

# 스마트폰

Overweight  
(Maintain)

2017. 5. 31

## 질적 변화가 가져온 새로운 기회

스마트폰 시장은 성숙기에 진입했지만 질적 변화가 가속화되면서 새로운 기회 요인이 부각되고 있다. 중국에서는 4G가 3년 새 급속하게 확산돼 멀티미디어 사용 환경이 개선된 것을 계기로 스마트폰 사양 경쟁이 본격화되고 있다. 주요 부품의 수급이 빠듯해진 배경이다. 초고속, 초연결 시대로 규정되는 5G는 2019년부터 개화할 것이고 실감영상이 주요 서비스로 부상할 것이다. 카메라는 듀얼 카메라를 넘어 3D 카메라로 진화할 것이다. 새로운 기회를 누릴 준비된 업체들을 찾아 보자.



전기전자/가전

Analyst 김지산 02) 3787-4862  
jisan@kiwoom.com

RA 장민준 02) 3787-4740  
minjunj@kiwoom.com

키움증권

## Contents



## I. 양적 성숙, 질적 변화 3

- > 스마트폰 시장 동향 3
- > 5G, 초연결 사회를 향해 8
- > ODM/EMS 등 외주 생산 활발 11

## II. 중국발 사양 경쟁 13

- > 중국 사양 경쟁 본격화 배경 13
- > 중국 스마트폰 경쟁 질서 재편 16

## III. 차별화의 핵심은 듀얼 카메라 19

- > 듀얼 카메라 확산 배경 19
- > 다양한 솔루션과 업체별 대응 전략 22
- > 카메라모듈 업계에 미치는 영향 25

## IV. 휴대폰 부품 업종 투자전략 27

## 기업분석 31

- > LG전자 (066570) 32
- > 삼성SDI (006400) 34
- > LG이노텍 (011070) 36
- > 삼성전기 (009150) 38
- > 아모텍(052710) 40
- > 와이솔(122990) 42

- 당사는 5월 30일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 질적 변화가 가져온 새로운 기회

## &gt;&gt;&gt; 양적 성숙, 질적 변화

올해 스마트폰 침투율과 보급률은 각각 82%, 73%로 완연한 성숙기 진입. Premium폰 Trend(4Q16 기준)로서 후면 카메라 1300만화소 이상 비중 42%, 전면 카메라 800만화소 이상 28%, 메모리 4GB 이상 18%, 배터리 3000mAh 이상 38% 도달.

글로벌 LTE 침투율 68%에 도달하며 멀티미디어 사용 환경 크게 개선. 초고속, 초연결 시대로 규정되는 5G는 2019년 개화, 실감영상이 주요 서비스로 부상할 것.

## &gt;&gt;&gt; 중국발 사양 경쟁

중국 스마트폰 업체들의 사양 경쟁 본격화됨에 따라 메모리, OLED, 카메라모듈, MLCC 등 주요 부품 수급 여건에 긍정적 영향. 배경으로서 1) 중국 4G가 3년 새 급속하게 확산, 2) Apple과 삼성전자 지배력 약화 속 현지 업체들의 주도권 경쟁 가속. 중국 모바일 데이터 트래픽은 2015년부터 매년 2배씩 증가.

중국 업체들의 최신 전략 모델 사양은 갤럭시 S 및 아이폰과 대등한 수준. Oppo, Vivo, Huawei가 상승세 이어가며 3강 체제 구축. Oppo/Vivo 성공 비결은 오프라인 채널 집중, 중고가 전략 고수, 공격적인 마케팅 투자 등.

## &gt;&gt;&gt; 차별화의 핵심은 듀얼 카메라

듀얼 카메라는 광각, 해상도, 광학줌 등 특화된 장점 구현 위해 저화소+고화소, 일반렌즈+광각렌즈, RGB 센서+흑백 센서, 광각렌즈+망원렌즈 등 다양한 솔루션 등장.

Apple은 아이폰 8 시리즈에서 듀얼 카메라 채택 비중 확대, 3D 센싱 카메라 선보일 것. 삼성전자 갤럭시 노트8용 듀얼 카메라는 아이폰 7 플러스와 마찬가지로 12MP 광각+12MP 망원 카메라로 광학 2배줌 구현 예상.

스마트폰 카메라는 3D 카메라로 진화할 것. VR 및 AR 콘텐츠 제작 도구, 3D 프린터용 스캐너 등으로 활용. 공급 능력이 제한적인 카메라모듈 업체 수혜 집중.

## &gt;&gt;&gt; 휴대폰 부품 업종 투자전략

1) 중장기적 지속 가능한 모멘텀은 듀얼 카메라와 OLED, 2) 삼성전자 부품 업체들은 상고하자 패턴 반복 예상, 3) Apple Vendor 매력적이거나 아이폰 8 출시 지연 가능성 염두, 4) 생체인식 보안 솔루션 Trend 주목

# I. 양적 성숙, 질적 변화

## >>> 스마트폰 시장 동향

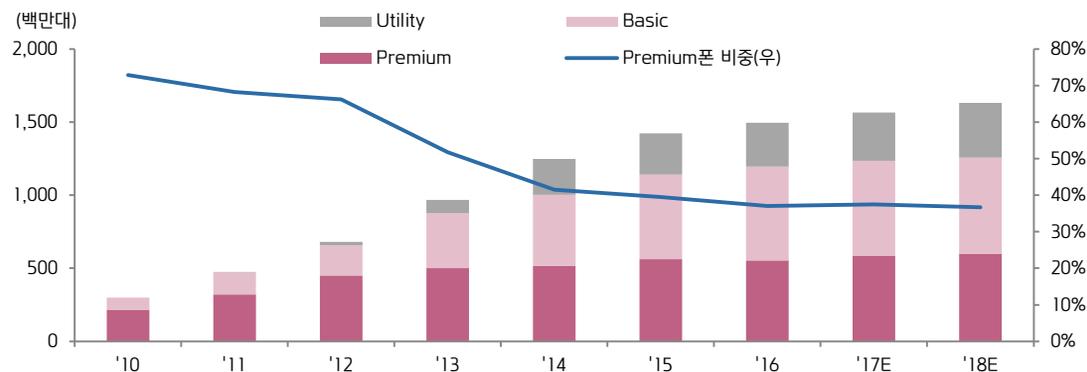
### 성숙기 진입

스마트폰 시장 성장률이 한자리 초중반대로 낮아지며 완전한 성숙기에 진입했다.

이는 또 다른 지표인 스마트폰 침투율과 보급률으로도 확인된다. 휴대폰 판매량 가운데 스마트폰 비중을 의미하는 스마트폰 침투율은 올해 글로벌 평균 82%에 도달할 것이고, 선진 아시아, 일본, 중화권, 서유럽, 북미 등 주요 시장은 모두 90% 이상 한계치에 이를 것이다.

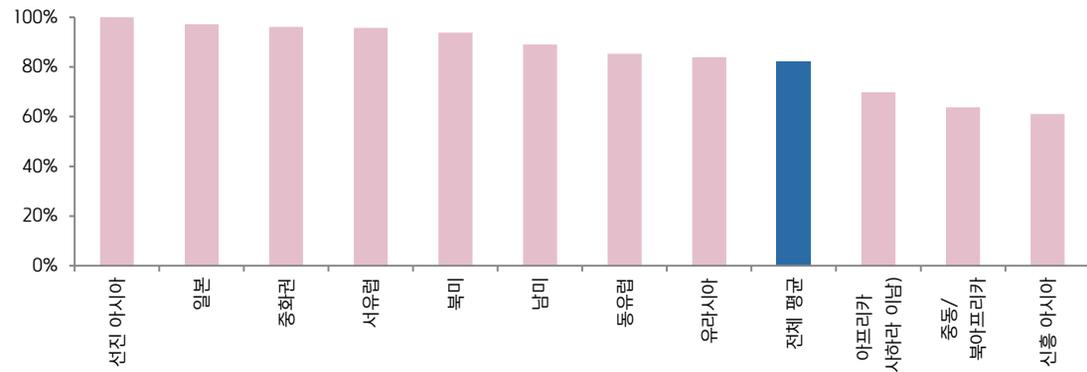
휴대폰 사용자 가운데 스마트폰 사용자 비중을 나타내는 스마트폰 보급률은 올해 글로벌 평균 73%에 도달하게 되고, 북미(93%), 중화권(91%), 일본(90%), 서유럽(89%), 선진 아시아(88%) 순으로 보급률이 높다. 스마트폰 보급률 기준으로 본다면 남미(72%), 신흥 아시아(52%), 아프리카(52%), 중동(50%) 등지에 한해 상승 여력이 남아 있다.

### 스마트폰 시장 전망



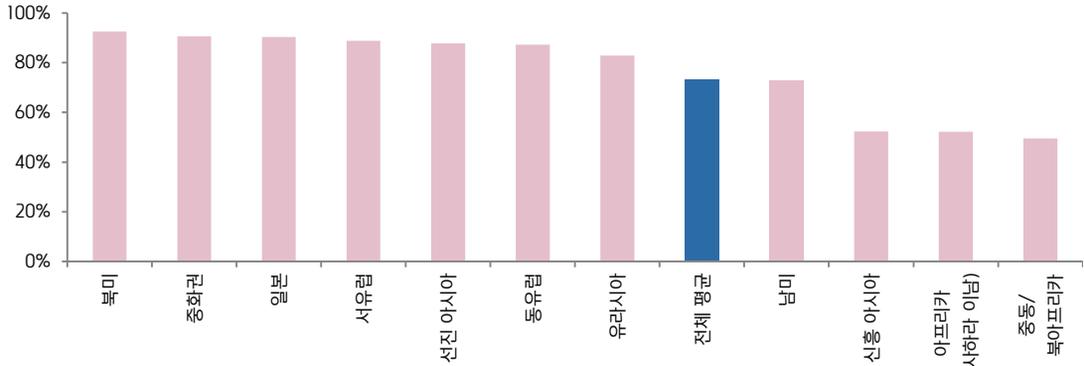
자료: Gartner, 키움증권

### 지역별 스마트폰 침투율(2017년)



자료: Gartner, 키움증권

지역별 스마트폰 보급률(2017년)



자료: Gartner, 키움증권

### 교체 수요 의존

이는 곧 신규 수요는 제한적이고 교체 수요에 의존해야 하다는 의미다.

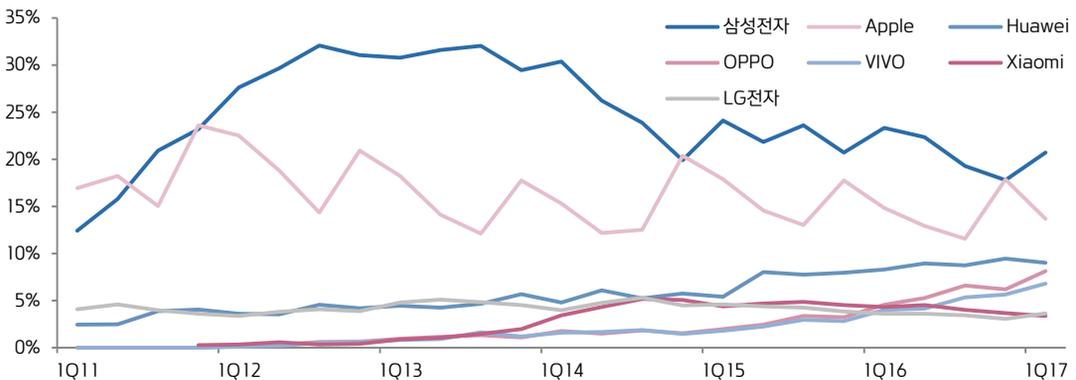
글로벌 Top 2를 중심으로 브랜드 충성도를 높이는 싸움으로 게임의 룰이 바뀌고 있다. 모바일 페이, 음성 인식, AI 등 차별적인 Killer Application을 활용해 자사 브랜드 제품을 재구매하도록 유도하고자 한다. 이른바 자물쇠(Lock-in) 효과를 노린다. Apple은 독자적인 iOS와 이에 기반한 App., AI 음성 비서 Siri, Apple Music, Apple Pay 등 고유의 서비스와 생태계를 바탕으로 충성도 높은 Lock-in 효과를 추구해 왔다.

### 경쟁 구도 큰 변화 어려워

성숙기의 특성상 경쟁 구도에 큰 변화가 없을 것이다. 이미 경쟁력 열위에 있는 업체들의 시장 철수가 이루어졌고, 후발 주자가 약진하기 어려운 환경에서 Top 2의 양강 구도가 고착화될 것이다. 절대 강자가 없고 자국 업체들간 주도권 싸움이 한창인 중국만 예외다.

Nokia, Motorola가 철수한 이후 BlackBerry, HTC, Pantech 등의 존재감이 미약해졌으며, 뒤늦게 LG전자도 강도 높은 구조조정을 단행했다. Sony, Panasonic, Kyocera, Sharp 등 일본 업체들은 자국 내 수요에 집중하는 형태로 사업 규모를 축소했다.

스마트폰 시장 경쟁 구도



자료: Gartner, 키움증권

## Apple과 삼성전자가 Trend 주도

과거 피쳐폰 시절에는 2<sup>nd</sup> Tier들도 간혹 독창적이고 차별적인 디자인을 내세워 성공 모델을 배출했지만, Form Factor가 획일화된 스마트폰 환경에서는 개천에서 용나기가 어렵다.

Apple과 삼성전자가 새로운 Trend를 주도하면, 2<sup>nd</sup> Tier들은 이를 추종할 수밖에 없다. Apple의 메탈 케이스와 슬림한 두께, 듀얼 카메라, 삼성전자의 Edge와 Bezelless 디자인 등이 대표적이다. LG전자의 모듈형 컨셉트 등은 이질적이고 무모한 시도로 간주된다.

Top 2는 브랜드 지배력뿐만 아니라 SCM 역량과 재료비 원가 면에서도 탁월하게 앞선다.

## LG전자, 미국 스마트폰 시장 선전

1분기 미국 스마트폰 시장 점유율이 이슈가 됐다.

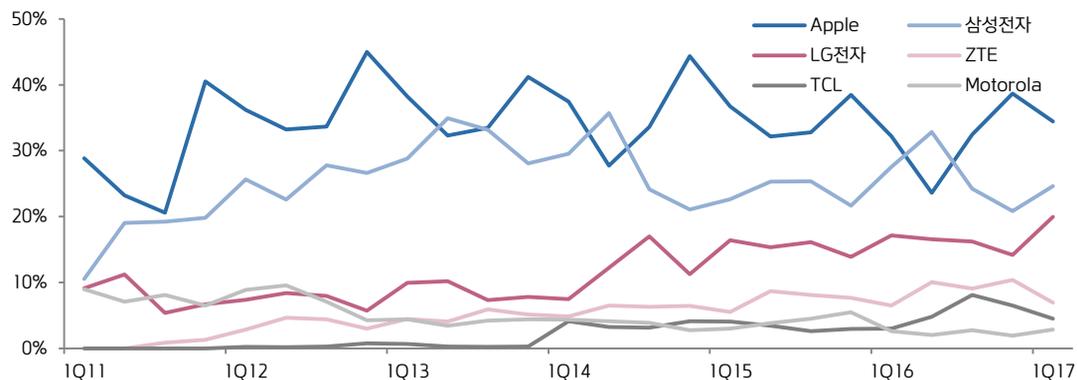
Strategy Analytics의 조사에 따르면, Apple이 34.5%로 1위였고, 삼성전자가 24.6%로 2위였으며, LG전자가 20.0%로 3위였다. 그 뒤로는 중국 업체들로서 ZTE 6.9%, TCL-Alcatel 4.5%, Lenovo-Motorola 2.9% 순이었다.

이슈는 LG전자였다. G5가 실패했음에도 불구하고 삼성전자와 점유율 격차가 4.6%p에 불과했고, 중국 업체들과는 격차를 크게 벌렸다. 삼성전자는 갤럭시 S7 시리즈 등 Premium폰을 앞세운 반면, LG전자는 보급형인 K 및 X 시리즈를 위주로 한 결과라는 점에서 미국 보급형폰 시장에서 LG전자의 확고한 입지를 말해준다. 실제로 LG전자의 북미 보급형 스마트폰의 점유율은 40% 수준에서 1위인 것으로 파악된다.

시사하는 바는 1) LG전자가 품질을 고려한 가성비 측면에서 미국 통신사업자들에게 높은 신뢰를 얻고 있는 반면, 2) 중국 스마트폰 업체들의 입지는 여전히 취약하며, 3) LG전자로서는 미국 통신사업자들의 지원과 보급형폰의 선전을 바탕으로 스마트폰 사업의 Risk를 줄일 수 있을 것이다.

동일한 조사에 의하면 LG전자는 글로벌 시장에서도 지난해 4분기 9위에서 1분기는 6위로 올라 섰다.

## 미국 스마트폰 시장 경쟁 구도



자료: Strategy Analytics, 키움증권

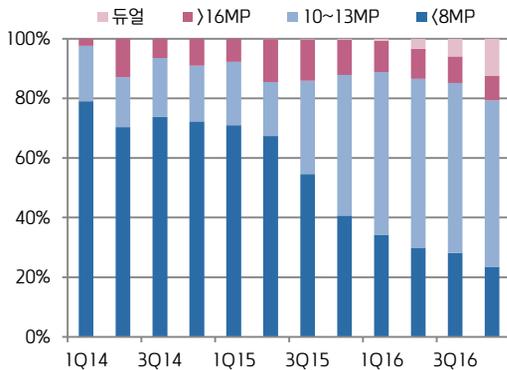
## Premium폰 비중 유지될 듯

가성비를 중시하는 스마트폰 환경에서 Premium폰 비중이 37%까지 낮아졌지만 향후 이 비중이 유지될 전망이다. 선진 시장에서는 스마트폰 사양의 표준화로 인해 보급형 제품에 대한 수요가 늘어나고 있지만, 반대로 중국을 비롯한 신흥국의 교체 수요에 있어 Premium폰 비중이 높아지고 있기 때문이다. Premium폰의 보편적 사양을 보면, 후면(Main) 카메라는 1300만화소 이상이거나 듀얼 카메라를 채택하기 시작했고, 전면(Sub) 카메라는 800만화소급으로 빠르게 진화했다. 메모리(RAM)는 이제 3GB 이상이어야 Premium급으로 분류되고, 배터리는 3000mAh 이상의 용량을 갖춰야 한다. 디스플레이 해상도는 1080x1920p과 1440x2560p이 주류이고, CPU는 Octa-core가 확산되고 있다.

## Premium폰 Trend 내역

지난해 4분기를 기준으로 삼아 Premium Trend를 구체적 비율로 확인한다면, 후면 카메라는 1300만화소 이상이 42%까지 상승했고, 듀얼 카메라 채택 비율은 12%였다. 전면 카메라는 3년 전만해도 200만화소 이하가 대부분이었지만, 지난 4분기는 800만화소 이상이 28%, 500~700만화소가 59%로서 신속하게 고도화가 진행됐다. 메모리 용량은 4GB 이상이 18%, 3GB가 23%, 2GB가 38%를 차지했으며, 6GB를 채택한 모델도 늘어나고 있다. 배터리는 4000mAh 이상이 7%, 3000~3999mAh가 31%를 차지했고, 디스플레이 해상도는 1440x2560p급이 7%, 1080x1920p급이 33%를 차지했다. CPU는 Octa-core 채용 비중이 29%까지 상승했다.

