

휴대폰 부품

Overweight
(Maintain)

2017.07. 10

부품의 혁신은 계속된다

스마트폰 시장이 성숙기에 접어들고 있음에도, 부품의 혁신은 지속되고 있다. 변화의 중심에는 생체인식모듈, PI필름, RF부품이 있다. 스마트폰 전자결제의 성장으로 생체인식시장이 본격 개화하고, Flexible OLED채용에 따른 PI필름 수요가 견조하다. 5G와 함께 RF부품의 성장도 기대된다. 관련하여 혁신을 주도하는 부품업체를 다시 한번 주목해야 한다.



통신부품/장비
Analyst 장민준

02) 3787-4740

minjunj@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 생체인식과 스마트폰 3

- > 스마트폰의 높아지는 보안수준과 생체인식모듈 3
- > 카메라모듈을 활용한 생체인식 주목 5
- > 지문인식 변화 지속 9

II. Flexible OLED와 PI필름 12

- > Flexible OLED 채용은 PI Varnish수요 자극 12
- > Apple과 중국 새로운 PI Varnish 수요 15

III. RF부품 성장 스토리는 지속 17

- > 5G 시대 시작과 함께 17
- > RF 부품 성장은 계속된다 20

IV. Appendix 23

기업분석 25

- > 파트론 (091700) 26
- > 아모텍 (052710) 30
- > 와이솔 (122990) 33
- > 한솔테크닉스 (004710) 38
- > SKC코오롱PI (178920) 42
- > 인탑스 (049070) 46
- > 크루셜텍 (114120) 50

Compliance Notice

- 당사는 7월 7일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

부품의 혁신은 계속된다

>>> 생체인식, Flexible, 5G

스마트폰 시장이 성숙기로 접어들었다. 이러한 상황 속에서 스마트폰은 점차 다양한 기능을 수행하는 플랫폼의 중심이 되어가고 있고, 이와 관련된 혁신은 지속되고 있다. 여기서 주목할만한 부품들은 1) 생체인식모듈, 2) PI필름, 3) RF부품이고, 관련 업체에 관심을 가져야 할 시점이다.

우선, 지갑을 대체하는 전자결제와 이에 따른 보안문제를 해결하기 위한 생체인식모듈 탑재를 주목하자. 지문인식은 전면 디스플레이 탑재가 예상되고, 홍채인식은 스마트폰 내 탑재율이 증가할 것으로 판단한다. 기타 안면인식 기능 제공도 예상된다.

다음으로 Flexible OLED채용확대에 따른 PI필름의 수요증가다. 애플과 중국이 Flexible OLED를 채용하게 되면, PI필름의 수요는 크게 증가할 것이다.

마지막으로 초연결과 초저지연 기반의 5G와 IoT 시대의 중심은 스마트폰이 될 것을 예상한다. 이러한 변화 속에서 기존의 RF부품들도 고도화, 모듈화 될 것으로 판단된다.

>>>카메라모듈, PI필름, RF부품업체에 주목

지문인식모듈, 홍채인식모듈과 관련한 카메라모듈업체 및 지문인식 업체의 실적 성장이 가시화될 것이다.

Flexible OLED 디스플레이 탑재가 시작되면서 Glass가 PI 필름으로 빠르게 변화할 것이고, 이러한 변화와 관련하여 SKC코오롱PI 수혜가 예상된다.

마지막으로 5G 시대와 관련해서 RF부품업체들이 다시 주목 받을 것으로 판단한다. 아모텍, 한솔테크닉스, 와이솔 등 RF부품업체들의 매출 성장도 기대된다.

I. 생체인식과 스마트폰

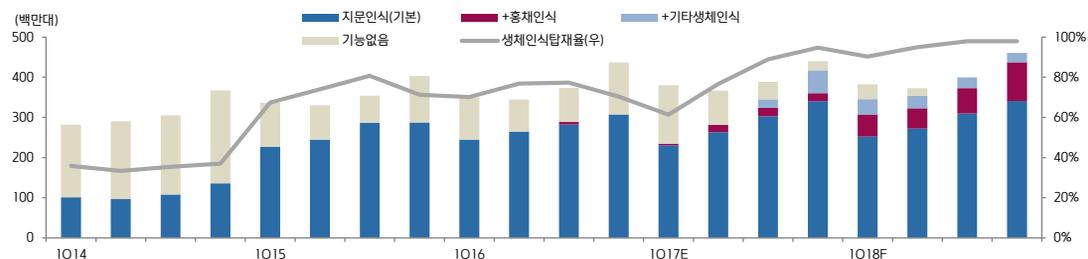
>>> 스마트폰의 높아지는 보안수준과 생체인식모듈

지문인식으로 시작되어 현재 홍채까지 확산

스마트폰 생체인식모듈은 지문인식으로 시작하여 홍채인식, 안면인식 등 다양한 생체인증으로 확대되고 있다. 18년 이후에 출하되는 스마트폰 중 90% 이상이 지문인식을 포함한 적어도 하나의 생체인식 기술을 탑재할 것으로 예상된다.

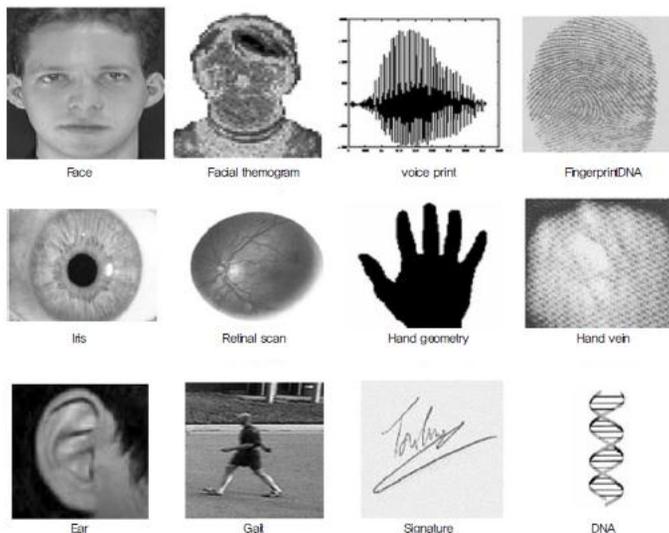
생체인식모듈의 시작은 2014년 애플과 삼성의 프리미엄 모델에서 지문인식이 탑재되면서부터이다. 15년부터는 중저가 및 중국업체들도 지문인식을 제공하기 시작하였다. 16년 하반기부터 삼성전자 스마트폰에서 홍채인식이 본격 탑재되었고, 소프트웨어적인 안면인식 기술도 시도되었다. 애플은 향후 출시될 모델에서 전면 디스플레이 지문인식을 도입할 것으로 예상된다. 이와 함께 Huawei, Oppo, Vivo, Gionee 등 중화권 업체들도 다양한 생체인식모듈을 스마트폰 내에 탑재할 것으로 기대된다.

글로벌 스마트폰 내 생체인식모듈 탑재 비중 추이



자료: 키움증권 추정

바이오생체인식 분류



자료: KISA, 키움증권 추정

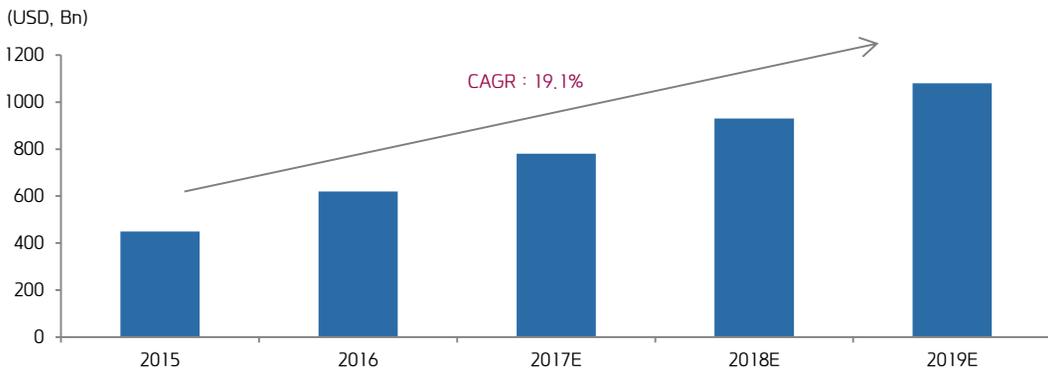
전자결제 탑재와 보안성 높은 생체인식모듈

스마트폰에 생체인식과 같은 높은 단계의 보안이 요구되는 이유는 스마트폰이 금융 플랫폼의 중심이 되고 있기 때문이다. 대표적인 전자결제모듈이 애플페이와 삼성페이이다. 애플페이는 14년 10월 애플이 공개한 모바일 결제 및 전자 지갑서비스이고, 삼성페이는 삼성전자가 마크네틱 기반 전자결제를 하는 업체를 인수하여 15년에 공개한 서비스이다. 비슷한 기능으로 LG페이, 안드로이드 페이 등 다양한 스마트폰 결제서비스가 있다.

삼성페이, 애플페이 같은 전자결제 서비스가 시행되면서 공인인증보다 간편하고 보안성이 높은 생체인식모듈에 관심이 높아졌고, 이는 생체인식모듈 수요를 증가시키는 요인이 되었다. 현재 삼성페이는 14개국에서 시행되고 있고 앞으로도 적용국가가 확대될 것으로 예상된다.

생체인식모듈의 수요 증가로 카메라모듈업체와 지문인식모듈업체의 수혜가 예상된다. 카메라 모듈은 홍채인식과 안면인식기능 탑재로 고기능화에 따른 평균ASP상승이 예상된다. 홍채인식은 적외선 LED와 인식 카메라모듈이 추가 탑재될 것이다. 안면인식기능은 3D센싱 기술 적용으로 ToF와 같은 센싱기술 탑재로 카메라모듈의 판가가 상승할 수 있다. 지문인식모듈은 디스플레이 화면 탑재에 따른 알고리즘 고기능화가 예상된다.

모바일 결제 거래 금액 추이



자료: TrendForce, 키움증권 추정

모바일 페이 가능 국가 (17년 1분기 기준)

	애플페이	삼성페이	안드로이드페이
서유럽	5	2	3
동유럽	1	1	
북미	2	3	1
남미		1	
아시아	7	7	6
총 가능 국가	15	14	10

자료: IHS Markit, 키움증권 추정

>>> 카메라모듈을 활용한 생체인식 주목

홍채인식: 홍채는 가장 높은 보안성 보유

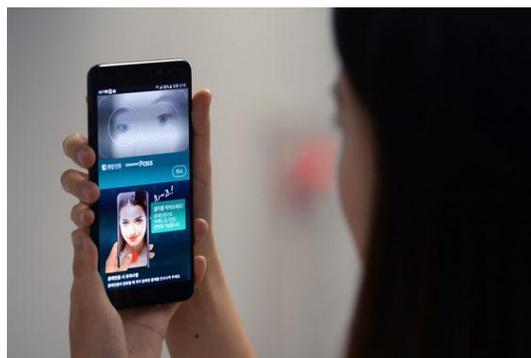
홍채인식기능은 지문인식이나 정맥인식과 같이 모듈에 접촉하는 형식과 다르게 비접촉 방식으로 이미지를 획득할 수 있다. 홍채는 해부학적으로 수정체 사이에 위치하고 있는 빛살 무늬의 인대로 구성되어 있다. 여기서 홍채와 망막의 혈관이 인증 목적으로 사용된다. 홍채는 영구 불변의 특징이 있고, 사람마다 다른 패턴들을 가지고 있다.

홍채인식은 미약한 강도의 연필 지름만한 적외선을 눈으로 투시 후 모세혈관에 반사된 역광을 측정하는 방법을 사용한다. 홍채 인식 과정은 크게 입력 영상으로부터의 홍채 영역 검출, 홍채 특징 코드의 추출, 그리고 홍채 코드의 비교 및 판단의 순으로 이루어진다.

홍채 정보를 정확하게 인식하려면 적외선 LED와 적외선 영상을 촬영하는 카메라가 필요하다. 일반적인 가시광선 환경에서 홍채 정보를 인식하면 홍채의 색이나 주변 환경에 따라 인식할 수 있는 정보의 양이 영향을 받기 때문이다. 갤럭시 S8의 경우, 기기 상단에 홍채인식 카메라와 적외선 LED를 탑재했다. 적외선 LED에서 나오는 적색 근적외선을 광원으로 활용해 카메라로 사용자 눈을 촬영한다. 적외선이 홍채에 도달된 후 반사된 형상이 카메라로 전달되는 식이다. 이때 눈꺼풀·홍채·동공을 구분하고 홍채 영역만 찾아내 관련 정보를 디지털로 바꾸고 암호화한다. 암호화된 홍채 정보를 저장해뒀다가 이를 기준으로 인증이나 거절을 진행한다.

홍채인식은 적외선 LED를 사용하게 된다. 카메라모듈 형태를 하고 있지만 사용되는 렌즈와 필터가 카메라모듈과는 차이가 있다. 우선 렌즈는 근거리 적외선(Near IR)렌즈를 사용하고 있다. 필터는 적외선이 통과 가능한 필터를 사용하게 되어, 기존의 카메라에 탑재되는 적외선을 차단하는 IR필터(IR Cutting Filter)가 아닌 적외선이 통과 가능한 새로운 필터에 대한 수요를 발생시키고 있다. 이는 홍채인식모듈이 카메라용 이미지센서가 아닌 바이오용 이미지센서를 사용하기 때문이다. 카메라용 이미지센서는 적외선을 통과하게 되면 사진이 붉게 되기 때문에 적외선을 차단해야 하는데 비해 홍채인식용 이미지센서는 적외선으로 홍채의 정보를 받아오기 때문에 적외선이 통과 가능한 필터를 채용하게 되는 것이다. 현재 삼성전자만 홍채 인식기능을 탑재한 스마트폰을 출시하고 있다. 앞으로 중국의 LeEco, 샤오미, 치우360등 중국 스마트폰 업체들도 탑재가 예상된다.

갤럭시 S8 홍채인식



자료: 삼성전자, 키움증권

홍채인식카메라 모듈



자료: 파워로직스, 키움증권

안면인식: 애플의 3D센싱 기술 돋보일 것

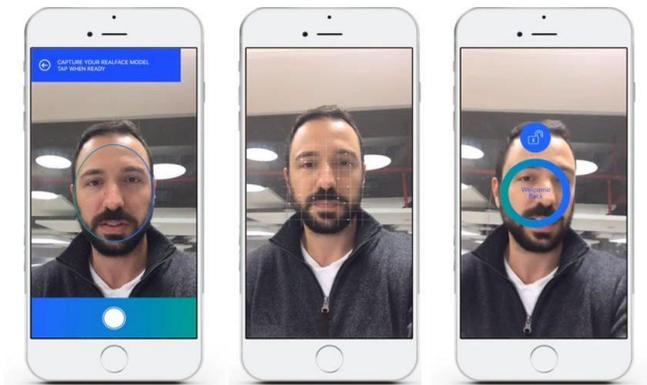
카메라모듈을 활용한 또 다른 생체인식은 안면인식이다. 애플은 딥러닝 기반으로 얼굴을 인식하고 잠금을 해제하는 보안 기술에 강점을 가지고 있는 RealFace라는 업체를 인수하였다.

하반기 출시될 아이폰 8에는 3D센싱 카메라를 활용해서 안면인식을 할 것으로 예상된다. 3D센싱 기술을 이용해 안면굴곡 및 윤곽을 측정하여 사용자를 인식하고, 이를 개인인증의 수단으로 사용할 것이다.

애플이 사용하고자 하는 안면인식 기술에 3D센싱 카메라모듈이 사용될 가능성이 높다. 3D센싱은 사물의 깊이감(Depth)과 움직임을 입체적으로 구현해내는 기술이다. 3D센싱은 특정 패턴 여부에 따라 능동 방식과 수동 방식으로 나눌 수 있다. 주변에서 흔히 접할 수 있는 적외선 거리 센서, 초음파 센서 등이 능동 방식의 3D센싱 기법이며, 두 대 이상의 카메라를 활용하여 거리 정보를 획득하는 방식이 수동 3D센싱기법이다. 수동 방식은 능동 방식에 비해 시스템 구성이 간편하나, 센싱 환경에 민감하여 안정적인 데이터를 획득 할 수 없는 단점이 있다. 능동 방식은 수동 방식에 비해 주변 환경 변화에 강인하고 풍부한 거리 데이터를 획득할 수 있으나, 투사파보다 높은 에너지를 가지고 있는 야외 환경에서는 안정적인 동작이 어렵다.

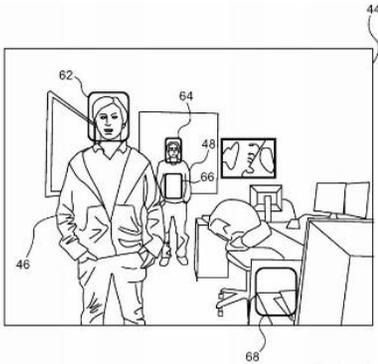
3D 센싱방법에는 삼각 측량법(능동), 시간 지연측정(Time of Flight, 수동)으로 나눌 수 있다. 삼각 측량법은 두개 이상의 좌표를 가지고 상호간의 거리와 측정하고자 하는 물체와의 각도들을 이용하여 거리 데이터를 획득하는 방법이다. 시간 지연측정(ToF)는 물체에 투사된 광파가 되돌아오는 시간을 측정하여 거리 데이터를 획득하는 방법이다. 삼각측량법은 정밀하고 풍부한 3D데이터를 획득할 수 있으나, 소형화가 어렵고 소형화 한다고 해도 정밀도가 떨어지는 단점이 있다. 애플은 안면인식기능을 위해 카메라모듈에 3D센싱을 구현할 것으로 예상된다. 이는 삼성전자에서 구현중인 2D기반의 안면인식 기술 대비 높은 보안성을 보여줄 것으로 기대된다.

