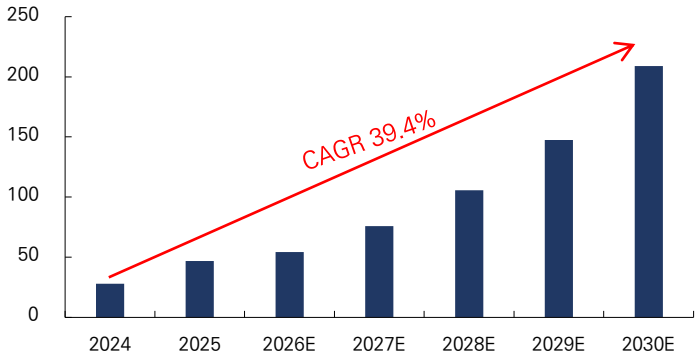
NXP는 Airfast를 주력으로 공급했는데, 이는 PA에 여러 부품을 통합해 시스템 형태로 만든 SiP 형태의 모듈이었다. 특히 동사는 고객사에 고도로 커스텀한 제품을 판매하여 벤더사가 설치 후 바로 사용 가능한 PnP 전략을 주력으로 한다. 이러한 전략은 NXP의 이탈뿐 아니라 오픈랜 전환 상황에서도 강점을 보인다.

오픈랜 시장은 '25년 47억 달러 → '30년 209억 달러(CAGR +39.4%)의 가파른 성장을 전망한다. 오픈랜 시대에서는 통신 인프라를 구축하는 장비들이 각기 다른 회사의 제품으로 구성된다. 따라서, 일반적인 범용 PA모듈을 사용할 경우 벤더사는 직접 장비 제작 과정에서 호환성과 통합과정을 진행해야 한다.

Open RAN 전환:
CapEx 24%, OpEx 16% 절감
→ 비용 효율성으로 채택 증가

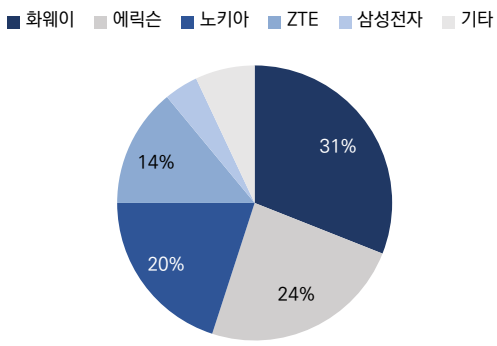
동사가 제공하는 SiP모듈은 이미 벤더사의 통신 인프라에 대해 통합을 마쳤고, **RF분야의 표준인 50Ω 임피던스 특성에 부합하여 어떤 타사 제품과 같이 써도 호환이 가능하다.** 이에 벤더사는 별도의 복잡한 공정 없이 장비를 설치하는 것만으로 시스템 통합을 마칠 수 있다. 이러한 PnP전략이 벤더사가 동사를 선택하는 핵심 요인으로 부상, NXP의 철수와 오픈랜 시대에 동사가 다변화된 공급망에 편입될 것으로 기대한다.

[자료 3-7] 글로벌 오픈랜 시장 규모 전망 (단위: 억 달러)



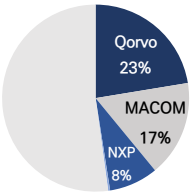
출처: 시장조사, RFS Team 2

[자료 3-8] '23년 글로벌 통신 벤더 시장 점유율 (단위: %)



출처: 시장조사, RFS Team 2

노키아의 Air Scale:
Airfast를 주요 부품으로 사용하던
노키아 주력 플랫폼



'25년 RF FEM 시장 점유율 추정

2) 그래서 얼마나 먹을 수 있는데?

NXP가 글로벌 거대 벤더사들의 주요 공급사였던 만큼 시장 점유율이 큰 벤더사일수록 NXP로 인한 시장 공백 규모가 크다. **삼성전자의 경우 약 96억 원, 노키아의 경우 약 410억 원 규모의 시장공백이 발생한 것으로 추산된다.**

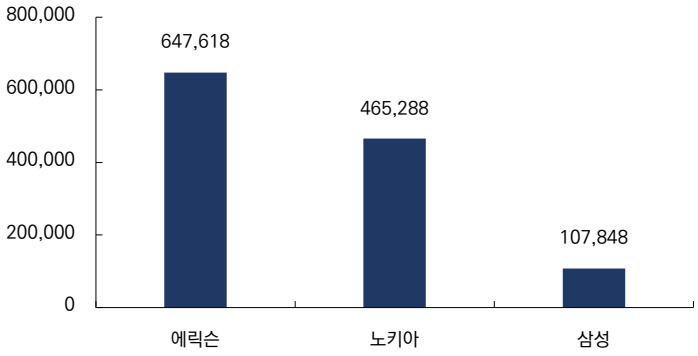
동사는 이번 시장공백으로 삼성전자와 노키아 두 공급사에서만 연간 약 45~138억 원 규모의 추가 매출을 확보할 것으로 전망한다. 이는 동사가 현재 삼성전자 공급의 46.49%, 노키아 공급의 2.96%를 공급하고 있고, NXP 이탈에 따른 공백을 해결할 가장 매력적인 선택지임에 기인한다. 향후 공백 침투가 실현된다면, 추가 매출 규모는 '25년 통신부문 매출의 약 6~18% 규모에 달해 통신 부문 매출 성장에 크게 기여할 것으로 기대한다.

나아가, 에릭슨 공급망에 대한 추가 편입도 기대되고 있다. 에릭슨은 최근 지정학적 리스크와 글로벌 수요 대응을 위해 유럽 중심 공급망을 탈피하고 다변화를 시도하고 있다. 이런 상황에서 NXP의 이탈은 에릭슨에게 공급망 다변화의 기회로 작용한다.

에릭슨 向 RF GaN PA 시장은 약 6,500억 원 규모로 추산된다. NXP가 시장 점유율만큼 공급했다고 가정할 때 NXP 이탈로 인한 공백 시장은 약 570억 원 규모에 이른다.

이는 '25년 동사 통신부문 매출 규모의 약 73% 수준에 달한다. **동사가 이 공백시장 중 일부만 차지하더라도 연간 약 66~428억 원 규모의 매출 확대를 기대할 수 있다.** 특히 에릭슨은 5G 기지국 구축과정에서 NXP의 "Airfast"모듈을 대량으로 사용해왔다. 전술한 바와 같이, SiP 모듈 공급에 강점이 있는 동사가 NXP가 이탈한 부문의 점유율을 침투할 가능성이 매우 높을 것으로 판단한다.

[자료 3-9] '25 글로벌 통신 벤더사 RF GaN PA 구매액 추정 (단위: 백만 원)



출처: 각 사, RFS Team 2

[자료 3-10] NXP이탈에 따른 RF GaN PA 시장 공백 추정 (단위: 억 원)

구분	2025	2026E	2027E
에릭슨	574	685	818
노키아	413	492	587
삼성	96	114	136
기타	1,177	1,404	1,675
총	2,259	2,695	3,216

출처: RFS Team 2

[자료 3-11] 에릭슨 向 공백 시장 편입 시 예상추가매출 Bull, Bear, Base

Case	에릭슨 向 공백 침투 비중	2026 NXP 공백시장 침투 금액 (단위: 백만 원)	2027 NXP 공백시장 침투 금액 (단위: 백만 원)
Bear	9.64%	6,605	7,880
Base	27.81%	19,058	22,737
Bull	52.29%	35,835	42,751

출처: RFS Team 2

2-2. 5G 에는 MIMO SA 한잔

5G NSA → 5G SA
5년간 27% 비용 감소

이동통신사들은 운영 비용의 이중성 문제와 데이터 센터로 인한 트래픽 증가로 인해 5G NSA(비독립망)에서 SA로 구조를 고도화하고 있다. 이러한 흐름에 따라 '30년에는 5G 가입 건의 60%가 5G SA가 될 것으로 전망한다. 이는 결국 더 높은 주파수와 열 환경에서 버틸 수 있는 RF GaN 수요확대로 이어진다.