### 스마트폰 후면 카메라 화소수 변화



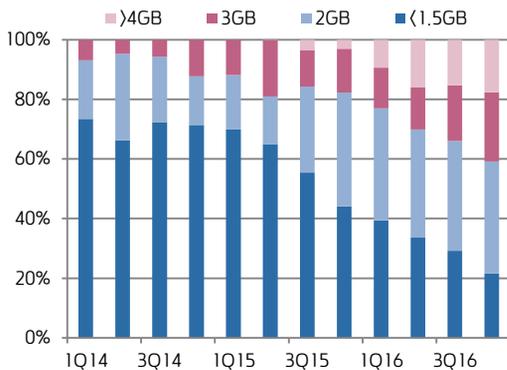
자료: IHS, 키움증권

### 스마트폰 전면 카메라 화소수 변화



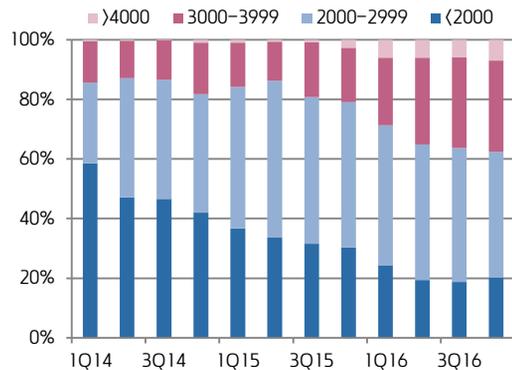
자료: IHS, 키움증권

### 스마트폰 메모리(RAM) 용량 변화



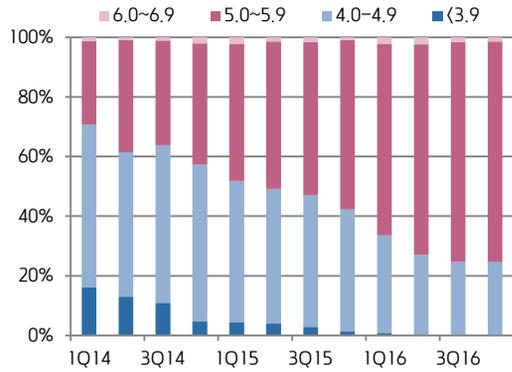
자료: IHS, 키움증권

### 스마트폰 배터리 용량 변화



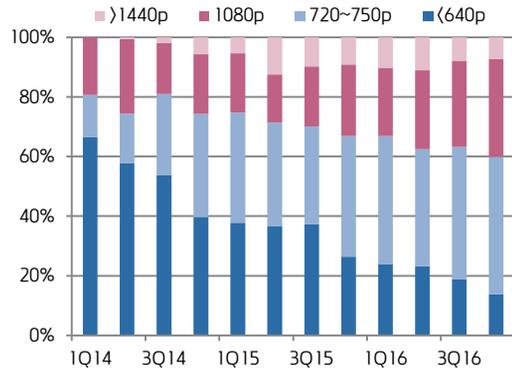
자료: IHS, 키움증권

### 스마트폰 디스플레이 사이즈 변화



자료: IHS, 키움증권

### 스마트폰 디스플레이 해상도 변화



자료: IHS, 키움증권

### 차별화 요인은 Form Factor와 카메라에 국한

Premium폰의 차별화 요인은 Form Factor와 카메라에 국한되고 있다.

과거 Apple이 주도했던 메탈 케이스와 슬림한 두께 등은 이미 보편화됐고, iOS와 Android OS의 완성도가 높아져 소프트웨어적 성능이 평준화됐다.

Form Factor 경쟁은 OLED를 내재화한 삼성전자가 절대적으로 유리하다. Edge 디자인을 시작으로 Bezelless를 거쳐 Foldable로 가는 Roadmap을 주도할 것이다. Apple도 디스플레이 전략을 선회한 만큼 Flexible OLED가 Premium폰의 대세로 자리잡을 것이다. Premium폰의 열세를 극복하지 못하고 있는 LG전자에게도 LG디스플레이의 지원을 전제로 새로운 기회 요인이 될 것이다.

이에 비해 카메라 고사양화는 Apple이 주도하고 있다. Apple은 전통적으로 슬림한 두께를 유지하는 동시에 고품질의 사진을 얻기 위해 화소 수를 고도화하기 보다는 이미지센서 픽셀 크기를 키우는 방안을 택했다. 최근 아이폰 7에서는 '카툰튀'를 감수하고서라도 1200만화소를 채택했고, 아이폰 7 플러스에서는 가장 선진화된 듀얼 카메라를 구현했다. 아이폰 8에서는 좀 더 개선된 듀얼 카메라와 안면인식 기능이 추가될 것으로 기대된다.

이에 비하면 삼성전자가 실기한 측면이 커서 아쉽다. 삼성전기를 통해 다양한 솔루션을 갖춰음에도 불구하고 Apple과 차별화가 어렵다는 판단 하에 채택을 유보했다. 표면적으로 내세우는 원인은 재료비 원가 상승폭 대비 소비자의 효용이 크지 않을 것이라는 점이다. 갤럭시 노트7 품질 이슈에 따른 트라우마도 한 몫 했을 것이다.

### 아이폰 7 플러스의 듀얼 카메라



자료: Apple

### 갤럭시 S8의 Bezelless 디자인



자료: 삼성전자

## >>> 5G, 초연결 사회를 향해

### 글로벌 LTE 침투율 68%

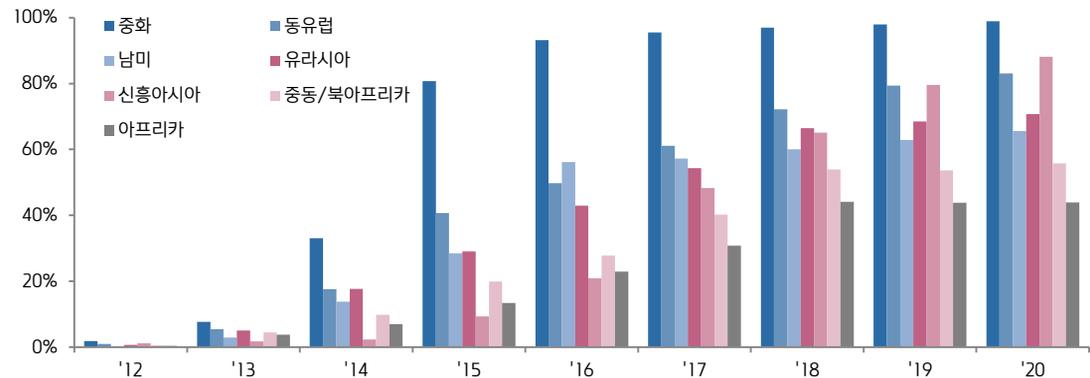
글로벌 휴대폰 시장의 LTE 침투율은 지난해 58%에서 올해 68%, 내년에 77%에 도달할 전망이다. 선진 시장의 경우 올해 북미는 87%, 서유럽은 84%, 한국이 포함된 선진아시아는 98%에 이르러 한계에 근접할 것이다.

향후 LTE폰의 보급 여력은 신흥 시장에 집중될 수밖에 없다. 올해 신흥 시장의 지역별 침투율은 중화권 96%, 동유럽 61%, 남미 57%, 유라시아 54%, 신흥아시아 48%, 중동/북아프리카 40%, 아프리카 31% 순이 될 것이고, 잠재적 여력은 역순이다. 중화권은 LTE 침투 속도가 선진 시장보다 빨라 이미 지난해부터 포화 상태에 도달했다.

### 멀티미디어 사용 환경 크게 개선

4G LTE의 최대 전송속도는 180Mbps로 광대역 3G 10Mbps에 비해 18배 빠른 것으로 규정된다. 블루레이 영화 다운로드 기준이라면 3분이 소요된다. 3G 시대에 모바일 인터넷이 보편화됐다면, 4G에서는 멀티미디어 콘텐츠 사용 환경이 크게 개선됐다. 이는 스마트폰 사양에 있어 모바일 DRAM 및 NAND 용량, 카메라 화소 및 성능, 디스플레이 화질 및 사이즈, 배터리 용량 등에 걸쳐 고도화가 이루어지고 있는 주된 배경이다.

### 신흥 시장 지역별 LTE 침투율 추이



자료: Gartner, 카움증권

### 5G 시대 곧 도래

이제 곧 5G 시대가 도래할 것이다.

4G가 고속 통신 시대라면, 5G는 초고속, 초연결 시대로 규정될 것이다. 최대 전송속도는 20Gbps로 4G 대비로도 100배나 빨라진다. 블루레이 영화를 다운 받는데 4초밖에 걸리지 않는다. 액세스 지연 시간은 10msec로 4G 400msec 대비 1/40 수준이어서 초저지연 통신으로도 규정된다. 동시 연결 가능한 노드 수는 km<sup>2</sup>당 1,000,000개로 4G보다 10배 많아진다. 주요 서비스로는 증강 현실과 같은 실감 영상이 보편화될 것이다.

5G에서는 IoT에 기반해 모든 것이 연결되는 초연결 사회가 구축될 것이다. 궁극적으로 전 세계 인구의 100배 이상인 1조 개 이상의 사물이 연결될 것으로 전망된다.

## 자동차와 의료가 주된 Application

5G는 가상현실, 홀로그램, 자율주행차, 실감미디어, 사물인터넷 등을 지원하는 인프라가 될 것이다. 특히 자동차와 의료가 주된 Application으로 부상할 것이라는 주장이 제기된다.

자율주행차는 ① 위성항법장치로 위치를 측정하고, ② 센서 장치가 주행환경을 인식하며, ③ 연산제어 장치가 가감속, 차선변경 등 차량의 자율주행을 제어하고, ④ 액추에이터가 명령에 따라 필요한 작동을 취한다. 그러려면 V2I(Vehicle to Infrastructure), V2V(Vehicle to Vehicle) 등 V2X 기술을 바탕으로 커넥티드 카와 지능형교통체계가 전제 돼야 하며, 초연결, 저지연 통신과 높은 전송 신뢰도가 뒷받침돼야 한다.

예컨대 자동긴급제동(Automatic Emergency Braking) 시스템의 경우 시속 100km로 주행하는 차량이 0.1초로 인식한다면 2.7m 내에서 제어가 이루어진다. 이에 비해 사람의 반응 시간은 0.6~1.4초가 걸리기 때문에 시속 100km 기준으로 16.2~38m를 더 주행한 후에 대응하게 된다.

의료 분야에서는 실시간 정보 공유를 바탕으로 원격 진료와 원격 수술 등이 시도될 것이다.

## 5G는 한국 주도로 2019년 상용화 예정

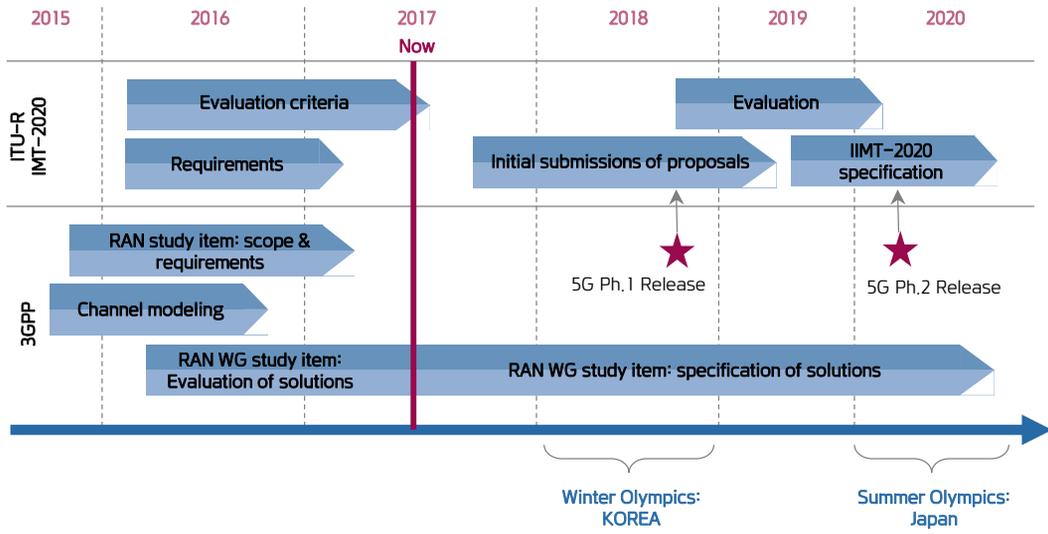
5G 서비스는 이르면 2019년부터 상용화될 것으로 예상된다. 이에 앞서 한국이 가장 먼저 2018년 평창 동계올림픽에서 시범 서비스를 시행할 예정이고, 일본은 2020년 도쿄 올림픽을 기점으로 상용화를 시작할 계획이다. Verizon이 5G Technology Forum을 설립해 주도하고 있으며, 2019년 5G 기술 표준이 확정되기 이전에 5G 서비스를 선보이기 위해 준비하고 있는 통신사업자는 18개사로 집계된다. 세계이동통신사업자협회는 2025년 5G 이동통신 커버리지가 세계 인구의 34%에 이르고 11억개 기기가 5G 통신에 연결될 것으로 전망했다. 경계 없는 접속을 위해 4G와 통합돼 운영될 가능성이 높다. Qualcomm이 지난해 말 출시한 Snapdragon X50 5G 모뎀칩은 28GHz 대역에서 작동을 지원하고, 800MHz 대역폭에서 초당 최대 35.5Gigabit의 다운로드 속도를 구현한다.

### 이동통신 역사 및 5G 서비스 개요

구분	전송 방식	최대 전송률 (Gbps)	액세스 지연 시간 (msec)	동시 연결 노드 수 (개/km <sup>2</sup> )	주요 서비스	상용화 시기 (년)	가입자 수 (국내/해외)
1G	아날로그	음성 전용	-	-	음성	1978	-
2G	GSM CDMA TDMA	2.5 x 10 <sup>-4</sup>	-	-	문자	1992	6백만 / 3천 4백만
3G	WCDMA FDD	1 x 10 <sup>-2</sup>	800	25 x 10 <sup>3</sup>	인터넷	2000	2천 6백만 / 7억 4천만
4G	OFDMA FDD	1.8 x 10 <sup>-1</sup>	400	10 <sup>5</sup>	멀티미디어	2013	5천 4백만 / 67억
5G	Non-OFDMA Flexible Duplex	20	10	10 <sup>6</sup>	실감영상	2019~2020 (예정)	1억 / 92억(추정)

자료: 홍대식, 키움증권

5G 표준화 일정



자료: 홍대식, 키움증권

## >>> ODM/EMS 등 외주 생산 활발

### 사업 Risk 축소 위해 외주 생산 확대

스마트폰 업계에서 ODM(Original Development Manufacturing) 및 EMS(Electronic Manufacturing Service) 업체들을 통한 외주 생산이 늘어나고 있는 추세다.

Apple처럼 처음부터 자체 제조 위험을 회피하고자 하는 전략적 선택도 있지만, 1) 시장이 성숙기에 접어들면서 경쟁력 열위에 있는 업체들이 고정비 부담과 사업 Risk를 줄이기 위해 외주 생산을 늘리고 있고, 2) 중국 스마트폰 업체들이 원가 경쟁력을 확보하기 위해 외주 생산에 적극 의존하고 있다.

스마트폰 생산량 중 ODM/EMS 생산 비중은 2011년 28%에서 지난해 52%로 지속 상승했고, 올해는 54%로 예상된다. 수량으로는 지난해 7억 7,600만대에서 올해 8% 늘어난 8억 3,700만대다. 2020년에는 스마트폰의 60%가 ODM/EMS 형태로 생산될 전망이다.

### ODM/EMS 업체는 중화권에 기반

ODM/EMS 업체는 대부분 중화권에 기반을 두고 있다. 대만 기반의 FIH Mobile(Foxconn 자회사), Pegatron, Wistron, Compal, Arima Communications, Inventec, 중국 기반의 Wingtech, Huaqin Telecom Technology, Wind, BYD, Longcheer, Tinno 등이다. 중국 스마트폰 업체들의 부상과 함께 중국 기반의 ODM/EMS 업체들이 더 큰 수혜를 누리고 있다.

이들 중 FIH Mobile, Pegatron, Wingtech, Huaqin 등 4개사가 글로벌 제조 역량을 가진 Tier 1으로 분류되고, 나머지는 주로 중국 스마트폰 시장에 의존하고 있는 지역적 사업자다.

글로벌 ODM/EMS 업체들에게는 생산 규모의 경제, 제조 능력/수율, 글로벌 물류/After Service 등의 역량이 중시되고, 지역적 ODM/EMS 업체들에게는 기술 협력 활동, 지역적 가치 제안, 공급망 통합 등의 능력이 중요하다.

### 스마트폰 업체와 ODM/EMS 업체간 파트너십

다음 표는 지난해 스마트폰 ODM/EMS 생산 현황을 나타낸 것이다. 주요 스마트폰 업체와 ODM/EMS 업체간 파트너십을 잘 보여준다. Apple 이외에도 Xiaomi, Asus, Microsoft 등이 전량 ODM/EMS 생산에 의존하고 있고, Sony도 자체 생산 비중이 최소화돼 있다. Apple은 지난해 Foxconn 63%, Pegatron 28%, Wistron 9%의 비율로 생산을 맡겼다.

Oppo와 Vivo를 제외한 중국 스마트폰 업체들은 외주 생산을 적극 활용하고 있다.

삼성전자는 In-House 생산을 원칙으로 하지만, 한솔테크닉스에게 일부 중저가폰 위탁 생산을 맡기고 있다. 한솔테크닉스는 월 300만대 규모의 EMS 생산능력을 갖췄다.

LG전자는 Foxconn, Wind, Arima를 통해 일부 위탁 생산을 하고 있는데, 지난해 R&D 인력을 중심으로 강도 높은 효율화를 단행한 만큼, 향후 ODM 생산 비중을 늘릴 가능성이 높다.

## 스마트폰 ODM/EMS 생산 현황(2016) (단위: 천대)

	FIH Mobile	Pegatron	Wing- tech	Huaqin	Wind	BYD	Long- cheer	Wistron	Tinno	Compal	Arima	Inventec	기타	In- House	합계
Samsung														310,000	310,000
Apple	135,000	60,000						20,000							215,000
Huawei	10,000		15,000	25,000		8,000		5,000					5,000	65,000	133,000
Oppo														92,000	92,000
Vivo														85,000	85,000
ZTE	5,000		5,000	6,000	6,000		5,000						5,000	22,000	54,000
LG	3,000				1,000						5,000			45,000	54,000
Xiaomi	15,000		18,000				8,000					12,000			53,000
Lenovo	5,000		5,000	5,000		15,000				2,000			5,000	15,000	52,000
TCL			3,000	3,000	5,000		2,000							20,000	33,000
Coolpad- LeEco			3,000	3,000			5,000			5,000			5,000	10,000	31,000
Meizu	2,000		7,000		12,000									1,000	22,000
Asus		15,000			5,000										20,000
Sony	5,000									5,000	5,000			1,000	16,000
Microsoft	10,000									2,000					12,000
HTC				3,000						3,000				5,000	11,000
기타	8,000		15,000	18,000	5,000	10,000	12,000	5,000	25,000	3,000	3,000		150,000	45,454	299,454
합계	198,000	75,000	71,000	63,000	34,000	33,000	32,000	30,000	25,000	20,000	13,000	12,000	170,000	716,454	1,492,454

자료: Gartner, 키움증권

## II. 중국발 사양 경쟁

### >>> 중국 사양 경쟁 본격화 배경

#### 중국발 주요 부품 수급 여건 개선

중국 스마트폰 업체들의 사양 경쟁이 본격화되고 있고, 메모리, OLED, 카메라모듈, MLCC 등 주요 부품의 수급 여건에 긍정적인 영향을 미치고 있다.

중국 내 사양 경쟁의 배경으로서 1) 중국 스마트폰 침투율이 96%로 한계에 도달해 교체 수요에 의존해야 하는 상황에서 때마침 4G가 급속하게 보급됐고, 2) 경쟁 구도 면에서는 Apple과 삼성전자의 지배력이 약화된 틈을 타 현지 업체들이 Premium폰을 앞세워 주도권 경쟁을 하고 있다.

#### 4G 급속도로 확산

중국의 휴대폰 판매량 중 4G폰이 차지하는 침투율은 2013년 6%에서 2014년 30%, 2015년 80%, 2016년 93%에 이르기까지 3년 사이에 급속도로 확산됐다. 이동통신 가입자 중 4G 가입자 비율은 4G폰 침투율보다 후행한다. 중국 최대 통신사업자인 China Mobile의 경우 2014년 말 11%, 2015년 말 38%, 2016년 말 63%의 속도이고, 올해 말에는 73%가 될 것이다. 아래 그림에서 보듯 3G 보급 시기보다 훨씬 빠르고 전격적이다. 과거 3G의 최대 가입자 비율은 31%였다. 중국은 3G 보급 단계를 일부 생략하고 4G로 곧바로 넘어간 케이스다.