RealFace 안면인식 기술



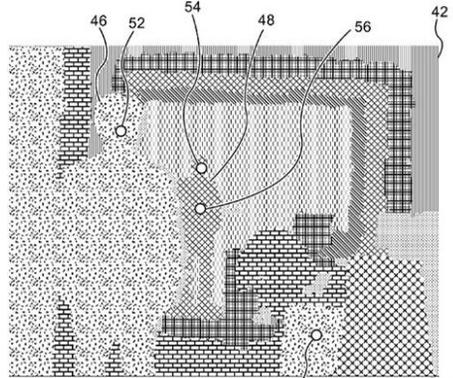
자료: RealFace, 키움증권

애플 3D 이용 깊이 측정 특허 도식1



자료: USPTO(미국특허청), 키움증권

애플 3D 이용 깊이 측정 특허 도식2



자료: USPTO(미국특허청), 키움증권

인텔 3D리얼센스 카메라



자료:인텔, 키움증권

구글 탱고가 구현한 3D 증강 현실



자료: 구글,키움증권

카메라모듈 국내외 Supply Chain

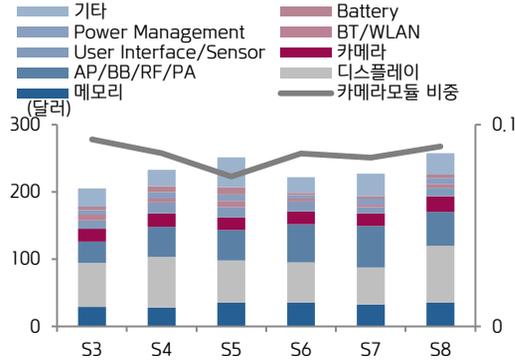
	카메라모듈	렌즈	액추에이터/OIS	IR필터	이미지센서
국내	삼성전기, LG이노텍, 파트론, 엠씨넥스, 캄시스, 파워로직스, 해성옵틱스	파트론, 해성옵틱스, 코렌, 세코닉스, 방주광학	자화전자, 동운아나텍	옵트론텍, 나노스	SK하이닉스, 삼성전자
국외	Lite-on, O-Film, Sharp, Sony, Foxconn, Shine Tech	Largan, Genius, Sunny, Foxconn	ALPS, Mitsumi	Ashahi Glass, O-Film, PTOT	Sony, Aptina, Canon, Omnicision, OnSemi

자료: 키움증권

생체인식 관련한 카메라모듈 업체 실적 성장 예상

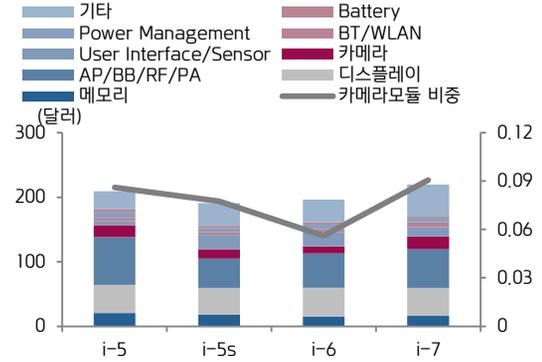
글로벌 스마트폰 업체들의 플래그십 모델에 OIS, 듀얼카메라, 홍채인식의 기능이 탑재되면서 카메라모듈이 스마트폰 내 원가에서 차지하는 비중도 증가하고 있다. 앞으로 생체인식, 3D센서로 카메라모듈의 ASP상승은 지속될 것으로 판단한다.

갤럭시 모델 BOM cost



자료: IHS, 키움증권 추정

아이폰 모델 BOM cost

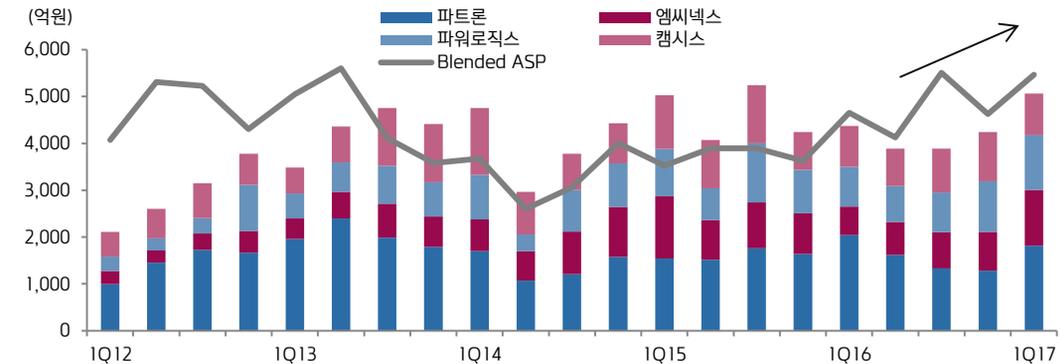


자료: IHS, 키움증권 추정

관련하여 홍채인식과 안면인식 등 카메라 고기능화에 따른 카메라모듈 ASP상승효과로 카메라모듈업체의 실적이 개선되고 있다. 홍채인식을 탑재한 카메라모듈을 제조하는 업체의 경우, 홍채인식을 탑재하지 않았을 때보다 전면카메라 ASP가 약 25%이상 상승한 것으로 추정한다.

생체인식이 탑재된 카메라모듈의 수출은 업체별로 상이하지만, 초기 시작 단계보다는 전반적으로 향상되면서 수익성도 개선되고 있다. 관련한 Supply Chain인 렌즈, 액추에이터, IR필터 업체들의 실적도 지속 개선될 것이다.

생체인식 탑재한 카메라모듈 업체의 카메라모듈 관련 매출액 및 Blended ASP 추이



자료: DataGuide, 키움증권 추정(각 사 카메라모듈 관련 매출 기준)

>>> 지문인식 변화 지속

지문인식은 가장 보편화된 생체인식모듈

지문인식모듈은 생체인식모듈 중에서 가장 오래되고, 보편화된 방식이다. 지문 비교 기술은 1684년 영국의 네에미아 크류가 처음으로 사람들의 지문들이 서로 다르다는 것을 알게 되면서부터 시작되었다. 지문인식기술은 광학식 지문인식과 비광학식 지문인식으로 나뉜다. 비광학식 지문인식은 다시 정전용량식과 초음파식으로 나누어진다. 광학식 지문인식은 가시광선에 반사된 지문영상을 획득하는 방식이다. 정전용량식은 전기용량의 차이를 이용하여 지문 영상을 획득하는 방식이다. 초음파 방식은 초음파 센서를 이용해 초음파 검사 원리를 사용하여 지문 영상을 획득하는 장치이다. 현재 스마트폰에서는 크기의 제한으로 소형화가 가능한 정전용량식 방식 지문인식을 주로 사용한다.

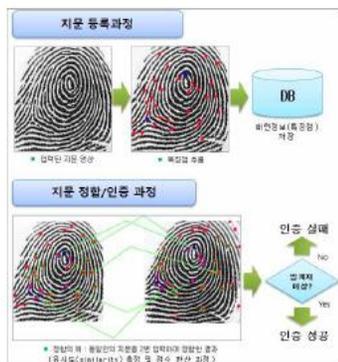
지문인식 모듈의 구성은 반도체 IC, 알고리즘, 인식모듈 이렇게 세가지로 볼 수 있다. 반도체 IC는 지문인식모듈에 쓰일 IC를 만드는 것으로 비교적 진입장벽이 낮고, 특허가 중요하다. 알고리즘은 지문이미지 특징추출, 정보 처리하는 역할을 한다. 면적을 줄이고, 정확도는 올리는 기술이 중요하다. 인식모듈은 지문을 인식하는 단계이고, Coating기술이 중요하다. Coating기술은 소재와 두께가 중요한 기술이고, 사파이어 글라스에서 세라믹 소재 등 다양하게 사용하고 있다. 삼성전자는 알고리즘 업체인 Synaptics와 파트너십을 이루고 있고, 애플은 Authentic을 인수해서 직접 제작하고 있다.

스마트폰 지문인식 Supply Chain

반도체 IC	알고리즘(Algorithm)	Module(국내)
FPC, Synaptics, Authentec, 크루셀텍, 헬컴, Goodix	FPC, Synaptics, Authentec	파트론, 엠씨넥스, 크루셀텍, 드림텍(비),

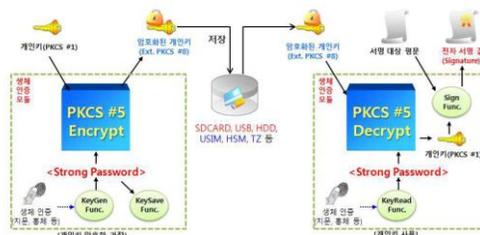
자료: 키움증권

일반적인 지문 등록 및 지문 인증 과정



자료: KISA, 키움증권

생체 인증 후 전자서명생성정보 암호 생성 과정



자료: KISA, 키움증권

스크린 확대와 지문인식 위치의 변화

스마트폰의 스크린 크기가 점차 증가하고 있고, 이는 지문인식모듈의 디스플레이 화면 내 탑재가능성을 높이고 있다. 스마트폰 스크린 크기 변화를 보면, 13년 하반기에 출시된 갤럭시S4는 스크린 비중이 72%였다. 17년 출시된 LG G6의 경우 스마트폰 내 스크린 비중이 80.7%까지 증가하였고, 갤럭시 S8은 83%까지 확대되었다. 17년 하반기 출시될 애플 아이폰 8은 전면 Full Screen이 예상된다.

스마트폰 내 스크린 비중이 증가하는 이유는 그립감을 고려해 스마트폰의 크기가 물리적으로 더 커지기 어려운 상태에서 멀티미디어 콘텐츠 이용 시 몰입감을 높이기 위한 방안이다. 앞으로 Full Screen을 통해 3D 영상과 증강 현실 등 실감 영상에 대한 효용을 극대화할 수 있을 것이다.

스크린 비중이 증가하면서 지문인식의 위치도 변화하고 있다. 물리적 홈버튼보다는 소프트 홈버튼이 사용되고, 물리적 홈버튼에 탑재되었던 지문인식모듈도 후면 또는 측면으로 이동되고 있다. 갤럭시 S8은 후면에 지문인식이 위치했고, Sony의 엑스페리아 모델은 측면에 지문인식을 탑재하였다.

스마트폰 내 스크린 비중 변화



자료: 키움증권 추정

S8의 넓어진 스크린과 후면 지문인식 모듈



자료: 삼성전자, 키움증권

애플의 Full Screen 예상도



자료: Leaks, 키움증권

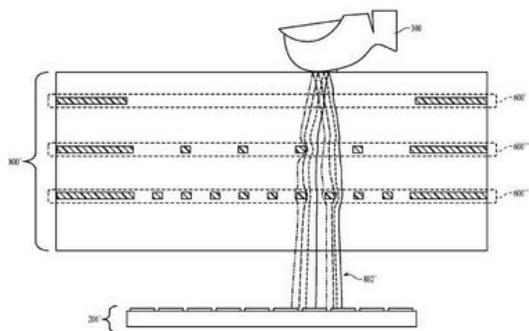
전면디스플레이 지문인식 다가올 미래

스마트폰이 Full Screen으로 바뀔 경우, 지문인식 모듈이 디스플레이 화면 속에 들어갈 가능성이 높다. 애플은 13년 화면 위에 손가락을 올렸을 때, 어느 손가락인지 인식 후 손가락 별로 다른 명령을 설정할 수 있는 특허를 이미 등록하였다. 기존의 애플의 지문인식 기술인 터치ID는 지난 2012년 인수한 AuthenTec이 개발하였고, 아이폰5S에 처음 적용됐다. 터치ID는 홈버튼을 둘러싸고 있는 스틸의 감지 센서를 통해 작동되고, 이 센서는 사파이어 크리스탈로 보호되며 정전식 터치를 사용한다. 여기서 캡처된 지문은 500ppi 해상도의 이미지로 찍히며 이는 보안 검증을 거쳐 휴대폰에 저장된 로컬 데이터와 비교된다. 수학적 표현이 일치하면 인증이 되는 방식이다.

디스플레이 전면지문인식이 되기 위해서는 디스플레이 유리 두께를 극복해야한다. 기존의 사파이어 크리스탈보다 디스플레이 강화유리가 5배정도 두껍다. 이 때문에 디스플레이 내부의 터치ID 센서까지 지문 이미지를 보내기가 쉽지 않다. 이미지 해상도가 떨어져 지금의 터치ID 방식보다 오차 수치가 5배에서 15배까지 증가할 수 있다. 이러한 문제를 해결하기 위해 애플은 정전을 활용한 렌즈를 사용할 가능성이 높다. 지정된 터치 영역과 두꺼운 유리 아래 있는 센서 사이에 정전 렌즈를 놓고, 지문인식의 내용을 디스플레이 아래 내장된 센서까지 이미지를 왜곡 없이 전달할 수 있다.

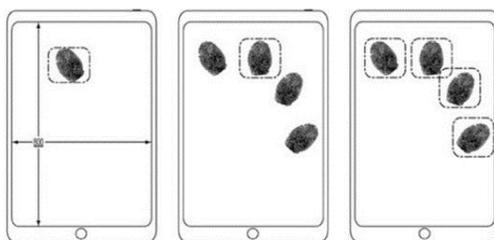
아직 표준화된 기술이 없고 디스플레이업체와 지문인식 모듈업체의 기술적인 완성도와 수율에 대한 문제가 남아있지만, 곧 출시될 플래그십 스마트폰 중심으로 전면 디스플레이 지문인식이 탑재될 가능성이 높을 것으로 판단한다.

정전기를 이용한 렌즈 활용



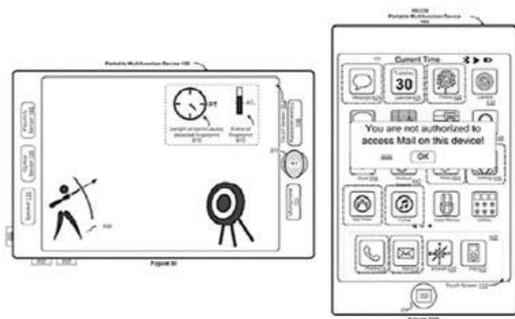
자료: 애플, 키움증권

화면 어디에서도 지문인식 가능



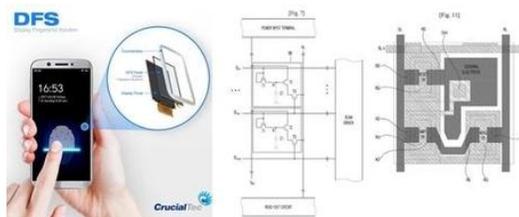
자료: 애플, 키움증권

애플 지문인식 모듈 특허 도면



자료: 애플, 키움증권

크루셜텍의 DFS 특허 도면



자료: 크루셜텍, 키움증권

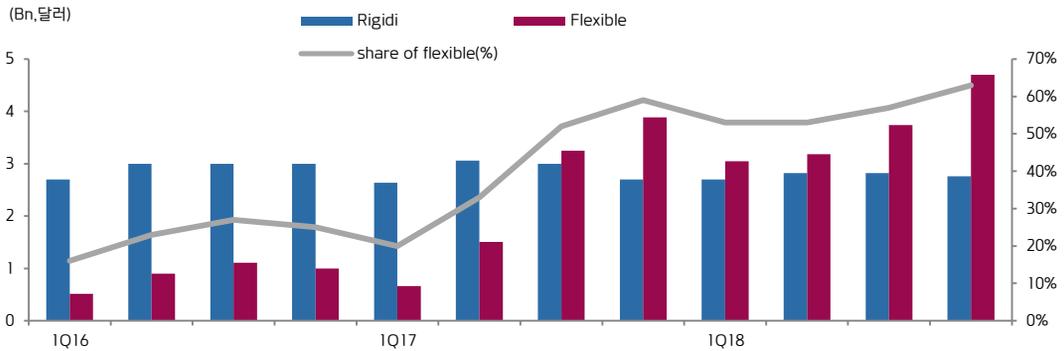
II. Flexible OLED와 PI필름

>>> Flexible OLED 채용은 PI Varnish수요 자극

Flexible OLED 시장 전망

스마트폰 내 Flexible OLED는 Rigid OLED를 대체하며 빠르게 성장할 것으로 예상된다. Rigid OLED는 폼팩터의 변화가 제한적인데 반해 Flexible OLED는 변화가 자유롭다는 장점이 있다. 이러한 장점을 바탕으로 앞으로 Foldable, Rollable 등 다양한 폼팩터 구현이 가능할 것으로 예상된다. 그리고 Flexible OLED 디스플레이가 적용될 기기가 스마트폰, 스마트 워치에서 태블릿, 안면 착용형 VR 디바이스, 자동차, TV 등으로 확대될 것이다.

Flexible OLED 시장 전망(출하 매출액 기준)



자료: IHS Markit, 키움증권

Flexible OLED 디스플레이 1



자료: 삼성디스플레이, 키움증권

Flexible OLED 디스플레이 2



자료: 삼성디스플레이, 키움증권

PI 소재, 기존의 스마트폰 내 FPCB와 방열시트로 사용

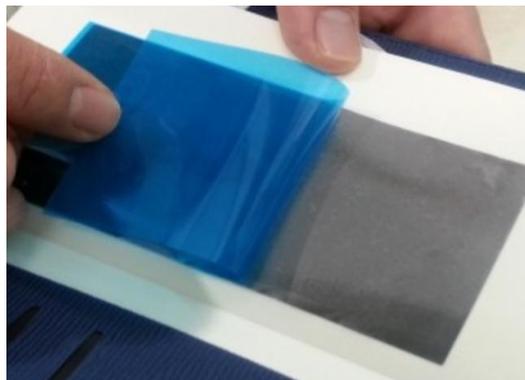
Flexible OLED 디스플레이가 채용되면서, PI필름의 액화형태인 PI Varnish에 대한 수요가 증가하고 있다. PI(Polyimide)필름은 내열성 등 다양한 특성면에서 우수한 플라스틱이다. 극저온과 고온에서도 사용 가능하고, 작은 부피에서도 전류 손실을 방지함으로써 전자 기기의 안정성 확보가 가능하다. 또한 우수한 치수안정성(온도나 물리적 자극에도 원래 치수를 유지)을 바탕으로 유연성이 높은 제품이다. 이러한 특징으로 기존의 스마트폰 내 FPCB소재와 방열시트용으로 주로 사용되고 있다.