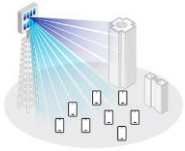
이러한 흐름에 따라 RF GaN PA시장은 '33년까지 19.3%의 CAGR을 보일 것으로 전망한다.

5G(sub 6~28Ghz)
4G(0.7~2.6Ghz)
→ 초고속을 위해 고주파수 사용

RF GaN PA시장의 성장은 5G의 기술적 특성에 기반한다. 5G의 고주파수는 높은 직진성으로 인해 도달 가능한 거리를 줄이고 더 많은 음영지역을 발생시킨다. 이 문제를 해결하기 위해 5G SA망은 고밀집도가 요구되고 이에 따라 매크로 기지국 중심 구조에서 초소형 기지국 중심 구조로 인프라가 변화하고 있다.

이러한 흐름에 따라 여러 방향으로 신호를 전달해 줄 수 있는 Massive-MIMO에 대한 수요가 급증하고 있다. 이 설비는 빔포밍을 통해 여러 방향으로 신호를 보내기 위해 여러 개의 안테나와 PA가 필요하다. **예를 들어 64T64R 구조의 Massive-MIMO는 64개의 안테나와 64개의 PA가 필요하다.**

전통적 형태의 기지국



Massive-MIMO

따라서 좁은 구역에 많은 부품들이 들어가게 된다. 이러한 환경적 요인에서 LDMOS에 비해 발열특성이 좋고 전력효율이 좋은 GaN기반의 RF PA의 채택은 필연적이다. 동사는 통신용 GaN 트랜지스터 기반의 전력 증폭기를 처음으로 상용화한 회사로 관련 기술이 경쟁사에 비해 앞서 있어 이러한 업황에서 수혜를 볼 것으로 전망한다.

1) 고객사들 통신망도 한층 LEVEL UP!

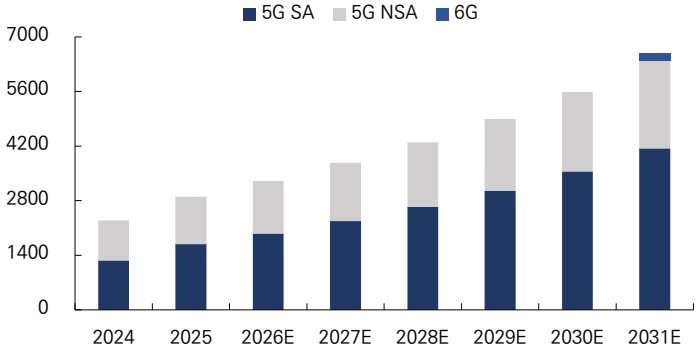
삼성전자의 주요 고객사인 버라이즌은 '26년을 유무선 통합의 원년으로 선포하며 C-Band 및 FWA로의 전환에 적극적이다. **'28년까지 FWA가입자를 800~900만명으로 확대할 계획이다.** FWA는 빠른 속도 제공을 위해 밀리미터 웨이브(28~300Ghz)를 커버 가능한 인프라가 필수적이다. 여기에는 Massive-MIMO와 RF GaN기반의 부품이 요구된다.

FWA(고정형 무선 접속):
유선 대신 5G 등 무선통신 기술을
이용한 초고속 인터넷 서비스

또한 동사의 주요 고객인 노키아 역시 엔비디아와의 협력을 통한 통신망 고도화를 진행하고 있다. **엔비디아는 '25년 노키아에 10억 달러 규모의 투자 결정을 발표하며 협력을 강화하였다.** 이는 6G 대응 통신 컴퓨터 플랫폼인 'Arc Aerial RAN'과 관련한 것이다. 노키아는 이를 통해 지능형 분산 네트워크인 AI-RAN을 구축하는 것이 목적이다. 이를 위해서는 RF GaN기반의 부품이 필수적이다.

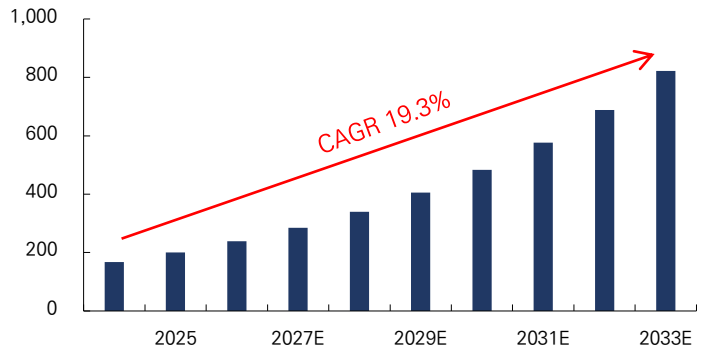
이처럼 5G SA, FWA를 비롯한 통신망 고도화 흐름 속 동사의 고객사들의 직접적인 통신망 고도화가 이어지고 있다. 동사는 GaN기술력을 필두로 이러한 업황에서 안정적인 매출 성장을 이룰 것으로 전망한다.

[자료 3-12] 글로벌 5G, 6G 가입 건수 전망 (단위: 백만 건)



출처: Ericsson, RFS Team 2

[자료 3-13] 글로벌 RF GaN PA 시장 규모 전망 (단위: 억 달러)



출처: Straits Research, RFS Team 2

Ⅳ. Risk

앞서 상술하였듯 버라이즌은 C-Band 및 FWA로의 전환에 적극적인 자세이나, '26년 Capex를 YoY -3% 수준으로 하향 조정하며, 이에 따른 하단 공급사까지의 수요 둔화 가능성이 제기되고 있다. 그럼에도 불구하고 본 리서치 팀은 해당 리스크가 제한적일 것으로 판단한다.

버라이즌 버리이지마.

버라이즌의 Capex 감소는 투자 축소라기보다는 투자 사이클 변화에 기인한다. 동사는 '21년 대규모 C-band 주파수 확보 이후 5G 네트워크 구축을 지속해왔으며, 현재 해당 구축이 약 90% 이상 완료된 상황이다. 이에 따라 대형 투자 프로젝트가 마무리 단계에 진입하면서 Capex가 일시적으로 감소하는 구간에 위치해 있다. 이에 버라이즌은 전체 Capex 규모는 축소하였으나, 운영 효율화를 통해 제한된 예산 내에서도 광망 확장을 지속하겠다는 전략을 제시하고 있으며 FWA에 적극적인 것이 그 일환이다.

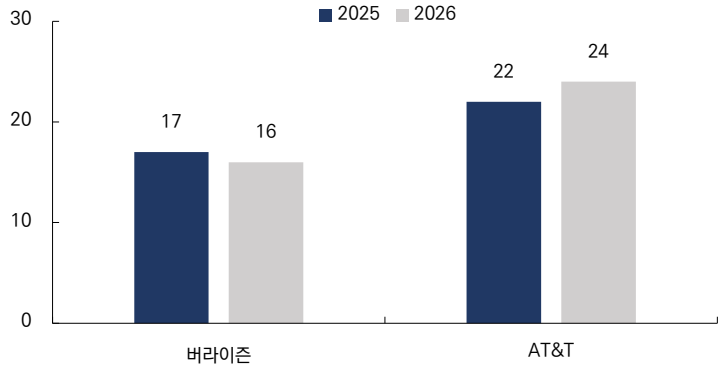
중장기적으로 Capex 증가 요인은 여전히 유효하다. FCC의 주파수 경매 권한이 복원되면서 신규 spectrum 공급이 가능해졌다. 버라이즌은 '21년 이미 큰 투자를 끝냈음에도 현재 타 이통사 대비 주파수 경쟁에서 밀리는 상황이다. 구조적으로 주파수 투자를 해야만 하는 상황에 직면해 있으며, 이에 따른 capex 증가는 필수적이다. 따라서 **현재의 Capex 감소는 구조적 둔화가 아닌, 주파수 투자 재개 이전의 일시적 공백 구간으로 해석하는 것이 합리적이다.**

이제 AT&T도 책임져.

