현대중공업그룹 하이투자증권

Data, Model & Insight

HI RESEARCH CENTER

[INDUSTRY BRIEF]

18년 iPhone 부품 수요 점검

애플 iPhone X 판매 부진에 따른 영향 분석

2018/01/22

■ 애플 iPhone X 판매 부진으로 인한 상반기 부품 재고 조정 예상

최근 애플 iPhone X 판매 부진으로 인한 재고 조정으로 18년 상반기 부품, 소재 공급 업체들의 출하 계획에 변화의 움직임이 감지되고 있다. 지난 4Q17에 출시된 iPhone X은 애플 최초로 Full Screen OLED 패널과 안면 인식을 위한 3D 센서가 채택되면서 소비자들에게 새로운 경험을 제공했다는 긍정적인 평가가 있음에도 불구하고 999~1,149달러 수준의 높은 판매 가격이 저항으로 작용하면서 수요에 부담으로 작용하였기 때문이다. 당사는 18년 OLED 패널이 채택된 iPhone 세트 출하량을 iPhone X의 부진을 감안하여 기존 1.3억대에서 10.7% 감소한 1.1억대로 하향 조정한다. 또한 18년 상반기 애플의 재고 조정 움직임이 나타날 경우 Supply chain의 실적에도 부정적인 영향을 미칠 수 있어 당분간 지지부진한 주가 흐름을 예상한다.

■ 재고 조정 주가 반영 후에는 하반기를 바라본 비중 확대 전략

국내 주요 애플 iPhone향 부품, 소재 공급 업체 (LG이노텍, SKC코오롱PI, 이녹스첨단소재, 덕산네오룩스, 인터플레스, 비에이치 등)들의 12개월 Forward P/E 배수는 2017년 초 iPhone이 공급되기 이전 수준 이하로 하락했으나 상반기 iPhone 판매 기대치 하향에 따른 추가적인 EPS 조정 가능성이 존재하므로 당분간 지지부진한 주가 흐름이 예상된다. 다만 상반기 iPhone X에 대한 판매 전망치가 충분히 하향 조정된 이후 신규 iPhone에 대한 부품 공급 논의가 시작될 2분기부터는 하반기를 바라본 투자 전략 수립이 필요하다.

국내 주요 애플향 Supply chain들의 하반기 투자 포인트는 첫째, iPhone OLED 모델 2가지로의 확대와 둘째, 3D 센싱 모듈의 수요 증가로 요약할 수 있다. 향후 OLED 부품, 소재 수요는 애플의 OLED 모델 Line-up 다변화, 중화권 업체들의 신규 Capa. 증설로 중장기적인 증가세가 이어질 가능성이 높아 관련 공급 업체들의 주가는 여전히 매력적이라고 판단된다. 또한 iPhone X의 차별화 요소로 부각된 3D 센싱 모듈의 역시 하반기에는 신규 iPhone 3가지 모델에 채용이 확대될 것으로 예상되어 상반기 주가 조정을 비중 확대의 기회로 활용할 것을 권고한다.

디스플레이 정원석
(2122-9203)
wschung@hi-ib.com

전기전자 고의영
(2122-9179)
ey.ko@hi-ib.com

Contents

3 애플 iPhone X 판매 부진으로 상반기 재고 조정 예상

5 삼성디스플레이 상반기 OLED 패널 출하량 감소 전망

10 LG이노텍, 뚜렷해질 상저하고 추세

12 iPhone X 판매 부진에도 애플의 주가는 왜 견조한가

14 재고 조정 주가 반영 후에는 비중 확대 권고

애플 iPhone X 판매 부진으로 상반기 재고 조정 예상

최근 애플 iPhone X 판매 부진으로 인한 재고 조정으로 18년 상반기 부품, 소재 공급 업체들의 출하 계획 변화의 움직임이 감지되고 있다. 지난 4Q17에 출시된 iPhone X 은 애플 최초로 Full Screen OLED 패널과 안면 인식을 위한 3D Sensor가 채택되면서 소비자들에게 새로운 경험을 제공했다는 긍정적인 평가가 있음에도 불구하고 999~1,149 달러 수준의 높은 판매 가격이 저항으로 작용하면서 수요에 부담으로 작용하였기 때문이다.

당사는 18년 OLED 패널이 채택된 iPhone 세트 출하량을 iPhone X의 부진을 감안하여 기존 1.3억대에서 10.7% 감소한 1.1억대로 하향 조정한다(〈표1〉). 또한 18년 상반기 애플의 재고 조정 움직임이 나타날 경우 삼성디스플레이, LG이노텍, SKC코오롱PI, 이녹스첨단소재, 덕산네오룩스, 인터플렉스, 비에이치 등 관련 Supply chain의 실적에도 부정적인 영향을 미칠 수 있어 당분간 지지부진한 주가 흐름이 예상된다.

다만 올해 하반기에 OLED 패널이 채택된 2가지의 iPhone 신제품 출하가 집중되면서 관련 업체들의 실적이 뚜렷한 상저하고의 계절성을 나타낼 것으로 전망된다. 따라서 상반기 iPhone X 판매량 전망치 하향 조정이 관련 업체들의 주가에 충분히 반영된 이후 신규 부품 공급 논의가 시작될 2분기부터는 하반기를 바라본 투자 전략 수립이 필요하다.

올해 하반기에 새로 출시될 iPhone 신제품은 5.9″의 OLED, 6.5″의 OLED, 6.1″의 LCD 패널이 탑재된 3 가지의 모델로 출시될 것으로 전망되고 있다. 일부 시장에서 중저가 제품인 6.1″ LCD 모델에 대한 소비자들의 선호도가 높을 경우 삼성디스플레이가 공급하고 있는 Flexible OLED 출하량 전망치가 예상보다 더욱 부진할 수 있다는 우려의 시각도 존재한다. 그러나 당사가 파악한 바에 따르면 현재 애플이 검토 중인 6.1″ LCD 모델의 경우에도 3D 안면 인식 Sensor 탑재를 위해 패널 상단에 M자형 Notch 디자인이 그대로 적용될 것으로 예상되는데, 이를 공급하기 위한 LG디스플레이와 Japan Display의 패널 Notching 설비 Capa.가 총 300만대/월 수준에 불과해 추후 제품 설계가 변경되지 않는다면 올해 하반기 판매량은 제한적일 것으로 판단된다.