FPCB 원재료



자료: SKC코오롱PI, 키움증권

방열시트



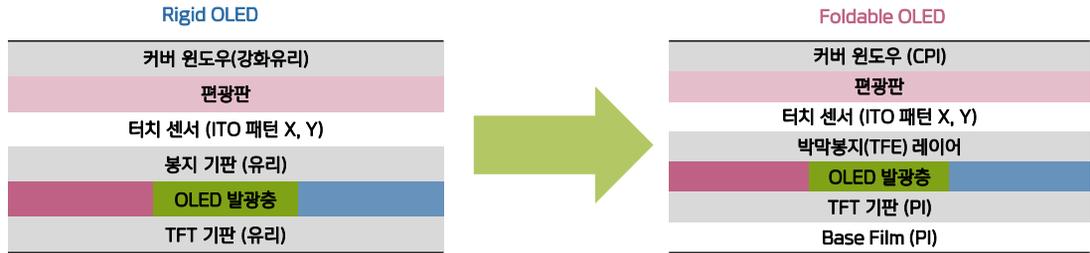
자료: SKC코오롱PI, 키움증권

PI Varnish 사용 증가 예상

Flexible OLED 채용으로 PI Varnish에 대한 수요가 증가하고 있다. Rigid 패널에서 Flexible 패널로 변화하면서 Substrate Glass가 PI필름으로 바뀌었다. 기존의 평평한 모양의 타입에서는 아래 부분은 유리기판(Substrate Glass)을 사용하고, 제일 윗부분은 강화유리(Cover Glass)를 사용하였다. 하지만 Flexible OLED에서는 Substrate Glass가 PI물질로 대체된다. 기존 Rigid에서 Flexible로 변화하는 디스플레이 공정의 흐름을 살펴보면, Flexible 디스플레이는 PI Curing과정으로 Substrate Glass를 대체할 PI Varnish를 바르고, LLO장비를 사용하여 Substrate Glass를 떼어낸다. 결국 Substrate Glass기판이 PI Varnish와 PET보호필름으로 바뀌게 되는 것이다.

아직 삼성전자 프리미엄 모델에서만 Flexible OLED가 적용되지만, 앞으로 애플과 중국 스마트폰 업체들의 Flexible OLED 채용 확대로 PI Varnish에 대한 수요는 증가할 것이다. 현재 PI Varnish는 삼성 디스플레이와 UBE가 합작한 에스유머티리얼스(Samsung-Ube Materials)라는 회사가 독점하고 있다. 따라서 에스유머티리얼스의 매출액이 곧 시장이었다. 현재는 200억원 규모의 작은 시장이다. 그러나 앞으로 애플과 중국 업체들도 Flexible OLED를 채용하게 되면, 이 시장은 5년안에 5배 이상 성장할 전망이다. 동시에 에스유머티리얼스의 독점 구조가 깨지고, SKC코오롱PI 같은 PI업체의 시장 참여가 이루어질 것으로 예상된다.

Rigid OLED vs Foldable OLED의 모듈 구조 비교



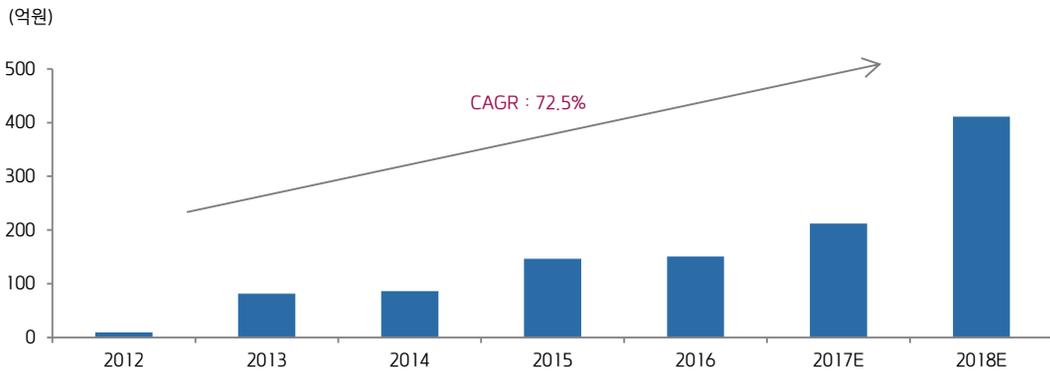
자료: 키움증권

폼팩터 변화로 Glass에서 PI필름으로 대체될 것으로 예상



자료: 키움증권

PI Varnish 시장전망



자료: 에스유머티리얼스, 키움증권 추정

>>> Apple과 중국 새로운 PI Varnish 수요

현재 삼성전자에서 향후 애플도 Flexible OLED채용 예상

애플은 17년 하반기부터 Flexible OLED를 채용할 예정이다. 애플은 과거 디스플레이의 변화를 통한 스마트폰 신제품 출시 전략을 보여주었다. 2010년에 출시된 아이폰 4는 최초의 Retina 디스플레이를 채용하였다. 12년 아이폰 5는 사이즈가 커진 화면을 제공하였고, 14년 아이폰 6에서는 4.7인치, 5.5인치 두 가지 옵션을 제공하였다. 이처럼 신제품의 차별화 포인트를 디스플레이의 변화에 두고 있다.

중국 스마트폰 업체도 향후 Flexible OLED 채용 예상

중국 스마트폰 업체들은 짧은 업력에도 불구하고, 최근 듀얼카메라까지 채용하면서 프리미엄 트렌드에 발 빠르게 대응하고 있다. 중국 내 4G의 급속한 보급과 함께 멀티미디어 사용 환경이 크게 개선됐고, 스마트폰의 고사양화로 이어지고 있다.

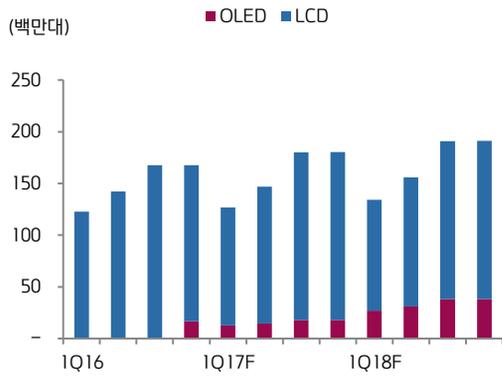
중국 스마트폰 업체들도 Flexible OLED 패널의 조달 여건이 개선되면 언제든지 적극 채용에 나설 가능성이 높다. 중국 프리미엄 스마트폰 시장을 주도하고 있는 Oppo, Vivo, Huawei는 기능면에서 글로벌 경쟁사들에게 밀리지 않으려는 의지를 보여주고 있다. 다만 중국 패널 업체들의 증설 스케줄과 맞물리는 것이어서 그 시기를 단정하기는 쉽지 않다.

아이폰 디스플레이 전략

	아이폰4	아이폰5	아이폰6(6 Plus)	아이폰 7
제품				
출시	2012년 6월	2012년 9월	2014년 9월	2016년 9월
타입	Retina IPS LCD	Retina IPS LCD	Retina IPS LCD	Retina IPS LCD
사이즈	3.5"	4.0"	4.7"(5.5")	4.7"(5.5")
해상도	640x960(330ppi)	640x1136(326ppi)	750x1334(326ppi)	750x1334(326ppi)
출시가격	30만원대	40만원대	70만원대	90만원대

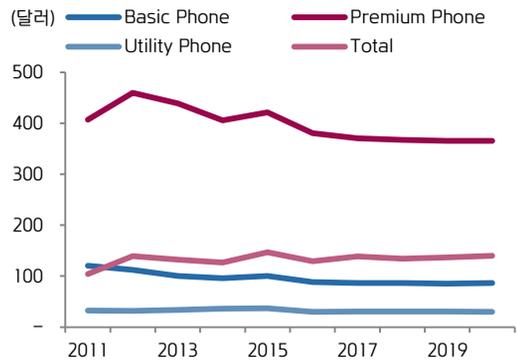
자료: 애플, 키움증권

중국 스마트폰 OLED 채용 전망



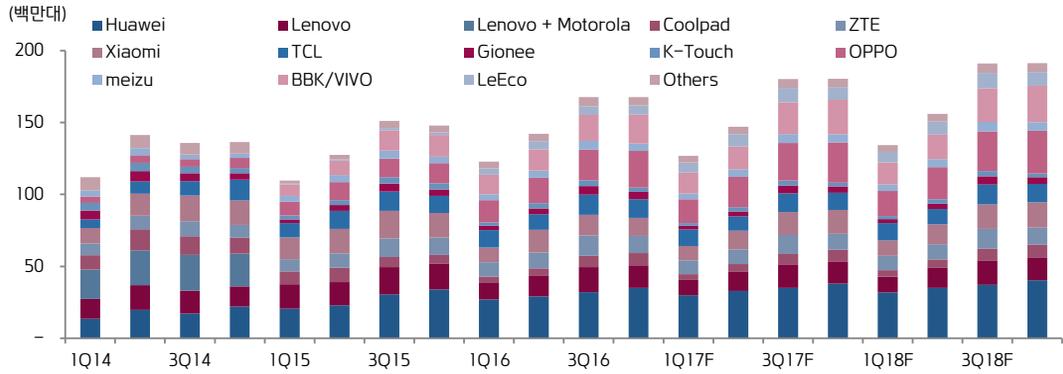
자료: Gartner, 카움증권

중국 스마트폰 구분별 ASP 전망



자료: Gartner, 카움증권

중국 스마트폰 업체별 출하량 전망



자료: Gartner, DRAMeXchange, 카움증권 추정

III. RF부품 성장 스토리는 지속

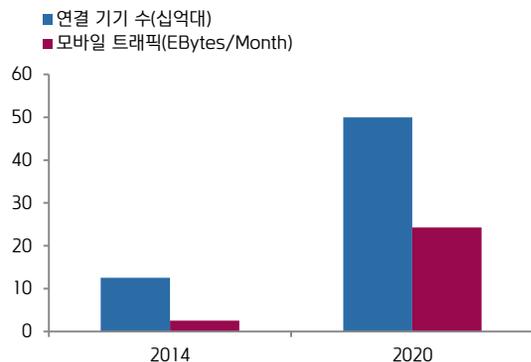
>>> 5G 시대 시작과 함께

5G의 핵심은 초연결과 초저지연

휴대폰 원래의 기능은 전화, 인터넷 등의 통신기능이다. 이러한 기능들은 5G시대의 도래와 함께 그 중요성이 더욱더 커질 것이다. 삼성전자가 발표한 5G Vision을 살펴보면, 5G와 IoT로 연결되는 기기들이 약 500억개가 될 것으로 예상하고, 모바일 데이터 트래픽은 24.3EB(Exabytes)로 현재 2.5EB의 약 10배가 성장할 것으로 판단한다.

5G기술 변화의 핵심은 초연결, 초저지연으로 표현할 수 있다. 단순히 스마트폰에서 연결되는 수준의 차원에서 벗어나 자동차, IoT 기기 등이 전방위적으로 연결되기 때문에 끊기지 않고 계속 연결되어 있는 것, 바로 초연결이 중요하다. 또한 반응속도에서 지연이 지속되면, 통신을 받아오는 기기에서 적시에 반응할 수 없기 때문에 초저지연도 중요하다. 예를 들어 자율주행차가 초연결, 초저지연이 바탕이 되지 않는다면, 사물인식 후 제어하는 시간이 차량주행속도보다 느려 사고를 초래할 수 있다. 또한 원격의료시술이 시행되는 중간에 통신이 지연될 경우 환자의 생명이 위협할 수 있다. 이러한 초연결, 초저지연으로 RF부품 시장의 확대가 예상된다.

IoT연결과 모바일 트래픽 예상



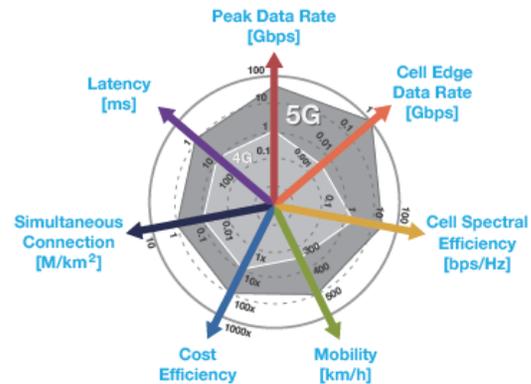
자료: 삼성전자, 키움증권

5G 통신기술 적용환경



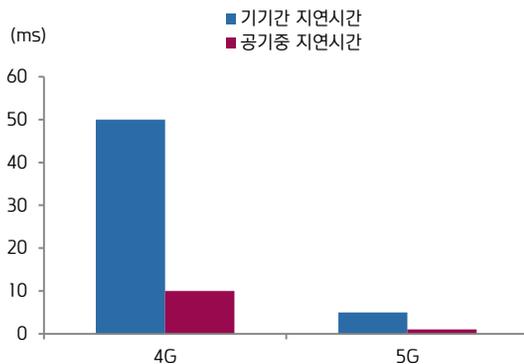
자료: 삼성전자, 키움증권

5G 커버리지



자료: 삼성전자, 키움증권

기술별 지연시간 비교



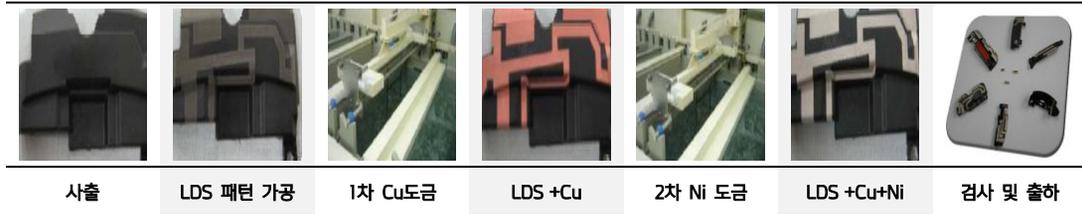
자료: 삼성전자, 키움증권

LDS안테나(메인 안테나)

흔히 안테나라고 하면, 길게 뽑는 안테나선을 예상한다. 하지만 스마트폰의 메인 안테나는 케이스 사이에 들어가 있어 그 모양이 직접적으로 눈에 띄지 않는다. 메인 안테나는 기존의 저렴한 FPCB안테나에서 LDS안테나로 바뀌고 있다.

LDS안테나는 레이저를 이용해 열가소성 수지에 원하는 패턴을 그리고, 그 위에 구리·니켈을 도금해 전기적 특성을 구현한 제품이다. 레이저와 전용 프로그램을 통해 원하는 위치에 미세 패턴을 그릴 수 있기 때문에 안테나의 설계가 자유로운 것이 특징적이다.

LDS안테나 제조 과정



자료: EMW, 키움증권

SAW 필터

SAW 필터는 휴대폰에서 신호 송수신에 필요한 특정 주파수만을 선택적으로 통과시키도록 하는 통신 부품이다. 통신 신호를 통과시키는 필터는 크게 유전체 필터와 SAW 필터가 있다. 유전체 필터의 경우 크기가 크지만 온도 특성이 유리하다. SAW 필터는 크기가 작고 좁은 대역폭으로 원하는 신호의 주파수만 정확하게 골라 내는 데 적합하다. 휴대폰의 경박단소화에 맞춰 SAW 필터의 채용이 늘고 있다

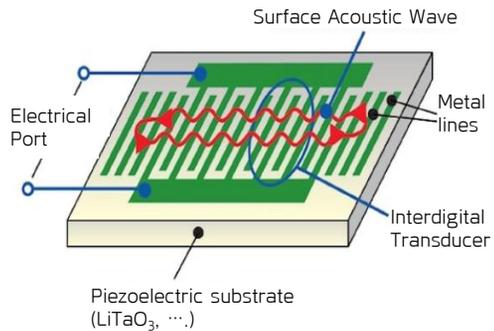
SAW 필터는 기계적인 파동인 표면탄성파(Surface acoustic wave)가 전기적인 신호로 바뀌면서 특정 주파수 성분만 선택되는 원리를 이용한다. 표면탄성파는 탄성체 표면에 따라 흐르는 전파로서, 압전 효과(기계적 에너지와 전기적 에너지의 상호 변화)에 의해 특정 주파수만을 선택하게 된다. 다른 필터에 비해 양산성이 뛰어나며, 재료로 사용되는 압전체기판의 표면파 속도가 느려 소자의 소형화가 가능하다. 현재 미세 패턴 가공 기술의 발달로 통신기기의 고주파화에 맞는 GHz대의 SAW 필터의 제조가 가능하게 되었고, SAW 필터 채택이 확대되고 있다.

유전체 세라믹 필터



자료: 신문기사, 키움증권 리서치센터

SAW 필터 기본 구조



자료: EDN, 키움증권 리서치센터

SAW 필터를 활용한 RF부품은 듀플렉서 필터 등이 있다. 듀플렉서 필터는 송, 수신 신호를 분리해 줌으로써 하나의 안테나를 통해 송, 수신이 가능토록 하는 통신 부품이다. 듀플렉서 또한 초창기 스마트폰에는 유전체 듀플렉서가 많이 채용 되었다. 그러나 유전체 듀플렉서는 통과 대역의 감쇠량을 증가시키기 위한 외부 회로가 필요하여 크기를 소형화하는데 문제점이 있다. 이러한 소형화와 대량 생산의 문제점을 해결하기 위하여 SAW 필터의 기술을 이용한 SAW 듀플렉서가 등장했고, SAW 듀플렉서는 기존의 RF SAW 필터 기술을 이용하여 두 개의 송수신 대역통과 필터를 하나의 필터로서 구성한 것이다. 이 필터는 양산성이 좋으며, 소형화가 가능하다는 장점이 있다.