고객사 다변화 측면에서도 하방 리스크는 일부 완화될 수 있다. 투자 포인트에서 NXP의 통신용 RF 사업 철수로 인해 주요 통신사 AT&T의 장비 공급사인 Nokia와 Ericsson 내 공급망 확장 및 편입 가능성이 존재함을 서술하였다. AT&T의 경우 Verizon 대비 mid-band 주파수 확보 시점이 늦었고, 현재 네트워크 업그레이드가 진행 중인 투자 사이클 중반 단계에 위치해 있다. 이에 따라 AT&T는 '26년 Capex는 YoY +9% 수준으로 상향 조정하였으며, 향후 관련 장비 수요 확대가 지속될 가능성이 높다.

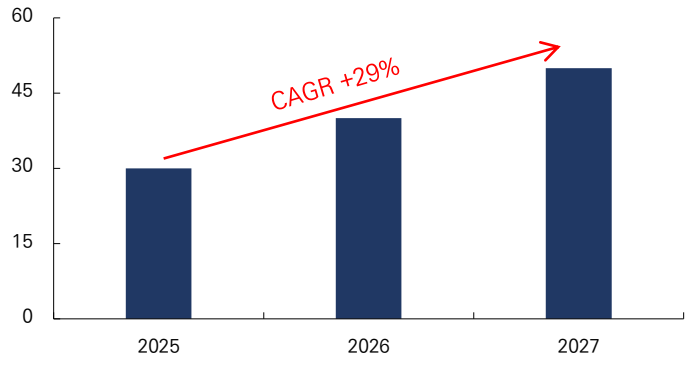
결론적으로 단기적으로는 Verizon Capex 감소에 따른 우려가 존재하나, 이는 투자 사이클 종료에 따른 일시적 조정으로 판단한다. 향후 spectrum 공급 재개에 따른 중장기 투자 확대 가능성과 AT&T의 Capex 증가를 고려할 때 동사에 미치는 부정적 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

[자료 4-1] 버라이즌, AT&T Capex (단위: 십억 달러)



출처: Verizon, RFS Team 2

[자료 4-2] 버라이즌 Fiber 망 증가 (단위: 백만 개)



출처: Verizon, RFS Team 2

V. Check Point

WOULD YOU like to go 우주??

'25년 107조원에서 '30년 285조원 규모로 성장할 것으로 전망되는 글로벌 저궤도 위성통신 시장은 동사에게 새로운 구조적 성장 기회를 제공할 것이다. 이는 저지연·초고속이 요구되는 6G 환경에서 저궤도 위성은 지상망과 결합한 비지상통신망(NTN)의 핵심 인프라로 편입되며, 이 과정에서 고출력 PA 수요가 구조적으로 확대되는 데 기인한다.

나야, 저궤도 위성

저궤도 위성

저궤도 위성이 주목받는 이유는 6G 표준의 요구 사항에 있다. 6G 환경에서는 지상망만으로는 커버리지와 품질을 동시에 충족할 수 없으며, 저궤도 위성이 지상망과 결합한 NTN으로의 핵심 인프라로 기능하여 필수 구성 요소로 편입된다. 고도 500~1,200km 저궤도 위성은 정지궤도 위성 대비 신호 지연이 약 20분의 1 수준에 불과해, 실시간성이 요구되는 6G 서비스의 바탕이 된다.

위성에도 GaN다

① 우주는 고방사선·저온·고온의 환경
② 광대역 주파수 대응 필요
⇒ GaN 기반 PA 필요

다양한 수주 경험으로 기술 신뢰성을 확보하고 있는 **동사는 저궤도 위성 통신을 위한 부품의 공급처로 자리할 가능성이 높다.** 고출력 PA는 지상과 위성 간 신호를 주고받는 데 필수적인 핵심 부품으로, 위성 한 기당 최소 하나는 탑재된다. 스타링크·아마존·중국 등 주요 사업자들의 발사 계획을 합산하면 향후 최소 5만 기 규모의 저궤도 위성이 추가 발사될 것으로 전망되며, 이는 PA 수요의 구조적 확대로 직결된다. 또한, 위성 교체 주기인 통상 10년을 감안하면 수요는 반복·순환 구조로, 이 시장의 진출은 동사의 마진 체력을 더욱 높일 것으로 전망한다.

대한민국도 위성을 한다. 그리고 이걸 발판으로 나아가자 더 큰 세계로!!

국내에서 쌓은 레퍼런스
⇒ 글로벌 시장 진출의 발판

국내 위성용 고출력 전력증폭기(PA) 시장에서 쌓은 레퍼런스는 글로벌 시장 진출을 위한 강력한 발판이 될 전망이다. 이는 기술 검증이 수주의 필수 전제 조건인 위성 부품 시장의 특성상, 국내 사업 실적은 해외 수주를 이끌어내는 직접적인 근거가 되는 것에 기인한다.

실제 LIG넥스원은 총 3,207억 원 규모의 협약을 통해 '31년 발사를 목표로 천리안 위성 5호 개발에 착수함에 따라, **동사 역시 '25년 10월 약 86.6억 원 규모의 L-대역 고출력 PA 공급 계약을 체결하며 기술력을 입증했다.** 현재 GaN 반도체 기반 위성용 고출력 PA 분야에서 국내 유일의 양산 체계를 갖춘 만큼, 향후 확대될 국내외 위성 시장에서 수혜를 기대한다.

[자료 5-1] 6G에서의 저궤도 위성

구분	지상망의 한계	저궤도 위성의 역할
커버리지	오지에 기지국 설치 불가	전 지구 커버리지 확보
지연	지상망의 무한한 설치 불가로 저지연 달성 불가	위성으로 20~40ms 수준의 저지연 실현
주요 활용처	자율주행 등 지상망 사각지대 불가피	위성-지상 연동으로 끊김 없는 연결 제공

출처: 시장조사, RFS Team 2

[자료 5-2] 스페이스 X 위성 발사 계획

연도	누적 위성 수
~2025년	9,394기
2027년	12,000기
2031년	15,000기
이후	최종42,000기 이상

출처: SPACE X, RFS Team 2

보기만 해도 배부르다! 고맙다, 아들아.

동사가 지분 41.85%를 보유한 상장 자회사 RF머트리얼즈는 '25년 매출액 259억 원(YoY +118%), 영업이익 64억 원을 기록하며 흑자 전환에 성공했다. RF머트리얼즈는 GaN 반도체 소자를 PA에 안전하게 탑재할 수 있도록 감싸는 반도체 패키지를 만드는 회사다.

AI 데이터센터의 CPO 구현에 필수적인 패키징 기술도 공급하고 있어, 데이터센터 인프라 확장에 따른 광통신 패키지 수요 급증이 실적 턴어라운드를 견인했다. 여기에 AI 서버의 차세대 광통신 아키텍처인 CPO 전환이 본격화될 경우, 광 증폭기 패키지 수요는 추가적인 성장 국면에 진입할 것으로 전망한다.