<표 1> 분기별 iPhone 주요 제품별 출하량 추정치 변화

[기존 iPhone 세트 출하량 추정치]											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017E	2018F
2017 iPhone X (5.8")				**29.0**	**25.6**	**15.1**	**10.8**	**7.5**		**29.0**	**59.0**
2018 OLED iPhone							**11.5**	**43.7**			**55.1**
iPhone 5.8"							7.0	28.5			35.6
iPhone 6.5"							4.4	15.1			19.6
2018 LCD iPhone (6.1")							**3.0**	**13.4**			**14.4**
Total OLED iPhone [2017+2018]				29.0	25.6	15.1	22.3	51.2		29.0	114.1
Total iPhone	52.7	41.4	45.8	72.4	52.0	39.6	44.6	74.5		212.4	210.7

[iPhone 세트 출하량 추정치 변경 후]											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017E	2018F
2017 iPhone X (5.8")				**29.0**	**25.6**	**15.1**	**10.8**	**7.5**		**29.0**	**59.0**
2018 OLED iPhone							**11.5**	**43.7**			**55.1**
iPhone 5.8"							7.0	28.5			35.6
iPhone 6.5"							4.4	15.1			19.6
2018 LCD iPhone (6.1")							**3.0**	**13.4**			**14.4**
Total OLED iPhone [2017+2018]				29.0	25.6	15.1	22.3	51.2		29.0	114.1
Total iPhone	52.7	41.4	45.8	72.4	52.0	39.6	44.6	74.5		212.4	210.7

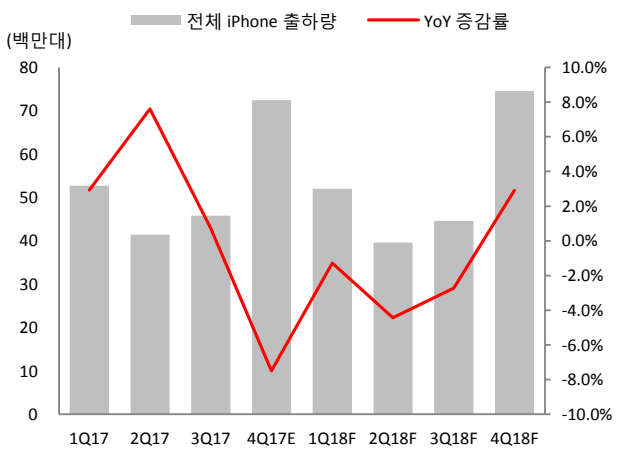
자료: SA, 하이투자증권

<표 2> 2018 년 하반기 출시 예정인 Full Screen 형태의 iPhone 신제품 예상 Line-up

	5.8" OLED iPhone	**6.5" OLED iPhone**	**6.1" LCD iPhone**
제품			
예상 출시 시기	2H18	2H18	2H18
Display type	Bezeless Flexible OLED	Bezeless Flexible OLED	Bezeless LCD
Size	5.85 inches	6.45 inches	6.08 inches
Resolution	1125 x 2436 pixels, 19.5:9 ratio	19.5:9 ratio	19.5:9 ratio
PPI	458 ppi pixel density	480~500 ppi pixel density	350~400 ppi pixel density
CPU	Hexa-core 2.39 GHz	-	-
GPU	Apple GPU (three-core graphics)	-	-
Memory	64/256 GB, 3 GB RAM	-	-

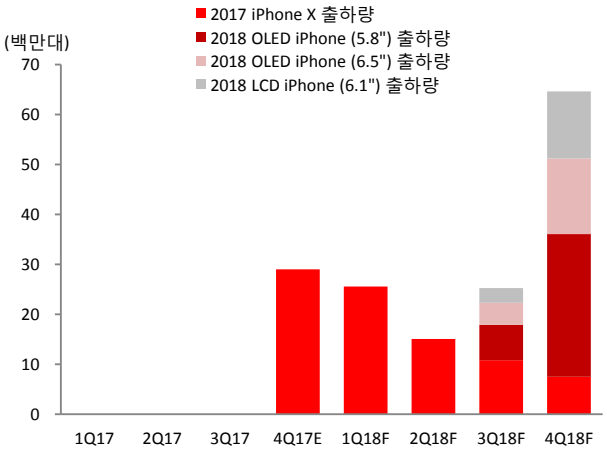
자료: GSMArena, 하이투자증권

<그림 1> 애플 iPhone 분기별 출하량 추이 및 전망



자료: SA, 하이투자증권

<그림 2> 17 년~18 년 Full Screen iPhone 출하량 전망



자료: 하이투자증권

삼성디스플레이 상반기 OLED 패널 출하량 감소 전망

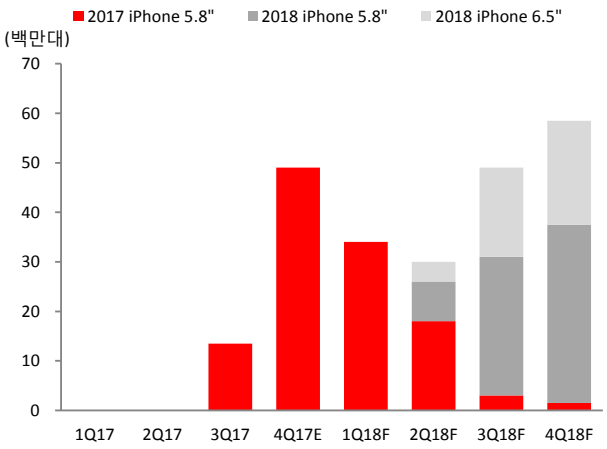
당사는 다음의 두 가지를 근거로 삼성디스플레이의 상반기 OLED 패널 출하량 감소가 불가피할 것으로 전망한다.

첫째, 최근 애플 iPhone X 수요 둔화로 18년 상반기 Flexible OLED 패널 재고 조정이 예상된다.
둘째, 지난 4Q17 중국 내 스마트폰 판매 부진으로 Rigid OLED 수요가 감소하고 있다.

최근 애플 iPhone X 수요 둔화로 18년 상반기 삼성디스플레이의 애플향 Flexible OLED 패널 출하량이 가파르게 감소할 가능성이 높다. 이는 너무나 자연스러운 계절성임에는 분명하나 높은 가격이 소비자에게 저항선으로 작용하면서 iPhone X 출시 시기가 과거에 비해 지연되었음에도 불구하고 부품 재고 조정이 다소 이른 시기에 시작됐기 때문인 것으로 분석된다. 특히 일부 시장 투자자들의 경우 일부 언론에 보도되었던 삼성디스플레이와 애플 간의 물량 보장 가능성을 근거로 삼성디스플레이의 상반기 재고 조정 가능성에 대해 둔감했던 것이 사실이다.