전력증폭기(Power Amplifier)

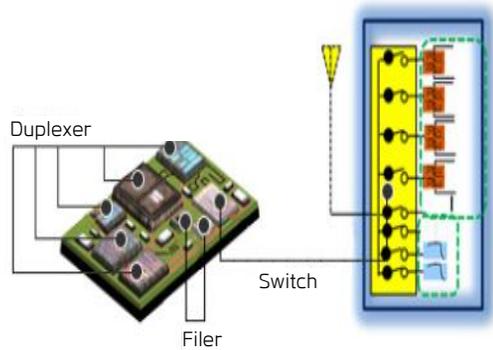
전력증폭기는 스마트폰 단말기의 출력단에 위치하는 부품으로, 고주파로 변조된 약한 신호를 증폭시킨 뒤 안테나를 통해 기지국으로 송출하는 기능을 담당한다. 통신기술의 발달과 통화품질의 요구수준이 높아져 시간과 공간의 제약을 받지 않는 송수신 강화요구에 따라 전력증폭기의 수요가 증가하고 있다. 전력증폭기는 스마트폰 데이터 및 음성 통신시 배터리 전력 소모의 약 70%를 차지하는 부품이다. 따라서 초연결, 초저지연 시대인 5G 시대에 배터리 전력 소모를 줄이기 위해 전력증폭기의 효율화와 고도화가 급속히 진행될 것이다.

FEM



자료: 와이슬, 키움증권

FEMID 구조



자료: 삼성전기, 키움증권

스마트폰 RF부품 채용 현황

	피쳐폰	Low-End 스마트폰	Middle-End 스마트폰	High-End 스마트폰
SAW Filter 류	2~3	4~6	6~10	15개이상
RF 인덕터	10	20	30	60~80
모듈화 정도	-	미미	보통	강함

자료: Murata, 키움증권

>>> RF 부품 성장은 계속된다

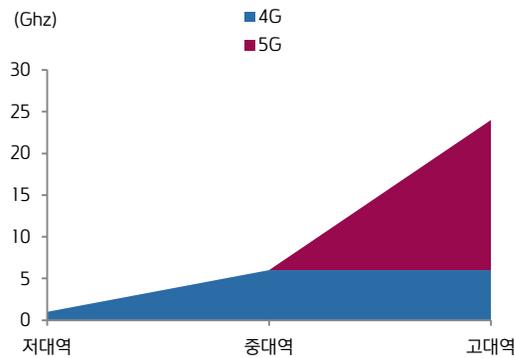
다양한 스마트 기기의 연결

현재 RF부품업체들은 성숙기 시장상황 속 치열한 경쟁과 전방업체의 지속적인 단가인하로 저마진 사업을 유지하고 있지만, 초연결과 초저지연을 바탕으로 한 새로운 통신기술이 도래될 경우 안테나 등 통신모듈의 부품 성장은 지속될 것으로 이루어질 것으로 판단한다.

우선 통신기술이 발달하면서 주파수 대역이 고주파대역으로 넓어질 것이다. 고대역의 장점은 빠른 속도를 만들기 쉽다는 것이다. 현재 4G기술은 6GHz이하의 중대역 주파수를 주로 쓰고 있다. 5G로 가면 빠른 속도를 위해 24GHz정도의 고주파대역까지 사용할 가능성이 높다.

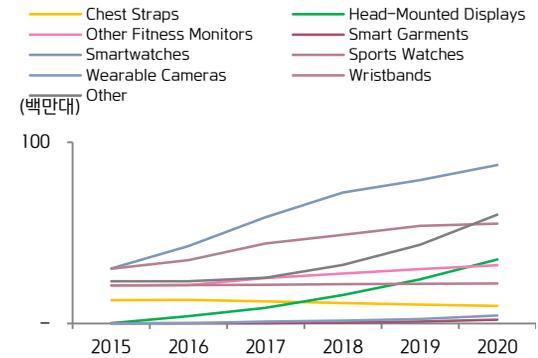
이는 스마트폰 내 SAW 필터와 같은 RF 부품 채용 개수를 증가시킬 뿐만 아니라, 스마트폰 이외의 다양한 스마트 기기들이 연결되어 RF부품 채용량이 증가할 것이다. 시장조사기관인 가트너에 의하면, 현재 1억9천만대 정도의 스마트 기기 시장이 20년까지 3억대 이상까지 성장할 것으로 판단된다.

통신 기술별 주파수 대응 영역



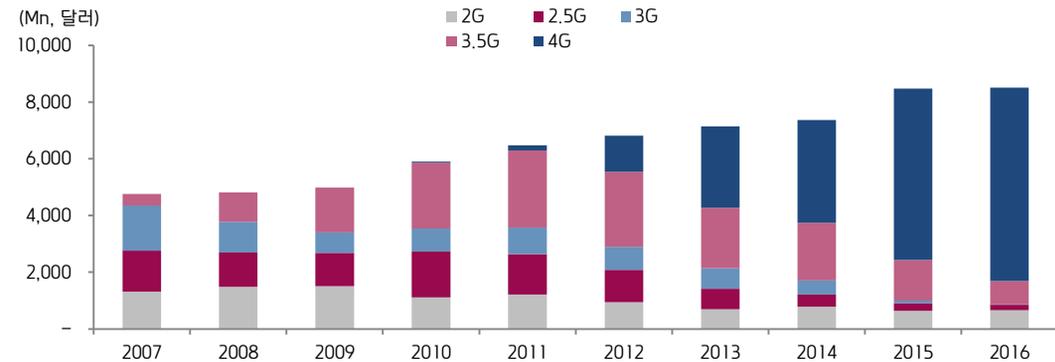
자료: 키움증권

웨어러블 스마트 기기 종류별 전망



자료: Gartner, 키움증권 추정

스마트폰 통신기술별 RF부품 매출액 추이



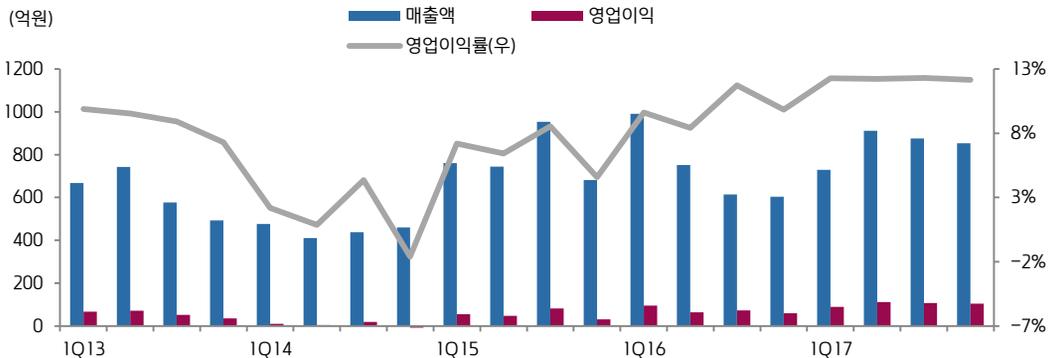
자료: Gartner, Bloomberg, 키움증권 추정

5G시대에 연결의 중심에 자리매김 할 대표적인 기기가 자율주행자동차이다. 자율주행차는 자체적으로도 방대한 양의 데이터를 생성하지만, 주행을 하고 급작스러운 변화에 대처하려면 많은 양의 데이터를 소비하기 때문이다. 우선, 자율주행차가 생성하고 소비하는 방대한 양의 데이터를 전송하려면 보다 빠른 속도의 네트워크가 필요하다. 고주파대역인 밀리미터파(mmWave)대역과 무선 및 안테나 기술이 필요하게 된다. 업계는 5G가 현재 가장 빠른 평균 LTE 속도 보다 600배 이상 빠른 최대 초당 10GB의 속도를 제공할 수 있을 것으로 전망된다.

또한, 자율주행에 있어 차량 간 연결도 중요해진다. 5G는 자동차들이 상호간은 물론 가시선에서 벗어난 있는 주변환경과도 통신 및 학습할 수 있도록 해주는 커넥티비티의 구현을 목표로 한다.

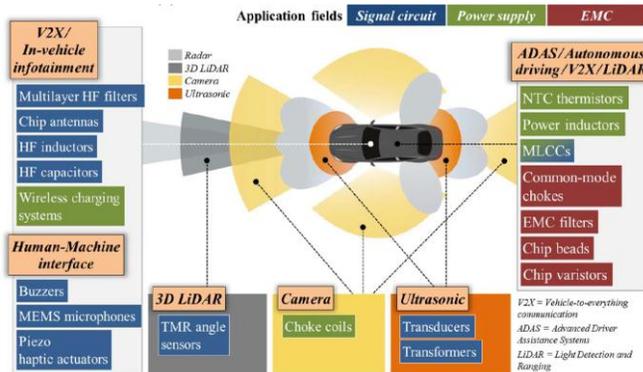
자율주행차는 초연결과 초저지연을 구현하기 위해 SAW 필터, EMC 필터, Wi-Fi 등 RF부품을 채용을 확대할 것이다. 자동차 전장부품으로 안테나 모듈이 채용되면, 안테나 관련 업체들의 수혜가 예상된다. 스마트폰보다 높은 수준의 안정성과 신뢰성을 한 제품을 공급받아야 함으로 안테나 관련 업체들은 높은 마진의 제품을 공급하게 되기 때문이다. 스마트폰 안테나 모듈을 제조하는 업체인 아모텍의 실적 추이를 보면, 자동차 전장항 안테나 모듈이 납품이 시작된 16년 하반기부터 영업이익이 증가하는 모습을 보이고 있다. 앞으로 자율주행과 자동차 전장화에 따라 자동차 제조업체가 스마트폰 RF부품 업체의 새로운 성장동력이 될 가능성이 높다.

아모텍 영업이익률 변화 추이



자료: 아모텍, 키움증권

자율주행 관련 전장부품 개괄도



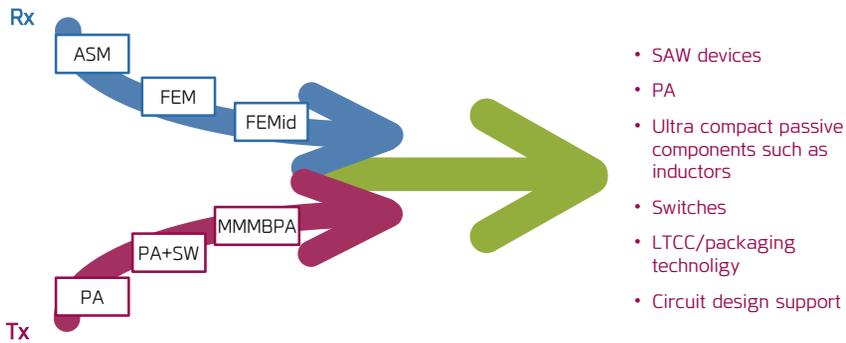
자료: TDK, 키움증권

기기의 RF Front End 중심으로 부품 모듈화 진행

안테나(RF Front End)는 멀티밴드화와 기기의 경박단소화에 따라 모듈화가 급속히 진행 중이다. 대표적인 제품으로 SAW 필터와 LNAs(Low noise amplifier)를 결합한 Single LNA Module, 다수의 SAW 필터와 안테나 스위치를 결합한 Diversity FEM, 듀플렉서와 안테나 스위치를 결합한 FEMiD 등이 있다.

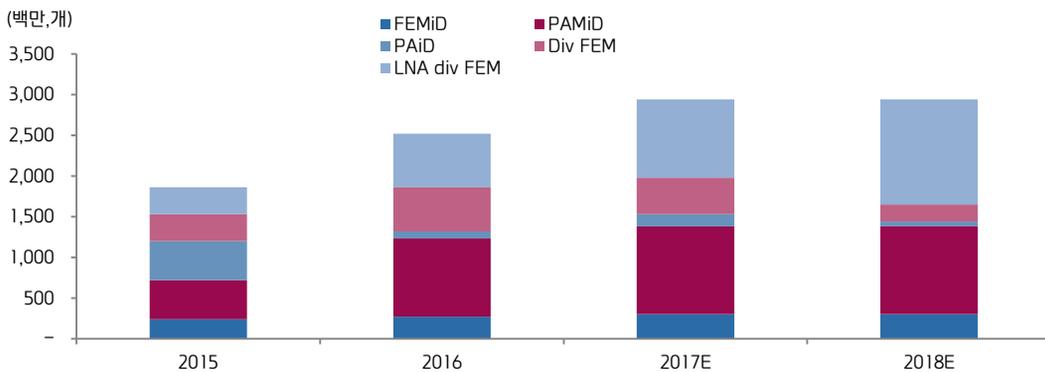
이와 같은 RF부품의 모듈화는 새로운 패키징 기술 및 통신 기술 적용으로 높은 판매단가가 적용된다. 또한 세트업체 입장에서는 효율성이 낮은 부품 수의 감소와 단말기 제조단계에 있어서의 통합 비용 및 테스트 비용을 줄임으로써 세트 제조원가를 줄이는 효과를 가져온다. 동시에 단말기에서 차지하던 부피를 대폭 줄여 소형화 및 박형화가 가능해지면서, 기타 GPS, WiFi 같은 응용 모듈에 대한 추가 탑재를 용이하게 한다. 동시에 소비전력의 감소에 따른 배터리 효율 증가도 예상할 수 있다. 대표적인 RF 부품 제조업체는 파트론, 와이솔, 아모텍, 한솔테크닉스 등이 있다.

Front End 모듈화 전망



자료: Murata, 키움증권

RF 모듈 제품 시장 전망



자료: TDK, 키움증권

IV. Appendix

해외 대표 Peer Group 실적전망 및 Valuation (단위: JP백만엔, US백만달러, TW천달러, %, 배)

		매출액	영업이익	순이익	OPM(%)	ROE(%)	PER(배)	PBR(배)
Murata	2015	1,043,542	214,535	167,711	21%	16.1	20.9	3.1
	2016	1,210,841	275,406	203,776	23%	17.3	14.1	2.3
	2017E	1,136,890	208,964	161,728	18%	12.6	21.0	2.5
	2018E	1,281,172	235,836	185,346	18%	13.1	18.3	2.3
TDK	2015	1,082,560	72,459	49,440	7%	7.2	21.7	1.5
	2016	1,152,255	93,414	64,828	8%	9.2	12.2	1.2
	2017E	1,167,620	220,967	152,304	19%	20.9	6.1	1.1
	2018E	1,127,916	84,017	59,335	7%	7.2	15.5	1.1
Skyworks Solutions	2015	3,258	1,023	798	31%	28.1	20.3	5.1
	2016	3,289	1,119	995	34%	29.7	15.5	4.0
	2017E	3,634	1,373	1,178	38%	29.2	16.1	4.7
	2018E	4,021	1,591	1,337	40%	27.8	14.2	3.9
Catcher Technology	2015	82,413	29,426	25,121	36%	23.7	8.5	1.8
	2016	79,114	27,491	22,020	35%	18.5	7.8	1.4
	2017E	90,404	31,035	22,682	34%	17.1	12.4	2.0
	2018E	106,466	35,323	26,791	33%	18.2	10.5	1.8
Sony	2015	8,215,880	64,627	-125,980	1%	-5.5		1.6
	2016	8,105,712	291,959	147,791	4%	6.2	24.2	1.5
	2017E	7,603,823	282,667	72,205	4%	2.7	77.2	2.1
	2018E	7,974,220	556,016	287,406	7%	10.6	18.9	2.0
Lite-On	2015	216,929	8,653	7,223	4%	9.6	10.2	1.0
	2016	229,572	12,709	9,416	6%	12.4	12.0	1.5
	2017E	234,777	12,984	10,426	6%	12.6	11.2	1.4
	2018E	239,450	13,898	11,083	6%	12.1	10.9	1.3
Largan Precision	2015	55,869	27,655	24,157	49%	44.1	12.6	4.8
	2016	48,352	27,914	22,733	58%	32.4	22.4	6.6
	2017E	60,741	38,084	31,169	63%	35.4	20.8	6.5
	2018E	75,996	47,471	40,348	62%	35.2	16.0	5.0
Kaneka	2015	552,189	24,635	18,033	4%	6.3	15.8	0.9
	2016	555,227	38,220	20,985	7%	7.1	15.3	1.1
	2017E	552,200		19,100		6.4	14.7	0.9
	2018E	576,810		21,825		7.2	12.8	0.9
Ube Industry	2015	641,759	24,147	14,649	4%	5.8	13.6	0.8
	2016	641,750	41,408	19,111	6%	7.2	11.0	0.8
	2017E	614,413	35,000	20,600	6%	7.4	14.1	1.0
	2018E	660,025	37,000	24,550	6%	8.7	11.5	0.9

자료: 블룸버그, DataGuide, 키움증권

국내 스마트폰 부품 Supply Chain

반도체	카메라모듈	케이스(사출)	터치스크린	렌즈	OIS, AF
삼성전자	삼성전기	인탑스	멜파스	세코닉스	자화전자
SK하이닉스	LG이노텍	모베이스	에스맥	해성옵틱스	엠씨넥스
디스플레이	파트론	이랜텍	일진디스플레이	코렌	동운아나텍
삼성전자	캠시스	KH바텍	삼성전자	카메라 필터	파트론
LG디스플레이	파워로직스	성우전자		옵트론텍	
	엠씨넥스	삼성전자		나노스	
	나무가				
	해성옵틱스				
지문인식모듈	안테나	부자재	FPCB	PCB	FPCB소재
삼성전자	아모텍	서원인텍	인터플렉스	코리아씨키트	이녹스
파트론	삼성전기	유아이엘	대덕GDS	대덕전자	SKC코오롱PI
엠씨넥스	알에프텍	통신칩부품	뉴프렉스	심텍	
드림텍(비상장)	한솔테크닉스	모다이노칩	액트	이수페타시스	
	캠트로닉스	아모텍	삼성전기	삼성전기	
		웨이브일렉트로닉스			
		와이솔			

자료: 키움증권 리서치센터



기업분석

파트론	BUY(Maintain)/목표주가 13,000원
아모텍	BUY(Maintain)/목표주가 35,000원
와이솔	BUY(Maintain)/목표주가 20,000원
한솔테크닉스	BUY(Maintain)/목표주가 21,000원
SKC코오롱PI	BUY(Reinitiate)/목표주가 28,000원
인탑스	BUY(Initiate)/목표주가 16,000원
크루셜텍	Not Rated

파트론 (091700)



BUY(Maintain)

주가(7/7) 9,210원

목표주가 13,000원

동사는 카메라모듈과 생체인식모듈을 통한 안정적인 성장을 지속할 것이다. 카메라모듈은 생체인식모듈 탑재와 화소수 상승에 따른 ASP상승효과로 매출이 증가할 것이다. LDS안테나의 스마트폰 내 탑재비중증가도 동사에 긍정적인 요인이다. 투자의견 BUY, 목표주가 13,000원을 유지한다.