CPO(Co-Packaged Optics)
: AI 데이터센터 내 차세대 광통신 기술

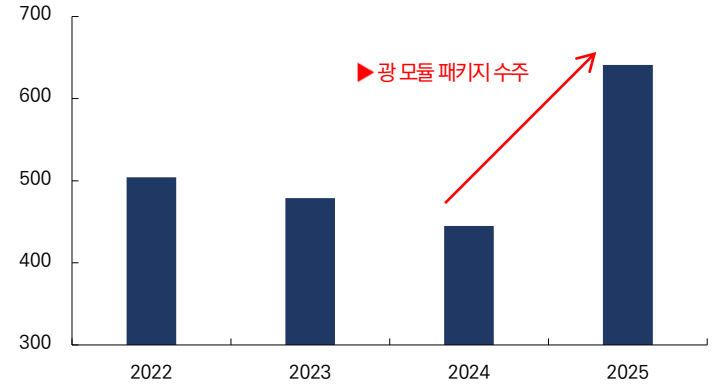
광통신과 CPO

데이터를 주고받는 방식 진화
구리선 → 광통신 → CPO

AI 서버는 수천 개의 GPU가 서로 쉬지 않고 데이터를 주고받는다. AI모델이 고도화될수록 구리선으로 데이터를 주고받는 방식은 한계를 보이고 있어, 이에 대한 대안으로 광통신이 주목받고 있다. 이러한 흐름속에서 등장한 것이 CPO다. 초기 광통신에서는 광학 부품이 칩 바깥에 따로 붙어 있었다면, CPO는 광학 부품을 칩과 통합하여 속도는 높이고 전력 낭비는 감소시키는 기술이다.

엔비디아는 이미 차세대 서버에 CPO를 공식 채택했다. CPO 시장은 '36년까지 연평균 37% 성장하여 200억 달러를 상회할 것으로 전망한다. 이 시장이 커질수록 CPO에 들어가는 광 증폭기 패키지 수요도 함께 증가한다.

[자료 5-3] RF머트리얼즈 매출 추이 (단위: 억 원)

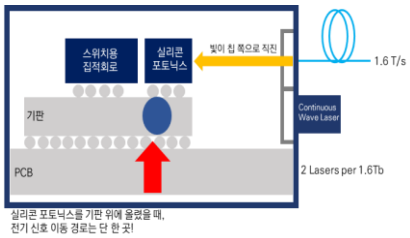


출처: RF머트리얼즈, RFS Team 2

[자료 5-4] CPO vs 기존 플러그형 광 모듈

구분	CPO	기존 플러그형 모듈
구조	광 모듈을 칩에 통합	광 모듈을 외부에 장착
전력 효율	기존 대비 30% ~ 50% 절감	기준치
신호 지연	전기 이동 거리 최소화 → 저지연	구리 배선 경유 → 신호 손실 발생
대역폭	1.6T 이상 대응 가능	800G 이상 전력·발열 문제
채택사	엔비디아	현행 데이터 센터

출처: NVIDIA, RFS Team 2



엔비디아의 CPO 기술

아들이 물어온 엔비디아

RF머트리얼즈는 엔비디아가 이끄는 CPO 밸류체인에 편입되어 통신용 패키지 부문의 매출이 '25년 222억 원(YoY +148%)으로 크게 성장했다. 벨류체인 구조상 [RF머트리얼즈(광 증폭기 핵심 소자 패키징) → 루멘텀(광 증폭기 완제품 생산) → 엔비디아(AI 서버 탑재)]로 이어지는 흐름에서, 동사는 CPO 시스템의 필수 구성 요소인 광 증폭기 핵심 부품을 담당하고 있다. AI 데이터센터의 전력 소모 절감을 위한 CPO 전환이 가속화될수록, 핵심 공급망 속에 위치한 동사의 구조적 수혜는 더욱 증대될 것으로 전망한다.

또한, 미국의 대중국 제재는 RF머트리얼즈에 추가적인 반사 이익을 안겨줄 강력한 모멘텀이다. 현재 미국 정부가 중국의 주요 광모듈 업체들에 대한 제재 검토에 따라, 글로벌 공급망 내에서 중국 기업들을 선제적으로 배제하려는 움직임이 본격화되고 있기 때문이다. '탈중국' 흐름 속에서 공급망의 불확실성을 해소하려는 글로벌 고객사들의 수요는 자연스럽게 검증된 기술력을 보유한 동사로 집중될 수밖에 없다.

Ⅵ. Valuation

Historical P/E

동사는 통신 인프라용 GaN 전력증폭기와 방산용 고출력 증폭기를 동시에 생산하는 사업 구조를 보유하고 있어, 비즈니스 모델이 유사한 비교 기업을 선정하기 어렵다. 이에 Peer P/E 방식 적용은 부적절하다고 판단, 리레이팅을 받았던 시기의 멀티플을 기준으로 적정 가치를 산정하는 것이 합리적이라고 판단하였다.

Target P/E 선정

역대급의 방산실적과 통신부문 고객사 다변화에서 이어지는 점유율 확대가 예정되어 있다. 더불어 현재의 이례적인 멀티플은 진행중인 전쟁의 수혜 기대감 역시 반영되어 있다 판단하였으며 이와 가장 유사한 시기로 '22년이라 판단한다.

당시에도 러우 전쟁으로 방산주 전반에 대한 기대감이 급격히 상승했으나, 동사는 방산 기업보다는 통신 중심 기업으로 인식되며 멀티플 반영이 지연되는 모습을 보였다. 이후 방산 밸류체인으로 재인식되며 멀티플이 상승하였다. 또한 해당 시기는 버라이즌 Capex가 피크를 형성한 구간이었으며, 현재는 동사의 통신부문 점유율 확대와 고객사 다변화를 통해 양적 성장이 기대된다는 점에서 유사성이 존재한다. 더불어 방산 매출이 본격 가시화의 초입이라는 점 역시 동사에게 부여된 방산 실적 기대감과 유사하다 판단하여 따라 '22년 상단 12MF P/E 35.84배를 적정 멀티플이라 판단하였다.

다만 과거와 달리 ①동사의 방산 기술력이 향후 강력한 락인 효과로 이어질 가능성이 높고 고객사 다변화가 기대된다는 점, ②수익성을 견인할 해외 방산 부문의 성장 폭이 전례 없이 확대될 것으로 예상된다는 점, ③현재 둔화된 이통사 Capex가 중장기적으로 반등할 수밖에 없다는 점, ④위성 시장 레퍼런스 확보를 통해진 본격 진입이 예상된다는 점을 고려하여 10%의 할증을 부여하는 것이 적합하다 판단하였으며, 엔비디아-루멘텀-RF머트리얼즈로 이어지는 밸류체인 확대에 따른 추가적인 성장옵션까지 고려했을 때 그리 과도한 할증은 아니라 판단한다.

이에 Target P/E 39.42배 목표주가 99,000원, 상승여력 29% 투자의견 BUY를 제시한다.

[자료 6-1] Historical P/E Valuation

RFHIC P/E Valuation			
'27E 당기순이익	66,350	백만 원	(A)
Target P/E	**39.4**	**배**	**(B)**
발행 주식 수	26,553,442	주	(C)
적정주가	98,513	원	(D)=(A)*(B)/(C)
Target Price	**99,000**	**원**	
Current Price	76,600	원	26.03.24 기준
Upside	29	%	

출처: RFS Team 2

Ⅶ. Estimation Logic

매출 추정

방산

동사의 방산 부문 매출액은 국내·외 글로벌 방산기업 向으로 제품을 납품하며 발생하여 구성된다.