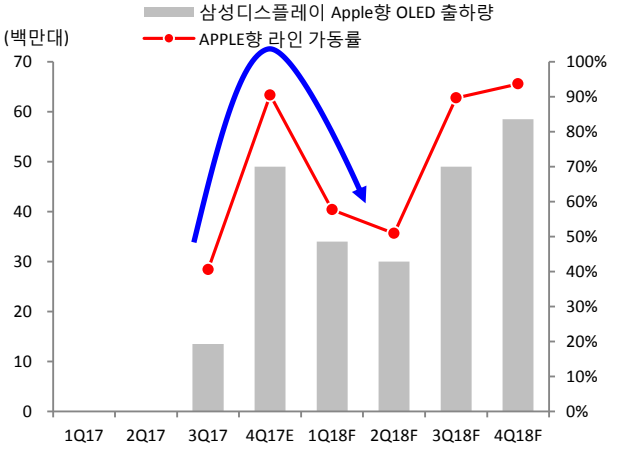
당사는 삼성디스플레이 18년 1분기 애플향 Flexible OLED 패널 출하량이 약 3,400만대를 기록할 것으로 전망한다. 이는 지난 4Q17 출하량 추정치인 4,900만대 수준에서 약 31% 가량 감소하는 수치이다. 이로 인해 삼성디스플레이의 상반기 애플향 OLED 라인 가동률은 50~60% 수준에 그칠 것으로 추정되며, 17년 하반기부터 시작된 감가상각비 관련 고정비 상승이 상반기 실적에 부담으로 작용할 수 있다고 판단된다.

<그림 3> 애플향 Flexible OLED 패널 분기별 출하량 전망



자료: 하이투자증권

<그림 4> 삼성디스플레이 애플향 OLED 라인 가동률 추정



자료: 하이투자증권

<표 3> iPhone 세트 제품별 출하량과 삼성디스플레이 OLED 패널 출하량 전망

[iPhone 세트 출하량 추정]

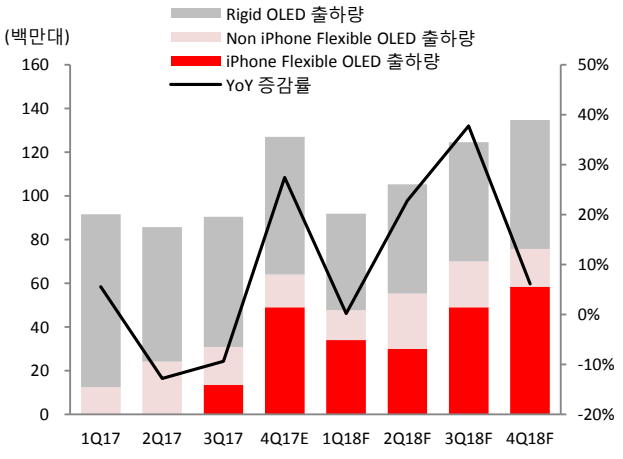
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017E	2018F
2017 iPhone X (5.8")				**29.0**	**25.6**	**15.1**	**10.8**	**7.5**		**29.0**	**59.0**
2018 OLED iPhone							**11.5**	**43.7**			**55.1**
iPhone 5.8"							7.0	28.5			35.6
iPhone 6.5"							4.4	15.1			19.6
2018 LCD iPhone (6.1")							**3.0**	**13.4**			**14.4**
Total OLED iPhone [2017+2018]				29.0	25.6	15.1	22.3	51.2		29.0	114.1
Total iPhone	52.7	41.4	45.8	72.4	52.0	39.6	44.6	74.5		212.4	210.7

[삼성디스플레이 OLED 패널 출하량 추정]

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017E	2018F
Rigid OLED	**79.2**	**61.6**	**59.5**	**63.0**	**44.1**	**50.0**	**54.5**	**59.0**	**344.6**	**263.3**	**207.6**
Flexible OLED	**12.5**	**24.2**	**30.9**	**64.0**	**47.8**	**55.3**	**70.1**	**75.8**	**40.0**	**131.6**	**249.0**
Non-iPhone Flexible OLED	12.5	24.2	17.4	15.0	13.8	25.3	21.1	17.3	40.0	69.1	77.5
iPhone Flexible OLED			13.5	49.0	34.0	30.0	49.0	58.5		62.5	171.5
2017 iPhone 5.8"			13.5	49.0	34.0	18.0	3.0	1.5		62.5	56.5
2018 iPhone 5.8"						8.0	28.0	36.0			72.0
2018 iPhone 6.5"						4.0	18.0	21.0			43.0
SDC Total OLED Panel	**91.7**	**85.8**	**90.4**	**127.0**	**91.9**	**105.3**	**124.6**	**134.8**	**384.6**	**394.8**	**456.6**
%Rigid	86%	72%	66%	50%	48%	47%	44%	44%	90%	67%	45%
%Flexible	14%	28%	34%	50%	52%	53%	56%	56%	10%	33%	55%
%iPhone	0%	0%	15%	39%	37%	28%	39%	43%	0%	16%	38%
%Non-iPhone	14%	28%	19%	12%	15%	24%	17%	13%	10%	17%	17%