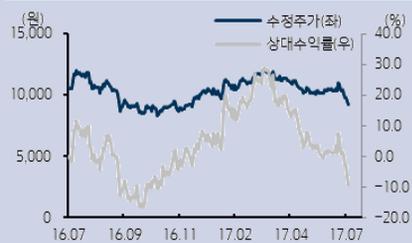
Stock Data

KOSDAQ (7/7)	663.77pt	
시가총액	4,988억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	12,000원	8,300원
최고/최저가대비	-23.25%	10.96%
주가수익률	절대	상대
	1M	-9.3%
	6M	-10.6%
	1Y	-13.5%

Company Data

발행주식수	54,156천주
일평균 거래량(3M)	525천주
외국인 지분율	20.47%
배당수익률(17.E)	1.93%
BPS(17.E)	6,768원
주요 주주	김종구 외 7인 25.4%

Price Trend



카메라모듈과 생체인식의 조화

>>> 카메라모듈 ASP상승 지속

동사는 주 고객사 플래그십 모델의 전면카메라뿐만 아니라, 중저가 모델의 후면카메라를 제조하고 있다. 주 매출처인 카메라모듈의 경우 생체인식모듈탑재와 화소수 상승으로 ASP 상승에 대한 기대감은 유효하다.

>>> 생체인식모듈로 한 단계 업그레이드

주고객사 스마트폰 전면카메라 생체인식모듈 탑재가 지속될 것으로 예상하고, 안정적인 수율을 바탕으로 동사의 고객사 내 점유율은 성장할 것으로 예상된다. 지문인식모듈 중국 판매량 증가와 주고객사 내 점유율 상승 또한 매출성장을 이끌 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 13,000원 유지

17년 매출액 8,217억원(YoY 3.8%)을 예상한다. 플래그십 전면카메라 생체인식탑재, 중저가 후면카메라 화소수 상승으로 카메라모듈의 ASP가 지속 상승함에 따라 안정적인 매출성장이 기대된다. LDS안테나의 중저가 스마트폰 채택율도 증가하고 있다. 지문인식모듈의 고객사도 다양해지면서 매출성장이 기대된다.

투자의견 BUY와 목표주가 13,000원을 유지한다.

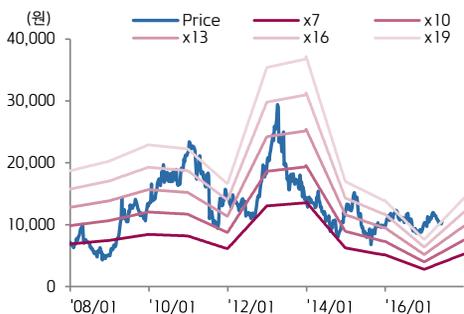
투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	8,058	7,914	8,217	9,343	10,109
보고영업이익(억원)	588	382	530	804	870
핵심영업이익(억원)	588	382	530	772	835
EBITDA(억원)	1,053	907	927	1,204	1,260
세전이익(억원)	625	376	486	859	853
순이익(억원)	456	283	413	776	841
지배주주지분순이익(억원)	398	218	373	716	776
EPS(원)	735	402	689	1,322	1,433
증감율(%YoY)	-17.8	-45.3	71.3	91.8	8.4
PER(배)	13.4	25.7	13.4	7.0	6.4
PBR(배)	1.6	1.7	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	6.1	8.0	5.9	3.9	3.2
보고영업이익률(%)	7.3	4.8	6.4	8.6	8.6
핵심영업이익률(%)	7.3	4.8	5.9	8.3	8.3
ROE(%)	13.1	7.6	10.3	17.3	16.2
순부채비율(%)	8.7	0.2	-2.3	-14.9	-24.6

파트론 분기별 실적전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	2,481	1,964	1,768	1,702	1,802	2,217	2,171	2,027	8,058	7,914	8,217	9,343
YoY	23%	6%	-20%	-14%	-27%	13%	23%	19%	5%	-2%	4%	14%
QoQ	25%	-21%	-10%	-4%	6%	23%	-2%	-7%				
반도체사업	2,039	1,614	1,329	1,280	1,355	1,754	1,710	1,562	6,455	6,263	6,380	7,388
RF통신부품	310	245	274	264	279	291	289	297	1,172	1,093	1,157	1,094
신사업, 기타	131	104	164	158	168	172	171	169	431	558	680	862
영업이익	207	107	26	42	-29	179	178	154	588	382	482	772
YoY	47%	72%	-87%	-78%	적전	67%	586%	271%	-11%	-35%	26%	60%
QoQ	11%	-48%	-76%	60%	적전	흑전	0%	-14%				
세전이익	192	104	12	70	-27	175	165	173	625	378	486	859
순이익	151	75	4	53	-35	138	144	166	456	283	413	776
영업이익률	8.4%	5.5%	1.5%	2.4%	-1.6%	8.1%	8.2%	7.6%	7.3%	4.8%	5.9%	8.3%
세전이익률	7.7%	5.3%	0.7%	4.1%	-1.5%	7.9%	7.6%	8.5%	7.8%	4.8%	5.9%	9.2%
순이익률	6.1%	3.8%	0.2%	3.1%	-1.9%	6.2%	6.6%	8.2%	5.7%	3.6%	5.0%	8.3%
제품별 비중												
반도체사업	82%	82%	75%	75%	75%	79%	79%	77%	80%	79%	78%	79%
RF통신부품	13%	13%	16%	16%	16%	13%	13%	15%	15%	14%	14%	12%
신사업, 기타	5%	5%	9%	9%	9%	8%	8%	8%	5%	7%	8%	9%

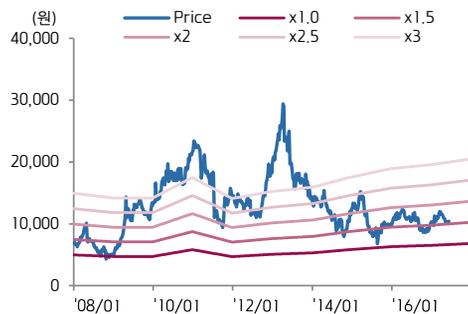
자료: 키움증권

PER Band



자료: DataGuide, 키움증권

PBR Band



자료: DataGuide, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,058	7,914	8,217	9,343	10,109
매출원가	6,789	6,852	7,019	7,803	8,443
매출총이익	1,269	1,062	1,197	1,540	1,666
판매비및일반관리비	681	680	715	768	831
영업이익(보고)	588	382	530	804	870
영업이익(핵심)	588	382	530	772	835
영업외손익	37	-6	42	49	18
이자수익	8	7	8	9	9
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	269	342	259	362	362
이자비용	24	12	12	12	12
외환손실	218	318	227	328	328
관계기업지분법손익	-10	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-20	-19	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	4	-2	0	0
기타	33	-10	16	18	-13
법인세차감전이익	625	376	486	859	853
법인세비용	169	94	-132	-233	12
유효법인세율 (%)	27.0%	24.9%	-27.2%	-27.2%	1.4%
당기순이익	456	283	413	776	841
지배주주지분순이익(억원)	398	218	373	716	776
EBITDA	1,053	907	927	1,204	1,260
현금순이익(Cash Earnings)	921	808	858	1,208	1,267
수정당기순이익	471	294	415	776	841
증감률(% YoY)					
매출액	4.7	-1.8	3.8	13.7	8.2
영업이익(보고)	-11.2	-35.0	38.6	51.8	8.2
영업이익(핵심)	-11.2	-35.0	26.2	60.0	8.2
EBITDA	2.2	-13.8	2.1	29.9	4.7
지배주주지분 당기순이익	-17.8	-45.3	71.3	91.8	8.4
EPS	-17.8	-45.3	71.3	91.8	8.4
수정순이익	-6.5	-37.7	41.1	87.2	8.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,165	776	585	1,121	1,168
당기순이익	456	283	413	776	841
감가상각비	453	514	434	422	416
무형자산상각비	12	12	11	10	9
외환손익	-16	-16	-32	-33	-33
자산처분손익	91	38	0	0	0
지분법손익	10	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	234	19	-273	-88	-98
기타	-76	-73	31	33	33
투자활동현금흐름	-680	-472	-367	-401	-422
투자자산의 처분	-6	-1	-5	-19	-13
유형자산의 처분	21	11	0	0	0
유형자산의 취득	-694	-442	-362	-382	-409
무형자산의 처분	-44	-42	0	0	0
기타	42	2	0	0	0
재무활동현금흐름	-635	-215	-116	-108	-105
단기차입금의 증가	-368	-171	0	0	0
장기차입금의 증가	-50	-22	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-137	-137	-105	-105	-105
기타	-80	115	-11	-3	-1
현금및현금성자산의순증가	-145	90	102	612	641
기초현금및현금성자산	357	212	302	404	1,016
기말현금및현금성자산	212	302	404	1,016	1,657
Gross Cash Flow	931	757	857	1,208	1,266
Op Free Cash Flow	391	348	176	548	742

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,828	1,921	2,303	3,107	3,919
현금및현금성자산	212	302	404	1,016	1,657
유동금융자산	57	82	85	97	105
매출채권및유동채권	897	866	1,080	1,189	1,286
재고자산	627	639	701	768	831
기타유동비금융자산	35	32	33	37	40
비유동자산	3,268	3,141	3,061	3,019	3,009
장기매출채권및기타비유동채권	8	7	7	8	9
투자자산	158	134	136	144	149
유형자산	2,897	2,779	2,707	2,667	2,660
무형자산	204	221	210	200	191
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,096	5,062	5,364	6,126	6,928
유동부채	1,360	1,163	1,167	1,261	1,327
매입채무및기타유동채무	715	737	765	870	942
단기차입금	551	380	380	380	380
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	94	45	22	11	5
비유동부채	110	48	37	34	33
장기매입채무및비유동채무	3	3	3	3	3
사채및장기차입금	35	12	12	12	12
기타비유동부채	72	33	22	19	18
부채총계	1,470	1,211	1,204	1,295	1,360
자본금	271	271	271	271	271
주식발행초과금	46	46	46	46	46
이익잉여금	3,182	3,268	3,549	4,172	4,855
기타자본	-240	-200	-200	-200	-200
지배주주지분자본총계	3,259	3,385	3,666	4,289	4,972
비지배주주지분자본총계	367	467	494	542	596
자본총계	3,626	3,851	4,160	4,831	5,568
순차입금	317	8	-97	-721	-1,370
총차입금	586	392	392	392	392

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	735	402	689	1,322	1,433
BPS	6,017	6,250	6,768	7,919	9,180
주당EBITDA	1,944	1,676	1,711	2,223	2,327
CFPS	1,702	1,492	1,583	2,231	2,339
DPS	250	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	13.4	25.7	13.4	7.0	6.4
PBR	1.6	1.7	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.1	8.0	5.9	3.9	3.2
PCFR	5.8	6.9	5.8	4.1	3.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	4.8	6.4	8.6	8.6
영업이익률(핵심)	7.3	4.8	5.9	8.3	8.3
EBITDA margin	13.1	11.5	11.3	12.9	12.5
순이익률	5.7	3.6	5.0	8.3	8.3
자기자본이익률(ROE)	13.1	7.6	10.3	17.3	16.2
투자자본이익률(ROIC)	11.3	7.7	9.7	15.0	20.8
안정성(%)					
부채비율	40.5	31.4	28.9	26.8	24.4
순차입금비율	8.7	0.2	-2.3	-14.9	-24.6
이자보상배율(배)	25.0	32.7	45.4	66.1	71.5
활동성(배)					
매출채권회전율	8.7	9.0	8.4	8.2	8.2
재고자산회전율	12.8	12.5	12.3	12.7	12.6
매입채무회전율	12.6	10.9	10.9	11.4	11.2



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

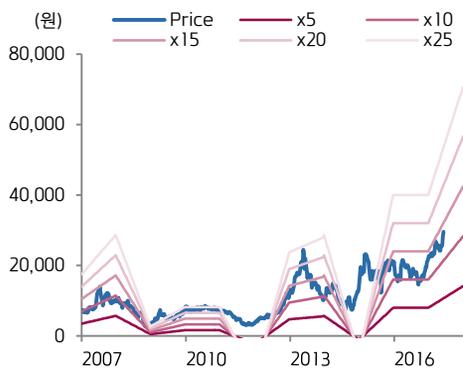
이 페이지는 편집상 공백입니다

아모텍 분기별 실적전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	990	752	615	603	730	875	855	850	3,140	2,960	3,310	3,789
YoY	30%	1%	-36%	-11%	-26%	16%	39%	41%	76%	-6%	12%	14%
QoQ	45%	-24%	-18%	-2%	21%	20%	-2%	-1%				
세라믹칩	310	256	305	235	319	317	396	424	1,235	1,107	1,456	1,662
안테나	532	371	213	251	313	457	357	333	1,361	1,367	1,461	1,742
모터	38	45	45	44	43	45	47	38	167	172	173	165
기타	110	80	52	73	55	55	55	55	376	315	220	220
영업이익	95	63	72	59	90	106	105	103	215	290	404	474
YoY	74%	32%	-12%	90%	-6%	68%	46%	74%	741%	35%	40%	17%
QoQ	205%	-34%	14%	-18%	51%	19%	-1%	-2%				
세전이익	63	67	65	25	77	97	103	89	219	220	365	439
순이익	48	46	43	27	57	71	76	65	156	163	269	341
영업이익률	9.6%	8.4%	11.7%	9.8%	12.3%	12.2%	12.3%	12.2%	6.9%	9.8%	12.2%	12.5%
세전이익률	6.4%	8.9%	10.6%	4.2%	10.5%	11.0%	12.1%	10.4%	7.0%	7.4%	11.0%	11.6%
순이익률	4.8%	6.1%	7.0%	4.5%	7.8%	8.1%	8.9%	7.6%	5.0%	5.5%	8.1%	9.0%
제품별 비중												
세라믹칩	31%	34%	50%	39%	44%	36%	46%	50%	39%	37%	44%	44%
안테나	54%	49%	35%	42%	43%	52%	42%	39%	43%	46%	44%	46%
모터	4%	6%	7%	7%	6%	5%	6%	4%	5%	6%	5%	4%
기타	11%	11%	8%	12%	8%	6%	6%	6%	12%	11%	7%	6%

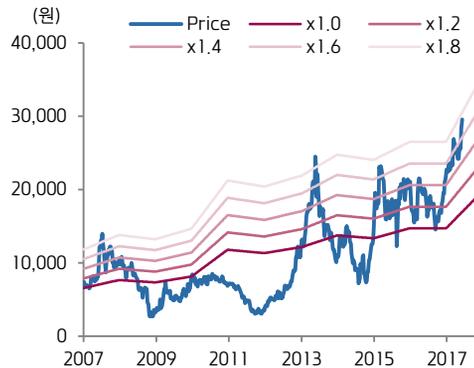
자료: 키움증권

PER Band



자료: DataGuide, 키움증권

PBR Band



자료: DataGuide, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,140	2,960	3,310	3,789	4,255
매출원가	2,563	2,309	2,422	2,884	3,239
매출총이익	577	651	888	905	1,017
판매비및일반관리비	362	361	484	431	484
영업이익(보고)	215	290	404	474	532
영업이익(핵심)	215	290	404	474	532
영업외손익	3	-70	-45	-38	-73
이자수익	5	6	6	7	8
배당금수익	0	1	1	1	1
외환이익	65	73	57	78	78
이자비용	52	43	43	43	43
외환손실	68	72	57	77	77
관계기업지분손익	21	-10	0	0	0
투자및기타자산처분손익	10	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	2	-6	0	0
기타	24	-27	-3	-3	-39
법인세차감전이익	219	220	372	439	460
법인세비용	63	57	98	132	111
유효법인세율 (%)	28.6%	25.8%	26.5%	30.0%	24.2%
당기순이익	156	163	274	341	349
지배주주지분순이익(억원)	156	163	274	341	349
EBITDA	392	466	562	620	669
현금순이익(Cash Earnings)	333	339	431	487	485
수정당기순이익	150	161	278	341	349
증감률(% YoY)					
매출액	75.9	-5.7	11.8	14.5	12.3
영업이익(보고)	742.7	34.7	39.5	17.2	12.3
영업이익(핵심)	742.7	34.7	39.5	17.2	12.3
EBITDA	90.1	18.9	20.6	10.4	7.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	4.6	67.6	24.4	2.2
EPS	N/A	4.6	67.6	24.4	2.2
수정순이익	N/A	7.1	72.6	22.5	2.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	395	331	474	525	450
당기순이익	156	163	274	341	349
감가상각비	152	147	133	126	120
무형자산상각비	25	29	24	20	17
외환손익	13	-3	0	-1	-1
자산처분손익	7	4	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-80	-115	42	38	-34
기타	123	106	1	0	-1
투자활동현금흐름	-106	-261	-70	-140	-138
투자자산의 처분	-7	-243	-56	-77	-75
유형자산의 처분	4	101	0	0	0
유형자산의 취득	-75	-52	-57	-63	-63
무형자산의 처분	-42	-43	0	0	0
기타	14	-24	43	0	0
재무활동현금흐름	31	-153	12	11	11
단기차입금의 증가	-153	-403	0	0	0
장기차입금의 증가	102	233	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	82	17	12	11	11
현금및현금성자산의순증가	322	-83	416	396	323
기초현금및현금성자산	115	437	354	770	1,166
기말현금및현금성자산	437	354	770	1,166	1,489
Gross Cash Flow	475	447	432	486	484
Op Free Cash Flow	133	181	448	481	443

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,479	1,466	1,918	2,411	2,889
현금및현금성자산	437	354	758	1,167	1,492
유동금융자산	239	380	425	486	546
매출채권및유동채권	415	413	368	379	426
재고자산	388	320	368	379	426
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,111	2,076	1,947	1,884	1,829
장기매출채권및기타비유동채권	24	22	25	28	32
투자자산	321	438	450	466	481
유형자산	1,593	1,433	1,357	1,293	1,236
무형자산	157	141	116	97	80
기타비유동자산	17	43	0	0	0
자산총계	3,590	3,542	3,866	4,295	4,718
유동부채	1,345	1,133	1,181	1,245	1,308
매입채무및기타유동채무	406	380	425	487	547
단기차입금	437	317	317	317	317
유동성장기차입금	433	387	387	387	387
기타유동부채	69	49	52	55	57
비유동부채	739	760	772	783	794
장기매입채무및비유동채무	23	29	29	29	29
사채및장기차입금	602	605	605	605	605
기타비유동부채	113	126	137	149	159
부채총계	2,084	1,893	1,952	2,028	2,101
자본금	49	49	49	49	49
주식발행초과금	253	253	253	253	253
이익잉여금	928	1,106	1,380	1,721	2,069
기타자본	277	242	242	242	242
지배주주지분자본총계	1,506	1,649	1,923	2,264	2,613
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	1,506	1,649	1,923	2,264	2,613
순차입금	796	575	126	-344	-729
총차입금	1,472	1,309	1,309	1,309	1,309

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,603	1,677	2,812	3,499	3,578
BPS	15,458	16,926	19,738	23,237	26,815
주당EBITDA	4,019	4,780	5,766	6,366	6,869
CFPS	3,414	3,483	4,426	4,999	4,982
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	13.2	13.1	9.5	7.7	7.5
PBR	1.4	1.3	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.3	5.8	4.9	3.7	2.8
PCFR	6.2	6.3	6.1	5.4	5.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.9	9.8	12.2	12.5	12.5
영업이익률(핵심)	6.9	9.8	12.2	12.5	12.5
EBITDA margin	12.5	15.7	17.0	16.4	15.7
순이익률	5.0	5.5	8.3	9.0	8.2
자기자본이익률(ROE)	11.2	10.4	15.3	16.3	14.3
투자자본이익률(ROIC)	7.1	10.9	17.1	21.6	25.5
안정성(%)					
부채비율	138.4	114.8	101.5	89.6	80.4
순차입금비율	52.9	34.9	6.5	-15.2	-27.9
이자보상배율(배)	4.1	6.7	9.3	10.9	12.3
활동성(배)					
매출채권회전율	7.7	7.2	8.5	10.1	10.6
재고자산회전율	7.9	8.4	9.6	10.1	10.6
매입채무회전율	9.0	7.5	8.2	8.3	8.2

KIWOOM 

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

와이솔 (122990)



BUY(Maintain)

주가(7/7) 14,950원

목표주가 20,000원

동사는 스마트폰 내 통신부품인 SAW 필터를 제조하고 있다. 통신기술이 2G에서 3G, 4G로 가면서 필터 탑재량이 증가하고 있다. 따라서 앞으로 다가올 5G 시대에 탑재량 증가와 모듈화를 통한 ASP상승이 예상된다. 투자이견 BUY와 목표주가 20,000원을 유지한다.