[자료 7-1] 방산 매출 table

단위: 백만 원	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
방산 매출	69,103	17,339	24,284	22,030	37,424	48,000	53,513	50,280	54,005	42,825	44,157	62,338	63,914	101,077	205,798	213,234
YoY(%) or QoQ(%)	-	-	*40.05%*	*-9.28%*	*69.88%*	*28.26%*	*11.49%*	*-6.04%*	*7.41%*	*-20.70%*	*3.11%*	*41.17%*	*2.53%*	*46.27%*	*103.60%*	*3.61%*
국내	47,214	9,626	13,481	12,230	20,776	23,586	21,469	18,334	25,409	24,456	24,456	41,138	41,138	56,113	88,797	131,189
해외	21,889	7,714	10,803	9,800	16,648	24,414	32,044	31,947	28,596	18,369	19,701	21,200	22,775	44,965	117,002	82,046

출처: RFS Team 2

국내

국내 방산 매출은 확인 가능한 고객사 向 매출을 중심으로, 각 계약금액을 계약기간에 따라 월 안분하는 방식으로 분기별 매출을 인식하였다. 동사의 방산 매출은 공시만으로 설명되지 않는 반복 매출 비중이 높은 것으로 파악되어, '26년 이후 국내 방산 매출은 공시 매출 추정치에 '24년,'25년 미공시 비율 평균치를 적용하여 총 매출로 환산하였다.

[자료 7-2] 국내 방산 추정 매출 table

단위: 백만 원	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
국내	47,214	9,626	13,481	12,230	20,776	23,586	21,469	18,334	25,409	24,456	24,456	41,138	41,138	56,113	88,797	131,189
공시	8,105	1,850	3,885	5,571	5,571	5,571	5,071	4,331	6,002	5,777	5,777	9,718	9,718	16,878	20,975	30,989
미공시	39,110	7,776	9,596	6,658	15,204	18,014	16,398	14,003	19,407	18,679	18,679	31,421	31,421	39,235	67,822	100,200
미공시 비율	83%	81%	71%	54%	73%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	70%	76%	76%
단위: 백만 원	**2024**	**1Q25**	**2Q25**	**3Q25**	**4Q25**	**1Q26E**	**2Q26E**	**3Q26E**	**4Q26E**	**1Q27E**	**2Q27E**	**3Q27E**	**4Q27E**	**2025**	**2026E**	**2027E**
KAI 向																
매출인식	900	225	225	225	225	225	225	225	225					900	900	
신규수주	0	0	0	0	0	0	0	0	0					0	0	
수주잔고	1,800	1,575	1,350	1,125	900	675	450	225	0					900	0	
단위: 백만 원	**2024**	**1Q25**	**2Q25**	**3Q25**	**4Q25**	**1Q26E**	**2Q26E**	**3Q26E**	**4Q26E**	**1Q27E**	**2Q27E**	**3Q27E**	**4Q27E**	**2025**	2026E	**2027E**
큐니온 向																
매출인식		0	1,500	1,500	1,500	1,500	1,000							4,500	2,500	
신규수주		7,000	0	0	0	0	0							7,000	0	
수주잔고		7,000	5,500	4,000	2,500	1,000	0							2,500	0	

출처: RFS Team 2

이어 국내 대형 고객사인 LIG 넥스원 向 신규 수주는 과거 레퍼런스를 기반으로 추정하였다. 전방사의 계약 체결 이후 동사의 수주로 이어지기까지 약 10~15개월의 시차가 존재하는 것으로 파악되어 이를 반영하여 계약 시점을 산정, 수주 금액은 전방사 계약 대비 유사 프로젝트의 납품 비율을 참고하여 추정하였다. 계약 종료일 및 기간은 보수적인 접근을 위해 전방사 계약 종료 시점과 동일하게 설정하였다.

[자료 7-3] LIG 넥스원 向 매출 추정 table

단위: 백만 원	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
LIG 넥스원 向																
매출인식	7,205	1,625	2,160	3,846	3,846	3,846	3,846	4,106	5,777	5,777	5,777	9,718	9,718	11,478	17,575	30,989
신규수주	18,000	0	47,593	0	0	0	5,620	17,659	0	0	105,082	0	0	47,593	23,280	105,082
수주잔고	14,795	13,171	58,604	54,757	50,911	47,065	48,839	62,392	56,615	50,839	150,144	140,426	130,709	50,911	56,615	130,709

출처: RFS Team 2

[자료 7-4] LIG 넥스원 向 수주 추정 table

LIG 넥스원 계약 내역	계약일	종료일	금액(억 원)
CIWS-II 외 15 항목	4Q21	2Q32	4,769
장사정포요격체계 체계개발 체계종합 시제	2Q25	3Q28	834
한국형 전자전기 체계개발사업	4Q25	2Q34	15,593
대포병탐지레이더-II PBL	2Q25	2Q30	832

LIG 넥스원 向 수주 추정	계약일	종료일	기간	금액(억 원)
CIWS-II	3Q26	2Q32	65 개월	18
장사정포요격체계 체계개발 체계종합 시제	2Q26	3Q28	30 개월	56
한국형 전자전기 체계개발	2Q27	2Q34	80 개월	1,051
대포병탐지레이더-II PBL	3Q26	2Q30	30 개월	159

출처: RFS Team 2

해외

해외 방산 매출 역시 동일하게 접근하였다. 레이시온을 비롯한 해외 방산 고객사 向 공시 계약은 계약금액을 계약기간에 따라 안분하고, 분기별 원 달러 환율을 반영하여 원화 매출로 환산하였다. 반면 해외의 경우 신규 수주 흐름을 예측할 수 있는 전방사의 레퍼런스가 제한적이라는 점을 고려하여 대형 계약이 끝나는 시점 부터는 지난 모든 분기 공시 매출을 평균 내어 추정하였다. 이에 더해 보수적인 추정을 위해 미공시 비율 최저치인 1Q25 수치를 적용하여 총 매출로 환산하였다.

[자료 7-5] 해외 방산 매출 추정 table

단위: 백만 원	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
해외	21,889	7,714	10,803	9,800	16,648	24,414	32,044	31,947	28,596	18,369	19,701	21,200	22,775	44,965	117,002	82,046
공시	2,031	3,480	3,480	3,877	2,676	11,015	14,457	14,413	12,901	8,287	8,888	9,564	10,275	13,514	52,786	37,016
미공시	19,858	4,234	7,323	5,923	13,972	13,400	17,587	17,534	15,695	10,082	10,813	11,635	12,500	31,451	64,216	45,030
미공시비율	91%	55%	68%	60%	84%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	70%	55%	55%

출처: RFS Team 2

[자료 7-6] 레이시온 向 매출 추정 table

단위: 백만 원	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
레이시온 向																
매출인식						8,539	12,481	12,437	12,305	4,108					45,762	4,108
신규수주						51,231	0	0	0	0					51,067	0
수주잔고						42,693	29,122	16,583	4,102	0					4,102	0

출처: RFS Team 2

통신

고객사

통신부문 매출추정은 고객사별로 진행하였다. 주요 고객사로 삼성전자, 노키아, 기타를 선정하여 추정하였으며, 에릭슨의 경우 향후 동사가 벤더사로 들어갈 수 있을 가능성이 높다 판단하여 예상 매출 규모를 구해보고자 추정은 진행하였으나, 아직 동사가 벤더사로 확정지어지지 않았기에 통신 총합 매출에는 반영하지 않았다.