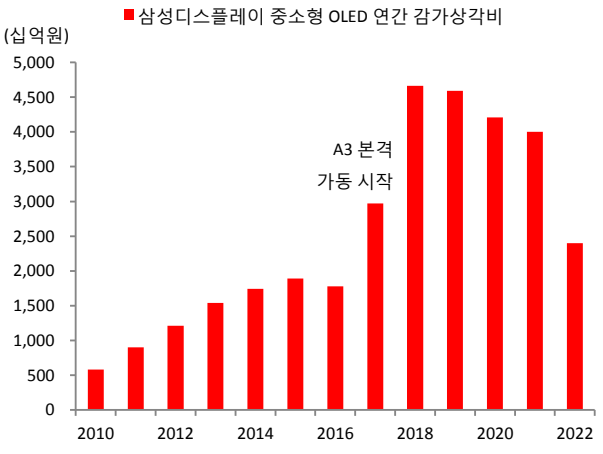
자료: SA, IHS, 하이투자증권

<그림 5> 삼성디스플레이 OLED 패널 출하량 추이 및 전망



자료: IHS, 하이투자증권

<그림 6> 삼성디스플레이 OLED 연간 감가상각비 추정



자료: 하이투자증권

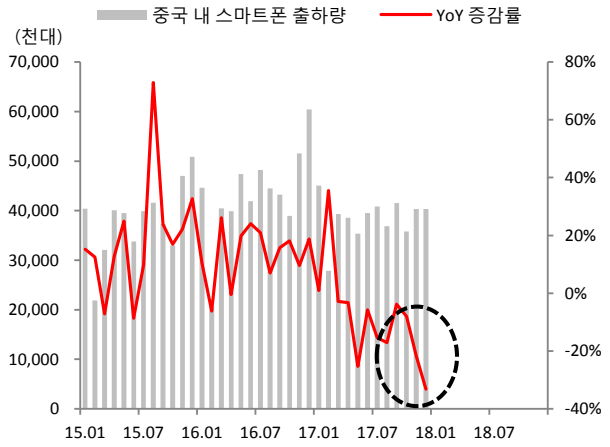
최근 중국 내 스마트폰 판매가 극히 부진한 모습을 보였다는 점도 삼성디스플레이 Rigid OLED 패널 수요에 부정적인 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다. 중국 스마트폰 업체들은 삼성전자를 제외한다면 삼성디스플레이 Rigid OLED 패널의 주력 고객사들이다. 따라서 중국 내 스마트폰 수요가 삼성디스플레이 Rigid OLED 패널 출하에 미치는 영향은 클 수 밖에 없다.

중국정보통신연구원 발표 자료에 따르면 지난 4Q17 중국 시장의 스마트폰 출하량은 1.16억대로 전년 동기 대비 약 23% 역성장하였고, 이 중 Android OS 기반 스마트폰 출하량이 9,400만대를 기록하면서 전년 동기 대비 19% 감소하였다. 특히 12월에 갈수록 중국 시장 내 스마트폰 판매가 부진한 흐름을 나타내고 있다. 이로 인해 삼성디스플레이의 18년 1분기 Rigid OLED 패널 출하량은 4,000만대 중반 수준을 기록하면서 Rigid OLED 라인 가동률이 약 55% 수준에 그칠 것으로 추정된다. 또한 수익성 악화로 높은 OLED 가격에 부담을 느낀 중국 스마트폰 업체들이 상대적으로 가격이 낮은 LTPS LCD로 수요가 이동하고 있다는 점도 Rigid OLED 수요 감소의 원인으로 볼 수 있다.

18년 들어 OLED 패널 전방 시장이 빠르게 변화하면서 삼성디스플레이의 연간 실적 추정치도 조정이 불가피해 보인다. 애플 iPhone X 수요 둔화는 신규 Flexible OLED 라인의 고정비 부담 증가, 중국 내 스마트폰 판매 부진은 제품 Mix 악화에 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 삼성디스플레이의 Rigid OLED 패널 수익성은 일부 라인들의 감가상각이 완료됨에 따라 Flexible OLED 패널 대비 높은 수준인 것으로 알려져 있다. 따라서 삼성디스플레이의 OLED 라인 가동률 조정으로 실적 전망치가 하향 조정될 경우 15% 지분을 보유하고 있는 삼성SDI와 SKC코오롱PI, 이녹스첨단소재, 덕산네오룩스, 인터플레스, 비에이치 등의 OLED 부품, 소재 공급 업체들의 주가에 단기적인 악영향을 미칠 가능성이 높을 것으로 판단된다.

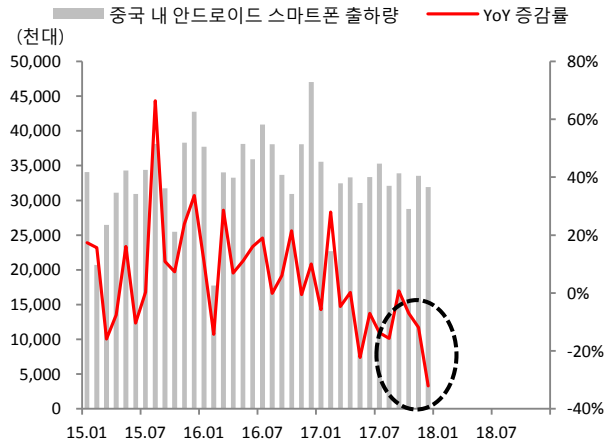
다만 하반기에 삼성디스플레이의 Flexible OLED 패널 출하량이 올해 상반기와 전년 하반기 대비 각각 54%, 42% 가량 증가할 것으로 전망된다는 점은 관련 Supply chain 실적에 긍정적이다. 올해 출시 예정인 iPhone 2가지 모델에 Flexible OLED가 채택되면서 전방 수요가 빠르게 회복할 것으로 예상되기 때문이다. 단기적으로 관련 업체들의 상반기 실적 하향 조정은 불가피하나 연간 실적 흐름 뚜렷한 상저하고 추세가 나타날 것으로 보여 주가 조정 이후인 2Q18부터는 긍정적인 관점에서 재접근이 필요한 시점일 것으로 판단된다.