Stock Data

KOSDAQ (7/7)	663.77pt	
시가총액	3,189억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	16,950원	11,458원
최고/최저가대비	-11.80%	30.48%
주가수익률	절대	상대
	1M	-8.2%
	6M	-2.0%
	1Y	9.9%

Company Data

발행주식수	21,330천주
일평균 거래량(3M)	322천주
외국인 지분율	9.24%
배당수익률(17.E)	1.78%
BPS(17.E)	8,808원
주요 주주	김지호 14.45%

Price Trend



RF부품 성장과 함께 간다

>>> SAW 필터 성장 견조

SAW 필터는 주파수 대역폭이 넓어질수록, 기기 내에 필요한 수가 증가한다. 따라서 SAW 필터는 앞으로 전개될 5G 시대의 핵심 부품이 될 것으로 예상된다.

국내뿐만 아니라 중국시장에서 점유율이 확대되는 것은 긍정적이다. 또한 모듈화가 급속히 진행되면서, ASP상승도 기대할 수 있다.

>>> IoT시대 준비

동사의 또 다른 성장동력으로 스마트 TV에 탑재될 IoT통신 모듈이다. 이 모듈은 TV와 다양한 기기들을 연결하는 플랫폼이 될 것이다. 하반기 유럽고객사와 국내통신업체향 매출이 본격 인식될 것으로 예상된다.

>>> RF부품 성장이 즐겁다

17년 매출액 4,904억원(YoY 13%), 영업이익 521억원(YoY 21%) 예상된다. 동사의 SAW 필터 경쟁력과 중국시장의 성장가능성은 유효하다고 판단한다. SAW 필터 성장이 지속되고, IoT 모듈의 성장도 가시화되고 있다. 투자이견 BUY와 목표주가 20,000원을 유지한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	3,549	4,357	4,904	5,661	6,227
보고영업이익(억원)	365	430	521	698	768
핵심영업이익(억원)	365	430	521	698	768
EBITDA(억원)	610	769	798	996	1,083
세전이익(억원)	293	373	414	619	719
순이익(억원)	285	318	341	508	545
지배주주지분순이익(억원)	287	322	345	514	551
EPS(원)	1,359	1,514	1,618	2,409	2,585
증감율(%YoY)	120.7	11.4	6.9	48.9	7.3
PER(배)	11.0	10.2	9.2	6.2	5.8
PBR(배)	2.4	2.1	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA(배)	5.6	4.6	4.7	3.2	2.6
보고영업이익률(%)	10.3	9.9	10.6	12.3	12.3
핵심영업이익률(%)	10.3	9.9	10.6	12.3	12.3
ROE(%)	25.8	21.9	19.7	24.2	21.2
순부채비율(%)	34.1	19.3	34.0	1.7	-10.9

와이솔 분기별 실적전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,218	942	1,116	1,081	1,177	1,115	1,287	1,326	3,549	4,357	4,904	5,661
YoY	49%	32%	13%	5%	-3%	18%	15%	23%	55%	23%	13%	15%
QoQ	18%	-23%	18%	-3%	9%	-5%	15%	3%				
SAW 필터류	1,017	767	844	872	985	909	1,071	1,099	2,502	3,500	4,065	4,750
RF 모듈	201	175	272	208	192	206	215	226	1,047	857	839	911
영업이익	121	87	111	112	116	104	144	157	365	430	521	698
YoY	69%	31%	15%	-14%	-4%	20%	29%	41%	183%	18%	21%	34%
QoQ	-8%	-28%	28%	1%	4%	-10%	38%	10%				
세전이익	89	43	70	171	43	84	126	161	293	373	414	619
순이익	86	23	59	150	37	69	103	132	285	318	341	508
영업이익률	9.9%	9.2%	9.9%	10.4%	9.8%	9.3%	11.2%	11.9%	10.3%	9.9%	10.6%	12.3%
세전이익률	7.3%	4.6%	6.3%	15.8%	3.7%	7.5%	9.8%	12.2%	8.3%	8.6%	8.4%	10.9%
순이익률	7.1%	2.4%	5.3%	13.9%	3.1%	6.1%	8.0%	10.0%	8.0%	7.3%	7.0%	9.0%
제품별 비중												
SAW 필터류	83%	81%	76%	81%	84%	82%	83%	83%	70%	80%	83%	84%
RF 모듈	17%	19%	24%	19%	16%	18%	17%	17%	30%	20%	17%	16%

자료: 키움증권

PER Band



자료: DataGuide, 키움증권

PBR Band



자료: DataGuide, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,549	4,357	4,904	5,661	6,227
매출원가	2,901	3,595	3,970	4,546	5,001
매출총이익	648	762	934	1,114	1,226
판매비및일반관리비	284	332	413	416	458
영업이익(보고)	365	430	521	698	768
영업이익(핵심)	365	430	521	698	768
영업외손익	-71	-57	-349	-49	-49
이자수익	3	4	4	5	5
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	105	207	132	204	204
이자비용	26	23	23	23	23
외환손실	120	240	153	236	236
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-4	-2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5	5	2	0	0
기타	-24	-9	-312	0	0
법인세차감전이익	293	373	414	619	719
법인세비용	8	55	61	31	174
유효법인세율 (%)	2.8%	14.8%	14.8%	5.0%	24.2%
당기순이익	285	318	341	508	545
지배주주지분순이익(억원)	287	322	345	514	551
EBITDA	610	769	798	996	1,083
현금순이익(Cash Earnings)	530	657	618	805	860
수정당기순이익	294	315	339	508	545
증감률(% YoY)					
매출액	54.7	22.7	12.6	15.4	10.0
영업이익(보고)	183.2	18.0	21.0	34.1	10.0
영업이익(핵심)	183.2	18.0	21.0	34.1	10.0
EBITDA	91.0	26.1	3.7	24.8	8.7
지배주주지분 당기순이익	137.6	11.9	7.2	49.0	7.3
EPS	120.7	11.4	6.9	48.9	7.3
수정순이익	129.8	7.1	7.6	49.7	7.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	332	717	35	1,046	795
당기순이익	285	318	341	508	545
감가상각비	236	327	267	290	308
무형자산상각비	9	12	10	8	7
외환손익	8	-30	20	32	32
자산처분손익	5	8	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-223	69	-588	240	-65
기타	12	14	-15	-32	-32
투자활동현금흐름	-313	-540	-327	-413	-407
투자자산의 처분	-82	-33	-17	-23	-17
유형자산의 처분	43	96	0	0	0
유형자산의 취득	-255	-584	-390	-390	-390
무형자산의 처분	-10	-9	0	0	0
기타	-9	-11	79	0	0
재무활동현금흐름	51	6	-55	-57	-57
단기차입금의 증가	-45	-270	0	0	0
장기차입금의 증가	47	324	0	0	0
자본의 증가	13	1	0	0	0
배당금지급	-16	-58	-55	-57	-57
기타	52	8	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	72	186	-348	576	331
기초현금및현금성자산	161	233	419	71	647
기말현금및현금성자산	233	419	71	647	978
Gross Cash Flow	555	649	623	805	860
Op Free Cash Flow	112	181	-306	677	442

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,173	1,328	1,595	2,028	2,497
현금및현금성자산	233	419	71	647	978
유동금융자산	95	121	136	157	173
매출채권및유동채권	477	448	545	566	623
재고자산	360	318	817	629	692
기타유동비금융자산	9	22	25	29	32
비유동자산	1,589	1,658	1,698	1,798	1,879
장기매출채권및기타비유동채권	29	34	38	44	49
투자자산	21	30	31	33	34
유형자산	1,434	1,462	1,585	1,685	1,767
무형자산	36	53	44	36	29
기타비유동자산	69	79	0	0	0
자산총계	2,762	2,987	3,292	3,826	4,376
유동부채	1,381	1,047	1,089	1,172	1,234
매입채무및기타유동채무	620	480	540	623	686
단기차입금	717	463	463	463	463
유동성장기차입금	10	53	53	53	53
기타유동부채	34	52	33	33	32
비유동부채	59	357	331	331	331
장기매입채무및비유동채무	5	26	0	0	0
사채및장기차입금	52	329	329	329	329
기타비유동부채	2	2	2	2	3
부채총계	1,439	1,405	1,420	1,503	1,565
자본금	97	101	107	107	107
주식발행초과금	418	420	420	420	420
이익잉여금	827	1,085	1,375	1,831	2,325
기타자본	-20	-23	-23	-23	-23
지배주주지분자본총계	1,321	1,584	1,879	2,335	2,829
비지배주주지분자본총계	1	-2	-6	-12	-18
자본총계	1,323	1,582	1,873	2,323	2,811
순차입금	451	305	637	40	-306
총차입금	779	845	845	845	845

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,359	1,514	1,618	2,409	2,585
BPS	6,217	7,447	8,808	10,948	13,263
주당EBITDA	2,886	3,619	3,744	4,669	5,076
CFPS	2,508	3,091	2,899	3,776	4,030
DPS	225	275	275	275	275
주가배수(배)					
PER	11.0	10.2	9.2	6.2	5.8
PBR	2.4	2.1	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	5.6	4.6	4.7	3.2	2.6
PCFR	6.0	5.0	5.2	4.0	3.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.3	9.9	10.6	12.3	12.3
영업이익률(핵심)	10.3	9.9	10.6	12.3	12.3
EBITDA margin	17.2	17.7	16.3	17.6	17.4
순이익률	8.0	7.3	7.0	9.0	8.8
자기자본이익률(ROE)	25.8	21.9	19.7	24.2	21.2
투자자본이익률(ROIC)	22.3	21.2	18.5	22.0	24.2
안정성(%)					
부채비율	108.8	88.8	75.8	64.7	55.7
순차입금비율	34.1	19.3	34.0	1.7	-10.9
이자보상배율(배)	14.3	19.0	23.0	30.8	33.9
활동성(배)					
매출채권회전율	8.6	9.4	9.9	10.2	10.5
재고자산회전율	9.5	12.8	8.6	7.8	9.4
매입채무회전율	7.7	7.9	9.6	9.7	9.5



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

한솔테크닉스 (004710)



BUY(Maintain)

주가(7/7) 16,150원

목표주가 21,000원

동사는 기존의 BLU사업에서 휴대폰을 제조 납품하는 EMS사업으로 사업의 중심이 이동 중이다. 이로 인해 수익성도 점차 개선되고 있는 모습이다. 무선충전모듈 사업은 고객사 내 점유율이 지속상승중이고, LED 잉곳/웨이퍼 사업은 적자폭이 줄어들고 있다. 긍정적인 변화가 지속되는 한솔테크닉스를 주목해야할 시점이다.

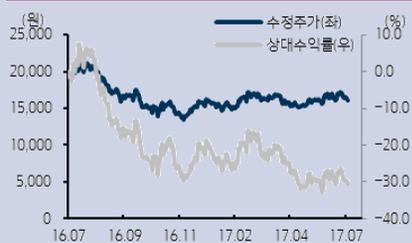
Stock Data

KOSPI (7/7)	2,379.87pt		
시가총액	3,571억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	21,150원	13,500원	
최고/최저가대비	-23.64%	19.63%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	2.9%	2.0%
	6M	1.6%	-12.5%
	1Y	-16.3%	-30.6%

Company Data

발행주식수	22,110천주
일평균 거래량(3M)	223천주
외국인 지분율	9.33%
배당수익률(17.E)	0.00%
BPS(17.E)	10,105원
주요 주주	한솔홀딩스 20.64%

Price Trend



성장동력은 준비되었다

>>> EMS 사업 완전가동중

동사는 스마트폰의 조립, 납품을 하는 EMS사업을 하고 있다. EMS사업은 규모의 경제를 통한 원가절감이 가능한 안정적인 사업이다. 17년초 월 300만대 생산이었는데, 공장 내 라인 증설로 연초대비 25%이상 생산가능 Capa가 증가하고 있는 것으로 파악된다.

>>> 무선충전모듈도 주목

17년 기존 사업에서 성장하는 또 다른 부분은 무선충전모듈사업이다. 주 고객사의 플래그십 신제품에는 3Combo모듈과 중저가 모델에는 2Combo모듈이 탑재된다. 17년 1분기에 무선충전모듈의 매출액이 16년 연간 매출액과 같은 수준이다. 17년 무선충전모듈의 매출 성장이 기대된다.

LED 잉곳/웨이퍼 사업은 16년말 운휴자산상각으로 수익성이 개선되고 있다. 아직 적자상태가 유지되지만, 18년 이후 흑자전환도 기대된다.

>>> 실적개선 본격 시작

휴대폰 EMS사업의 Capa 증설효과, 무선충전모듈 성장, LED 적자폭 축소로 실적개선이 긍정적인 부분이다. 준비된 성장동력이 17년부터 실적으로 보여질 것이다. 17년 매출액 9,032억원(YoY 12%)을 예상하고, 목표주가 21,000원을 유지한다.