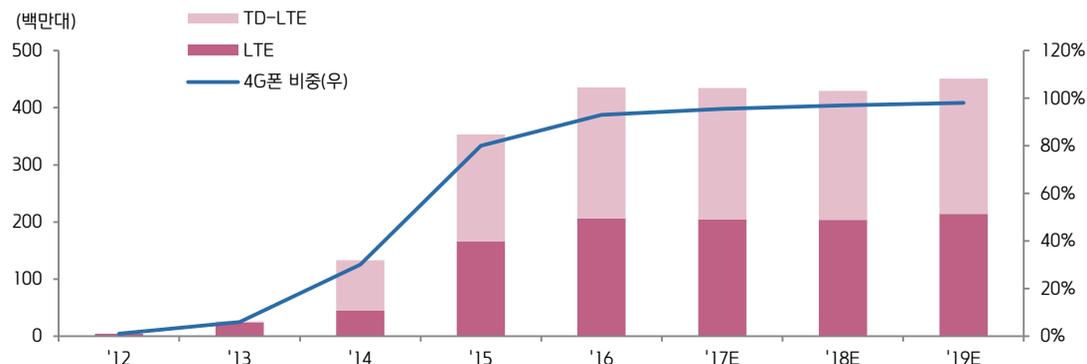
#### China Mobile 커버리지 리더십 강화

통신사업자 입장에서 4G는 데이터 매출 증가 및 ARPU 상승 측면에서 유인이 크다.

China Mobile의 2016년 말 기준 4G 관련 주요 지표를 살펴 보면, 네트워크 커버리지에 있어서는 151만개의 4G 기지국을 구축해 고속철도, 지하철 등을 모두 커버하는 한편, 실내 커버리지는 58%로 늘렸다. 도시 도로에서 평균 다운로드 속도는 40Mbps를 구현한다. 4G 가입자 수는 5억 3,500만명으로 세계 최대이다. 고객 가치 측면에서 4G의 ARPU는 74.4위안으로 2G/3G 대비 2배이고, 4G 가입자의 평균 데이터 사용량은 1GB로 2G/3G의 7.5배다. 4G의 데이터 트래픽이 94%를 차지한다.

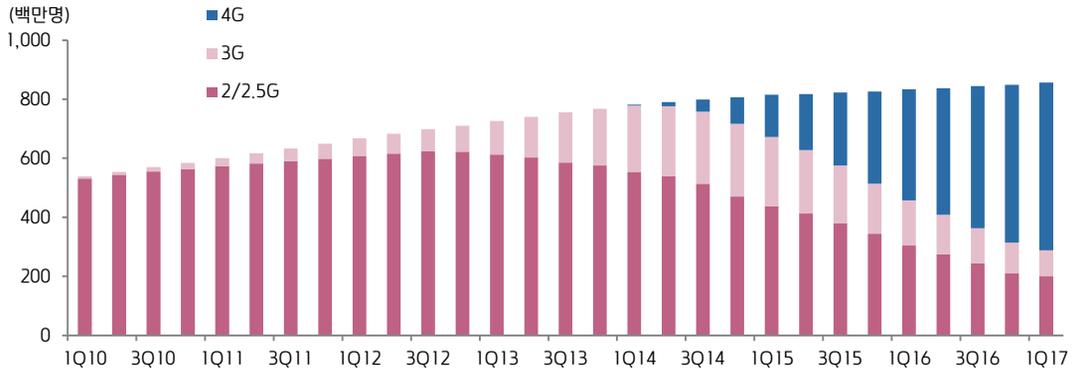
China Mobile은 올해 경영 목표로서 4G 순증 가입자 수를 1억명 늘려 안정적인 ARPU 증가를 꾀하고, 4G 기지국을 177만개까지 늘려 커버리지 리더십을 강화할 계획이다.

#### 중국 4G폰 시장 전망



자료: Gartner, 키움증권

## China Mobile 이동통신 세대별 고객 수 추이



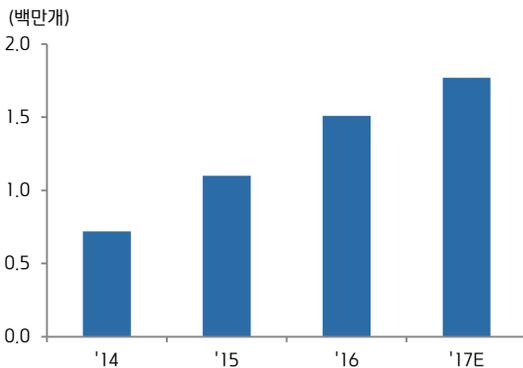
자료: China Mobile

## 중국 모바일 데이터 트래픽 급증

중국의 휴대폰 데이터 트래픽은 4G 확산과 함께 2015년부터 급격히 증가하고 있다.

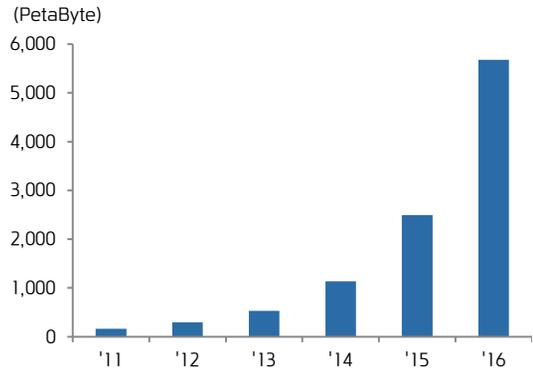
China Mobile의 경우 2015년과 2016년에 각각 120%, 128% 증가했다. 멀티미디어 활용이 많아지다 보니 카메라와 디스플레이의 성능이 증시되고, 이를 보조할 메모리와 배터리도 용량이 늘어날 수밖에 없다.

## China Mobile 4G 기지국 수



자료: China Mobile

## China Mobile 휴대폰 Data Traffic



자료: China Mobile

## 중국 전략 스마트폰 보편적 사양

중국 스마트폰 업체들이 최근에 출시한 전략 모델의 사양은 갤럭시 S 및 아이폰과 대등한 수준이다.

Oppo의 F3 Plus, Vivo의 V5 Plus, Huawei의 P10 Plus, Xiaomi의 Mi MIX, Meizu의 PRO6 Plus 등의 보편적 사양을 보면, 후면 카메라는 12~16MP 또는 듀얼 카메라, 전면 카메라는 5~8MP 또는 듀얼 카메라, 메모리는 4GB, 배터리는 3100~4400mAh, CPU는 Octa-core 기반 또는 Qualcomm의 Snapdragon, 디스플레이는 5.5~6.4" LCD 또는 OLED 등을 갖췄다. 이 외에 지문인식과 급속 충전 기능도 보편적이다.

일부 최고 사양 모델은 20MP+8MP 듀얼 카메라를 구현한 전면 카메라, 6GB RAM, Flexible OLED, 4400mAh 등을 채용하고 있다.

중국 스마트폰 시장에서 Premium폰 비중은 2014년 2분기 17%에서 2016년 4분기에는 28%까지 상승했다.

## 중국 스마트폰 업체들 전략 모델 사양

업체	Oppo	Vivo	Huawei	Xiaomi	Meizu
모델	F3 Plus	V5 Plus	P10 Plus	Mi MIX	PRO6 Plus
디스플레이	6.0" FHD LCD (1080p)	5.5" FHD LCD (1080p)	5.5" 2K LCD (1440p, 540ppi)	6.4" FHD LCD (1080p, 362ppi)	5.7" OLED (1440p, 518ppi)
후면 카메라	16MP	16MP	20MP Mono +12MP RGB 듀얼	16MP	12MP
전면 카메라	16MP+8MP 듀얼	20MP+8MP 듀얼	8MP	5MP	5MP
메모리	4GB	4GB	4GB	4GB	4GB
배터리	4000mAh	3160mAh	3750mAh	4400mAh	3400mAh
CPU	Qualcomm MSM8976 Pro(Octa-core)	Qualcomm Snapdragon 625 (Octa-core 2.0GHz)	Kirin 960(Octa-core, 4x2.4GHz+4x1.8GHz)	Qualcomm Snapdragon 821 max(2.35GHz)	Samsung Exynos 8890 (Octa-core)
두께	7.35mm	7.26mm	6.98mm	7.9mm	7.3mm

자료: 각 사, 키움증권

## >>> 중국 스마트폰 경쟁 질서 재편

### Apple과 삼성전자 추락

중국 스마트폰 시장의 경쟁 질서도 빠르게 재편되고 있다.

일단 현지 업체들의 Premium폰 경쟁력이 향상되면서 Apple과 삼성전자의 점유율을 잠식하고 있다.

중국 내 국산품 애용 정서라든지 사드(THAAD) 갈등도 한 몫 하는 듯하다.

Apple은 대화면 아이폰 6S Plus의 대성공 이후 지배력을 잃어가고 있다. 최근 1분기 중국 내 점유율은 9.0%로서 2년 전 14.7%, 1년 전 12.0%에 비해 뚜렷한 하락세다.

2014년 2분기까지 압도적 1위를 지켰던 삼성전자의 점유율 하락폭이 더욱 심각하다. 최근 1분기 중국 내 점유율은 3.1%로서 8위로 내려 앉았다.

### 중국 업체들도 Premium 경쟁력이 성패 좌우

중국 업체들 사이에서도 희비가 엇갈린다. Premium 경쟁력이 성패를 좌우하고 있다.

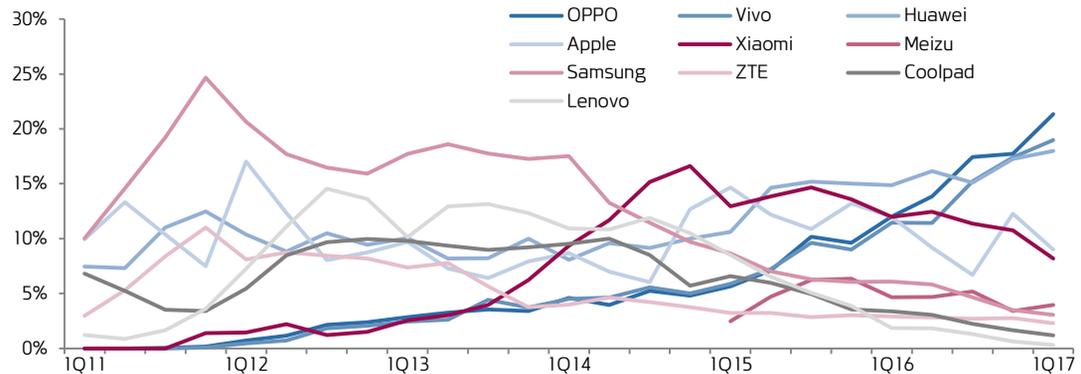
Oppo, Vivo, Huawei가 상승세를 이어가며 확고한 3강 체제를 구축한 반면에, Xiaomi, ZTE, Coolpad, Lenovo는 지속적인 하락세다.

공공연한 '카피캣'으로서 '가성비 끝판왕'으로 불리우며 돌풍을 일으켰던 Xiaomi는 결국 품질의 벽을 넘어서지 못하고 저렴한 브랜드 이미지에 갇혀 추락하고 있다. 더군다나 무분별한 사업 포트폴리오 확장으로 부실 경영에 대한 우려를 자아내고 있다.

3~4년 전 Huawei와 자국 업체 중 선두를 다투던 Lenovo는 1분기 점유율 0.3%로 존재감이 없어졌다. 삼키지 말았어야 할 Motorola를 삼킨 것이 화근이다. Lenovo는 Motorola 인수 후 연간 손손실로 전환하기도 했고, 대규모 구조조정을 진행하는 등 후유증이 큰 상태다.

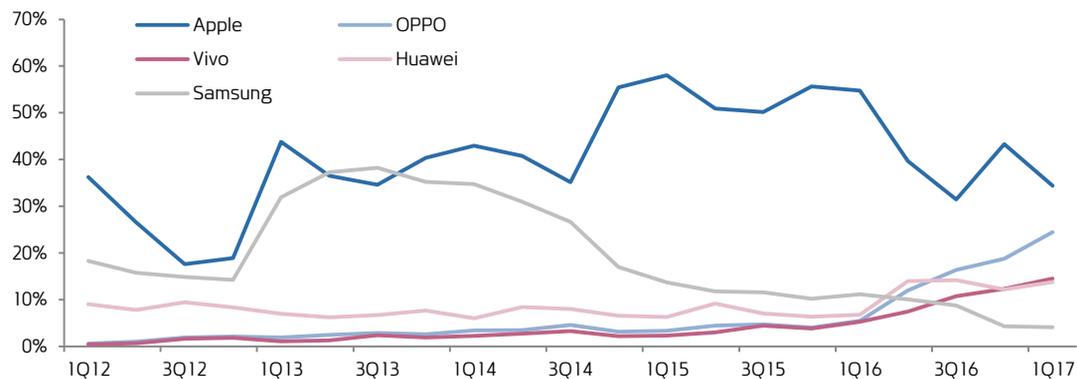
1분기 중국 Premium 스마트폰 점유율은 Apple 34%, Oppo 24%, Vivo 15%, Huawei 14%, 삼성전자 4% 순이다. 어느 나라에서나 충성도 높은 고정 고객층을 보유하고 있는 Apple을 제외하면, Oppo, Vivo, Huawei에게 Premium폰 수요가 집중되고 있다.

### 중국 스마트폰 시장 경쟁 구도



자료: Gartner, 카움증권

### 중국 Premium 스마트폰 시장 경쟁 구도



자료: Gartner, 키움증권

### Oppo와 Vivo 성공 요인

자매사인 Oppo와 Vivo의 도약 속도가 놀랍다.

두 회사는 유사한 전략을 구사한다. 성공 요인을 짚어 보자.

첫째, 다양한 유통 전략과 함께 특히 오프라인 채널에 집중하고 있다.

Open(Retail) Market에서 탄탄한 입지를 바탕으로 전국적인 커버리지를 구축하고 있다. 많은 유통 업체들과 Joint Venture 형태로 파트너십을 맺고 있다.

둘째, 중고가 전략을 고수하면서 이에 걸맞은 브랜드 이미지를 구축했다.

Oppo 스마트폰의 주된 가격대는 250~500달러로 중고가 제품에 집중돼 있고, 품질 경쟁력을 강조한다. 전통적으로 세련된 디자인에서 소비자들의 호평을 받았다. 가격대만 보면 아이폰 및 갤럭시 S 시리즈보다는 한단계 낮은 수준이다.

브랜드 이미지에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 저가형 제품을 Line-up에서 배제하고 있다.

품질 확보를 위해 중국 업체 중에서는 이례적으로 전량 자체 생산 체계를 고수하고 있다.

셋째, 브랜드 가치를 높이기 위해 공격적인 마케팅 투자를 단행하고 있다.

Oppo는 매출액의 5% 이상을 브랜드 투자에 사용하고 있다. 최근 빠른 충전 기술과 긴 배터리 사용 시간 등의 차별적 장점을 마케팅 포인트로 삼고 있다.

### Xiaomi의 전략과 대비

이상을 종합해보면 Xiaomi의 전략과 대비된다. 즉, Xiaomi는 품질보다는 가격 경쟁력을 앞세우고, 오프라인보다는 온라인 위주의 마케팅 효율성에 집중했다.

물론 Oppo와 Vivo에게도 약점이 있다. Operator Market(사업자 시장)에는 투자가 소홀해 통신사업자 영향력이 큰 북미 등에서는 확장에 어려움이 있을 것이다. 대부분의 중국 업체들이 그렇듯 경영 구조가 불투명하고, 하드웨어 중심의 사업 구조여서 서비스나 소프트웨어 역량은 열세다.

향후 중국 내 성공을 바탕으로 인근 아시아 신흥 국가에서 점유율을 확보할 여지가 있고, 4G 스마트폰 가격의 하락 추세 속에서 기회를 얻을 수도 있을 것이다.

## Oppo SWOT 분석

Strength	Weakness
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 다양한 유통 전략과 함께 오프라인 채널에 집중</li> <li>• 중고가 전략 고수, 중고가 브랜드 이미지 구축</li> <li>• 브랜드 가치 높이기 위한 공격적인 마케팅 투자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 통신사업자와 온라인 채널을 통한 사업에는 저조한 투자</li> <li>• 불투명한 경영 구조로 외국 업체들과 파트너십 어려움</li> <li>• 하드웨어 중심 경영으로 서비스나 소프트웨어 역량 열세</li> </ul>
Opportunities	Threats
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 신흥 시장에서 스마트폰 점유율 확대 기회</li> <li>• 선진 시장에서 공격적인 4G 스마트폰 가격 책정</li> <li>• 소비자 기기 유형의 제품 포트폴리오 확장</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 오프라인 채널 비즈니스 모델 서로 모방하며 경쟁</li> <li>• 특허권 소송으로 해외 영업 계획 차질 가능성</li> <li>• 인터넷 업체들의 새로운 비즈니스 모델로 하드웨어 수익성에 기반한 스마트폰 업체들 압박</li> </ul>

자료: Gartner, 키움증권

### III. 차별화의 핵심은 듀얼 카메라

#### >>> 듀얼 카메라 확산 배경

##### 스마트폰 카메라 목표는 DSLR 대체

스마트폰 카메라의 목표는 이제 화소가 아니라 DSLR을 대체하는 것이다. OIS를 채용하고, 이미지센서 픽셀 사이즈를 키우고, 조리개 값을 낮추는 것 등이 화질과 기능을 향상시키기 위한 일환이다. 미래 기술로서 슬림의 한계를 극복하기 위한 디지털 렌즈라든지 신개념의 전후면 복합 모듈도 시도되고 있다.

OIS는 특히 저조도에서 흔들림 없이 노출 시간을 길게 함으로써 많은 빛을 흡수해 밝고 선명한 사진을 얻을 수 있도록 한다. VCM 방식이 보편적인데, 마그네트와 코일의 조합으로 자기력이 결정된다. AF가 1축 구동이라면 OIS는 3축 구동이 이루어진다.

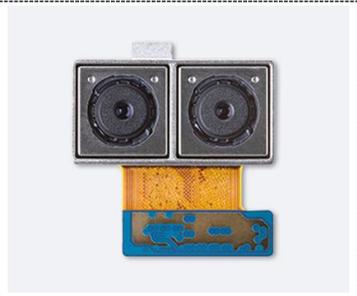
이미지센서는 슬림한 두께를 위해서는 화소 크기를 줄여야 하나 그러면 흡수하는 빛의 양이 감소해 화질이 떨어지는 딜레마에 빠진다. 이미지센서의 화소 크기는 과거 VGA급 1세대 당시 5.8 $\mu$ m였으나 지금은 1.0 $\mu$ m까지 작아졌다. 화소 크기가 작아지면 센서와 렌즈 사이의 초점 거리를 줄일 수 있어 카메라 모듈을 소형화할 수 있다. 대신 듀얼 픽셀과 '아이소셀' 등의 기술로 화질을 개선시키고 있다. 듀얼 픽셀은 하나의 화소 안에 좌우 두 개의 포토다이오드가 있어 각각의 빛을 비교해 자동 초점을 맞추는 방식이다. 여기에 아이소셀 기술은 각 화소를 격리시켜 간섭 현상을 최소화한다.

##### 새로운 물리적 접근법 시도

그럼에도 불구하고 스마트폰의 두께 제약으로 인해 경통의 두께나 렌즈 수를 늘리기도 한계가 있기 때문에 고화질/고기능을 구현하기 위해서는 지금까지와는 다른 물리적 접근법이 필요한데, 바로 듀얼 카메라다.

듀얼 카메라는 2개의 카메라가 역할을 분담하는 멀티 센서 방식이다. 일례로 각각의 카메라가 피사체와 배경에 초점을 맞춰 사진 품질을 개선시킬 수 있다.