<그림 7> 중국 내 스마트폰 월별 출하량 및 YoY 증감률 추이. 12 월 들어 전년 동기 대비 33% 역성장 기록



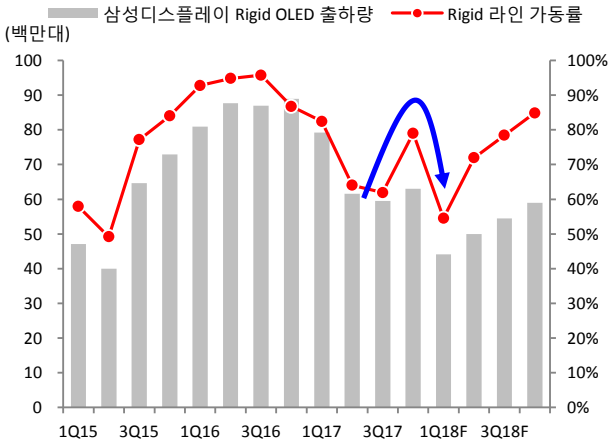
자료: 중국정보통신연구원, 하이투자증권

<그림 8> 중국 내 안드로이드 스마트폰 월별 출하량 및 YoY 증감률 추이. 12 월 들어 전년 동기 대비 32% 역성장 기록



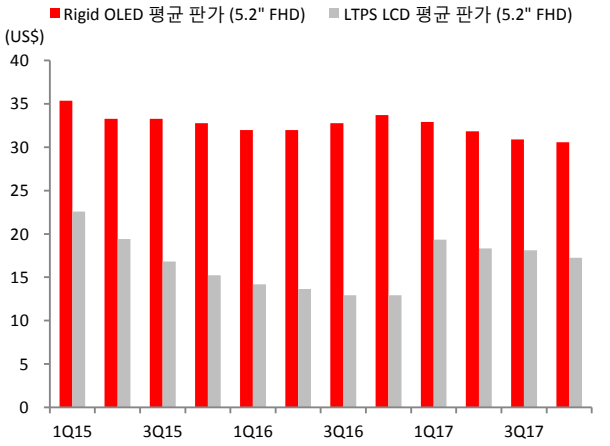
자료: 중국정보통신연구원, 하이투자증권

<그림 9> 삼성디스플레이 Rigid OLED 라인 가동률 추정. 1Q18 들어 약 55% 수준에 그칠 것으로 예상



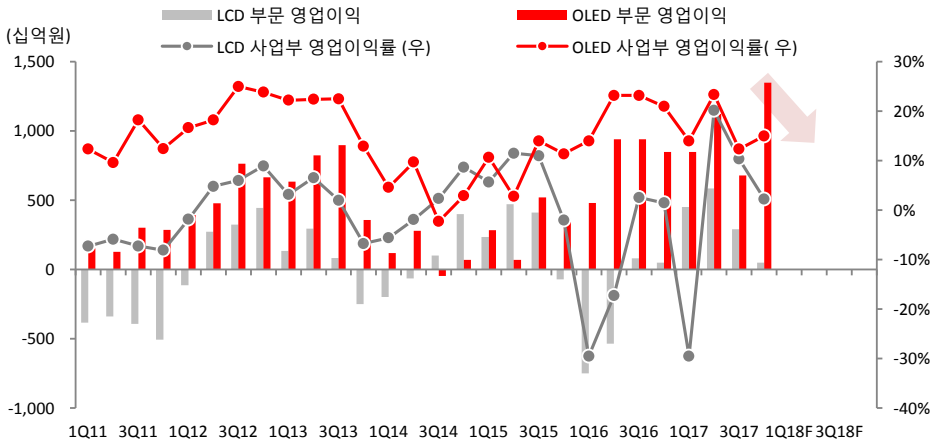
자료: 하이투자증권

<그림 10> Rigid OLED 와 LTPS LCD 패널 평균 판가 비교 (5.2" FHD 기준)



자료: IHS, 하이투자증권

<그림 11> 삼성디스플레이 사업부문 분기별 영업이익과 영업이익률 추이



자료: 삼성전자, 하이투자증권

<표 4> 삼성디스플레이 중소형 OLED Capa. 현황

Factory	Phase	OLED Gen	Substrate	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
SDI A1	1	Half G4	Rigid	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
	2	Half G4	Rigid/Flex	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
	3	Half G4	Rigid	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
	4	Half G4	Rigid/Flex											5	10
SMD A2	1	Quarter G5.5	Rigid	20	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
	2	Quarter G5.5	Rigid	36	36	36	41	41	41	41	41	41	41	41	41
	3	Quarter G5.5	Rigid/Flex	9	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
	4	Quarter G5.5	Rigid	18	18	20	23	24	24	24	24	24	24	24	24
	5	Quarter G5.5	Rigid	33	33	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36
	6	Quarter G5.5	Rigid	22	23	23	25	25	25	25	25	25	25	25	25
	7	Quarter G5.5	Rigid/Flex	9	9	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
	8	Quarter G5.5	Rigid/Flex	5	7	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
SD A2-E (V-1 Pilot)	1	Quarter G5.5	Rigid								6	8	8	8	8
	2	Quarter G5.5	Rigid											3	8
SD A3	1	Half G6	Flexible	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
	2	Half G6	Flexible			2	12	15	15	15	15	15	15	15	15
	3	Half G6	Flexible					10	15	15	15	15	15	15	15
	4	Half G6	Flexible					5	15	15	15	15	15	15	15
	5	Half G6	Flexible						10	12	15	15	15	15	15
	6	Half G6	Flexible						4	7	15	15	15	15	15
	7	Half G6	Flexible							5	15	15	15	15	15
	8	Half G6	Flexible							3	13	15	15	15	15
	9	Half G6	Flexible									8	15	15	15
SD A4 (L7-1)	1	Half G6	Flexible									10	15	15	15
	2	Half G6	Flexible									5	13	15	15

자료: IHS, 하이투자증권

LG이노텍, 뚜렷해질 상저하고 추세

LG이노텍은 iPhone X향으로 듀얼 카메라 모듈, 3D 센싱 모듈, Touch용 RF-PCB, 2 Metal COF 등 고부가 부품을 공급하고 있다. 이들 부품의 ASP 총합은 iPhone X의 추정 Bom Cost인 $370의 15% 수준이며, 특히 카메라 모듈부의 비중이 13% 로 절대적인 비중을 차지하고 있다.

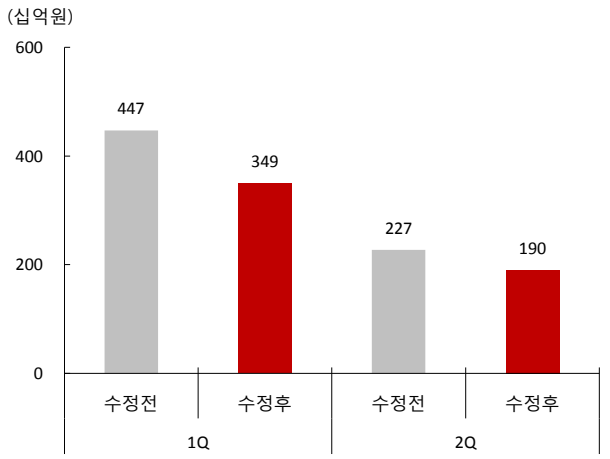
당사는 당초 1Q18와 2Q18의 iPhone X 출하량을 각각 3,300만대, 1,800만대로 가정하여 LG이노텍의 iPhone X향 듀얼 카메라 모듈 매출을 1Q18에 5,750억원, 2Q18에 3,040억원으로 추정하였다. 다만 이번 판매 부진을 반영하여 출하 예상치를 각각 2,600만대와 1,500만대로 하향 조정할 경우 듀얼 카메라 매출은 1Q18에 4,450억원, 2Q18에 2,540억원으로 조정된다. 또한 3D 센싱 모듈 매출액 역시 당초 1Q18의 4,470억원, 2Q18의 2,270억원에서 1Q18에 3,490억원, 2Q18에 1,900억원으로 하향 조정이 필요하다.