중점적으로 추정하고자 한 것은 NXP의 예상 공백시장 규모이며, 각 고객사별로 NXP철수시 동사가 침투할 수 있는 시장 규모를 구한 뒤 분기별로 안분 후 NXP가 27년 1분기까지 점진적으로 철수한다는 것을 반영하여 가중치를 곱하여 산출하였다.

[자료 7-7] 매출 추정 Table

단위: 백만 원	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
통신	39,632	13,323	18,659	16,927	28,756	19,756	21,976	23,418	25,652	26,026	28,323	29,910	31,533	77,665	90,802	115,791
YoY(%) or QoQ(%)			*40%*	*-9%*	*70%*	*-31%*	*11%*	*7%*	*10%*	*1%*	*9%*	*6%*	*5%*	*96%*	*17%*	*28%*
삼성전자 向	25,586	8,601	12,046	10,928	18,565	12,693	14,000	14,773	16,019	15,916	17,061	17,826	18,590	50,140	57,485	69,394
노키아 向	7,031	2,364	3,310	3,003	5,101	3,590	4,159	4,633	5,303	5,846	6,722	7,363	8,046	13,778	17,685	27,976
기타 向	7,015	2,358	3,303	2,996	5,090	3,473	3,817	4,011	4,331	4,264	4,540	4,720	4,898	13,747	15,633	18,421

출처: RFS Team 2

NXP 공백시장 추정

전체 RF FEM 시장 가정

RF기반의 FEM(Front-End-Module)시장이 가장 상위 시장인 만큼 규모를 산정하였다. '24년 기준 RF FEM 시장 규모는 약 140억 달러였고, 예상되는 연평균 성장률은 7.8%이다. 따라서 140억 달러에 7.8% 만큼 상승한 153억 달러(22조 9,614억 원)를 '25년 RF FEM 시장 규모를 산정하였다. RF FEM 시장에서 PA와 관련된 시장은 이 중 35%이다. 따라서 RF FEM PA 시장은 전체 RF FEM 시장의 35% 수준인 54억 달러(8조 1천억 원)으로 산정하였다. '25년 RF GaN PA 시장의 규모가 18억 달러로 추산된다. 이는 RF PA 시장의 33% 수준으로 LDMOS가 RF PA시장의 약 35%라는 점을 감안할 때 합리적인 수치로 보아, 18억 달러로 산정하였다.

[자료 7-8] 전체 RF FEM 시장 가정

단위: 억 달러	시장 규모	비중
전체 RF FEM (통신용)	153	
RF PA	54	35%
LDMOS	19	35%
기타	17	32%
RF Gan PA	18	33%
Target Market	18	
달러	1,423	
단위	100	

출처: RFS Team 2

전체 RF FEM 구매 시장 세분화

각 사 IR을 통해 네트워크 사업부 매출원가를 관련 매출 기준으로 안분하여 도출하였으며, 삼성전자의 경우 '23년 이후 네트워크 사업부문을 따로 공시하지 않아 23년도 수치에 시장 성장률 7.8%를 반영하였다.

[자료 7-9] 전체 RF FEM 시장 세분화

RF FEM 구매 시장 (기업)	구매 규모 (백만 원)	비중
에릭슨	5,538,252	25.42%
노키아	3,979,022	18.27%
삼성	922,288	4.23%
기타(화웨이, ZTE 등)	11,344,519	52.08%
총	21,784,081	100.00%

출처: RFS Team 2

전체 RF FEM 공급 시장 세분화

'25년 Qorvo의 매출 중 방산부문이 일부 포함된 HPA 사업부 매출의 절반을 차감한 매출을 RF FEM 시장 매출로 산정하였고, 이를 RF FEM 시장 규모로 나누어 22.41%의 점유율을 산정하였다.
'25년 MACOM의 매출 중 Telecom사업부 매출을 RF FEM 시장 매출로 산정하였고, 이를 RF FEM 시장 규모로 나누어 16.63%의 점유율을 산정하였다.
'25년 NXP의 Comm-Infa사업부 매출을 RF FEM 시장 매출로 산정하였고, 이를 RF FEM시장 규모로 나누어 RF FEM시장에서는 8.47%의 점유율을 산정하였다.

[자료 7-10] 전체 RF FEM 시장 세분화

RF FEM 공급 시장 (기업)	공급 규모 (백만 원)	비중
Qorvo	4,881,654	22.41%
MACOM	3,623,712	16.63%
NXP	1,844,324	8.47%
RFHIC	77,665	0.36%
기타	14,980,439	52.13%
총	21,784,081	100.00%

출처: RFS Team 2

RF LDMOS FEM 시장, RF GaN FEM 시장

'25년 Comm-infa사업부 매출 중 25%가 라디오 사업부 매출이다. '25년 NXP의 RF LDMOS와 RF GaN의 비중은 시장 점유율을 기준으로 산정하였으며 그 결과, NXP가 '25년 차지한 RF GaN 시장 규모를 라디오 사업부 매출 약 4,610억 원의 49%인 2,259억 원으로 산정하였다. 그리고 이를 '25년 RF GaN PA시장 규모로 나누어 RF GaN PA시장에서 8.87%의 점유율을 산정하였다.

[자료 7-11] RF LDMOS PA

2025 RF LDMOS PA 공급 시장 (기업)	구매 규모 (백만 원)	비중
Qorvo		
MACOM		
NXP	235,151	8.81%
RFHIC		
기타		
총	2,668,550	

출처: RFS Team 2

RF GaN PA

2025 RF GaN PA 공급 시장 (기업)	구매 규모 (백만 원)	비중
Qorvo		
MACOM		
NXP	225,930	8.87%
RFHIC	77,665	3.05%
기타		
총	2,547,330	

출처:,RFS Team 2

고객사별 NXP 공백시장 및 동사의 침투 시장 규모

'25년 NXP의 RF GaN PA 시장 점유율은 8.87%이므로, 각 벤더사에서 해당 점유율만큼 NXP가 납품했다 가정하여 공백시장을 산정하였다. 이때 RF GaN PA 시장의 CAGR이 19.3%이므로 '26년과 '27년엔 이 성장률을 반영하였다.

'25년 RFHIC의 고객사 공급 규모

'25년 동사의 최대 고객사 A에서 발생한 매출은 501억 원이었다. 동사의 통신 매출이 대부분 삼성전자에서 발생한다는 점과 삼성전자의 '25년 RF GaN PA 시장 규모를 고려할 때, 최대 고객사 A를 삼성전자로 판단하였다.

이에 따라 동사는 '25년 삼성전자 RF GaN PA 공급의 46.49%를 공급한 것으로 추산된다. 그리고 '23년 동사의 주요고객 A와 D의 매출합이 '23년 통신매출 합과 유사하다는 점에 착안하여 고객사 D를 노키아로 판단하였다. 노키아가 동사의 통신 매출 중 17.74%를 차지한다는 점에 착안하여 '25년 동사의 노키아 공급 규모는 137.7억 원으로 산정하였다.

이 규모를 매출원가를 통해 산정한 노키아 RF GaN PA시장과 비교하여 동사가 해당 공급망에서 2.96%의 점유율을 파악한다고 추산하였다.

RFHIC의 공백 시장 침투 추정

'25년 동사의 고객사 공급점유율에 NXP의 고객사 점유율을 더한 값을 향후 고객사의 NXP 공백시장 내 동사의 침투 여력이라고 판단하였다. 기타 시장의 경우 대부분이 중국 시장으로 동사의 침투율이 증가하기 힘들다 판단하여 가산하지 않았다. 이에 따라 삼성전자 내 공백 시장의 55.36%, 노키아 내 공백 시장의 11.83%, 기타 내 공백 시장의 1.04%를 침투할 것으로 추정하였으며 NXP시장 공백 규모에 각각 곱하여 고객사별 침투 시장 규모를 산정하였다. '27년의 경우 시장 성장률 19.3%를 반영하였다.