#### 듀얼 카메라의 진화

1세대	2세대	3세대
		
단순히 카메라 2개 결합	전기적인 회로 부품 일체화	광학 구동 부품까지 일체화

자료: 삼성전기

### 듀얼 카메라 3세대로 진화

1세대 듀얼 카메라가 단순히 카메라 2개를 합쳐 놓았다면 2세대는 전기적인 회로 부품(PCB)을 일체화 하고, 3세대는 렌즈, 액추에이터와 같은 광학 구동 부품까지 일체화해 소형화, 저전력화, 슬림화를 추구 한다.

듀얼 카메라의 완성도를 높이기 위한 방안으로서 ▶이미지 합성을 위해서는 두 개의 카메라 화소가 동 일해야 유리하고, ▶AF에 이어 OIS 액추에이터까지 별도로 탑재돼야 하며, ▶소프트웨어적으로 이미지 합성 알고리즘이 뒷받침돼야 한다.

### 아이폰 7 플러스 계기로 본격 확산

Apple이 아이폰 7 플러스에 듀얼 카메라를 채택한 것을 계기로 듀얼 카메라가 핵심적인 하드웨어 차 별화 요인으로 부상했다. Apple은 듀얼 카메라에 대한 사용자들의 긍정적인 피드백을 바탕으로 올해 후속 모델에 확대 채용함으로써 듀얼 카메라 트렌드를 주도하겠다는 계획이다.

Apple 이외에도 LG전자가 V10, G5, V20, G6에 선제적으로 채용했고, Huawei의 P9, Mate 9, Honor 8, P10/P10 Plus, Xiaomi의 Mi 5s Plus, Oppo의 F3/F3 Plus, Vivo의 V5 Plus 등 중국 업체들이 적 극 채용하기 시작했다.

이 가운데 Oppo와 Vivo는 셀피(Selfie)에서 Bokeh(아웃포커싱) 기능을 구현하기 위해 후면이 아닌 전면 카메라에 듀얼 카메라를 적용했다는 점도 주목할 만하다. 유독 셀피를 즐기는 중국인들에게 특화 된 전략으로 볼 수 있다.

### 전면 듀얼 카메라의 Bokeh 기능



자료: Vivo

### 듀얼 카메라의 장점

듀얼 카메라는 싱글 카메라에 비해 수집하는 이미지 정보가 많다 보니 다양한 장점을 제공한다.

- 첫째, 3D Depth 측정을 통해 Refocusing 등 다양한 사용자 경험을 제공하고,
- 둘째, 저조도에서 밝은 해상도 등 화질을 개선시키며,
- 셋째, 광학 줌을 구동하기 편리하고,
- 넷째, 슬림한 두께를 구현할 수 있다.

### DSLR의 장점인 아웃포커싱 구현

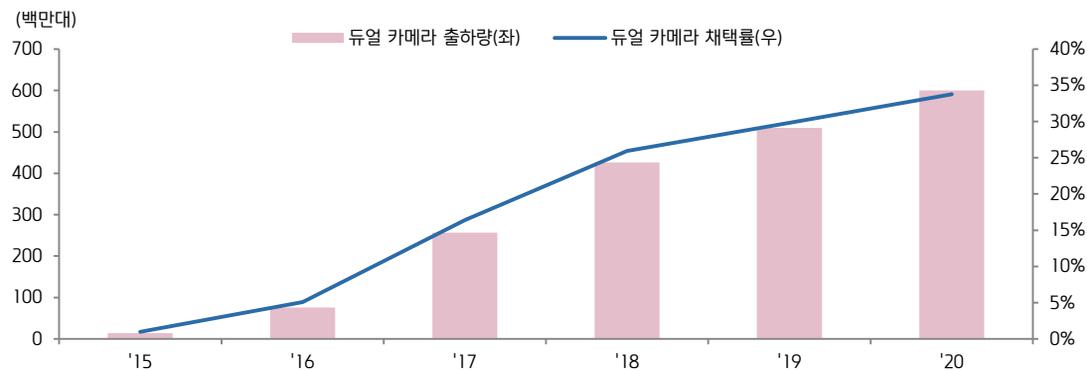
DSLR의 가장 큰 장점 중 하나가 조리개를 최대한 개방해서 얻는 아웃포커싱 기능이다. 듀얼 카메라는 피사체와 배경을 각각 촬영해 합성함으로써 아웃포커싱이 가능하고, 두 카메라가 각각 초점을 맞추기 때문에 오토포커스 속도도 빨라진다. 이미지센서 면적이 넓어져 화소 크기를 키울 수 있는 데다가 OIS 기능과 Monochrome 센서까지 활용하면 어두운 곳에서 더욱 선명한 이미지를 얻을 수 있다.

### 듀얼 카메라 시장 전망

Gartner에 따르면, 듀얼 카메라 채택률이 2020년까지 Premium 스마트폰은 43%, Basic(중가) 스마트폰은 20%에 이를 전망이다.

또 다른 시장 조사 기관인 TSR은 듀얼 카메라를 채택한 스마트폰이 올해 2억 5,700만대에서 내년에 4억 2,600만대, 2020년에는 6억대로 늘어날 것으로 내다봤다. 채택률은 올해 16%, 내년 26%, 2020년 34%에 이를 것이다.

### 듀얼 카메라 시장 전망



자료: TSR

## >>> 다양한 솔루션과 업체별 대응 전략

### 다양한 솔루션 등장

듀얼 카메라의 특화된 장점을 구현하기 위해 다양한 솔루션이 등장했다. 저화소+고화소, 일반렌즈+광각렌즈, RGB 센서+흑백 센서, 광각렌즈+망원렌즈 등의 다양한 조합에 따라 결과물이 달라진다.

1) 저화소 카메라와 고화소 카메라의 조합이다. HTC One M8 등 초기 형태였다. 피사체 거리 인식 후 얇은 심도의 Refocusing과 간단한 3D 기능 등을 구현했다. 화질 면에서는 장점을 가지지 못했다.

2) 일반 화각과 광각 카메라의 조합이다. LG전자가 대표적이다. G6에서는 1300만화소 일반 화각과 1300만 화소 광각(125도) 카메라를 채택해 광각 카메라를 선택적으로 활용할 수 있게 했다.

다만, 1)과 2) 솔루션은 듀얼 카메라라기 보다는 단순한 듀오 카메라에 가깝다.

3) RGB 센서와 흑백(Monochrome) 센서의 조합이다. Huawei는 P10 시리즈에서 2000만화소 흑백 센서와 1200만화소 RGB 센서를 결합했다. 흑백 센서가 컬러 센서보다 감도가 2배 이상 좋아 특히 저조도에서 해상도가 크게 개선된다.

4) 현재로서는 광각 카메라와 망원 카메라의 조합이 가장 선진화된 솔루션으로 평가 받는다. Apple은 아이폰 7 플러스에서 1200만화소 광각 카메라와 1200만화소 망원 카메라를 결합해 2배 광학줌을 구현했다. '인물 사진' 모드에서는 피사체 심도 효과가 자동으로 생성돼 Bokeh 기능이 구현된다.

### Huawei P9 듀얼 카메라(12M RGB + 12M Monochrome) 분해도



자료: iFixit

### Apple, 듀얼 카메라 확대 채용

Apple은 하반기에 출시할 아이폰 8(또는 아이폰 X) 시리즈에서 듀얼 카메라 채택 비중을 늘리고, 새롭게 3D 센싱 카메라를 선보일 것으로 예측된다. 아이폰 7 시리즈에서는 2개 모델 중 1개가 듀얼 카메라를 채택한 데 비해, 아이폰 8 시리즈에서는 3개 모델 중 상위 2개가 듀얼 카메라를 채택할 것이고, 출하량 기준 채택 비중은 70~80% 수준이 될 전망이다. 듀얼 카메라의 사양도 화소 측면에서 미세한 변화가 있을 것이다.

### 3D 센싱 카메라에 관심 집중

시장의 관심은 신규 3D 센싱 카메라에 쏠려 있다. 외신에 따르면 3D 시스템은 전면부에 송신기와 수신기로 구성되며, 레이저 적외선 신호를 피사체에 송출한 다음, 반사되는 신호를 카메라 수신기에서 감지하는 방식으로 작동될 것 같다. Apple이 2013년에 인수한 PrimeSense의 알고리즘을 활용할 것으로 예측된다. 3D 카메라는 안면 인식이 가능해 보안이나 모바일 결제에 활용하고, 3D 셀피나 증강현실 등에도 응용할 수 있을 것이다.

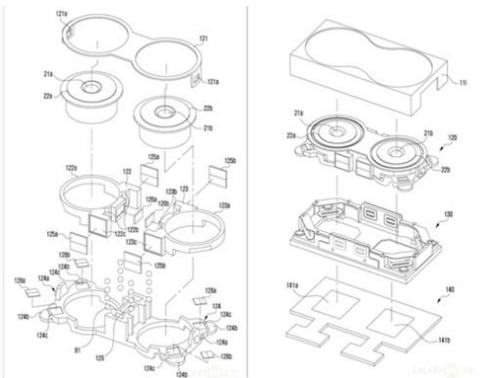
### 삼성전자도 듀얼 카메라 채택 시작

삼성전자도 더 이상 듀얼 카메라 채택을 미루기는 어려울 것이다. 갤럭시 S7 이후로는 듀얼 픽셀 센서를 통해 소프트웨어적으로 Refocusing을 구현했다. 하드웨어 혁신을 주도해 온 삼성전자가 갤럭시 S8에서는 Bezellless를 전면에 내세웠다면, 갤럭시 노트8에서는 새로운 마케팅 소구점이 필요할 것이고, 듀얼 카메라가 요구되는 이유다.

### 갤럭시 노트8 듀얼 카메라 예상 사양

일단 중국 시장 특화 모델인 갤럭시 C10에 듀얼 카메라를 탑재한 것으로 확인되고 있다. 하반기 전략 모델인 갤럭시 노트8에도 듀얼 카메라가 장착될 것으로 예측된다. 사양은 1200만화소 광각 카메라와 1200만화소 망원 카메라를 결합해 광학 2배줌을 구현할 것이다. 예상대로라면 듀얼 카메라 사양이 아이폰 7 플러스와 동일할 것이다. 광학 3배줌은 내년 갤럭시 S9의 몫이 될 듯싶다.

#### 삼성전자가 특허청에 출원한 듀얼 카메라 구조도



자료: 샘모바일

#### 듀얼 카메라가 탑재된 삼성전자 갤럭시 C10



자료: 웨이보

### 3D 카메라로 진화 예상

향후 스마트폰 카메라는 3D 카메라로 진화할 것이다. 3D 카메라는 객체에 작용하는 모든 광선을 수집해 객체의 심도 정보(Depth Information)를 포착할 수 있는 카메라다. 3D 카메라 기술은 크게 두 가지 방향으로 전개되고 있다(정보통신기술진흥센터). 하나는 듀얼 카메라처럼 멀티 카메라를 사용해 가시광선을 포착하고 심도 정보를 측정해 3D 이미지를 생성하는 방식이다. 듀얼 카메라 이외에도 여러 개의 작은 카메라들을 격자 형태로 모듈을 구성하는 카메라 어레이 방식이 있다. 피사체를 포함한 공간을 다양한 각도에서 촬영함으로써 3D 합성에 필요한 복수의 이미지를 확보할 수 있다.

또 다른 하나는 카메라모듈에 심도 센싱을 위해 별도 센서를 탑재하는 방식으로 SL(Structured Light) 방식과 ToF(Time of Flight) 방식이 있다.

SL 방식은 특정 패턴의 레이저를 피사체에 방사한 후 피사체 표면의 모양에 따라 패턴이 변형된 정도를 분석해 심도를 계산한 후 이미지센서가 찍은 사진과 합성해 3D 촬영 결과를 얻게 된다.

이에 비해 ToF 방식은 레이저가 피사체에 반사되어 돌아오는 시간을 측정하여 심도를 계산한 후 이미지센서가 찍은 사진과 합성해 3D 촬영 결과를 얻게 된다.

### 3D 카메라의 확장성

심도 인식에서 우월한 3D 센서 카메라가 모듈 크기, 높은 원가 등의 과제들을 해결하면 듀얼 카메라 등과 경쟁을 통해 스마트폰 카메라의 주류로 자리잡게 될 것이다.

3D 카메라는 다양한 기능과 서비스에 유용하게 활용될 것이다. 가상현실(VR)과 증강현실(AR) 체험의 핵심은 3D 영상이며, 3D 카메라 스마트폰이 VR 및 AR 콘텐츠 제작을 위한 도구가 될 것이다.

또한 3D 프린터용 원본 이미지를 확보하기 위한 3D 스캐너로도 활용할 수 있을 것이다.

Google은 AR 플랫폼인 Tango를 Android OS에 제공할 계획이다. 단말기가 움직임을 감지하고 깊이 및 공간을 인식하도록 해주는 기술이 적용된다.

5G 시대에는 3D 콘텐츠를 초고속으로 업로드하고 스트리밍 할 수 있게 될 것이다.

#### Google Tango가 탑재된 스마트폰의 AR 사례



자료: CNet

#### Google의 독립형 VR 헤드셋 Daydream



자료: 웨이보

## >>> 카메라모듈 업계에 미치는 영향

### 카메라모듈 업체 수혜 커

듀얼 카메라 Trend에서는 카메라모듈 업체들의 수혜가 클 수밖에 없다.

동일 화소의 싱글 카메라에 비해 판가가 2배 가량 높고, 스마트폰 1대당 2개의 카메라가 탑재되는 셈이다 보니 가동률이 획기적으로 높아진다. Sony가 시장 진입을 포기한 상태여서 듀얼 카메라 공급 능력을 보유한 업체는 LG이노텍, 삼성전기, Sharp, Sunny Optical 등 극소수에 불과하다.

기술적 경쟁 요인으로서 기존의 광학 기술, 슬림화 설계 능력, 청정/접합/테스트 등 공정 기술 이외에 이미지 합성을 위한 알고리즘을 내재화해야 한다.

### LG이노텍, 강한 실적 모멘텀으로 입증

이미 LG이노텍이 강력한 실적 모멘텀으로 입증하고 있다.

지난해 4분기 카메라모듈 매출액이 1.3조원으로 60%(YoY)나 급증했고 영업이익률도 사상 최고치였다. 올해 매출액은 43% 증가한 4.1조원으로 전망되며, 신규 3D 센싱 모듈의 매출 성과에 따라 상향 여지가 있어 보인다.

신규 아이폰에는 Sharp가 진입해 Vendor가 이원화되겠지만, 동사의 점유율이 70% 수준을 유지할 수 있을 것이고, 듀얼 카메라 채택 비중이 전작 50%에서 신규 70~80%로 늘어나는 것을 감안하면 동사의 듀얼 카메라 출하량은 더욱 늘어날 것이다. 물론 출시 10주년을 맞는 아이폰 8 시리즈의 판매가 전작보다 호조를 보일 것이라는 전망도 전제돼야 한다. 여기에 OIS 채택 비율이 늘고, 카메라 사양의 변화가 있어 평균 판가가 상승할 것이다.

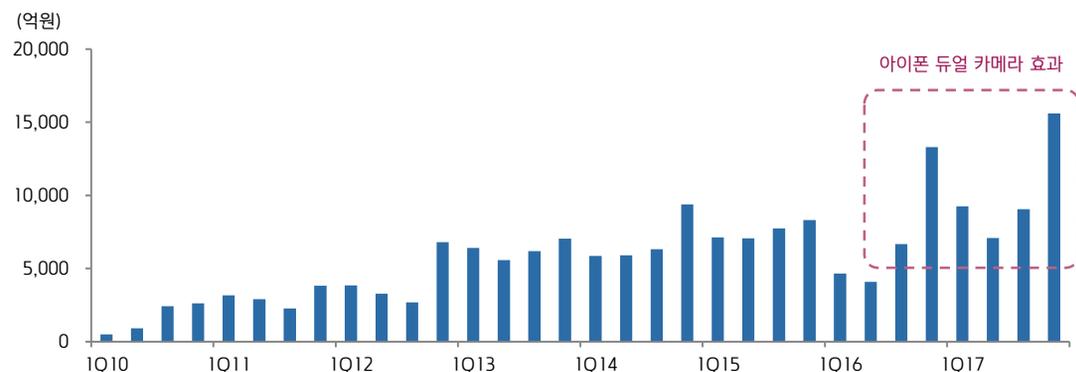
동사는 듀얼 카메라 Capa. 대응력을 높이기 위해 2,600억원 규모의 증설 투자를 진행하고 있다. 이번 증설로 듀얼 카메라 생산능력이 50% 증가할 것이고, 4분기에 완전 가동 상태에 진입할 경우 카메라모듈 매출액이 분기 1.9조원까지 가능할 것이다.

### 신규 3D 센싱 모듈 성과 기대

3D 센싱 모듈은 플러스 알파다. 신규 아이폰 시리즈 중 1개 모델에만 탑재되더라도 High-end 부품으로 판가가 높기 때문에 올해 3,000~4,000억원의 매출이 가능할 전망이다. 이를 위해 2,700억원의 설비 투자를 단행한다고 발표했다.

이 외에 중화 고객 중에서는 특히 메이저 H사향 매출이 큰 폭으로 증가할 것이고, LG전자향 비즈니스도 안정을 찾아 갈 것이다.

### LG이노텍 카메라모듈 매출 추이 및 전망



자료: LG이노텍, 키움증권

### 삼성전기, 갤럭시 노트8 채택 효과 기대

삼성전기도 듀얼 카메라 실적이 본격화될 것이다. 기술적 준비는 앞섰지만, 주고객의 듀얼 카메라 채택이 미뤄지면서 주도권을 놓친 점이 아쉽다.

듀얼 카메라 매출액은 지난해 200억원에서 올해는 7,000~8,000억원으로 대폭 늘어날 것이다. 4개 모델을 양산 중이며, 10여개 신기종도 개발하고 있다. 일단 중국향 매출이 호조를 보이고 있다. O사, V사, X사 등의 신규 모델용 듀얼 카메라를 주도적으로 공급하기 시작했다. 올해 중국향 카메라모듈 매출 중 80%가 듀얼 카메라일 것이다.

삼성전자 대상으로는 갤럭시 노트8형 듀얼 카메라 매출이 3분기 초부터 시작될 것이다. 앞서 언급한대로 사양은 1200만화소 광각 카메라와 1200만화소 망원 카메라의 조합을 통한 2배 광학줌 기능으로 예상된다.

동사는 광학줌 알고리즘을 확보하기 위해 이스라엘 Corephotonics의 지분 일부(1.95%)를 취득했다.

### Supply Chain 낙수 효과 예상

지금은 공급 능력이 제한적인 카메라모듈 업체에 수혜가 집중되고 있지만, 렌즈, AF/OIS 액추에이터도 수요가 2배씩 늘어나기 때문에 차츰 관련 Supply Chain에도 낙수 효과가 기대된다. 광학 줌 기능 구현을 위해 고화소+고화소 조합이 선호되고 있는 점도 사양 면에서 긍정적이다.

#### 국내 카메라모듈 Supply Chain

카메라모듈	렌즈	액추에이터	카메라 필터
삼성전기, LG이노텍 파트론, 캄시스 파워로직스, 엠씨넥스, 나무가, 해성옵틱스	세코닉스, 해성옵틱스, 코렌, 디지털옵틱	자화전자, 엠씨넥스, 동운아나텍, 파트론	옵트론텍, 나노스

자료: 키움증권

## IV. 휴대폰 부품 업종 투자전략

### 중장기적 지속 가능한 모멘텀은 듀얼 카메라와 OLED

휴대폰 부품 업종에 대해 다음과 같은 투자전략을 권고한다.

첫째, 중장기적으로 지속 가능한 모멘텀은 듀얼 카메라와 OLED에 집중될 것이다.