판가 인하는 추가적인 잠재 위험이다. 3D 센싱 모듈 및 듀얼 카메라의 공급처가 제한적이라는 점이 LG이노텍의 부품 판가 협상 시 우호적 요소로 작용하고 있지만 통상 판매 부진에 따른 재고 조정 시 부품 업체들에 대한 부품 판가 인하 압력이 강해진다는 점을 무시할 수 없다. 이는 16년 상반기 iPhone 6S 시리즈 출하 부진에 따른 재고 조정 시기에 이미 경험한 바 있다. 당시 상반기 광학솔루션 사업부는 영업이익률 -4.9%의 적자를 기록하였다. 만약 iPhone X이 비싼 가격을 이유로 제품 교체 Cycle이 통상적인 수준보다 짧아질 경우 재고 조정에 따른 가동률 공백에 더해 판가 인하가 단행될 잠재 위험을 염두에 두어야 할 것으로 판단된다.

다만 하반기와 그 이후를 바라보면 여전히 긍정적이다. 2017년에는 iPhone X에만 3D 센싱 모듈이 채용되었지만 2018년 하반기 iPhone에는 3가지 모델에 3D 센싱 모듈이 채택될 것으로 예상되기 때문이다. 3D 센싱 모듈이 채택된 iPhone의 출하량은 2H17 29백만대에서 2H18 90백만대로 전년 동기 대비 약 210% 증가할 것으로 추정되어 실적의 상저하고 추세가 더욱 뚜렷해질 것으로 보인다.

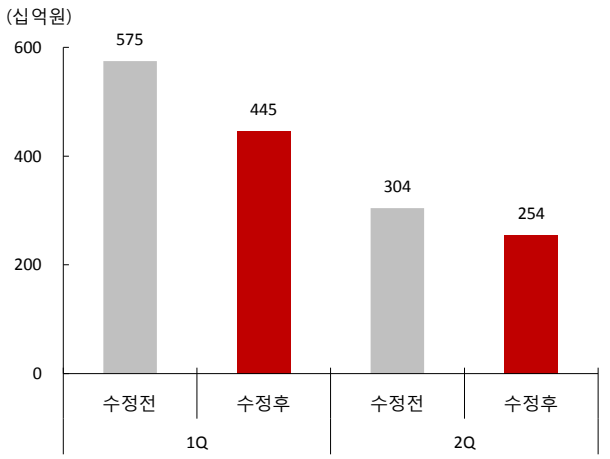
특히 중장기적으로 iPhone 후면부까지 3D 센싱 모듈이 채택될 경우 LG이노텍의 3D 센싱 모듈 매출액은 17년에 4,400억원, 18년에 1.5조원, 19년에 2.3조원으로 성장할 것으로 전망된다. 당사는 하반기 이후 성장 모멘텀은 신규 iPhone에 대한 초도 양산 개시 시점을 감안 시 2Q18부터 주가에 반영될 수 있을 것으로 판단한다.

<그림 12> LGIT iPhone X 향 3D 센싱모듈 매출액 추정치 변동



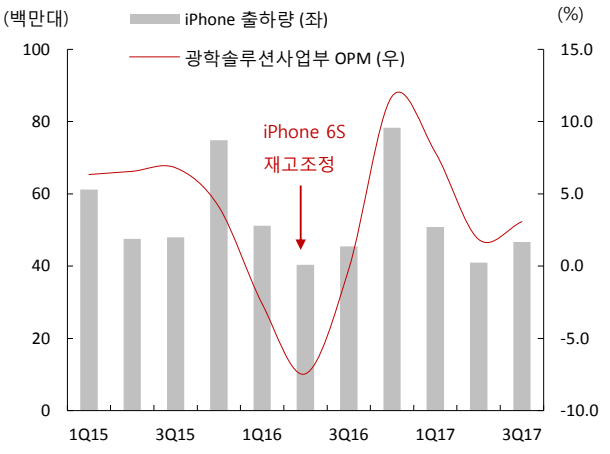
자료: 하이투자증권

<그림 13> LGIT iPhone X 향 듀얼 카메라 매출액 추정치 변동



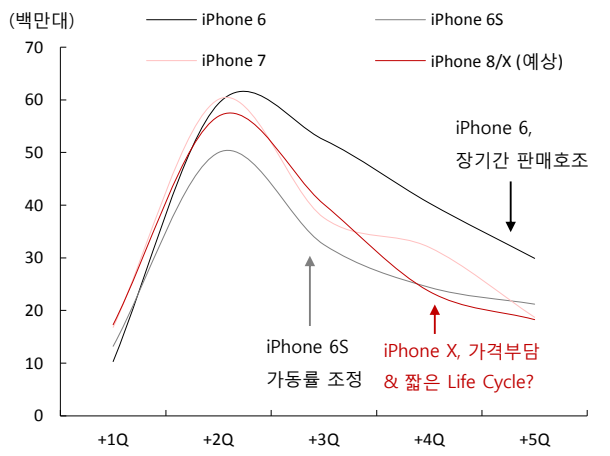
자료: 하이투자증권

<그림 14> iPhone 6S 당시 재고조정/판가인하 적자 기록



자료: Apple, LG이노텍, 하이투자증권

<그림 15> iPhone 출시후 5 개 분기간 제품 출하량 Cycle



자료: SA, 하이투자증권 I 주: iPhone 8/X는 추정치

<표 5> iPhone 세트 제품별 출하량과 LG 이노텍 모듈 매출액 전망

[iPhone 세트 출하량 추정]										
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017E	2018E
2017 iPhone X (5.8")				**29.0**	**25.6**	**15.1**	**10.8**	**7.5**	**29.0**	**59.0**
2018 OLED iPhone							**11.5**	**43.7**		**55.1**
iPhone 5.8"							7.0	28.5		35.6
iPhone 6.5"							4.4	15.1		19.6
2018 LCD iPhone (6.1")							**3.0**	**13.4**		**16.4**
3D Sensing Module				29.0	25.6	15.1	25.3	64.6	29.0	130.5
Dual Camera Module	16.1	15.1	18.7	48.6	37.9	22.5	28.2	55.5	98.5	144.0
Total iPhone	52.7	41.4	45.8	72.4	52.0	39.6	44.6	74.5	212.4	210.7
%3D Sensing Module	0%	0%	0%	40%	49%	38%	57%	87%	14%	62%
%Dual Camera Module	31%	36%	41%	67%	73%	57%	63%	74%	46%	68%
[LGIT 모듈 매출액 추정]										
LGIT 3D센싱 매출액				438	349	190	271	673	438	1,483
LGIT 듀얼카메라 매출액	496	456	528	1,100	780	449	542	1,055	2,581	2,825