[자료 7-12] 고객사별 NXP 공백 시장 및 동사의 침투 시장 규모

RF GaN PA 구매 시장 (기업)	구매 규모 (백만 원)	고객사 내 NXP 비중	2025 NXP 시장 공백 (단위: 백만 원)	2026 NXP 시장 공백 (단위: 백만 원)	2026 침투 (금액)	2027 NXP 시장 공백 (단위: 백만 원)	2027 비중(금액)
에릭슨	647,618	8.87%	57,439	68,525	[redacted]	81,750	[redacted]
노키아	465,288	8.87%	41,268	49,232	5,824	58,734	6,948
삼성	107,848	8.87%	9,565	11,411	6,317	13,614	7,537
기타(화웨이, ZTE 등)	1,326,576	8.87%	117,658	140,366	1,455	167,456	1,735
총	2,547,330		225,930	269,534	13,596	321,554	16,221

RFHIC 고객사	2025 고객사 내 RFHIC 비중	향후 고객사 공백시장 내 RFHIC 비중	2025 RFHIC 의 공급 규모 (단위: 백만 원)	RFHIC 매출 중 비중
에릭슨(잠정)	[redacted]			
노키아	2.96%	11.83%	13,778	17.74%
삼성	46.49%	55.36%	50,140	64.56%
기타(화웨이, ZTE 등)	1.04%	1.04%	13,747	17.70%
총			77,665	100.00%

출처: RFS Team 2

비용 추정

금액적 중요성을 보이는 재고자산의 변동, 원재료 및 상품의 매입, 인건비, 유무형자산상각비, 연구개발비를 별도로 추정하였다. 이 외 계정은 변동비와 고정비로 구분하여 금액 추이를 반영한 매출액 대비 비율, 발생액 Average 적용하여 추정하였다.

원재료비

동사의 원재료비는 재고자산의 변동, 원재료 및 상품의 매입으로 별도 공시된다. 우선 추정을 함에 있어서 동사 문의 결과 제품별 원재료의 비중은 영업기밀이라 공개하지 못한다는 답변을 받아 제품 별로 나누어 추정이 불가하였다. 과거 원재료 및 상품의 매입 순 사용액이 매출액 대비 비율이 큰 변화가 없다는 것과 기말 원재료 및 상품액의 직전 2개년 증감률을 이용하여 원재료 및 상품의 매입 발생액을 추정하였다.

이어 재고자산의 변동을 추정함에 있어서 원재료 및 상품의 매입 계정 대비 비율이 안정적이라 판단 하여 직전 4개년 비율 평균 내어 추정하였다. 또한, 매출액 대비 비율이 과거 대비 크게 벗어나지 않아 합리적이라 판단하였다.

[자료 7-13] 원재료비 추정 table

재고자산의 변동 추정								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
발생액	-21,959	-12,612	-15,186	-14,716	-13,497	-34,992	-46,055	-51,062
매출액	70,452	101,561	108,033	111,433	114,876	185,804	307,657	328,013
% of sales	-31%	-12%	-14%	-13%	-12%	-19%	-15%	-16%
기초 재고자산	52,136	74,791	78,586	83,184	78,795	75,009	88,708	93,746
기말 재고자산	74,791	78,586	83,184	78,795	75,009	88,708	93,746	108,549
평균 재고자산	63,463	76,689	80,885	80,990	76,902	81,859	91,227	101,147
%	-35%	-16%	-19%	-18%	-18%	-43%	-50%	-50%
원재료 및 상품 매입액	52,858	50,105	56,519	53,360	53,418	103,255	162,161	177,398
%	-42%	-25%	-27%	-28%	-25%	-34%	-28%	-29%
원재료 및 상품의 매입 추정								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
발생액	52,858	50,105	56,519	53,360	53,418	103,255	162,161	177,398
매출액	70,452	101,561	108,033	111,433	114,876	185,804	307,657	328,013
% of sales	75%	49%	52%	48%	47%	56%	53%	54%
기초 원재료 및 상품	32,174	59,697	60,016	59,752	54,893	49,737	61,766	66,335
기말 원재료 및 상품	59,697	60,016	59,752	54,893	49,737	61,766	66,335	76,810
% 증감	-	0.54%	-0.44%	-8.13%	-9.39%	24.19%	7.40%	15.79%
순사용액	25,335	49,785	56,783	58,219	58,574	91,226	157,592	166,922
% of sales	36%	49%	53%	52%	51%	49%	51%	51%

출처: RFS Team 2

인건비

과거 분기별 총급여액과 종업원 수를 이용해 1인당 평균 급여액을 산출하고, 이후 종업원 수 증가 추이를 반영해 향후 분기 인원 수를 추정하였다. 그 다음 1인당 평균 급여액은 국회예산정책처가 발표한 명목임금 상승률을 적용해 점진적으로 증가시키고, 이를 예상 종업원 수와 곱해 총 인건비를 산출하였다. 이후 산출된 총 인건비는 과거 평균 비중을 기준으로 매출원가와 판관비로 나누어 배분하였다.

[자료 7-14] 인건비 추정 table

인건비 종합				
(단위: 백만 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
발생액	39,772	44,613	52,113	57,352
매출원가	28,401	32,710	38,231	42,074
비중	71%	73%	73%	73%
판관비	11,371	11,903	13,883	15,278
비중	29%	27%	27%	27%
종업원현황	314	334	354	374
총급여액	39,772	44,613	52,113	57,352
1 인당 평균 급여액	126.66	133.57	147.21	153.35

출처: RFS Team 2

유무형자산상각비

동사는 유형, 무형, 사용권자산의 상각비를 한 번에 공시하고 있기에 과거 기초·기말 자산과 평균 자산을 기준으로 분기 상각률을 계산한 뒤, 최근 실적 구간의 평균 상각률을 향후에도 유지하는 방식으로 향후 상각비를 추정하였다. 동시에 기말 자산은 과거 자산 증감 흐름과 상각분을 반영하는 방식으로 계산하였다. 이후 총 상각비 역시 과거 평균 비중을 이용해 매출원가와 판관비로 배분하였다.

[자료 7-15] 유무형자산상각비 추정 table

유무형자산상각비 종합				
(단위: 백만 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
발생액	8,327	8,053	8,007	8,539
매출원가	5,181	5,793	5,756	6,139
비중	62%	72%	72%	72%
판관비	3,146	2,260	2,250	2,400
비중	38%	28%	28%	28%
기초	126,644	121,744	117,526	121,261
기말	121,744	117,526	121,261	133,581
평균	124,194	119,635	119,393	127,421
상각률	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%

출처: RFS Team 2

연구개발비

연구개발비는'22년까지 증가하여 최고점을 찍은 후 감소하고 있는 추세를 보이고 있다. 이상치를 제외한 과거 발생한 연구개발비를 연구인력으로 나누어 인력당 발생액을 산출 후, 연구인력 수 증가 추이를 반영하여 발생액을 추정하였다. 이후 총 연구개발비는 제조원가, 판관비와 자산처리로 배분하는데 있어, 제조원가 반영분은 0 flat, 판관비 반영분은 과거 평균 판관비 비중을 적용하고, 자산처리 금액은 합리적으로 추정 불가하다 판단 총 발생액에서 판관비 배부액을 제 하여 추정하였다.