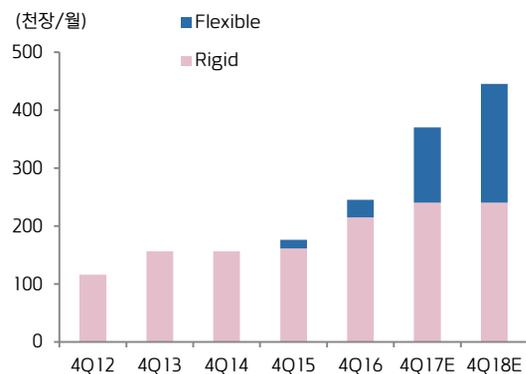
듀얼 카메라 침투율은 올해 16%에서 향후 2~3년간 급속하게 상승할 전망이다. 근래 카메라에서 OIS의 선례도 그러했다. 올해 하반기 삼성전자가 채택하고 나면, 대부분의 Flagship 모델은 듀얼 카메라를 장착하게 된다. 그 다음에는 보급형 모델까지 파급될 것이다. 듀얼 카메라는 3D 카메라로 진화할 것이고, VR 및 AR 생태계 활성화의 기폭제가 될 것이며, 초고속 5G 시대에는 3D 콘텐츠가 주축이 될 것이다.

Flexible OLED가 제공하는 소구점은 1차적으로 Full Screen이고, 2차적으로는 Form Factor의 혁신이다. OLED를 채택한 아이폰 8이 출시되면 Bezelleless에 기반한 Full Screen이 Premium의 표준이 될 것이다. 아이폰의 OLED 채택 모델 수는 올해 1개에서 내년에 2개로 늘어날 예정이다.

Form Factor 측면에서는 Edge를 넘어 Foldable 단계 진입을 앞두고 있다. 다만, 삼성전자가 기술적 완성도를 중시하면서 Foldable폰 출시를 미루고 있어 연내 출시는 불확실하고 내년 상반기 출시 가능성이 점쳐진다.

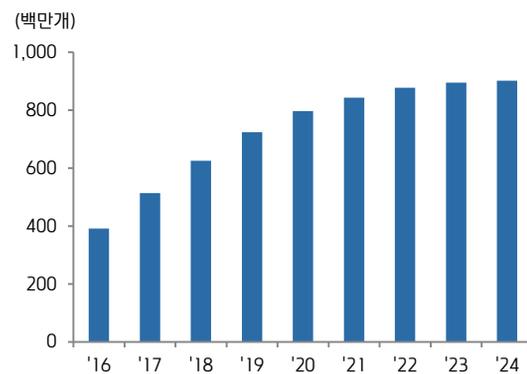
삼성디스플레이에 이어 LG디스플레이와 BOE, CSOT, Tianma, Truly, Visionox, EDO 등 중국 업체들이 공격적인 증설에 나서고 있다. 다만, 핵심 증착장비를 공급하는 Canon Tokki의 공급 여력이 제한적인 점이 걸림돌로 제기된다.

삼성디스플레이 OLED 생산능력 추이 및 전망



자료: 삼성디스플레이, 키움증권

스마트폰용 OLED 패널 출하량 전망



자료: IHS

OLED 소재 및 관련 부품 업체들의 호황이 이어질 것이다. 올해보다 내년이 더 좋을 수밖에 없다.

전기전자 업종에서는 연성 PCB 업계의 수혜가 클 것이다. 독점에 가까운 삼성디스플레이를 통해 Apple에도 공급할 예정이고, 인터플렉스, 비에이치, 삼성전기가 수혜 대상이다. 해당 제품은 Rigid-Flex 타입이어서 기술적, 설비적 장벽이 존재한다. 이 세 업체는 낮은 설비 가동률에도 불구하고 베트남을 중심으로 추가 증설을 단행했다.

삼성SDI는 신규 조성 물질인 'M8'의 그린 호스트에 채택되지 않아 갤럭시 S8용 매출이 P 도펀트에 국한되고 있지만, 북미 스마트폰 고객에 신규로 진입함에 따라 새롭게 도약할 수 있는 전기를 마련했다. 계열사 대상으로는 M9에 재차 진입하기 위해 Novald와 공동 개발 중이다.

LG이노텍은 OLED 관련 사업으로서 2 Metal COF에 이어 Fine Metal Mask를 육성할 계획이다. 2 Metal COF는 삼성디스플레이를 거쳐 북미 스마트폰 고객에 공급될 것이고, 첫해인 올해 300~400억 원의 매출이 예상된다. 중국 스마트폰 업체들을 대상으로 외판 확대를 추진하고 있다. 포토마스크의 일종인 Fine Metal Mask는 올해 투자 결정을 거쳐 내년부터 사업화를 진행할 계획이다.

### 삼성전자 부품 업체들은 상고하자 패턴 반복 예상

둘째, 삼성전자 스마트폰 부품 업체들은 올해도 상고하자 패턴이 예상된다.

상반기 갤럭시 S 시리즈가 제공하는 우호적인 부품 판가 및 출하량 효과 이후에는 하반기 Flagship향 출하량 감소, 부품별 Vendor 다변화와 판가 하락 압박 심화가 반복되고 있다. 환율 여건도 연초에 비해 비우호적이다. 하반기는 늘 아이폰이 시장을 주도하는 시기이고, 삼성전자로서는 마케팅 재원을 마련하기 위해서라도 재료비 원가 관리를 강화해야 한다.

작년과 다른 점이 있다면 갤럭시 노트7 단종 사태를 겪으면서 지난해 하반기 기저 효과가 컸고, 품질을 우선시하는 과정에서 초기 판가가 우호적이었다. 대기업 위주로 구조조정 또는 체질 개선 노력에 따른 비용 절감 효과가 상반기에 두드러지고 있다.

갤럭시 S8 판매량은 갤럭시 S7과 유사한 수준이 될 것으로 예상된다. 중국에서 약화된 입지를 감안하면 전작의 성과를 크게 상회하기 어려운 상태다.

연간 삼성전자 스마트폰 판매량(Q)이 정체돼 있는 구간이다 보니 부품 업체들은 판가(P) 상승이나 지속적인 원가 절감을 통해 실적 개선을 도모하기 어렵다.

### 삼성전자 스마트폰 점유율과 휴대폰 부품 업종 지수 추이



자료: Gartner, 키움증권

### Apple Vendor 매력적, 아이폰 8 출시 시기가 관건

셋째, 하반기는 Apple Vendor들이 매력적이겠지만, 신규 아이폰의 출시 시기가 관건이다.

올해 아이폰은 출시 10주년을 맞아 혁신적 변화를 예고하고 있다. OLED 버전을 출시하고, 듀얼 카메라 비중을 확대하며, 3D 센싱 카메라를 탑재하는 식이다. OLED 버전의 스크린 사이즈는 5.8인치일 것이다.

앞서 언급한 대로 대표적인 수혜 부품과 업체는 듀얼 카메라와 3D 센싱 모듈의 LG이노텍, 연성 PCB 분야 인터플렉스, 비에이치, 삼성전기, OLED 소재와 폴리머 전지의 삼성SDI 등이다.

관건은 출시 시점이다. 매년 출시 지연설이 거론됐는데, 올해는 신규 부품과 기능을 다수 채용하다 보니 병목 현상이 가중될 가능성이 높고, 현재로서는 한달 가량 지연될 것으로 예상된다. 가장 이슈가 되고 있는 것은 OLED 패널의 수율과 제한된 공급 능력이다.

그렇다면 부품 업체들은 3분기보다 4분기에 출하 효과가 집중될 것이다.

출시 후 아이폰 판매량 전망은 긍정적이다. 출시 지연 이슈가 심각하지 않다면 4분기 판매량은 전년 동기 대비 10% 늘어날 것이라는 컨센서스가 형성돼 있다.

### 생체인식 보안 솔루션 Trend 주목

넷째, 지문 이외에 홍채, 안면 등 생체인식 보안 솔루션이 주류적 Trend를 형성하고 있는 점을 주목할 필요가 있다.

생체인식은 지문, 홍채, 손 모양, 얼굴, 정맥, 음성 등 개인의 고유한 신체적 정보를 추출해 정보 보안 시스템에 활용하는 기술이다. 스마트폰의 보안 솔루션은 잠금해제 등의 기초적 역할을 넘어 모바일 결제를 위한 인증 수단으로 활용되고 있다.

지문인식은 기술의 성숙도와 인식 기술의 도입 가격 등에서 강점을 가지며 생체인식 솔루션의 대중화를 주도하고 있다. Apple이 2013년 아이폰 5S 홈버튼에 터치ID 지문인식 솔루션을 적용시킨 것이 결정적 계기였다. 이후 Apple Pay와 연계하면서 파급력이 커졌다. Apple은 이를 위해 2012년 AuthenTec을 인수한 바 있다. 스마트폰의 지문인식 침투율은 지난해 49%이며, 올해 57%, 내년 64%의 속도로 확산될 전망이다.

모바일 지문인식 알고리즘을 보유한 슈프리마가 관심 대상이고, 국내 지문인식 모듈 업체로는 파트론, 크루셜텍, 엠씨넥스 등이 있다.

삼성전자는 갤럭시 노트7부터 Flagship 모델에 홍채인식 모듈을 채택하기 시작했다. 동공 확장을 조절하는 홍채는 생후 1~2년간 빛살 무늬 형태로 변화하고, 이후 패턴이 변하지 않는다는 특성이 있다.

홍채인식이 지문이나 얼굴보다 높은 정확도를 보인다. 지문인식이 손가락 한 개당 13개 지점을 식별 정보로 사용한다면, 홍채인식 스캐너는 하나의 홍채당 최대 200개의 식별 정보를 담는다.

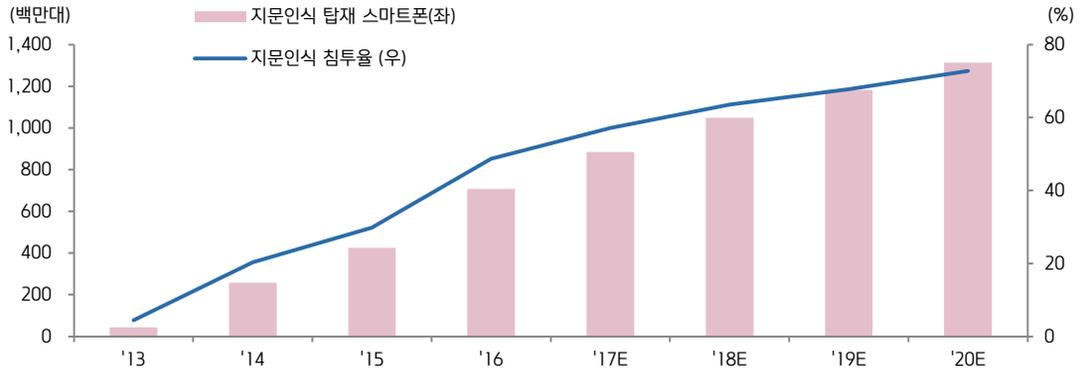
삼성전자가 채택한 근적외선 방식은 렌즈나 안경을 써도 인식률의 변화가 없고 어두운 곳에서도 인식이 가능하다는 장점을 가진다. 기기 상단에 홍채인식 전용 카메라와 적외선 LED를 탑재했고, 카메라모듈 업체인 파트론이 대표적 수혜 업체다.

Apple은 아이폰 8에서 3D 센서 카메라를 통해 안면인식 기능을 구현할 것이다. 이미 iOS 10에서 사진 속 얼굴 데이터를 수집해 자동 분류해주는 기능을 적용하고 있다.

삼성전자도 갤럭시 S8에서 안면인식을 구현했지만, 소프트웨어적인 것으로 완성도와 보안성이 낮은 편이다.

Apple 덕분에 LG이노텍이 3D 센싱 모듈을 선도할 수 있는 위치에 서게 됐다.

## 지문인식 탑재 스마트폰 추이 및 전망



자료: IHS, Gartner, 키움증권

## 주요 스마트폰 업체별 지문인식 센서 업체

Set	Sensor	
	프리미엄	중저가
Apple	Authentec	Authentec
Huawei	FPC	FPC
LG	FPC	FPC
Oppo	FPC	FPC
Samsung	Synaptics	Egistec
Vivo	FPC, Goodix	FPC, Goodix
Xiaomi	FPC, Qualcomm	FPC, Qualcomm

자료: 키움증권



# 기업분석

LG전자  
(066570)

BUY(Maintain)/목표주가 100,000원  
마땅한 재평가

삼성SDI  
(006400)

BUY(Maintain)/목표주가 190,000원  
OLED와 전기차를 품다

LG이노텍  
(011070)

Outperform(Maintain)/목표주가 160,000원  
모바일 카메라의 현재와 미래

삼성전기  
(009150)

Marketperform(Maintain)/목표주가 90,000원  
하반기 모멘텀과 밸류에이션 사이

아모텍  
(052710)

BUY(Maintain)/목표주가 35,000원  
낭중지추(囊中之錐)

와이솔  
(122990)

BUY(Maintain)/목표주가 20,000원  
통신 부품 고도화 수혜

LG전자 (066570)



BUY(Maintain)

주가(5/30) 83,500원

목표주가 100,000원

LG전자 기업가치에 대한 재평가가 활발하게 진행되고 있다. 가전과 TV가 확고한 프리미엄 경쟁력을 입증했고, 스마트폰 Risk가 완화되고 있으며, 자동차 부품 사업의 성장성이 부각되고 있기 때문이다. 올해 영업 실적은 역대 최고를 향할 것이다. 스마트폰은 북미 중심 중저가폰의 탄탄한 입지를 확인시켜 줬다. Google의 픽셀폰 공급 업체로 선정될 가능성이 높아 보이고, 사업 Risk가 한층 완화되는 계기가 될 것이다.

Stock Data

KOSPI (5/30)	2,343.68pt		
시가총액	143,065억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	83,500원	44,900원	
최고/최저가 대비 등락	0.0%	86.0%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	20.8%	13.3%
	6M	84.1%	54.8%
	1Y	50.2%	25.7%

Company Data

발행주식수	180,834천주
일평균 거래량(3M)	1,106천주
외국인 자본율	32.4%
배당수익률(17.E)	1.2%
BPS (17.E)	78,445원
주요 주주	LG 외 1인 33.7%

Price Trend



마땅한 재평가

>>> 역대 최고를 향하는 영업 실적

글로벌 경기 회복에 기반한 우호적인 수요 여건, 가전과 TV의 선전, 휴대폰의 체질 개선 성과에 힘입어 올해 영업 실적 대폭 개선 전망. 기업가치 측면에서는 가전과 TV의 프리미엄 경쟁력 입증, 스마트폰 Risk 완화, 자동차 부품 사업 성장성 부각, 재무구조 개선에 따라 Valuation Re-rating 타당하다는 판단. 2분기는 전 사업부 신모델 출시에 따른 마케팅 비용 증가로 전분기보다 감익 예상되나, Valuation 매력 여전히 상태.

가전은 글로벌 2위 지위를 확고히 하는 가운데 업계 최고 수준 수익성 실현 중. 1) 프리미엄 비중 확대 전략 효과, 2) 플랫폼화, 모듈화 등 원가 혁신 성과 지속, 3) B2B 매출 비중 늘어난 결과. 건조기, 의류관리기, 공기청정기 등 새로운 Trend 선도하는 차별적 모뎀 주목. TV는 프리미엄 중심 효과적인 Line-up 전략으로 패널 가격 강세 영향 상쇄. UHD와 OLED TV 매출 비중은 지난해 47%에서 올해 62%로 늘어날 것. 자동차 부품은 GM Bolt향 전기차 부품 매출 본격화되며 질적 도약 진행 중. 매출과 신규 주주 모두 기대 이상.

>>> 스마트폰 Risk 축소 과정

스마트폰은 북미 중심 중저가폰의 탄탄한 입지를 바탕으로 적자를 면하는 사업구조 가능할 것. Google 픽셀폰 공급을 통한 사업 안정성 향상 기대. 프리미엄폰은 보편적 가치를 완성도 있게 제공한 G6의 절반의 성공을 바탕으로 V30, G7에서 반등 기대. 하반기부터 Flexible OLED 본격 대응.

투자지표	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	565,090	553,670	598,588	619,434	635,044
영업이익(억원)	11,923	13,378	28,049	28,438	29,790
EBITDA(억원)	31,250	30,807	44,266	44,699	44,056
세전이익(억원)	5,931	7,217	30,380	29,998	31,661
순이익(억원)	2,491	1,263	24,002	24,030	23,999
지배주주지분순이익(억원)	1,244	769	22,641	22,659	22,639
EPS(원)	688	425	12,520	12,530	12,519
증감율(%YoY)	-68.9	-38.2	2,845.0	0.1	-0.1
PER(배)	78.2	121.4	6.7	6.7	6.7
PBR(배)	0.8	0.8	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	7.9	6.5	4.4	4.1	3.9
영업이익률(%)	2.1	2.4	4.7	4.6	4.7
ROE(%)	1.9	1.0	16.5	14.3	12.6
순부채비율(%)	45.9	41.0	26.6	17.1	10.9

### 손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	565,090	553,670	598,588	619,434	635,044
매출원가	436,351	416,303	437,124	453,560	464,354
매출총이익	128,739	137,367	161,465	165,874	170,689
판매비및일반관리비	116,817	123,990	133,415	137,436	140,900
영업이익(보고)	11,923	13,378	28,049	28,438	29,790
영업이익(핵심)	11,923	13,378	28,049	28,438	29,790
영업외손익	-5,992	-6,160	2,331	1,560	1,871
이자수익	934	947	730	758	752
배당금수익	8	3	3	3	3
외환이익	21,014	21,894	7,423	3,711	2,969
이자비용	4,522	4,183	3,997	3,997	3,997
외환손실	25,239	24,492	7,423	3,711	2,969
관계기업자본손익	3,812	2,687	7,898	7,893	8,288
투자및기타자산처분손익	-55	-128	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익 기타	1,203	977	0	0	0
	-3,146	-3,866	-2,304	-3,097	-3,175
법인세차감전이익	5,931	7,217	30,380	29,998	31,661
법인세비용	3,402	5,954	6,379	5,968	7,662
유효법인세율 (%)	57.3%	82.5%	21.0%	19.9%	24.2%
당기순이익	2,491	1,263	24,002	24,030	23,999
지배주주지분 당기순이익	1,244	769	22,641	22,659	22,639
EBITDA	31,250	30,807	44,266	44,699	44,056
현금순이익(Cash Earnings)	21,819	18,693	40,219	40,291	38,265
수정당기순이익	2,002	1,114	24,002	24,030	23,999
증감율(% YoY)					
매출액	-4.3	-2.0	8.1	3.5	2.5
영업이익(보고)	-34.8	12.2	109.7	1.4	4.8
영업이익(핵심)	-34.8	12.2	109.7	1.4	4.8
EBITDA	-17.1	-1.4	43.7	1.0	-1.4
지배주주지분 당기순이익	-68.9	-38.2	2,845.0	0.1	-0.1
EPS	-68.9	-38.2	2,845.0	0.1	-0.1
수정순이익	-55.8	-44.3	2,053.7	0.1	-0.1

### 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	26,188	31,580	33,046	32,887	30,029
당기순이익	2,491	1,263	24,002	24,030	23,999
감가상각비	15,140	13,221	12,632	13,578	12,258
무형자산상각비	4,187	4,209	3,585	2,684	2,009
외환손익	1,059	2,904	0	0	0
자산처분손익	406	246	0	0	0
지분법손익	-3,595	-2,687	-7,898	-7,893	-8,288
영업활동자산부채 증감	-11,633	-16,905	-271	-508	57
기타	18,132	29,329	997	997	-6
투자활동현금흐름	-19,332	-23,907	-21,938	-23,641	-22,094
투자자산의 처분	992	-371	-141	-265	32
유형자산의 처분	816	1,038	0	0	0
유형자산의 취득	-17,473	-20,190	-21,200	-22,260	-22,260
무형자산의 처분	-4,816	-4,546	0	0	0
기타	1,149	161	-597	-1,117	134
재무활동현금흐름	-1,889	-2,788	1,904	1,715	757
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-806	-1,678	-1,000	-1,000	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,090	-1,174	-729	-1,089	-1,989
기타	7	64	3,633	3,804	2,747
현금및현금성자산의순증가	4,658	3,050	13,012	10,961	8,692
기초현금및현금성자산	22,444	27,102	30,151	43,163	54,124
기말현금및현금성자산	27,102	30,151	43,163	54,124	62,816
Gross Cash Flow	37,821	48,485	33,317	33,395	29,972
Op Free Cash Flow	-9,509	-21,869	16,906	16,274	14,644