자료: SA, 하이투자증권

iPhone X 판매 부진에도 애플의 주가는 왜 견조한가

iPhone X 판매 부진 우려에도 불구하고 애플의 주가는 국내외 부품 업체들과는 달리 상대적으로 변동성이 작다. 최근 3개월간의 흐름을 살펴보면 주요 부품사들의 주가는 고점 주가 대비 큰 폭으로 하락한 반면 애플의 주가는 별다른 조정이 없는 상황이다. 〈그림17〉의 LG이노텍 주가 추이에서 확인할 수 있듯이 부품사들의 주가는 iPhone X 출시 이전까지 애플 주가와 높은 상관관계를 보였지만 제품 출시 이후 괴리율이 커지고 있다. 이 같은 현상의 원인은 크게 세 가지로 분석된다.

첫째, 부품 업체들과 애플의 비즈니스 모델 차이에서 비롯되는 것으로 추정된다. 애플은 iPhone의 설계 및 판매를 담당할 뿐 실질적인 제조는 부품사를 포함한 ODM 업체들이 담당한다. 전통적인 제조업과 달리 생산 설비가 없다 보니 가동률 공백에 따른 감가상각비 부담에서 자유롭다. 이는 실적 추정치 추이에서도 확인할 수 있다.

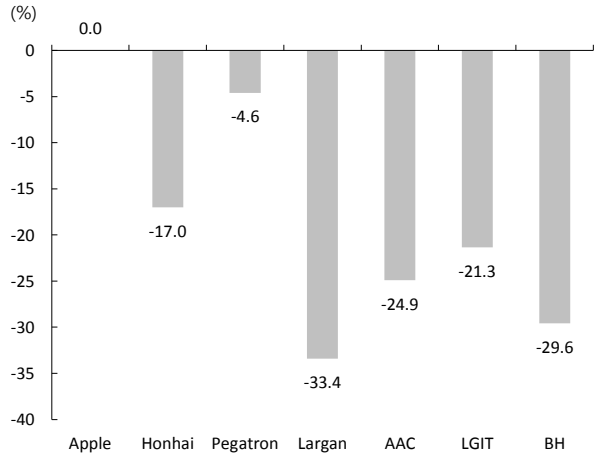
대표적인 애플 Vendor 중 iPhone 단독 조립 업체인 Honhai (Foxconn)는 iPhone X 출하 부진에 대한 우려로 1Q18 매출액 및 영업이익률 추정치가 하향되고 있다. 제조업에서는 매출액과 영업이익률의 방향성이 같은 것이 자연스러운 현상이다. 반면 애플은 1Q18 매출액 추정치가 하향되고 있음에도 불구하고 영업이익률은 오히려 상승하고 있다. 제조 기반이 없기 때문에 가동률 공백에서 자유롭고, 제품 Mix만 개선된다면 판매 부진에도 불구하고 수익성이 개선될 수 있는 구조이기 때문이다.

둘째, 애플의 서비스 부문 고성장으로 수익원이 다각화되고 있다. 여기에는 iTunes, Apple Music 등 서비스 Platform으로부터의 매출이 포함된다. 동 사업부문은 16년 이후 매분기 전년 동기 대비 20% 이상 성장하고 있으며, 4Q17에는 전년 동기 대비 35% 성장세를 나타내며 전사 매출의 16%를 차지하고 있다. 애플은 H/W 부문 매출액 성장률이 둔화된 이후 서비스 부문 확대에 초점을 맞추고 있다. AR 컨텐츠 확보도 이 같은 맥락이다. 애플은 2017년 기준 $300억인 Service 부문의 매출액을 2020년까지 $480억 수준으로 확대하겠다고 밝힌 바 있다. 이들 Service 부문의 매출액 총이익률은 60% 수준으로 전사 매출액 총이익률인 38~40%를 상회할 것으로 추정된다. iPhone 판매가 다소 부진하더라도 수익성이 유지되는 또 다른 이유다.

마지막으로 주주환원정책에 대한 기대감이다. 현재 애플의 총 현금 보유액은 $2,689억로 이중 해외 현금 보유액이 94%에 달한다. 당초 애플은 세법 개정안이 통과되지 않을 시 해외 현금 보유액을 본국으로 들여올 계획이 없다고 밝혔으나 법안 통과에 따라 $380억의 세금 납부와 함께 해외 현금보유액을 미국 내로 송환하겠다고 밝혔다. 이에 따라 특별 배당, 자사주 매입 등 주주환원 정책에 대한 기대가 주가에 반영되고 있다는 판단이다.

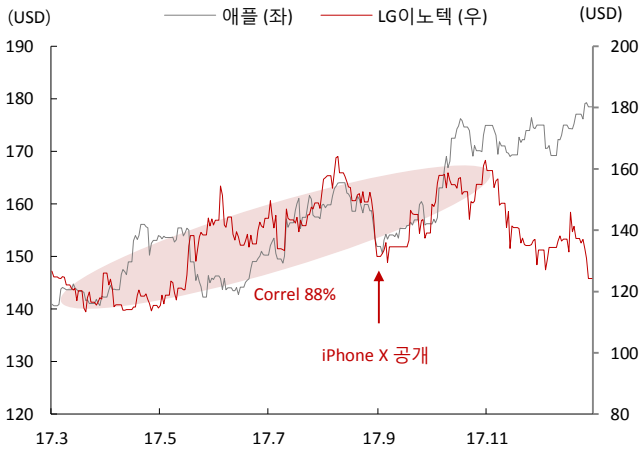
언급된 세 가지 요인이 판매 iPhone X의 판매 부진 우려에도 불구하고 부품사 대비 애플의 주가 조정이 제한적이 이유라고 추정된다. 다만 iPhone X의 출하량이 실제로 기대치를 큰 폭으로 하회할 경우 매출액과 영업이익의 절대적인 수준이 낮아지며 주가 조정 나타날 개연성을 완전히 배제할 수는 없다.