[자료 7-16] 연구개발비 추정 table

연구개발비 종합				
(단위: 백만 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
발생액	14,333	11,947	16,030	19,068
% of sales	12%	6%	5%	6%
제조원가	0	0	0	0
비중	0%	0%	0%	0%
판관비	11,856	11,829	15,909	18,933
비중	83%	99%	99%	99%
자산처리	2,477	118	121	135
비중	17%	1%	1%	1%
연구인력	111	140	169	198
인력당 발생액	129	85	95	96

출처: RFS Team 2

법인세비용

법인세 비용은 법인세비용 차감 전 순이익을 법인세 과세표준으로 보아 연도별로 산정하였다. 이후 분기별 법인세 비용은 직전 동 분기 유효세율을 적용한 후 4Q에 정산되는 구조로 추정하였다. 상기 논의를 종합한 최종 추정 손익계산서는 아래와 같다.

Expected IS

[자료 7-171] Expected IS

단위: 백만 원	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	70,579	78,546	76,410	82,121	70,084	72,679	91,778	93,472	185,910	307,657	328,013
매출원가	47,005	47,240	47,665	48,424	49,904	50,393	53,204	53,523	121,555	190,334	207,023
(%)	*66.6%*	*60.1%*	*62.4%*	*59.0%*	*71.2%*	*69.3%*	*58.0%*	*57.3%*	*65.4%*	*61.9%*	*63.1%*
매출총이익	23,574	31,306	28,746	33,697	20,181	22,285	38,574	39,949	64,354	117,322	120,990
GPM(%)	*33.4%*	*39.9%*	*37.6%*	*41.0%*	*28.8%*	*30.7%*	*42.0%*	*42.7%*	*34.6%*	*38.1%*	*36.9%*
판매비와 관리비	9,460	9,705	9,797	10,300	10,553	10,769	10,970	11,485	33,359	39,263	43,777
(%)	*19.6%*	*20.2%*	*20.2%*	*20.0%*	*15.1%*	*14.8%*	*12.0%*	*12.3%*	*17.9%*	*12.8%*	*13.3%*
영업이익	14,114	21,600	18,949	23,396	9,628	11,517	27,604	28,464	30,995	78,059	77,213
OPM(%)	*20.0%*	*27.5%*	*24.8%*	*28.5%*	*13.7%*	*15.8%*	*30.1%*	*30.5%*	*16.7%*	*25.4%*	*23.5%*
금융손익	1,716	1,833	1,706	1,821	1,753	1,743	1,784	1,768	6,755	7,075	7,048
기타손익	67	64	68	66	66	67	66	66	190	265	265
법인세차감전순이익	15,897	23,497	20,723	25,283	11,447	13,326	29,455	30,298	37,941	85,400	84,526
법인세비용	2,248	3,035	6,086	6,998	1,619	1,722	8,650	6,185	2,329	18,368	18,176
유효세율	*14.1%*	*12.9%*	*29.4%*	*27.7%*	*14.1%*	*12.9%*	*29.4%*	*20.4%*	*6.1%*	*21.5%*	*21.5%*
당기순이익	13,649	20,461	14,637	18,285	9,828	11,605	20,804	24,113	35,612	67,032	66,350
(%)	*19.3%*	*26.0%*	*19.2%*	*22.3%*	*14.0%*	*16.0%*	*22.7%*	*25.8%*	*19.2%*	*21.8%*	*20.2%*

출처: RFS Team 2

예상 포괄손익계산서(단위: 십억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	115	186	308	328
매출원가	79	121	190	207
매출총이익	35	64	117	121
일반판매관리비	33	33	39	44
조정영업이익	2	31	78	77
영업이익	2	31	78	77
비영업손익	16	0	0	0
금융손익	7	7	7	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	25	38	85	85
법인세 비용(환급)	5	2	18	18
계속영업이익	25	38	85	85
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	20	36	67	66
지배주주	26	29	54	53
비지배주주	(6)	7	13	13
총포괄이익	21	35	67	66
지배주주	27	28	54	53
비지배주주	(6)	7	13	13
EBITDA	2	32	86	86
FCF	8	24	51	46
EBITDA 마진율 (%)	1.7%	17.2%	27.9%	26.2%
영업이익률 (%)	1.3%	16.6%	25.3%	23.5%
지배주주귀속 순이익률 (%)	15.4%	22.4%	17.5%	16.2%

예상 현금흐름표 (단위:십억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
영업활동으로 인한 현금흐름	32	30	70	64
당기순이익	20	36	67	66
감가상각비(계)	8	8	8	9
유형자산 감가상각비	7	7	7	8
무형자산 상각비	1	1	1	1
사용권자산 상각비	0	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	9	(19)	(5)	(12)
법인세납부	(19)	(10)	(15)	(15)
기타	14	15	15	16
투자활동으로 인한 현금흐름	60	(38)	15	(8)
현금유입액	558	786	672	729
현금유출액	(498)	(816)	(657)	(737)
장단기금융자산의 감소(증가)	50	(33)	9	(12)
기타투자활동	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	(63)	8	(40)	(37)
현금유입액	28	53	41	47
현금유출액	(88)	(42)	(73)	(76)
배당금의 지급	(3)	(3)	(8)	(8)
기타재무활동	0	0	0	0
현금의 증가	30	(1)	45	19
기초현금	81	111	110	155
기말현금	111	110	155	174

예상 재무상태표 (단위: 십억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
유동자산	318	302	403	464
현금 및 현금성자산	111	110	155	174
매출채권 및 기타채권	25	45	71	75
재고자산	75	89	94	109
기타유동자산	107	58	83	106
비유동자산	165	244	249	261
유형자산	115	114	118	130
무형자산	6	6	6	6
기타자산	44	124	125	125
자산총계	483	546	652	725
유동부채	95	76	72	87
매입채무 및 기타채무	23	28	40	42
단기금융부채	41	17	17	25
기타유동부채	31	31	15	20
비유동부채	30	74	78	78
장기금융부채	30	74	78	78
장기충당부채	0	0	0	0
부채총계	125	150	150	165
지배주주지분	309	339	427	476
자본금	13	13	13	13
자본잉여금	185	142	151	163
이익잉여금	127	203	262	320
비지배주주지분	49	57	75	84
자본총계	358	396	502	560

예상 주당 가치 및 Valuation	2024A	2025A	2026E	2027E
P/E (x)	13.5	30.2	36.1	39.4
P/B (x)	1.35	1.49	1.89	2.10
EV/EBITDA (x)	19.96	21.34	26.94	29.87
EPS (원)	968	1,081	2,520	2,494
BPS (원)	11,633	12,771	18,722	21,053
DPS (원)	98	94	289	289
배당성향 (%)	10.1%	8.7%	11.9%	11.9%
배당수익률 (%)	0.75%	0.29%	0.32%	0.29%
매출액증가율 (%)	3.1%	61.8%	65.5%	6.6%
EBITDA증가율 (%)	(74.7%)	1500.0%	168.8%	(9.8%)
조정영업이익증가율 (%)	400%	1,60%	151.6%	(1.1%)
EPS증가율 (%)	45.3%	11.7%	133.1%	(1.1%)
매출채권 회전일수	80.7	88.5	84.1	83.5
재고자산 회전일수	345.6	266.2	180.6	192.2
매입채무 회전일수	106.5	82.8	76.8	74.1
ROA (%)	4.1%	6.5%	9.8%	8.9%
ROE (%)	8.6%	8.9%	12.7%	11.6%
ROIC (%)	0.4%	8.3%	15.0%	13.1%
부채비율 (%)	34.9%	37.8%	23.0%	22.7%
유동비율 (%)	334.5%	397.2%	559.7%	533.3%
당좌비율 (%)	255.6%	280.5%	429.2%	408.0%
자기자본비율 (%)	74.1%	72.6%	77.0%	77.2%