### 대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	163,976	169,906	188,283	209,284	216,778
현금및현금성자산	27,102	30,151	43,163	54,124	62,816
유동금융자산	1,535	1,612	1,674	1,790	1,776
매출채권및유동채권	86,577	86,343	89,658	95,860	95,118
채고자산	48,727	51,710	53,696	57,410	56,966
기타유동비금융자산	36	89	92	99	102
비유동자산	199,163	208,647	222,633	238,589	254,627
장기매출채권및기타비유동채권	11,166	11,077	11,503	12,298	12,203
투자자산	52,282	54,087	62,068	70,113	78,386
유형자산	104,603	112,224	120,792	129,474	139,476
무형자산	14,733	15,711	12,126	9,442	7,433
기타비유동자산	16,380	15,548	16,145	17,262	17,128
자산총계	363,139	378,553	410,916	447,873	471,405
유동부채	147,728	157,444	162,855	172,979	171,768
매입채무및기타유동채무	117,783	132,275	137,354	146,856	145,719
단기차입금	9,100	5,965	5,965	5,965	5,965
유동성장기차입금	14,161	10,540	10,540	10,540	10,540
기타유동부채	6,683	8,664	8,996	9,619	9,544
비유동부채	85,576	87,542	91,221	95,112	97,849
장기매입채무및비유동채무	1,171	1,216	1,263	1,350	1,339
사채및장기차입금	65,011	70,085	70,085	70,085	70,085
기타비유동부채	19,394	16,241	19,874	23,677	26,424
부채총계	233,304	244,985	254,076	268,092	269,616
자본금	9,042	9,042	9,042	9,042	9,042
주식발행초과금	30,882	30,882	30,882	30,882	30,882
이익잉여금	90,165	92,334	114,319	135,990	156,819
기타자본	-13,823	-12,387	-12,387	-12,387	-12,387
지배주주지분자본총계	116,266	119,871	141,856	163,527	184,356
비지배지분자본총계	13,569	13,696	14,984	16,254	17,432
자본총계	129,835	133,567	156,840	179,781	201,788
순차입금	59,636	54,826	41,752	30,676	21,998
총차입금	88,273	86,590	86,590	86,590	86,590

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	688	425	12,520	12,530	12,519
BPS	64,294	66,288	78,445	90,429	101,948
주당EBITDA	17,281	17,036	24,479	24,718	24,363
CFPS	12,066	10,337	22,241	22,281	21,160
DPS	400	400	600	600	1,100
주가배수(배)					
PER	78.2	121.4	6.7	6.7	6.7
PBR	0.8	0.8	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.9	6.5	4.4	4.1	3.9
PCFR	4.5	5.0	3.8	3.7	3.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.1	2.4	4.7	4.6	4.7
영업이익률(핵심)	2.1	2.4	4.7	4.6	4.7
EBITDA margin	5.5	5.6	7.4	7.2	6.9
순이익률	0.4	0.2	4.0	3.9	3.8
자기자본이익률(ROE)	1.9	1.0	16.5	14.3	12.6
투자자본이익률(ROIC)	3.5	1.7	16.3	16.0	15.1
안정성(%)					
부채비율	179.7	183.4	162.0	149.1	133.6
순차입금비율	45.9	41.0	26.6	17.1	10.9
이자보상배율(배)	2.6	3.2	7.0	7.1	7.5
활동성(배)					
매출채권회전율	6.2	6.4	6.8	6.7	6.7
채고자산회전율	10.7	11.0	11.4	11.2	11.1
매입채무회전율	4.7	4.4	4.4	4.4	4.3

삼성SDI (006400)



BUY(Maintain)

주가(5/30) 164,500원

목표주가 190,000원

1년 동안 이보다 더 극적일 수 있을까?  
갤럭시 노트7 사태로 최대 위기에 몰렸으나 신속하고 전격적인 대응을 통해 오히려 고객사들의 신뢰를 얻는데 성공했다. 편광필름은 중국 패널 업체들의 증설 수요를 겨냥한 신규 공장 결정이 현명했고, 자동차 전지는 유럽 신규 프로젝트가 시작돼 중국 정책 Risk를 완화시킬 수 있게 됐다.  
2분기부터 영업 실적이 흑자 전환할 가능성이 높아졌다. IT의 미래는 당분간 OLED와 전기차로 집약되는데 삼성SDI는 두 분야의 중심에 있는 기업이다.

Stock Data

KOSPI (5/30)	2,343.68pt	
시가총액	114,315억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	165,000원	89,300원
최고/최저가 대비 등락	0.0%	84.8%
주가수익률	절대	상대
	1M	20.0%
	6M	77.4%
	1Y	52.8%
		27.9%

Company Data

발행주식수	70,382천주
일평균 거래량(3M)	227천주
외국인 지분율	38.2%
배당수익률(17.E)	0.9%
BPS (17.E)	161,086원
주요 주주	삼성전자 19.6%

Price Trend



OLED와 전기차를 품다

>>> 긍정적 영업 성과 가시화

2분기부터 시작된 긍정적인 변화로서 1) 소형 전지는 폴리머가 갤럭시 S8형 매출이 큰 폭 신장하며 흑자 전환 이끌 것. 지난해 갤럭시 노트7 사태 겪으면서 대규모 안전성 강화 투자 진행한 것이 고객사들의 신뢰 회복으로 귀결. 2) 자동차 전지는 유럽 고객 신규 프로젝트 본격화로 중국 공장 효율성 향상 계기 마련. 3) 편광필름은 신규 중국 공장 거점으로 중국 패널 업체들 증설 수요에 적극 대응함으로써 가동률 빠르게 상승 중. OLED 소재는 새롭게 북미 스마트폰 고객에 공급 시작, 하반기 전략 모델 출시 효과 기대.  
이러한 성과 바탕으로 전사 영업 실적의 흑자 전환 향해 갈 것. 영업외적으로는 삼성디스플레이로부터 대규모 지분법이익 더해지며 이익가치 높여줄 것.

>>> 영업 환경 추가 개선 가능성

영업 환경이 추가 개선될 수 있는 근거는 1) 새 정부 출범 계기로 중국과 사드 갈등 완화된다면 전기차 배터리가 새로운 국면 맞을 수 있고, 2) 삼성디스플레이가 OLED 분야 신공장 건설 포함해 공격적 투자 가능성 거론됨에 따라 지분법이익 더욱 증가하는 동시에 OLED 소재 사업 기회 확대될 것. 3) 하반기에는 Tesla Model 3와 Volkswagen MEB 프로젝트 기화로 전기차 생태계 주목 받을 수 있어.

투자지표	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	49,549	52,008	59,794	66,228	71,990
영업이익(억원)	-2,675	-9,263	4	1,093	1,908
EBITDA(억원)	3,959	-4,713	4,446	6,058	6,254
세전이익(억원)	-1,701	-8,207	7,141	8,706	9,660
순이익(억원)	257	2,111	6,933	8,396	9,149
지배주주지분순이익(억원)	538	2,194	6,865	8,314	9,167
EPS(원)	765	3,117	9,754	11,813	13,025
증감율(%YoY)	N/A	307.5	212.9	21.1	10.3
PER(배)	149.0	35.0	16.9	14.0	12.7
PBR(배)	0.7	0.7	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	9.4	-13.5	25.0	18.5	18.3
영업이익률(%)	-5.4	-17.8	0.0	1.7	2.7
ROE(%)	0.2	1.9	6.1	7.0	7.2
순부채비율(%)	-0.7	-8.6	-4.2	-2.9	-0.2

**손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	49,549	52,008	59,794	66,228	71,990
매출원가	41,147	44,503	47,189	51,371	55,265
매출총이익	8,401	7,506	12,605	14,857	16,725
판매비및일반관리비	11,076	16,769	12,600	13,764	14,818
영업이익(보고)	-2,675	-9,263	4	1,093	1,908
영업이익(핵심)	-2,675	-9,263	4	1,093	1,908
영업외손익	974	1,056	7,137	7,613	7,752
이자수익	179	329	286	281	282
배당금수익	194	118	112	115	115
외환이익	1,524	2,310	2,162	1,081	540
이자비용	344	351	237	249	261
외환손실	1,558	2,540	2,162	1,081	540
관계기업자본손익	3,106	3,793	7,102	7,467	7,616
투자및기타자산처분손익	6,035	3,360	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익 기타	12	132	0	0	0
법인세차감전이익	-8,174	-6,093	-126	0	0
법인세비용	-1,701	-8,207	7,141	8,706	9,660
유효법인세율 (%)	-392	578	208	310	511
당기순이익	23.1%	-7.0%	2.9%	3.6%	5.3%
당기순이익	257	2,111	6,933	8,396	9,149
지배주주지분 당기순이익	538	2,194	6,865	8,314	9,167
EBITDA	3,959	-4,713	4,446	6,058	6,254
현금순이익(Cash Earnings)	6,891	6,661	11,375	13,361	13,495
수정당기순이익	-4,396	-1,627	6,933	8,396	9,149
증감율(% YoY)					
매출액	-9.5	5.0	15.0	10.8	8.7
영업이익(보고)	N/A	N/A	N/A	6	74.6
영업이익(핵심)	N/A	N/A	N/A	6	74.6
EBITDA	-34.4	N/A	N/A	36.2	3.2
지배주주지분 당기순이익	N/A	307.5	212.9	21.1	10.3
EPS	N/A	307.5	212.9	21.1	10.3
수정순이익	N/A	N/A	N/A	21.1	9.0

**대차대조표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	47,739	39,583	40,629	40,200	38,775
현금및현금성자산	12,880	10,117	4,118	4,156	1,217
유동금융자산	5,452	8,770	10,753	9,964	10,110
매출채권및유동채권	13,250	12,566	15,640	15,564	16,159
재고자산	7,500	7,291	9,074	9,376	10,050
기타유동비금융자산	8,658	839	1,044	1,139	1,238
비유동자산	114,514	109,420	122,414	134,487	148,049
장기매출채권및기타비유동채권	2,907	2,270	2,825	3,082	3,351
투자자산	66,133	72,312	80,098	87,384	95,056
유형자산	32,290	25,038	30,387	35,478	41,518
무형자산	12,776	9,417	8,626	8,021	7,557
기타비유동자산	408	384	478	522	567
자산총계	162,253	149,003	163,043	174,687	186,824
유동부채	32,013	22,128	27,101	29,676	31,837
매입채무및기타유동채무	20,890	16,047	19,972	21,793	23,689
단기차입금	5,470	1,840	2,340	2,840	2,840
유동성장기차입금	5,001	1,999	1,999	1,999	1,999
기타유동부채	652	2,241	2,789	3,044	3,308
비유동부채	17,708	17,234	20,092	21,434	23,333
장기매입채무및비유동채무	1,614	2,028	2,524	2,754	2,993
사채및장기차입금	7,025	5,666	5,666	5,666	6,166
기타비유동부채	9,070	9,541	11,903	13,015	14,174
부채총계	49,721	39,362	47,194	51,110	55,169
자본금	3,567	3,567	3,519	3,519	3,519
주식발행초과금	48,386	48,386	48,386	48,386	48,386
이익잉여금	48,531	49,947	56,150	63,809	71,928
기타자본	9,636	5,322	5,322	5,322	5,322
지배주주지분자본총계	110,120	107,221	113,376	121,035	129,154
비지배주주지분자본총계	2,412	2,420	2,473	2,541	2,501
자본총계	112,532	109,641	115,849	123,576	131,654
순차입금	-836	-9,381	-4,865	-3,615	-322
총차입금	17,496	9,505	10,005	10,505	11,005

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	8,811	-13,095	3,465	7,505	6,529
당기순이익	257	2,111	6,933	8,396	9,149
감가상각비	5,331	3,605	3,651	4,359	3,882
무형자산상각비	1,303	945	791	606	464
외환손익	67	-12	0	0	0
자산처분손익	626	222	0	0	0
지분법손익	-2,799	-2,452	-7,102	-7,467	-7,616
영업활동자산부채 증감	6,236	-14,129	-648	1,725	765
기타	-2,211	-3,385	-160	-115	-115
투자활동현금흐름	1,153	18,543	-11,649	-8,409	-10,056
투자자산의 처분	813	64	-2,555	1,085	-88
유형자산의 처분	205	793	0	0	0
유형자산의 취득	-7,259	-8,326	-9,000	-9,450	-9,923
무형자산의 처분	-160	-89	0	0	0
기타	7,554	26,100	-94	-44	-45
재무활동현금흐름	-3,547	-8,187	2,185	943	588
단기차입금의 증가	-6,866	-6,086	500	500	0
장기차입금의 증가	3,918	679	0	0	500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-721	-727	-677	-669	-1,071
기타	123	-2,053	2,362	1,112	1,159
현금및현금성자산의순증가	6,604	-2,763	-5,999	39	-2,939
기초현금및현금성자산	6,275	12,880	10,117	4,118	4,156
기말현금및현금성자산	12,880	10,117	4,118	4,156	1,217
Gross Cash Flow	2,574	1,034	4,113	5,780	5,764
Op Free Cash Flow	3,394	-27,910	-5,202	-1,706	-3,005

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	765	3,117	9,754	11,813	13,025
BPS	156,459	152,341	161,086	171,968	183,503
주당EBITDA	5,626	-6,697	6,317	8,607	8,885
CFPS	9,791	9,464	16,162	18,983	19,174
DPS	1,000	1,000	1,000	1,100	1,700
추가배수(배)					
PER	149.0	35.0	16.9	14.0	12.7
PBR	0.7	0.7	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.4	-13.5	25.0	18.5	18.3
PCFR	11.6	11.5	10.2	8.7	8.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-5.4	-17.8	0.0	1.7	2.7
영업이익률(핵심)	-5.4	-17.8	0.0	1.7	2.7
EBITDA margin	8.0	-9.1	7.4	9.1	8.7
순이익률	0.5	4.1	11.6	12.7	12.7
자기자본이익률(ROE)	0.2	1.9	6.1	7.0	7.2
투자자본이익률(ROIC)	-4.5	-25.7	0.0	2.8	4.4
안정성(%)					
부채비율	44.2	35.9	40.7	41.4	41.9
순차입금비율	-0.7	-8.6	-4.2	-2.9	-0.2
이자보상배율(배)	N/A	N/A	0.0	4.4	7.3
활동성(배)					
매출채권회전율	4.1	4.0	4.2	4.2	4.5
재고자산회전율	6.5	7.0	7.3	7.2	7.4
매입채무회전율	3.0	2.8	3.3	3.2	3.2

LG이노텍 (011070)



Outperform(Maintain)

주가(5/30) 138,000원

목표주가 160,000원

올해 양적으로나 질적으로 2014년의 모습을 넘어 설 것이다. 2014년은 터치윈도우와 튜너가 의외로 많은 이익을 냈던 시기로 기존 사업 포트폴리오의 효율성이 극에 달했던 시기다. 그 뒤로 3년 동안 HDI, 터치윈도우, LED 등 한계 사업에 대한 강도 높은 효율화 노력을 단행했고, 듀얼 카메라의 리더가 됐으며, 3D 센싱 모듈과 2 Metal COF 등 신규 사업을 육성했고, 차량 부품은 비약적인 도약이 있었다. 사업 포트폴리오가 더욱 선진화됐다는 말이다. 계절적으로 2분기에 숨고르고 나면 하반기 강한 실적 모멘텀이 재현될 것이다.

Stock Data

KOSPI (5/30)	2,343.68pt		
시가총액	32,661억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	143,000원	74,500원	
최고/최저가 대비 등락	-3.1%	85.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	5.3%	-1.3%
	6M	66.9%	40.3%
	1Y	56.5%	31.0%

Company Data

발행주식수	23,667천주
일평균 거래량(3M)	183천주
외국인 지분율	29.3%
배당수익률(17.E)	0.5%
BPS (17.E)	84,212원
주요 주주	LG전자 40.8%

Price Trend



모바일 카메라의 현재와 미래

>>> 하반기 강한 실적 모멘텀 예정

하반기 해외 전략 거래선향 듀얼 카메라의 출하량과 판가 모두 개선되고, 신규 설비 증설 효과는 듀얼 카메라에 집중될 것. 신규 사업으로서 3D 센싱 모듈 매출이 큰 규모로 더해지고, OLED용 2 Metal COF 사업도 본격화될 것.

LED는 가격 경쟁 강도 완화되며 시장 환경 우호적으로 변모 중.

올해 광학솔루션 매출액은 43% 증가한 4.1조원 전망.

다만, 아이폰 8의 출시 지연 여부가 실적의 주요 변수가 될 듯.

차량 부품은 매출 면에서 사드 갈등 영향 있지만, 신규 수주는 호조를 보이고 있어 연간 수주액이 3.5조원으로 확대될 전망.

>>> 2분기는 숨고르는 시기

아이폰의 출하 및 재고조정 사이클 고려할 때 동사에게 2분기는 숨고르는 시기임.

광학솔루션 매출이 23%(QoQ) 감소하면서 가동률 하락으로 고정비 부담 커질 것. 이에 비해 기판소재 사업부는 수익 창출력 회복될 전망. HDI는 주고객 Flagship 효과로 손익분기점에 근접, Photo Mask와 Tape Substrate가 견조한 실적 지속, 반도체 기판은 고객사들 내 점유율 상승 효과 예상.