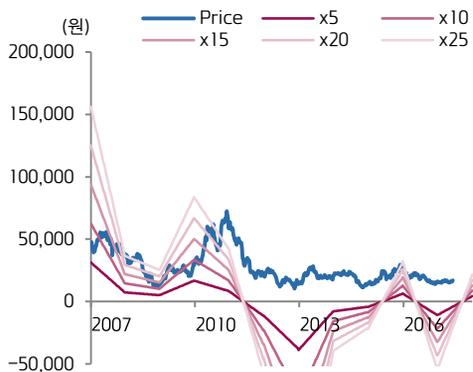
투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	6,523	8,076	9,032	10,363	11,739
보고영업이익(억원)	165	232	325	446	505
핵심영업이익(억원)	165	232	325	446	505
EBITDA(억원)	449	532	589	589	620
세전이익(억원)	304	-411	249	370	414
순이익(억원)	286	-462	212	355	314
지배주주지분순이익(억원)	279	-476	191	320	324
EPS(원)	1,299	-2,154	863	1,445	1,464
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	67.4	1.3
PER(배)	22.0	-7.2	18.7	11.2	11.0
PBR(배)	2.5	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	18.2	9.0	8.3	7.5	5.4
보고영업이익률(%)	2.5	2.9	3.6	4.3	4.3
핵심영업이익률(%)	2.5	2.9	3.6	4.3	4.3
ROE(%)	12.4	-19.5	9.4	14.0	10.9
순부채비율(%)	65.3	69.0	39.5	17.2	-3.7

한솔테크닉스 분기별 실적전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,908	1,918	2,179	2,071	2,075	2,314	2,375	2,268	5,199	8,076	9,032	10,363
YoY	55%	65%	46%	58%	9%	21%	9%	10%	-7%	55%	12%	15%
QoQ	45%	1%	14%	-5%	0%	12%	3%	-4%				
BLU	79	95	92	62	52	51	52	51	263	328	207	207
파워보드	586	434	604	516	734	766	718	642	2,409	2,141	2,859	2,866
LED	109	118	110	94	101	109	102	87	430	431	399	295
태양광	357	402	458	506	329	457	490	485	2,097	1,724	1,760	2,012
휴대폰	776	869	915	893	859	931	1,014	1,003		3,453	3,806	4,984
영업이익	56	55	79	43	61	87	91	85	165	232	325	446
YoY	221%	110%	-6%	15%	11%	58%	15%	100%	92%	41%	40%	37%
QoQ	50%	-1%	44%	-46%	44%	42%	5%	-6%				
세전이익	30	29	49	-519	43	68	72	66	304	-411	249	292
순이익	30	31	51	-574	36	58	61	56	286	-462	212	258
영업이익률	2.9%	2.9%	3.6%	2.1%	3.0%	3.8%	3.8%	3.8%	3.2%	2.9%	3.6%	4.3%
세전이익률	1.6%	1.5%	2.3%	-25.1%	2.0%	2.9%	3.0%	2.9%	5.9%	-5.1%	2.8%	2.8%
순이익률	1.6%	1.6%	2.3%	-27.7%	1.7%	2.5%	2.6%	2.5%	5.5%	-5.7%	2.3%	2.5%
제품별 비중												
BLU	4%	5%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	5%	4%	2%	2%
파워보드	31%	23%	28%	25%	35%	33%	30%	28%	46%	27%	32%	28%
LED	6%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	8%	5%	4%	3%
태양광	19%	21%	21%	24%	16%	20%	21%	21%	40%	21%	19%	19%
휴대폰	41%	45%	42%	43%	41%	40%	43%	44%	0%	43%	42%	48%

자료: 키움증권

PER Band



자료: DataGuide, 키움증권

PBR Band



자료: DataGuide, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,523	8,076	9,032	10,363	11,739
매출원가	5,813	7,264	8,292	9,582	10,855
매출총이익	710	812	740	781	885
판매비및일반관리비	546	580	420	446	505
영업이익(보고)	165	232	325	446	505
영업이익(핵심)	165	232	325	446	505
영업외손익	140	-643	-104	-88	-90
이자수익	5	1	4	1	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	126	135	138	138	138
이자비용	92	96	112	96	96
외환손실	129	121	145	134	134
관계기업지분법손익	277	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	6	1	1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	12	-20	7	0	0
기타	-64	-544	2	3	0
법인세차감전이익	304	-411	249	370	414
법인세비용	19	51	37	15	100
유효법인세율 (%)	6.1%	-12.5%	14.8%	4.0%	24.2%
당기순이익	286	-462	212	355	314
지배주주지분순이익(억원)	279	-476	191	320	324
EBITDA	449	532	589	589	620
현금순이익(Cash Earnings)	570	-163	481	608	555
수정당기순이익	269	-441	206	355	314
증감률(% YoY)					
매출액	14.9	23.8	11.8	14.7	13.3
영업이익(보고)	91.5	41.1	39.8	37.2	13.3
영업이익(핵심)	91.5	41.1	39.8	37.2	13.3
EBITDA	35.8	18.3	10.7	0.0	5.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	67.4	1.3
EPS	N/A	N/A	N/A	67.4	1.3
수정순이익	N/A	N/A	N/A	72.2	-11.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	422	274	544	567	677
당기순이익	286	-462	212	355	314
감가상각비	260	251	227	217	209
무형자산상각비	24	48	42	36	32
외환손익	2	-4	7	-4	-4
자산처분손익	7	88	-1	0	0
지분법손익	-20	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	31	-234	64	-41	122
기타	-167	587	-7	4	4
투자활동현금흐름	-2	-77	-20	-134	-134
투자자산의 처분	15	10	-1	-2	-2
유형자산의 처분	14	49	0	0	0
유형자산의 취득	-116	-156	-129	-131	-131
무형자산의 처분	-21	15	0	0	0
기타	107	6	110	0	0
재무활동현금흐름	-191	-68	26	31	35
단기차입금의 증가	-426	-171	0	0	0
장기차입금의 증가	235	104	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	26	31	35
현금및현금성자산의순증가	235	129	550	464	579
기초현금및현금성자산	7	243	371	921	1,385
기말현금및현금성자산	243	371	921	1,385	1,964
Gross Cash Flow	392	508	480	608	555
Op Free Cash Flow	332	186	446	335	519

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,492	1,962	2,561	3,267	4,096
현금및현금성자산	243	371	921	1,385	1,964
유동금융자산	5	9	10	12	14
매출채권및유동채권	810	1,120	1,004	1,151	1,304
재고자산	414	461	626	718	814
기타유동비금융자산	21	0	0	0	0
비유동자산	3,920	3,153	2,908	2,792	2,690
장기매출채권및기타비유동채권	45	36	40	46	52
투자자산	6	3	4	4	5
유형자산	2,870	2,314	2,216	2,130	2,053
무형자산	838	690	649	612	581
기타비유동자산	161	110	0	0	0
자산총계	5,412	5,115	5,469	6,059	6,786
유동부채	1,428	2,569	2,685	2,890	3,266
매입채무및기타유동채무	633	817	913	1,048	1,187
단기차입금	363	715	715	715	715
유동성장기차입금	419	1,021	1,021	1,021	1,021
기타유동부채	12	16	35	106	343
비유동부채	1,400	394	420	451	486
장기매입채무및비유동채무	19	14	14	14	14
사채및장기차입금	1,152	130	130	130	130
기타비유동부채	229	250	276	307	342
부채총계	2,828	2,963	3,105	3,340	3,752
자본금	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105
주식발행초과금	1,438	1,438	1,438	1,438	1,438
이익잉여금	196	-280	-89	231	554
기타자본	-249	-221	-221	-221	-221
지배주주지분자본총계	2,491	2,043	2,234	2,554	2,877
비지배주주지분자본총계	93	109	130	165	156
자본총계	2,584	2,152	2,364	2,719	3,033
순차입금	1,687	1,485	934	469	-112
총차입금	1,934	1,866	1,866	1,866	1,866

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,299	-2,154	863	1,445	1,464
BPS	11,265	9,241	10,105	11,550	13,014
주당EBITDA	2,091	2,405	2,663	2,663	2,805
CFPS	2,654	-737	2,173	2,752	2,508
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	22.0	-7.2	18.7	11.2	11.0
PBR	2.5	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	18.2	9.0	8.3	7.5	5.4
PCFR	10.8	-21.0	7.4	5.9	6.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.5	2.9	3.6	4.3	4.3
영업이익률(핵심)	2.5	2.9	3.6	4.3	4.3
EBITDA margin	6.9	6.6	6.5	5.7	5.3
순이익률	4.4	-5.7	2.3	3.4	2.7
자기자본이익률(ROE)	12.4	-19.5	9.4	14.0	10.9
투자자본이익률(ROIC)	4.5	7.2	7.3	8.0	9.6
안정성(%)					
부채비율	109.4	137.7	131.3	122.8	123.7
순차입금비율	65.3	69.0	39.5	17.2	-3.7
이자보상배율(배)	1.8	2.4	2.9	4.7	5.3
활동성(배)					
매출채권회전율	8.5	8.4	8.5	9.6	9.6
재고자산회전율	17.0	18.5	16.6	15.4	15.3
매입채무회전율	11.7	11.1	10.4	10.6	10.5

KIWOOM 

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

SKC코오롱PI (178920)



BUY(Reinitiate)

주가(7/7) 22,900원

목표주가 28,000원

스마트폰 업체들의 Flexible OLED 채용과 폼팩터의 변화는 PI 필름에 대한 수요를 증가시키고 있다. 방열시트용 PI 필름은 구리를 대체하며 플래그십 스마트폰에서 중저가 스마트폰으로 하방전개 중이다. 전방 산업 호조에 따른 PI 필름의 수요는 지속 증가할 것이다.

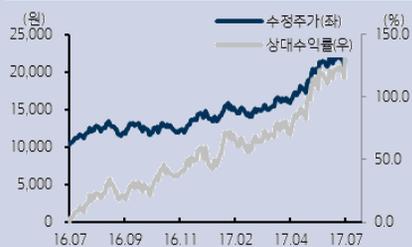
Stock Data

KOSDAQ (7/7)	663.77pt		
시가총액	6,725억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	23,200원	10,550원	
최고/최저가대비	-1.29%	117.06%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	6.5%	6.9%
	6M	67.2%	62.1%
	1Y	123.4%	134.2%

Company Data

발행주식수	29,366천주
일평균 거래량(3M)	394천주
외국인 지분율	11.17%
배당수익률(17.E)	3.21%
BPS(17.E)	8,357원
주요 주주	SKC 27.03%
	코오롱인더스트리 27.03%

Price Trend



PI 필름 글로벌 No.1

>>> Flexible OLED 수혜 예상

동사는 FPCB(연성회로기판)에 사용되는 소재인 PI 필름을 제조한다. FPCB사업의 Supply Chain을 보면, 전방에는 스마트폰 업체가 있고, 그 뒤로 FPCB업체가 있다. FPCB업체는 FCCL업체에서 재료를 공급받고, FCCL의 재료는 PI 필름이다. 따라서 동사의 직접적인 고객사는 FCCL업체가 되겠지만, 스마트폰 부품사의 매출과 같은 방향으로 성장한다. 앞으로 Flexible OLED 디스플레이가 확산되면 PI Varnish 시장이 급격하게 성장할 것이고, 동사의 매출 성장 모멘텀이 될 수 있다.

>>> 방열시트: 지속 성장 중

방열재료는 PI의 우수한 열전도성을 이용한다. 기존의 중저가 스마트폰에는 가격이 상대적으로 저렴한 구리가 방열시트로 사용되었다. 하지만 중저가폰의 스펙 상향으로 중저가 폰 내의 PI 방열시트에 대한 채용이 지속 증가하고 있다.

>>> PI 필름 수요 성장 초기 단계

전방 산업의 호조로 FPCB 수요가 지속증가하고 있다는 점, 중저가폰의 스펙 상향에 따른 PI 방열시트 수요가 증가하고 있는 점이 실적개선의 이유이다. 17년 매출액 1,872억원 (YoY 22.3%), 영업이익 438억원(YoY 35.6%)을 예상한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	1,363	1,531	1,872	2,054	2,260
보고영업이익(억원)	289	323	438	491	540
핵심영업이익(억원)	289	323	438	491	540
EBITDA(억원)	405	452	560	607	651
세전이익(억원)	213	276	386	432	537
순이익(억원)	170	210	301	332	407
지배주주지분순이익(억원)	170	210	301	332	407
EPS(원)	578	714	1,024	1,129	1,386
증감율(%YoY)	-12.4	23.5	43.3	10.3	22.7
PER(배)	18.0	19.6	22.4	20.3	16.5
PBR(배)	1.5	1.8	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA(배)	7.7	9.1	11.4	9.5	7.2
보고영업이익률(%)	21.2	21.1	23.4	23.9	23.9
핵심영업이익률(%)	21.2	21.1	23.4	23.9	23.9
ROE(%)	8.4	9.6	12.7	13.0	14.6
순부채비율(%)	2.4	0.8	-13.5	-36.9	-68.7

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 28,000원 제시

투자의견 BUY와 목표주가 28,000원을 제시한다. 목표주가 산출근거는 17년 예상 EPS 1,024원에 27배 (Peer 그룹 평균 PER 18.3배에서 50%할증) 하였다. 프리미엄의 이유는 1) 동사가 PI필름 세계 시장 점유율 1위의 독점적 지위를 유지하고 있는 점, 2) 전방산업 호조에 따른 낙수효과 기대 때문이다. 현재 업종 평균 대비 높은 수준의 PER을 형성하고 있지만, PI Varnish시장이 성장하면 관련 매출 증가로 밸류에이션 부담을 덜어줄 것으로 예상된다.

SKC코오롱PI 분기별 실적전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	309	306	349	327	414	382	447	376	1,127	1,291	1,620	1,752
YoY	-7%	50%	1%	35%	34%	25%	28%	15%	-1%	15%	26%	8%
QoQ	27%	-1%	14%	-6%	27%	-8%	17%	-16%				
FPCB	212	202	233	170	271	237	298	225	771	817	1,031	1,113
방열소재	90	98	108	151	136	139	141	145	330	447	561	606
기타	7	7	7	6	7	7	7	6	26	27	28	34
영업이익	75	74	87	87	126	87	138	88	289	323	438	491
YoY	-29%	81%	-7%	83%	68%	17%	58%	1%		12%	36%	12%
QoQ	59%	-2%	18%	0%	45%	-31%	59%	-36%				
세전이익	58	64	70	83	108	82	130	67	213	276	386	432
순이익	47	51	54	58	84	64	101	52	170	210	301	332
영업이익률	24%	24%	25%	27%	30%	23%	31%	23%	25.7%	25.1%	27.1%	28.0%
세전이익률	19%	21%	20%	25%	26%	21%	29%	18%	18.9%	21.4%	23.9%	24.7%
순이익률	15%	17%	15%	18%	20%	17%	23%	14%	15.1%	16.3%	18.6%	18.9%
제품별 비중												
FPCB	69%	66%	67%	52%	65%	62%	67%	60%	68%	63%	64%	64%
방열소재	29%	32%	31%	46%	33%	36%	32%	38%	29%	35%	35%	35%
기타	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

자료: 키움증권

PI필름 Peer Group 실적전망 및 Valuation (단위: 백만원, JP백만엔, US백만달러, TW천달러, %, 배)

	매출액	영업이익	순이익	OPM(%)	ROE(%)	PER(배)	PBR(배)
이녹스	2015	213,352	10,639	10,139	5.0%	7.4	14.9
	2016	232,537	9,518	6,961	4.1%	5.0	38.6
	2017E	378,650		30,500		19.2	20.1
	2018E	493,900		59,000		29.3	10.3
Kaneka	2015	552,189	24,635	18,033	4%	6.3	15.8
	2016	555,227	38,220	20,985	7%	7.1	15.3
	2017E	552,200		19,100		6.4	14.7
	2018E	576,810		21,825		7.2	12.8
Ube Industry	2015	641,759	24,147	14,649	4%	5.8	13.6
	2016	641,750	41,408	19,111	6%	7.2	11.0
	2017E	614,413	35,000	20,600	6%	7.4	14.1
	2018E	660,025	37,000	24,550	6%	8.7	11.5

자료: 블룸버그, DataGuide, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,363	1,531	1,872	2,054	2,260
매출원가	944	1,066	1,268	1,382	1,520
매출총이익	419	465	604	672	740
판매비및일반관리비	130	142	165	182	200
영업이익(보고)	289	323	438	491	540
영업이익(핵심)	289	323	438	491	540
영업외손익	-76	-48	-21	-2	-3
이자수익	4	4	7	9	5
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	12	31	16	23	23
이자비용	4	6	8	8	6
외환손실	15	25	25	25	25
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-2	-4	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	0	0	0	0
기타	-73	-47	-10	0	0
법인세차감전이익	213	276	386	432	537
법인세비용	43	66	84	22	130
유효법인세율 (%)	20.3%	23.9%	21.7%	5.0%	24.2%
당기순이익	170	210	301	332	407
지배주주지분순이익(억원)	170	210	301	332	407
EBITDA	405	452	560	607	651
현금순이익(Cash Earnings)	286	339	422	448	518
수정당기순이익	170	212	301	332	407
증감률(% YoY)					
매출액	-0.6	12.3	22.3	9.8	10.0
영업이익(보고)	-22.7	11.7	35.6	12.0	10.0
영업이익(핵심)	-22.7	11.7	35.6	12.0	10.0
EBITDA	-17.2	11.6	23.7	8.5	7.1
지배주주지분 당기순이익	-21.5	23.5	43.3	10.3	22.7
EPS	-12.4	23.5	43.3	10.3	22.7
수정순이익	-22.4	25.2	41.6	10.3	22.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	222	339	494	752	1,130
당기순이익	170	210	301	332	407
감가상각비	116	129	121	116	111
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-2	10	2	2
자산처분손익	3	5	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-98	-76	72	304	612
기타	31	74	-10	-2	-2
투자활동현금흐름	-296	-273	-42	-19	-27
투자자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 처분	3	2	0	0	0
유형자산의 취득	-289	-273	-42	-19	-27
무형자산의 처분	-1	0	0	0	0
기타	-8	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	74	134	-101	-87	-70
단기차입금의 증가	-142	-5	0	0	0
장기차입금의 증가	216	171	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-32	-132	-132	-132
기타	0	0	31	45	63
현금및현금성자산의순증가	0	200	351	646	1,033
기초현금및현금성자산	236	236	436	786	1,433
기말현금및현금성자산	236	436	786	1,433	2,466
Gross Cash Flow	320	415	422	448	518
Op Free Cash Flow	-42	25	483	774	1,105

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	708	950	1,307	1,867	2,944
현금및현금성자산	236	436	786	1,433	2,466
유동금융자산	1	1	1	1	1
매출채권및유동채권	221	273	208	205	226
재고자산	250	241	312	228	251
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,990	2,126	2,049	1,953	1,871
장기매출채권및기타비유동채권	11	14	17	18	20
투자자산	78	42	42	42	42
유형자산	1,882	2,048	1,969	1,871	1,787
무형자산	19	22	22	22	22
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,698	3,075	3,356	3,820	4,815
유동부채	259	307	408	628	1,285
매입채무및기타유동채무	177	176	215	236	260
단기차입금	57	70	70	70	70
유동성장기차입금	15	32	32	32	32
기타유동부채	9	28	90	289	923
비유동부채	333	483	494	539	602
장기매입채무및비유동채무	25	20	0	0	0
사채및장기차입금	214	353	353	353	353
기타비유동부채	94	110	141	186	249
부채총계	592	790	902	1,167	1,887
자본금	147	147	147	147	147
주식발행초과금	1,875	1,875	1,875	1,875	1,875
이익잉여금	865	1,045	1,213	1,413	1,687
기타자본	-781	-781	-781	-781	-781
지배주주지분자본총계	2,106	2,286	2,454	2,653	2,928
비지배주주지분자본총계	2,106	2,286	2,454	2,653	2,928
자본총계	2,106	2,286	2,454	2,653	2,928
순차입금	50	19	-332	-978	-2,011
총차입금	287	455	455	455	455

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	578	714	1,024	1,129	1,386
BPS	7,171	7,783	8,357	9,036	9,972
주당EBITDA	1,380	1,540	1,906	2,068	2,216
CFPS	973	1,154	1,437	1,527	1,764
DPS	110	450	450	450	450
주가배수(배)					
PER	18.0	19.6	22.4	20.3	16.5
PBR	1.5	1.8	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	7.7	9.1	11.4	9.5	7.2
PCFR	10.7	12.1	15.9	15.0	13.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	21.2	21.1	23.4	23.9	23.9
영업이익률(핵심)	21.2	21.1	23.4	23.9	23.9
EBITDA margin	29.7	29.6	29.9	29.6	28.8
순이익률	12.5	13.7	16.1	16.1	18.0
자기자본이익률(ROE)	8.4	9.6	12.7	13.0	14.6
투자자본이익률(ROIC)	11.3	10.8	14.5	18.4	27.8
안정성(%)					
부채비율	28.1	34.6	36.8	44.0	64.4
순차입금비율	2.4	0.8	-13.5	-36.9	-68.7
이자보상배율(배)	69.4	53.6	54.3	61.0	89.4
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	6.2	7.8	9.9	10.5
재고자산회전율	5.8	6.2	6.8	7.6	9.4
매입채무회전율	8.8	8.7	9.6	9.1	9.1



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

인탑스 (049070)



BUY(Initiate)

주가(7/7) 11,700원

목표주가 16,000원

동사는 스마트폰 케이스제조업을 영위하고 있다. 프리미엄 스마트폰 위주로 메탈케이스의 탑재율이 증가하면서, 케이스 업체들의 구조조정이 이루어졌다. 어려운 업황 속에서도 꾸준히 이익을 내고 있는 점으로 미루어보아 앞으로의 품팩터변화에도 성공적으로 대응할 것으로 예상된다.