투자지표	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	61,381	57,546	70,670	74,457	78,329
영업이익(억원)	2,237	1,048	3,243	3,665	3,973
EBITDA(억원)	7,060	4,556	6,421	7,098	6,954
세전이익(억원)	1,221	107	2,905	3,403	3,724
순이익(억원)	951	50	2,205	2,637	2,886
지배주주지분순이익(억원)	951	50	2,205	2,637	2,886
EPS(원)	4,018	209	9,317	11,142	12,193
증감율(%YoY)	-15.6	-94.8	4,351.8	19.6	9.4
PER(배)	24.5	422.4	14.9	12.4	11.4
PBR(배)	1.3	1.2	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	4.3	6.2	6.1	5.4	5.3
영업이익률(%)	3.6	1.8	4.6	4.9	5.1
ROE(%)	5.5	0.3	11.7	12.4	12.1
순부채비율(%)	39.7	41.6	33.5	23.8	17.5

**손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	61,381	57,546	70,670	74,457	78,329
매출원가	53,654	51,022	60,749	64,855	68,149
매출총이익	7,727	6,524	9,921	9,603	10,180
판매비및일반관리비	5,490	5,475	6,678	5,937	6,207
영업이익(보고)	2,237	1,048	3,243	3,665	3,973
영업이익(핵심)	2,237	1,048	3,243	3,665	3,973
영업외손익	-1,016	-941	-338	-263	-250
이자수익	67	56	64	68	81
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	1,285	1,751	1,532	766	383
이자비용	462	357	330	330	330
외환손실	1,301	1,673	1,532	766	383
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	6	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	28	15	0	0	0
기타	-633	-740	-72	0	0
법인세차감전이익	1,221	107	2,905	3,403	3,724
법인세비용	270	57	700	766	838
유효법인세율 (%)	22.1%	53.6%	24.1%	22.5%	22.5%
당기순이익	951	50	2,205	2,637	2,886
지배주주지분 당기순이익	951	50	2,205	2,637	2,886
EBITDA	7,060	4,556	6,421	7,098	6,954
현금순이익(Cash Earnings)	5,774	3,558	5,382	6,070	5,867
수정당기순이익	929	40	2,205	2,637	2,886
증감율(% YoY)					
매출액	-5.1	-6.2	22.8	5.4	5.2
영업이익(보고)	-28.8	-53.1	209.4	13.0	8.4
영업이익(핵심)	-28.8	-53.1	209.4	13.0	8.4
EBITDA	-16.8	-35.5	40.9	10.6	-2.0
지배주주지분 당기순이익	-15.6	-94.8	4,351.8	19.6	9.4
EPS	-15.6	-94.8	4,351.8	19.6	9.4
수정순이익	-13.1	-95.7	5,439.8	19.6	9.4

**대차대조표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	17,889	20,844	22,742	24,500	26,437
현금및현금성자산	3,603	3,413	4,124	5,471	6,418
유동금융자산	31	4	4	4	5
매출채권및유동채권	10,996	13,106	13,780	14,084	14,816
재고자산	3,031	4,032	4,510	4,610	4,849
기타유동비금융자산	228	290	324	331	348
비유동자산	21,254	22,393	24,645	26,120	27,959
장기매출채권및기타비유동채권	805	874	978	1,000	1,052
투자자산	345	344	384	393	468
유형자산	16,473	17,294	19,612	21,349	23,237
무형자산	2,070	2,271	1,870	1,539	1,267
기타비유동자산	1,562	1,610	1,800	1,840	1,936
자산총계	39,143	43,237	47,387	50,620	54,395
유동부채	12,955	17,337	19,323	20,054	20,850
매입채무및기타유동채무	8,173	12,330	13,791	14,096	14,829
단기차입금	36	291	291	291	291
유동성장기차입금	3,624	3,661	4,061	4,461	4,461
기타유동부채	1,122	1,055	1,180	1,206	1,269
비유동부채	8,538	8,115	8,133	8,093	8,423
장기매입채무및비유동채무	8	0	0	0	0
사채및장기차입금	6,983	6,861	6,461	6,061	6,061
기타비유동부채	1,547	1,254	1,672	2,032	2,362
부채총계	21,493	25,452	27,456	28,147	29,273
자본금	1,183	1,183	1,183	1,183	1,183
주식발행초과금	11,068	11,068	11,068	11,068	11,068
이익잉여금	5,220	5,425	7,571	10,113	12,762
기타자본	178	108	108	108	108
지배주주지분자본총계	17,651	17,785	19,931	22,473	25,122
비지배지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	17,651	17,785	19,931	22,473	25,122
순차입금	7,009	7,396	6,684	5,338	4,390
총차입금	10,643	10,813	10,813	10,813	10,813

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	6,784	3,318	6,478	6,468	5,621
당기순이익	1,221	107	2,205	2,637	2,886
감가상각비	4,429	3,089	2,775	3,103	2,709
무형자산상각비	395	419	402	331	272
외환손익	47	-23	0	0	0
자산처분손익	62	53	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-340	-1,754	296	-102	-246
기타	970	1,427	800	500	0
투자활동현금흐름	-3,062	-3,559	-5,326	-4,887	-4,768
투자자산의 처분	-16	21	-41	-9	-75
유형자산의 처분	90	182	0	0	0
유형자산의 취득	-2,615	-3,190	-5,094	-4,839	-4,597
무형자산의 처분	-542	-564	0	0	0
기타	21	-7	-191	-40	-96
재무활동현금흐름	-4,085	65	-441	-235	94
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-4,025	148	-800	-500	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-59	-83	-59	-95	-237
기타	0	0	418	360	330
현금및현금성자산의순증가	-362	-190	712	1,346	947
기초현금및현금성자산	3,965	3,603	3,413	4,124	5,471
기말현금및현금성자산	3,603	3,413	4,124	5,471	6,418
Gross Cash Flow	7,124	5,072	6,182	6,570	5,867
Op Free Cash Flow	3,068	-1,514	842	1,333	1,218

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	4,018	209	9,317	11,142	12,193
BPS	74,578	75,145	84,212	94,954	106,148
주당EBITDA	29,831	19,252	27,128	29,993	29,384
CFPS	24,398	15,032	22,741	25,649	24,789
DPS	350	250	400	500	1,000
주가배수(배)					
PER	24.5	422.4	14.9	12.4	11.4
PBR	1.3	1.2	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	4.3	6.2	6.1	5.4	5.3
PCFR	4.0	5.9	6.1	5.4	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.6	1.8	4.6	4.9	5.1
영업이익률(핵심)	3.6	1.8	4.6	4.9	5.1
EBITDA margin	11.5	7.9	9.1	9.5	8.9
순이익률	1.5	0.1	3.1	3.5	3.7
자기자본이익률(ROE)	5.5	0.3	11.7	12.4	12.1
투자자본이익률(ROIC)	6.8	2.0	9.7	10.6	10.8
안정성(%)					
부채비율	121.8	143.1	137.8	125.2	116.5
순차입금비율	39.7	41.6	33.5	23.8	17.5
이자보상배율(배)	4.8	2.9	9.8	11.1	12.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.2	4.8	5.3	5.3	5.4
재고자산회전율	18.7	16.3	16.5	16.3	16.6
매입채무회전율	6.7	5.6	5.4	5.3	5.4

삼성전기 (009150)



### Marketperform(Maintain)

주가(5/30) 83,000원

목표주가 90,000원

통상적인 갤럭시 S 시리즈 출시 사이클을 넘어서는 주가 강세를 보이고 있다. 하반기 긍정적인 시나리오로서 해외 스마트폰 고객향 OLED용 RF-PCB 매출 본격화, 갤럭시 노트8의 듀얼 카메라 채택, 차세대 패키지 사업인 PLP 성과 가시화 등이 실현될 가능성이 높아졌기 때문이다. 여기에 MLCC의 공급 상황도 예상보다 빠듯해졌다. 다만 Valuation 측면에서는 PER 50배로 적정 수준에 도달했다는 판단이다.

#### Stock Data

KOSPI (5/30)	2,343.68pt		
시가총액	63,184억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	84,100원	45,350원	
최고/최저가 대비 등락	0.0%	85.4%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	15.0%	7.8%
	6M	80.9%	52.1%
	1Y	58.1%	32.3%

#### Company Data

발행주식수	77,601천주
일평균 거래량(3M)	541천주
외국인 자본율	19.3%
배당수익률(17.E)	0.7%
BPS (17.E)	55.817원
주요 주주	삼성전자 23.7%

#### Price Trend



## 하반기 모멘텀과 밸류에이션 사이

### >>> 갤럭시 S8 수혜 구간

갤럭시 S8향으로 카메라모듈, WiFi 모듈, MLCC, 파워인덕터, FC-CSP, HDI 및 RF-PCB 등 관련 부품 출하가 2분기에 정점에 이를 것.

MLCC는 High-end 제품 공급이 빠듯해진 상황에서 해외 신공장 가동 효과가 더해지고, 카메라모듈은 중화 거래선향 듀얼 카메라 공급 확대될 예정.

### >>> 하반기 긍정적 성과 기대되나 주가는 선반영 상태

하반기에는 해외 스마트폰 고객향 OLED용 RF-PCB 매출이 본격적으로 확대되고, 갤럭시 노트8의 듀얼 카메라 채택 가능성이 높으며, 차세대 패키지 사업인 PLP 성과가 가시화 되는 등 긍정적 이벤트 더해질 듯.

갤럭시 노트8용 듀얼 카메라는 1200만화소 광각 카메라와 1200만화소 망원 카메라의 조합을 통해 2배 광학줌 구현할 것으로 예상.

PLP는 초기 사업화가 진행될수록 고정비 투자도 함께 늘어나 적자폭 확대 불가피할 것.

주가 측면에서는 하반기 긍정적 시나리오에 대한 기대감이 선반영된 측면이 크다고 판단됨. 올해 기준 PER 50배에 해당.

투자지표	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	61,763	60,330	66,532	71,163	73,917
영업이익(억원)	3,013	244	2,250	2,590	2,742
EBITDA(억원)	7,954	6,327	8,043	8,635	8,017
세전이익(억원)	3,668	321	1,840	2,213	2,330
순이익(억원)	206	229	1,372	1,704	1,794
지배주주지분순이익(억원)	112	147	1,284	1,619	1,705
EPS(원)	144	190	1,654	2,086	2,197
증감율(%YoY)	-97.8	31.5	772.9	26.1	5.3
PER(배)	436.3	268.0	50.8	40.3	38.3
PBR(배)	1.2	0.9	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	12.3	11.6	10.7	9.8	10.6
영업이익률(%)	4.9	0.4	3.4	3.6	3.7
ROE(%)	0.5	0.5	3.1	3.8	3.9
순부채비율(%)	21.2	30.9	39.7	38.1	37.7

### 손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	61,763	60,330	66,532	71,163	73,917
매출원가	48,647	50,063	53,767	55,478	57,610
매출총이익	13,116	10,268	12,765	15,685	16,307
판매비및일반관리비	10,102	10,024	10,515	13,095	13,565
영업이익(보고)	3,013	244	2,250	2,590	2,742
영업이익(핵심)	3,013	244	2,250	2,590	2,742
영업외손익	655	77	-410	-377	-412
이자수익	189	179	217	211	181
배당금수익	62	28	26	0	0
외환이익	1,695	2,294	680	340	340
이자비용	354	490	569	588	593
외환손실	1,754	2,225	680	340	340
관계기업자본손익	70	85	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1,100	41	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-17	0	0	0
기타	-353	181	-84	0	0
법인세차감전이익	3,668	321	1,840	2,213	2,330
법인세비용	446	92	468	509	536
유효법인세율 (%)	12.1%	28.6%	25.4%	23.0%	23.0%
당기순이익	206	229	1,372	1,704	1,794
지배주주지분 당기순이익	112	147	1,284	1,619	1,705
EBITDA	7,954	6,327	8,043	8,635	8,017
현금순이익(Cash Earnings)	5,148	6,312	7,165	7,748	7,069
수정당기순이익	-760	212	1,372	1,704	1,794
증감율(% YoY)					
매출액	1.2	-2.3	10.3	7.0	3.9
영업이익(보고)	364.0	-91.9	822.2	15.1	5.9
영업이익(핵심)	364.0	-91.9	822.2	15.1	5.9
EBITDA	9.7	-20.5	27.1	7.4	-7.2
지배주주지분 당기순이익	-97.8	31.5	772.9	26.1	5.3
EPS	-97.8	31.5	772.9	26.1	5.3
수정순이익	N/A	N/A	547.4	24.2	5.3

### 대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	27,300	28,124	28,037	28,497	29,049
현금및현금성자산	10,353	7,958	2,907	3,353	3,257
유동금융자산	900	3,093	3,855	3,857	4,006
매출채권및유동채권	9,218	8,801	10,968	10,974	11,225
채고자산	6,790	8,272	10,308	10,314	10,560
기타유동비금융자산	40	0	0	0	0
비유동자산	45,395	48,502	52,185	53,519	54,737
장기매출채권및기타비유동채권	2,556	1,645	2,050	2,051	2,130
투자자산	8,458	8,105	9,507	9,009	7,121
유형자산	32,984	37,144	39,025	40,997	44,106
무형자산	912	922	748	607	492
기타비유동자산	485	686	855	856	889
자산총계	72,695	76,626	80,222	82,016	83,786
유동부채	17,683	20,432	22,391	22,397	23,020
매입채무및기타유동채무	7,273	8,676	10,811	10,818	11,236
단기차입금	6,911	8,423	8,423	8,423	8,623
유동성장기차입금	3,338	3,236	3,036	3,036	3,036
기타유동부채	160	97	120	120	125
비유동부채	11,858	12,819	13,463	14,001	14,261
장기매입채무및비유동채무	109	15	19	19	19
사채및장기차입금	10,166	12,777	12,927	13,127	13,127
기타비유동부채	1,583	27	517	856	1,115
부채총계	29,541	33,250	35,854	36,399	37,282
자본금	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880
주식발행초과금	9,315	9,315	9,315	9,315	9,315
이익잉여금	24,455	25,338	26,251	27,426	28,245
기타자본	4,571	3,869	3,869	3,869	3,869
지배주주지분자본총계	42,221	42,401	43,315	44,489	45,308
비지배지분자본총계	933	975	1,054	1,129	1,196
자본총계	43,154	43,376	44,369	45,618	46,504
순차입금	9,164	13,385	17,624	17,376	17,523
총차입금	20,416	24,436	24,386	24,586	24,786

### 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	5,555	6,776	4,644	7,941	6,916
당기순이익	206	229	1,372	1,704	1,794
감가상각비	4,780	5,894	5,619	5,903	5,160
무형자산상각비	161	189	174	141	115
외환손익	35	36	0	0	0
자산처분손익	542	313	0	0	0
지분법손익	-70	-85	0	0	0
영업활동자산부채 증감	1,797	-502	-2,444	-7	-153
기타	-1,896	702	-76	200	0
투자활동현금흐름	-2,189	-11,866	-9,806	-7,380	-6,563
투자자산의 처분	7,614	-2,352	-2,137	496	1,739
유형자산의 처분	1,858	678	0	0	0
유형자산의 취득	-11,962	-10,519	-7,500	-7,875	-8,269
무형자산의 처분	223	278	0	0	0
기타	79	49	-169	0	-33
재무활동현금흐름	96	2,835	111	-116	-449
단기차입금의 증가	-4,638	-396	0	0	200
장기차입금의 증가	7,229	4,106	0	0	0
자본의 증가	0	20	0	0	0
배당금지급	-630	-410	-379	-455	-908
기타	-1,866	-484	490	339	259
현금및현금성자산의순증가	3,472	-2,394	-5,051	446	-96
기초현금및현금성자산	6,880	10,353	7,958	2,907	3,353
기말현금및현금성자산	10,353	7,958	2,907	3,353	3,257
Gross Cash Flow	3,758	7,279	7,089	7,948	7,069
Op Free Cash Flow	-2,354	-4,486	-2,474	157	-1,036

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	144	190	1,654	2,086	2,197
BPS	54,408	54,640	55,817	57,331	58,387
주당EBITDA	10,251	8,154	10,365	11,127	10,331
CFPS	6,633	8,134	9,233	9,985	9,110
DPS	500	500	600	700	1,300
주가배수(배)					
PER	436.3	268.0	50.8	40.3	38.3
PBR	1.2	0.9	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.3	11.6	10.7	9.8	10.6
PCFR	9.5	6.2	9.1	8.4	9.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.9	0.4	3.4	3.6	3.7
영업이익률(핵심)	4.9	0.4	3.4	3.6	3.7
EBITDA margin	12.9	10.5	12.1	12.1	10.8
순이익률	0.3	0.4	2.1	2.4	2.4
자기자본이익률(ROE)	0.5	0.5	3.1	3.8	3.9
투자자본이익률(ROIC)	6.1	0.4	3.4	3.8	3.8
안정성(%)					
부채비율	68.5	76.7	80.8	79.8	80.2
순차입금비율	21.2	30.9	39.7	38.1	37.7
이자보상배율(배)	8.5	0.5	4.0	4.4	4.6
활동성(배)					
매출채권회전율	6.2	6.7	6.7	6.5	6.7
채고자산회전율	8.1	8.0	7.2	6.9	7.1
매입채무회전율	7.7	7.6	6.8	6.6	6.7

아모텍(052710)



## BUY(Maintain)

추가(5/30) 25,650원

목표주가 35,000원

동사는 업종 내 독보적인 영업이익률을 기록하고 있다. 무선충전, 전자결제 모듈, 메탈케이스용 감전소자, 자동차 전장 부품 등에서 높은 경쟁력을 유지하고 있다. 17년 동사는 매출액 3,370억원으로 역대급 실적을 기록할 것이다. 목표주가 35,000원과 투자의견 BUY를 제시한다

### Stock Data

KOSDAQ (5/30)	649.06pt	
시가총액	2,499억원	
52주 추가동향	최고가	최저가
	28,750원	14,550원
최고/최저가대비 등락	0.00%	97.59%
주가수익률	절대	상대
1M	18.8%	16.1%
6M	50.5%	39.5%
1Y	42.7%	53.5%

### Company Data

발행주식수	9,743천주
일평균 거래량(3M)	196천주
외국인 지분율	18.7%
배당수익률(17.E)	0.0%
BPS(17.E)	19,753원
주요 주주	김병규 26.1%

### Price Trend



## 낭중지추(囊中之錐)

### >>> 2분기 성장 지속 전망

2분기 매출액 912억원(YoY 21%, QoQ 25%), 영업이익 112억원(YoY 75%, QoQ 24%) 예상. 주고객사의 전략 모델 출시 영향이 2분기부터 본격 반영되면서 안테나모듈과 세라믹칩 사업이 실적 개선 이끌 것. 자동차 부품 사업의 매출 비중 증가에 따른 수익성 개선도 지속될 것.

### >>> 17년 사상 최대 실적 기대

17년 매출액 3,370억원(YoY 14%), 영업이익 413억원(YoY 42%)으로 사상 최대 실적 달성할 전망.

안테나 사업은 무선충전, 전자결제, NFC 기능을 가진 3콤보 모듈의 주고객사 플래그십 모델 내 점유율 유지와 함께 자동차 전장용 매출이 더해질 것.

세라믹칩 사업은 스마트폰 메탈케이스 채용 증가로 감전소자 매출이 지속 성장 예상. 전동모터 사업의 적자폭 축소로 영업이익률 개선에 기여.

### >>>투자의견 BUY, 목표주가 유지

업종 내 독보적인 영업이익률 지속될 전망. 17년 예상 EPS 추정치 2,827원에 Peer 그룹 평균 PER을 적용하여 목표주가 35,000원 산출

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	3,140	2,960	3,370	3,813	4,282
보고영업이익(억원)	215	290	413	477	536
핵심영업이익(억원)	215	290	413	477	536
EBITDA(억원)	392	466	570	623	673
세전이익(억원)	219	220	373	442	462
순이익(억원)	156	163	275	343	351
지배주주지분순이익(억원)	156	163	275	343	351
EPS(원)	1,603	1,677	2,827	3,524	3,598
증감율(%YoY)	N/A	4.6	68.6	24.6	2.1
PER(배)	13.2	13.1	10.2	8.2	8.0
PBR(배)	1.4	1.3	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	7.3	5.8	5.1	3.9	3.1
보고영업이익률(%)	6.9	9.8	12.2	12.5	12.5
핵심영업이익률(%)	6.9	9.8	12.2	12.5	12.5
ROE(%)	11.2	10.4	15.4	16.4	14.3
순부채비율(%)	52.9	34.9	6.4	-15.0	-27.7

**포괄손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,140	2,960	3,370	3,813	4,282
매출원가	2,563	2,309	2,466	2,902	3,259
매출총이익	577	651	904	911	1,023
판매비및일반관리비	362	361	492	434	487
영업이익(보고)	215	290	413	477	536
영업이익(핵심)	215	290	413	477	536
영업외손익	3	-70	-281	-295	-74
이자수익	5	6	25	28	8
배당금수익	0	1	3	3	1
외환이익	65	73	0	0	0
이자비용	52	43	174	174	43
외환손실	68	72	0	0	0
관계기업지분법손익	21	-10	0	0	0
투자및기타자산처분손익	10	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	2	0	0	0
기타	24	-27	-135	-152	-39
법인세차감전이익	219	220	373	442	462
법인세비용	63	57	112	133	112
유효법인세율 (%)	28.6%	25.8%	30.0%	30.0%	24.2%
당기순이익	156	163	275	343	351
지배주주지분손이익(억원)	156	163	275	343	351
EBITDA	392	466	570	623	673
현금순이익(Cash Earnings)	333	339	433	489	487
수정당기순이익	150	161	275	343	351
증감률(% YoY)					
매출액	75.9	-5.7	13.9	13.1	12.3
영업이익(보고)	742.7	34.7	42.4	15.7	12.3
영업이익(핵심)	742.7	34.7	42.4	15.7	12.3
EBITDA	90.1	18.9	22.4	9.4	7.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	4.6	68.6	24.6	2.1
EPS	N/A	4.6	68.6	24.6	2.1
수정순이익	N/A	7.1	71.0	24.6	2.1

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	395	331	516	583	548
당기순이익	156	163	275	343	351
감가상각비	152	147	133	126	120
무형자산상각비	25	29	24	20	17
외환손익	13	-3	0	0	0
자산처분손익	7	4	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-80	-115	36	43	-34
기타	123	106	47	51	95
투자활동현금흐름	-106	-261	-80	-134	-138
투자자산의 처분	-7	-243	-66	-71	-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	447	461	420
기초현금및현금성자산	115	437	354	801	1,262
기말현금및현금성자산	437	354	801	1,262	1,683
Gross Cash Flow	475	447	480	541	582
Op Free Cash Flow	133	181	449	487	446