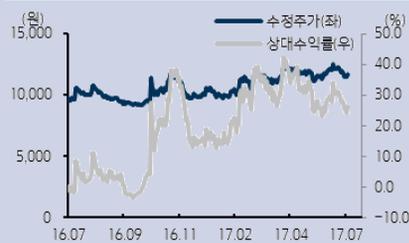
Stock Data

KOSDAQ (7/7)	663.77pt		
시가총액	2,012억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	12,500원	9,172원	
최고/최저가대비	-6.40%	27.56%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	1.7%	2.2%
	6M	10.9%	7.5%
	1Y	20.6%	26.5%

Company Data

발행주식수	17,200천주
일평균 거래량(3M)	90천주
외국인 지분율	31.51%
배당수익률(17.E)	2.27%
BPS(17.E)	23,212원
주요 주주	김재경 35.18%

Price Trend



살아남은 자가 강한 자다

>>> 스마트폰 케이스 어려운 업황을 지나

스마트폰 케이스가 플래그십 모델 중심으로 메탈케이스로 바뀌면서, 대응하지 못한 많은 케이스 제조업체들이 수익성 저조로 퇴출되었다.

동사는 이러한 어려운 업황 속에서도 고객사와의 신뢰와 기술력, 자산 건정성, 현금 창출력을 바탕으로 살아남았다. 동사의 매출 비중은 메탈CNC 20%, 플라스틱 케이스 80%로 파악된다. 현재 베트남 생산법인에서 주 고객사의 전 모델을 대응하고 있다는 점이 긍정적이다.

>>> Foldable 이후 케이스 변화 기대

향후 Flexible OLED의 확산으로 Foldable 스마트폰 시대가 도래할 것으로 예상된다. Foldable이 되면, 소재와 케이스 모양이 변할 것으로 전망한다. 이를 대응할 수 있는 케이스 업체는 많지 않은 것으로 예상되고, 동사와 같이 자산 건정성, 현금 창출력 등이 갖춰진 업체들이 살아남을 것으로 예상된다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 16,000원 제시

휴대폰 케이스의 공급업체 수가 12년 8개였는데, 17년 4개까지 줄어든 것으로 판단한다. 살아남은 업체들의 매출과 수익성은 지속 증가할 것이다. 17년 매출액 7,259억원(YoY 18%)를 예상하며, 매출성장이 지속될 것으로 판단한다. 투자 의견 BUY와 목표주가 16,000원을 제시한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	6,616	6,174	7,259	7,600	8,535
보고영업이익(억원)	318	352	330	362	407
핵심영업이익(억원)	318	352	330	362	407
EBITDA(억원)	545	605	558	581	619
세전이익(억원)	425	467	427	466	521
순이익(억원)	327	351	305	336	395
지배주주지분순이익(억원)	187	215	218	269	277
EPS(원)	1,089	1,247	1,266	1,564	1,608
증감율(%YoY)	N/A	14.5	1.5	23.5	2.8
PER(배)	9.9	8.1	9.2	7.5	7.3
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	3.0	3.0	3.2	1.8	1.7
보고영업이익률(%)	4.8	5.7	4.5	4.8	4.8
핵심영업이익률(%)	4.8	5.7	4.5	4.8	4.8
ROE(%)	8.3	8.5	7.0	7.2	7.9
순부채비율(%)	-39.3	-25.4	-22.5	-31.2	-35.3

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 16,000원 제시

인탑스 분기별 실적전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,382	1,270	1,486	2,036	1,885	1,765	1,822	1,787	6,616	6,174	7,259	7,600
YoY	-32%	-1%	-26%	56%	36%	39%	23%	-12%	-5%	-7%	18%	5%
QoQ	6%	-8%	17%	37%	-7%	-6%	3%	-2%				
휴대폰Ass'y	1,273	1,095	1,293	1,697	1,446	1,382	1,427	1,422	5,987	5,357	5,677	6,086
프린터Ass'y	43	45	45	81	100	57	64	64	204	213	286	243
가전제품Ass'y	-	-	26	45	50	50	50	50	-	71	199	199
자동차부품	-	-	-	184	168	168	168	168	-	184	674	674
기타	66	131	123	29	121	108	113	82	425	349	424	398
영업이익	75	53	92	132	82	81	84	84	322	352	330	323
YoY	31%	18%	-37%	81%	9%	52%	-9%	-36%	흑전	9%	-6%	-2%
QoQ	3%	-29%	74%	42%	-38%	-2%	4%	0%				
세전이익	78	94	76	220	60	110	117	140	425	467	427	442
순이익	40	81	46	184	40	76	87	101	328	351	305	319
영업이익률	5.4%	4.2%	6.2%	6.5%	4.3%	4.6%	4.6%	4.7%	4.9%	5.7%	4.5%	4.3%
세전이익률	5.6%	7.4%	5.1%	10.8%	3.2%	6.2%	6.4%	7.8%	6.4%	7.6%	5.9%	5.8%
순이익률	2.9%	6.4%	3.1%	9.0%	2.1%	4.3%	4.8%	5.7%	5.0%	5.7%	4.2%	4.2%
휴대폰Ass'y	92%	86%	87%	83%	77%	78%	78%	80%	90%	87%	78%	80%
제품 프린터Ass'y	3%	4%	3%	4%	5%	3%	4%	4%	3%	3%	4%	3%
별 가전제품Ass'y	0%	0%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	0%	1%	3%	3%
비중 자동차부품	0%	0%	0%	9%	9%	10%	9%	9%	0%	3%	9%	9%
기타	5%	10%	8%	1%	6%	6%	6%	5%	6%	6%	6%	5%

자료: 키움증권

인탑스 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 배)

Sum of the Parts	12개월 Forward	
영업가치	2,512	Target EV/EBITDA
휴대폰 Ass'y	2,440	4.5 Peer 그룹 평균
프린터 Ass'y	72	6.7 Peer 그룹 평균
매도가능금융자산	432	
순차입금	166	
적정주주가치	2,778	
수정발행주식수(천주)	17,200	
목표주가	16,150	

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,616	6,174	7,259	7,600	8,535
매출원가	5,884	5,503	6,431	6,733	7,562
매출총이익	732	671	828	867	973
판매비및일반관리비	414	319	498	505	567
영업이익(보고)	318	352	330	362	407
영업이익(핵심)	318	352	330	362	407
영업외손익	106	115	53	116	115
이자수익	24	27	30	35	38
배당금수익	11	31	50	60	43
외환이익	100	126	93	120	120
이자비용	5	10	13	12	10
외환손실	47	95	115	105	105
관계기업지분손익	-4	9	-3	0	0
투자및기타자산처분손익	2	3	-6	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	3	0	0	0
기타	23	20	18	18	28
법인세차감전이익	425	467	427	466	521
법인세비용	97	115	142	140	126
유효법인세율 (%)	22.9%	24.7%	33.2%	30.0%	24.2%
당기순이익	327	351	305	336	395
지배주주지분순이익(억원)	187	215	218	269	277
EBITDA	545	605	558	581	619
현금순이익(Cash Earnings)	554	605	533	555	608
수정당기순이익	325	347	310	336	395
증감률(% YoY)					
매출액	-5.1	-6.7	17.6	4.7	12.3
영업이익(보고)	N/A	10.6	-6.2	9.6	12.3
영업이익(핵심)	N/A	10.6	-6.2	9.6	12.3
EBITDA	327.1	11.0	-7.9	4.2	6.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	14.5	1.5	23.5	2.8
EPS	N/A	14.5	1.5	23.5	2.8
수정순이익	N/A	6.6	-10.5	8.4	17.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	575	568	121	662	526
당기순이익	327	351	305	336	395
감가상각비	223	250	224	216	210
무형자산상각비	4	4	4	3	3
외환손익	-3	-31	22	-15	-15
자산처분손익	12	4	6	0	0
지분법손익	4	-9	3	0	0
영업활동자산부채 증감	-60	24	-390	156	-21
기타	67	-26	-54	-35	-45
투자활동현금흐름	-456	-714	-377	-233	-364
투자자산의 처분	-281	-166	-243	-75	-207
유형자산의 처분	13	39	0	0	0
유형자산의 취득	-190	-538	-143	-157	-157
무형자산의 처분	1	-48	0	0	0
기타	0	-1	10	0	0
재무활동현금흐름	143	-331	-8	-10	-10
단기차입금의 증가	199	-142	0	0	0
장기차입금의 증가	0	10	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-56	-200	-40	-40	-40
기타	0	0	31	29	29
현금및현금성자산의순증가	265	-477	-264	418	152
기초현금및현금성자산	730	995	518	254	672
기말현금및현금성자산	995	518	254	672	824
Gross Cash Flow	634	543	511	505	548
Op Free Cash Flow	224	-44	-55	492	342

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,487	2,703	3,223	3,612	4,125
현금및현금성자산	995	518	254	672	824
유동금융자산	957	1,153	1,356	1,420	1,594
매출채권및유동채권	443	859	807	760	854
재고자산	91	173	807	760	854
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,800	3,531	3,500	3,500	3,537
장기매출채권및기타비유동채권	0	0	0	0	0
투자자산	1,152	1,107	1,172	1,233	1,326
유형자산	1,582	2,172	2,091	2,033	1,981
무형자산	63	240	237	233	230
기타비유동자산	3	13	0	0	0
자산총계	5,287	6,235	6,723	7,112	7,662
유동부채	1,022	1,578	1,769	1,832	1,998
매입채무및기타유동채무	516	1,065	1,253	1,311	1,473
단기차입금	350	398	398	398	398
유동성장기차입금	0	11	11	11	11
기타유동부채	156	104	108	112	116
비유동부채	185	424	455	484	513
장기매입채무및비유동채무	56	70	70	70	70
사채및장기차입금	0	189	189	189	189
기타비유동부채	129	165	196	226	255
부채총계	1,207	2,002	2,224	2,317	2,512
자본금	43	86	86	86	86
주식발행초과금	179	136	136	136	136
이익잉여금	3,285	3,468	3,650	3,884	4,125
기타자본	135	121	121	121	121
지배주주지분자본총계	3,641	3,810	3,993	4,226	4,468
비지배주주지분자본총계	439	422	506	569	682
자본총계	4,080	4,233	4,498	4,795	5,150
순차입금	-1,603	-1,073	-1,012	-1,494	-1,820
총차입금	350	598	598	598	598

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,089	1,247	1,266	1,564	1,608
BPS	21,171	22,153	23,212	24,572	25,977
주당EBITDA	3,170	3,520	3,242	3,377	3,601
CFPS	3,223	3,516	3,097	3,227	3,534
DPS	350	230	230	230	230
주가배수(배)					
PER	9.9	8.1	9.2	7.5	7.3
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.0	3.0	3.2	1.8	1.7
PCFR	3.3	2.9	3.8	3.6	3.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.8	5.7	4.5	4.8	4.8
영업이익률(핵심)	4.8	5.7	4.5	4.8	4.8
EBITDA margin	8.2	9.8	7.7	7.6	7.3
순이익률	4.9	5.7	4.2	4.4	4.6
자기자본이익률(ROE)	8.3	8.5	7.0	7.2	7.9
투자자본이익률(ROIC)	16.4	15.2	11.4	12.2	14.6
안정성(%)					
부채비율	29.6	47.3	49.5	48.3	48.8
순차입금비율	-39.3	-25.4	-22.5	-31.2	-35.3
이자보상배율(배)	62.7	35.6	26.0	30.5	41.1
활동성(배)					
매출채권회전율	11.8	9.5	8.7	9.7	10.6
재고자산회전율	31.9	46.7	14.8	9.7	10.6
매입채무회전율	8.9	7.8	6.3	5.9	6.1



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

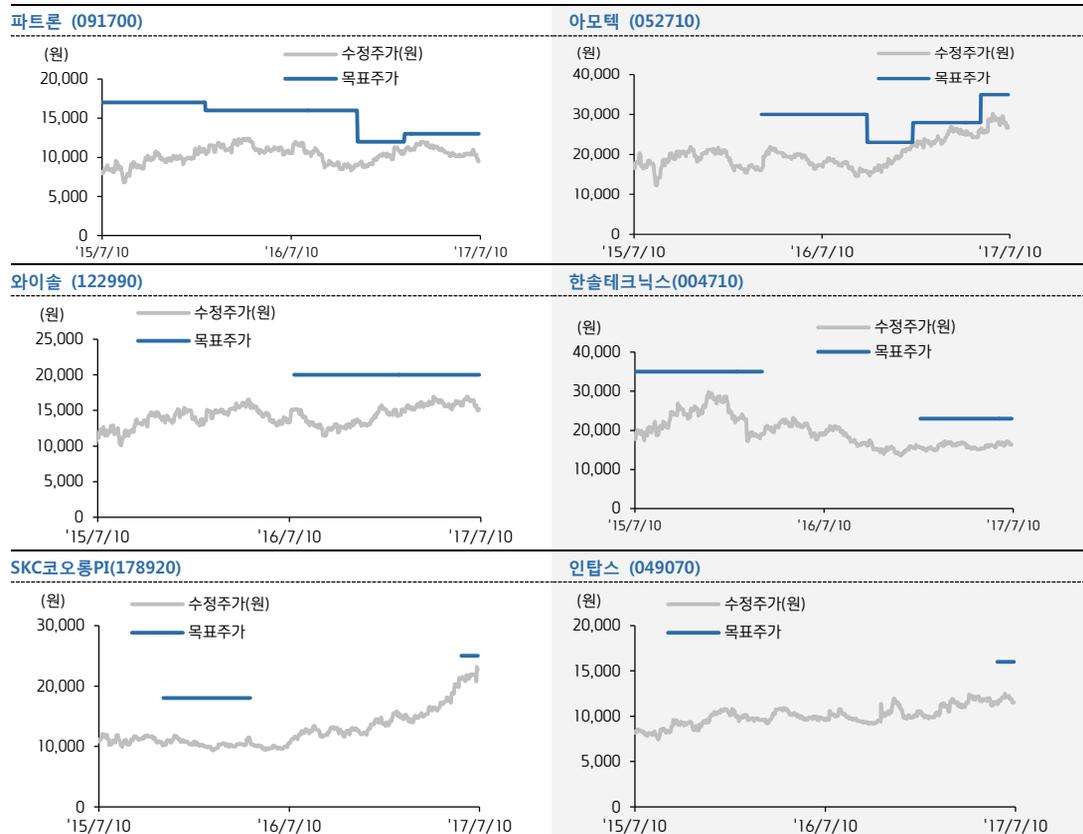
이 페이지는 편집상 공백입니다

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가
파트론 (091700)	2015/01/07	BUY(Maintain)	17,000원
	2016/01/20	BUY(Maintain)	16,000원
	2016/03/07	BUY(Maintain)	16,000원
	2016/04/07	BUY(Maintain)	16,000원
	2016/05/04	BUY(Maintain)	16,000원
	2016/06/14	BUY(Maintain)	16,000원
	2016/11/17	BUY(Maintain)	12,000원
	2016/12/16	BUY(Maintain)	12,000원
	2017/01/04	BUY(Maintain)	12,000원
	2017/02/14	BUY(Maintain)	13,000원
한솔테크닉스 (004710)	2015/04/20	BUY(Reinitiate)	28,000원
	2015/05/19	BUY(Maintain)	35,000원
	2015/06/23	BUY(Maintain)	35,000원
	2015/07/14	BUY(Maintain)	35,000원
	2015/07/30	BUY(Maintain)	35,000원
담당자 변경	2017/1/24	BUY(Reinitiate)	23,000원
	2017/2/17	BUY(Maintain)	23,000원
	2017/07/10	BUY(Maintain)	23,000원
인탑스 (049070)	2017/07/10	BUY(Initiate)	16,000원

종목명	일자	투자의견	목표주가
아모텍 (052710)	2016/03/24	BUY(Reinitiate)	30,000원
	2016/05/17	BUY(Maintain)	30,000원
	2016/10/12	BUY(Maintain)	23,000원
	2017/01/04	BUY(Maintain)	28,000원
	2017/01/19	BUY(Maintain)	28,000원
	2017/02/22	BUY(Maintain)	28,000원
	2017/03/30	BUY(Maintain)	28,000원
와이솔 (122990)	2017/05/16	BUY(Maintain)	35,000원
	2017/07/10	BUY(Maintain)	35,000원
	2016/08/08	BUY(Initiate)	20,000원
	2016/10/13	BUY(Maintain)	20,000원
	2017/01/04	BUY(Maintain)	20,000원
SK코오롱PI (178920)	2017/03/24	BUY(Maintain)	20,000원
	2017/03/30	BUY(Maintain)	20,000원
	2017/04/27	BUY(Maintain)	20,000원
	2017/07/10	BUY(Maintain)	20,000원
	2015/11/11	BUY(Maintain)	18,000원
담당자 변경	2016/01/11	BUY(Maintain)	18,000원
	2016/01/26	BUY(Maintain)	18,000원
	2016/04/18	BUY(Maintain)	18,000원
	2016/04/26	BUY(Maintain)	18,000원
2017/07/10	BUY(Reinitiate)	28,000원	

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		시장대비 -10% 이상 초과하락 예
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		상

투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%