**재무상태표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,479	1,466	1,935	2,412	2,889
현금및현금성자산	437	354	754	1,161	1,483
유동금융자산	239	380	432	489	549
매출채권및유동채권	415	413	374	381	428
재고자산	388	320	374	381	428
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,111	2,076	1,950	1,887	1,834
장기매출채권및기타비유동					
채권	24	22	25	28	32
투자자산	321	438	452	468	486
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	3,885	4,299	4,723
유동부채	1,345	1,133	1,188	1,248	1,311
매입채무및기타유동채무	406	380	433	490	550
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	1,960	2,031	2,104
자본금	49	49	49	49	49
주식발행초과금	253	253	253	253	253
이익잉여금	928	1,106	1,381	1,725	2,075
기타자본	277	242	242	242	242
지배주주지분자본총계	1,506	1,649	1,925	2,268	2,619
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	1,506	1,649	1,925	2,268	2,619
순차입금	796	575	123	-341	-724
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	2,827	3,524	3,598
BPS	15,458	16,926	19,753	23,277	26,875
주당EBITDA	4,019	4,780	5,849	6,398	6,905
CFPS	3,414	3,483	4,442	5,023	5,002
DPS	0	0	0	0	0
추가배수(배)					
PER	13.2	13.1	10.2	8.2	8.0
PBR	1.4	1.3	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.3	5.8	5.1	3.9	3.1
PCFR	6.2	6.3	6.5	5.7	5.7
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	16.9	16.3	15.7
순이익률	5.0	5.5	8.2	9.0	8.2
자기자본이익률(ROE)	11.2	10.4	15.4	16.4	14.3
투자자본이익률(ROIC)	7.1	10.9	17.4	21.7	25.6
안정성(%)					
부채비율	138.4	114.8	101.8	89.5	80.4
순차입금비율	52.9	34.9	6.4	-15.0	-27.7
이자보상배율(배)	4.1	6.7	2.4	2.7	12.3
활동성(배)					
매출채권회전율	7.7	7.2	8.6	10.1	10.6
재고자산회전율	7.9	8.4	9.7	10.1	10.6
매입채무회전율	9.0	7.5	8.3	8.3	8.2

와이솔(122990)



**BUY(Maintain)**

주가(5/30) 16,100원

목표주가 20,000원

5G 시대가 도래하면 스마트폰 안테나 수신부(RF Front End)의 모듈화와 고도화가 진행될 것이다. SAW Filter는 특정 주파수를 잡아 주는 대표적인 안테나 수신부 속 부품이다. SAW Filter는 앞으로도 계속 견조한 매출 성장으로 동사의 실적 개선을 이끌 것이다. 목표주가 20,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

**Stock Data**

KOSDAQ (5/30)	649.06pt		
시가총액	3,434억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	16,950원	11,458원	
최고/최저가대비 등락	-5.90%	39.20%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-0.3%	-2.6%
	6M	23.3%	14.3%
	1Y	8.8%	17.0%

**Company Data**

발행주식수	21,330천주
일평균 거래량(3M)	303천주
외국인 지분율	9.31%
배당수익률(17.E)	1.43%
BPS(17.E)	8,947원
주요 주주	김지호외 6인 15.17%

**Price Trend**



**통신 부품 고도화 수혜**

**>>> 중국 SAW Filter 수요가 성장 뒷받침**

2분기 매출액 1,115억원(QoQ -5%, YoY 18%), 영업이익 113억원(QoQ 1%, YoY -6%) 예상. SAW Filter 사업은 주고객사의 신제품

공백으로 전분기 대비 매출이 소폭 감소할 것으로 전망하나, 중국은 LTE 확산과 더불어 SAW Filter 수요가 여전히 견조.

**>>> SAW Filter 고도화 지속**

동사가 제조하는 SAW Filter는 원하는 신호의 주파수만 정확하게 골라내는 역할 수행. 스마트폰 내 안테나 수신부인 RF Front End(안테나와 베이스밴드 사이)에 탑재. 5G 기술이 도래되면 수신부의 모듈화가 급속히 진행되어 부품이 고도화 될 것. 이는 SAW Filter를 비롯한 다양한 안테나 부품들의 ASP 상승의 이유.

**>>> 투자의견 BUY, 목표주가 유지**

SAW Filter 고급화, 스마트 가전 확대에 따른 IoT모듈 수요 증가 등에 기반한 성장세 지속 전망. 17년 예상 EPS 추정치 1,606원에 Peer 그룹 평균 PER을 적용하여 목표주가 20,000원 산출.

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	640	748	948	1,037
세전이익(억원)	293	373	414	619	747
순이익(억원)	285	318	341	508	566
지배주주지분순이익(억원)	287	322	342	510	571
EPS(원)	1,359	1,587	1,606	2,391	2,678
증감율(%YoY)	120.7	16.8	1.2	48.9	12.0
PER(배)	11.0	9.7	9.9	6.7	6.0
PBR(배)	2.4	2.0	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	5.6	5.1	5.0	3.3	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	21.7	19.4	23.8	21.6
순부채비율(%)	34.1	21.4	18.9	-12.0	-24.5

### 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	3,965	4,546	5,001
매출총이익	648	762	939	1,114	1,226
판매비및일반관리비	284	332	418	416	458
영업이익(보고)	365	430	521	698	768
영업이익(핵심)	365	430	521	698	768
영업외손익	-71	-57	312	-66	-21
이자수익	3	4	15	17	5
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	105	207	0	0	0
이자비용	26	23	86	84	26
외환손실	120	240	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-4	-2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5	5	0	0	0
기타	-24	-9	383	0	0
법인세차감전이익	293	373	414	619	747
법인세비용	8	55	83	31	181
유효법인세율 (%)	2.8%	14.8%	20.0%	5.0%	24.2%
당기순이익	285	318	341	508	566
지배주주지분손이익(억원)	287	322	342	510	571
EBITDA	610	640	748	948	1,037
현금순이익(Cash Earnings)	530	528	568	758	836
수정당기순이익	294	316	341	508	566
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	4.9	16.8	26.7	9.4
지배주주지분 당기순이익	137.6	11.9	6.4	49.0	12.0
EPS	120.7	16.8	1.2	48.9	12.0
수정순이익	129.8	7.3	8.0	49.0	11.5

### 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	332	375	464	1,083	858
당기순이익	285	318	341	508	566
감가상각비	236	203	222	246	266
무형자산상각비	9	7	5	4	3
외환손익	8	32	0	0	0
자산처분손익	5	2	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-223	-98	-171	325	23
기타	12	-89	67	0	0
투자활동현금흐름	-313	-293	-406	-412	-406
투자자산의 처분	-82	-23	-16	-22	-16
유형자산의 처분	43	0	0	0	0
유형자산의 취득	-255	-337	-390	-390	-390
무형자산의 처분	-10	0	0	0	0
기타	-9	67	0	0	0
재무활동현금흐름	51	-42	-44	-46	-46
단기차입금의 증가	-45	0	0	0	0
장기차입금의 증가	47	0	0	0	0
자본의 증가	13	0	0	0	0
배당금지급	-16	-42	-44	-47	-47
기타	52	0	0	1	1
현금및현금성자산의순증가	72	40	15	625	406
기초현금및현금성자산	161	233	273	288	912
기말현금및현금성자산	233	273	288	912	1,318
Gross Cash Flow	555	473	635	758	836
Op Free Cash Flow	112	102	61	714	484

### 재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,173	1,524	1,792	2,272	2,814
현금및현금성자산	233	319	287	912	1,318
유동금융자산	95	116	131	151	166
매출채권및유동채권	477	545	545	566	623
재고자산	360	545	817	629	692
기타유동비금융자산	9	0	12	14	15
비유동자산	1,589	1,655	1,823	1,971	2,098
장기매출채권및기타비유동채권	29	36	40	47	51
투자자산	21	22	23	25	26
유형자산	1,434	1,567	1,736	1,880	2,004
무형자산	36	29	24	20	16
기타비유동자산	69	0	0	0	0
자산총계	2,762	3,179	3,615	4,243	4,912
유동부채	1,381	1,538	1,656	1,822	1,970
매입채무및기타유동채무	620	761	857	989	1,088
단기차입금	717	717	717	717	717
유동성장기차입금	10	10	10	10	10
기타유동부채	34	49	72	106	155
비유동부채	59	54	55	55	56
장기매입채무및비유동채무	5	0	0	0	0
사채및장기차입금	52	52	52	52	52
기타비유동부채	2	2	3	4	4
부채총계	1,439	1,592	1,711	1,877	2,026
자본금	97	101	107	107	107
주식발행초과금	418	418	418	418	418
이익잉여금	827	1,107	1,404	1,868	2,392
기타자본	-20	-20	-20	-20	-20
지배주주지분자본총계	1,321	1,605	1,908	2,372	2,896
비지배주주지분자본총계	1	-2	-4	-6	-10
자본총계	1,323	1,603	1,905	2,366	2,886
순차입금	451	344	360	-285	-706
총차입금	779	779	779	779	779

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,359	1,587	1,606	2,391	2,678
BPS	6,217	7,916	8,947	11,119	13,577
주당EBITDA	2,886	3,159	3,510	4,445	4,863
CFPS	2,508	2,605	2,666	3,552	3,918
DPS	225	225	225	225	225
추가배수(배)					
PER	11.0	9.7	9.9	6.7	6.0
PBR	2.4	2.0	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.6	5.1	5.0	3.3	2.6
PCFR	6.0	5.9	6.0	4.5	4.1
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	14.7	15.3	16.7	16.7
순이익률	8.0	7.3	7.0	9.0	9.1
자기자본이익률(ROE)	25.8	21.7	19.4	23.8	21.6
투자자본이익률(ROIC)	22.3	18.2	19.1	24.7	27.7
안정성(%)					
부채비율	108.8	99.3	89.8	79.3	70.2
순차입금비율	34.1	21.4	18.9	-12.0	-24.5
이자보상배율(배)	14.3	19.0	6.0	8.4	30.0
활동성(배)					
매출채권회전율	8.6	8.5	9.0	10.2	10.5
재고자산회전율	9.5	9.6	7.2	7.8	9.4
매입채무회전율	7.7	6.3	6.1	6.1	6.0

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
LG전자 (066570)	2015/05/27	BUY(Maintain)	85,000원
	2015/06/16	BUY(Maintain)	80,000원
	2015/07/30	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/09/08	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/10/02	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/10/05	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/10/22	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/10/30	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/11/03	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/11/10	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/12/11	BUY(Maintain)	75,000원
	2016/01/12	BUY(Maintain)	75,000원
	2016/01/27	BUY(Maintain)	75,000원
	2016/02/16	BUY(Maintain)	80,000원
	2016/02/22	BUY(Maintain)	80,000원
	2016/04/12	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/04/15	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/04/29	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/06/02	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/06/09	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/07/11	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/07/29	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/09/21	BUY(Maintain)	75,000원
	2016/10/10	BUY(Maintain)	75,000원
	2016/10/28	BUY(Maintain)	70,000원
	2016/11/01	BUY(Maintain)	70,000원
	2016/11/15	BUY(Maintain)	70,000원
	2016/12/09	BUY(Maintain)	70,000원
	2017/01/09	BUY(Maintain)	70,000원
	2017/01/26	BUY(Maintain)	70,000원
	2017/02/08	BUY(Maintain)	80,000원
	2017/02/20	BUY(Maintain)	80,000원
	2017/03/07	BUY(Maintain)	85,000원
2017/04/03	BUY(Maintain)	85,000원	
2017/04/10	BUY(Maintain)	90,000원	
2017/04/28	BUY(Maintain)	90,000원	
2017/05/10	BUY(Maintain)	90,000원	
2017/05/31	BUY(Maintain)	100,000원	

종목명	일자	투자의견	목표주가
LG이노텍 (011070)	2015/05/27	BUY(Maintain)	160,000원
	2015/06/03	BUY(Maintain)	160,000원
	2015/06/12	BUY(Maintain)	160,000원
	2015/06/18	BUY(Maintain)	160,000원
	2015/06/24	BUY(Maintain)	160,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	160,000원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	160,000원
	2015/07/27	BUY(Maintain)	130,000원
	2015/08/26	BUY(Maintain)	130,000원
	2015/09/10	BUY(Maintain)	130,000원
	2015/09/15	BUY(Maintain)	130,000원
	2015/10/05	BUY(Maintain)	130,000원
	2015/10/14	BUY(Maintain)	130,000원
	2015/10/28	BUY(Maintain)	130,000원
	2015/11/03	BUY(Maintain)	130,000원
	2015/11/20	BUY(Maintain)	130,000원
	2015/12/10	BUY(Maintain)	130,000원
	2016/01/12	BUY(Maintain)	130,000원
	2016/01/26	BUY(Maintain)	120,000원
	2016/03/28	BUY(Maintain)	110,000원
	2016/04/15	BUY(Maintain)	110,000원
	2016/04/28	BUY(Maintain)	100,000원
	2016/06/02	BUY(Maintain)	100,000원
	2016/06/13	BUY(Maintain)	100,000원
	2016/07/19	BUY(Maintain)	120,000원
	2016/07/28	BUY(Maintain)	120,000원
	2016/09/08	BUY(Maintain)	120,000원
	2016/09/13	BUY(Maintain)	110,000원
	2016/09/27	BUY(Maintain)	110,000원
	2016/10/11	BUY(Maintain)	110,000원
	2016/10/27	BUY(Maintain)	110,000원
	2016/11/01	BUY(Maintain)	110,000원
	2016/11/10	BUY(Maintain)	120,000원
2016/11/15	BUY(Maintain)	120,000원	
2016/11/18	BUY(Maintain)	120,000원	
2017/01/25	BUY(Maintain)	120,000원	
2017/02/09	BUY(Maintain)	140,000원	
2017/04/27	Outperform(Downgrade)	160,000원	
2017/05/31	Outperform(Maintain)	160,000원	

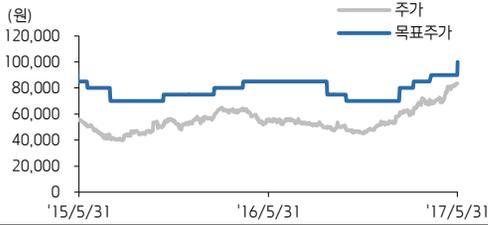
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	
삼성SDI (006400)	2015/05/27	BUY(Maintain)	170,000원	
	2015/06/17	BUY(Maintain)	170,000원	
	2015/07/31	Outperform(Downgrade)	110,000원	
	2015/09/14	Outperform(Maintain)	110,000원	
	2015/10/05	Outperform(Maintain)	120,000원	
	2015/10/14	BUY(Upgrade)	150,000원	
	2015/11/02	BUY(Maintain)	150,000원	
	2015/11/03	BUY(Maintain)	150,000원	
	2015/11/24	BUY(Maintain)	150,000원	
	2015/12/16	BUY(Maintain)	150,000원	
	2016/01/26	BUY(Maintain)	140,000원	
	2016/03/17	BUY(Maintain)	140,000원	
	2016/04/29	Outperform(Downgrade)	130,000원	
	2016/06/02	Outperform(Maintain)	130,000원	
	2016/06/14	Outperform(Maintain)	130,000원	
	2016/07/19	Outperform(Maintain)	130,000원	
	2016/08/01	Outperform(Maintain)	120,000원	
	2016/09/05	Outperform(Maintain)	120,000원	
	2016/09/29	Outperform(Maintain)	115,000원	
	2016/10/28	BUY(Upgrade)	115,000원	
	2016/11/01	BUY(Maintain)	115,000원	
	2016/11/15	BUY(Maintain)	115,000원	
	2016/12/15	BUY(Maintain)	115,000원	
	2017/01/25	BUY(Maintain)	135,000원	
	2017/02/03	BUY(Maintain)	145,000원	
	2017/03/28	BUY(Maintain)	170,000원	
	2017/04/03	BUY(Maintain)	170,000원	
	2017/05/02	BUY(Maintain)	170,000원	
	2017/05/18	BUY(Maintain)	190,000원	
	2017/05/31	BUY(Maintain)	190,000원	
	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	
2017/05/16		BUY(Maintain)	35,000원	
2017/05/31		BUY(Maintain)	35,000원	

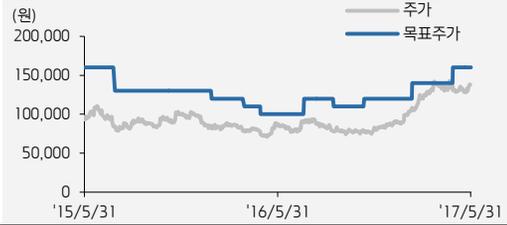
종목명	일자	투자의견	목표주가
삼성전기 (009150)	2015/05/27	Outperform(Maintain)	74,000원
	2015/06/12	Outperform(Maintain)	65,000원
	2015/06/19	Outperform(Maintain)	60,000원
	2015/07/29	Outperform(Maintain)	60,000원
	2015/08/26	Outperform(Maintain)	60,000원
	2015/08/27	BUY(Upgrade)	80,000원
	2015/10/05	BUY(Maintain)	80,000원
	2015/10/14	BUY(Maintain)	80,000원
	2015/10/30	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/11/03	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/11/16	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/12/23	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/01/12	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/02/01	BUY(Maintain)	80,000원
	2016/03/18	BUY(Maintain)	80,000원
	2016/04/27	Outperform(Downgrade)	63,000원
	2016/06/02	Outperform(Maintain)	63,000원
	2016/06/30	Outperform(Maintain)	58,000원
	2016/07/19	Outperform(Maintain)	58,000원
	2016/07/25	Outperform(Maintain)	62,000원
	2016/08/23	Outperform(Maintain)	70,000원
2016/09/28	Outperform(Maintain)	58,000원	
2016/10/28	Outperform(Maintain)	58,000원	
2016/11/15	Outperform(Maintain)	58,000원	
2016/12/14	Outperform(Maintain)	53,000원	
2017/01/26	Marketperform (Downgrade)	62,000원	
2017/04/27	Marketperform(Maintain)	77,000원	
2017/05/31	Marketperform(Maintain)	90,000원	
와이솔 (122990)	2016/08/08	BUY(Initiate)	20,000원
	2016/10/13	BUY(Maintain)	20,000원
	2017/01/04	BUY(Maintain)	20,000원
	2017/03/24	BUY(Maintain)	20,000원
	2017/04/27	BUY(Maintain)	20,000원
2017/05/31	BUY(Maintain)	20,000원	

목표주가 추이 (2개년)

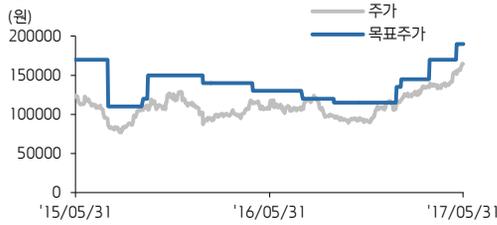
LG전자 (066570)



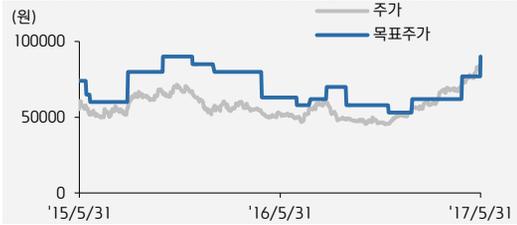
LG이노텍 (011070)



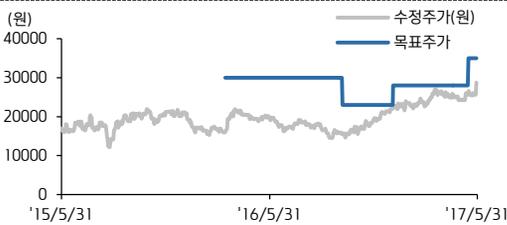
삼성SDI (006400)



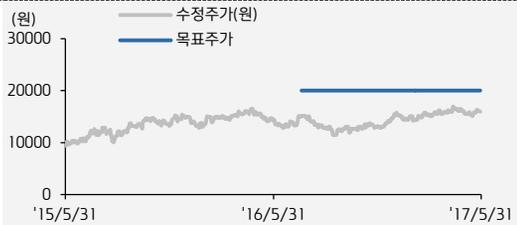
삼성전기 (009150)



아모텍 (052710)



와이솔 (122990)



투자익전 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%