<그림 16> 애플 및 주요 부품사들의 최근 3 개월 고점 대비 주가 변동폭: 애플의 주가 조정은 제한적



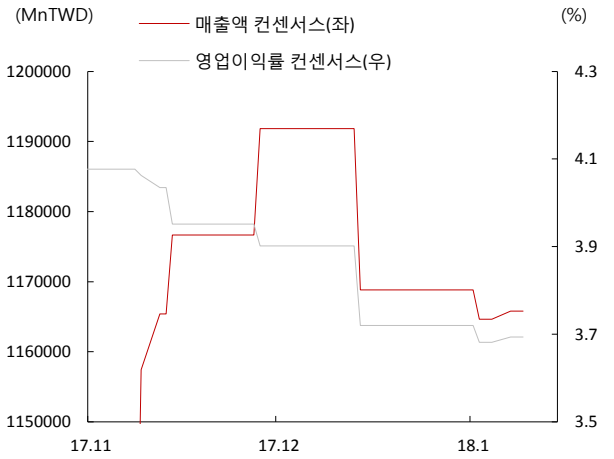
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 17> 애플과 LG 이노텍의 주가 추이: iPhone X 공개 이전 상관관계가 90%에 가까웠으나 이후 주가 동행성 탈피



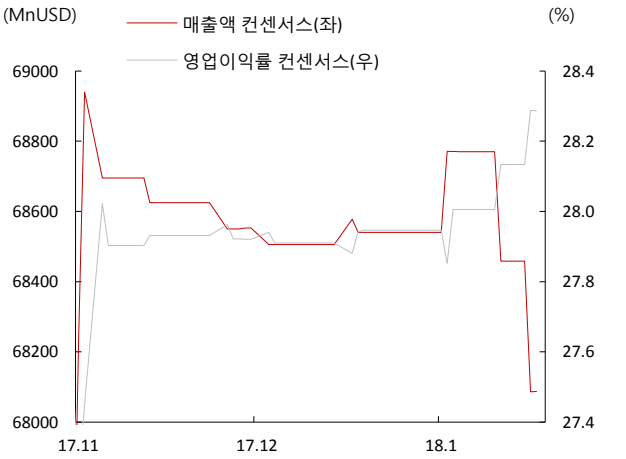
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 18> 폭스콘의 1 분기 매출액, 영업이익 Consensus 추이



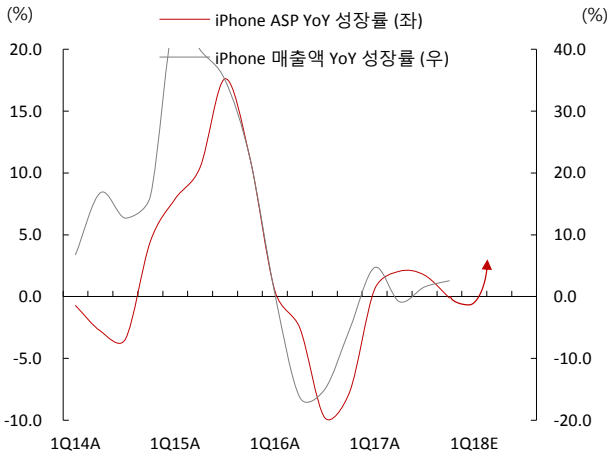
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 19> 애플의 1 분기 매출액, 영업이익 Consensus 추이



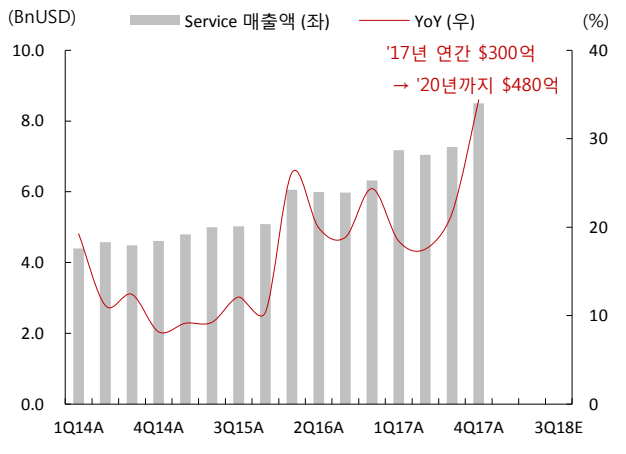
자료: Bloomberg, 하이투자증권 I 주: 달력기준 1분기

<그림 20> 애플의 ASP 와 매출액 추이: iPhone X 출시에 따른 ASP 증가 예상. 가동률 이슈가 없으므로 ASP 개선이 핵심



자료: Apple, 하이투자증권

<그림 21> 애플의 서비스 부문은 전사 매출 총이익률을 상회하며 2020 년까지 고성장세가 지속될 것으로 예상



자료: Apple, 하이투자증권

재고 조정 주가 반영 후에는 비중 확대 권고

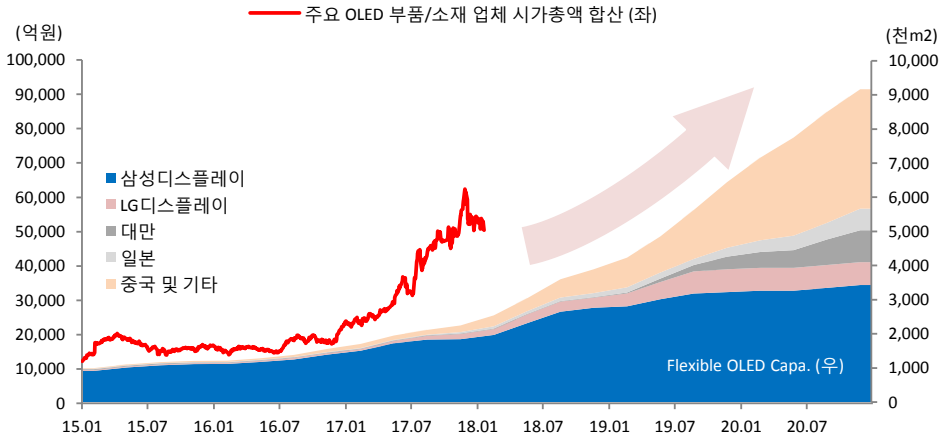
국내 주요 애플 iPhone향 부품, 소재 공급 업체 (LG이노텍, SKC코오롱PI, 이녹스첨단소재, 덕산네오룩스, 인터플레스, 비에이치 등)들의 12개월 Forward P/E 배수는 2017년 초 iPhone이 공급되기 이전 수준 이하로 하락했으나 상반기 iPhone 판매 기대치 하향에 따른 추가적인 EPS 조정 가능성이 존재하므로 당분간 지지부진한 주가 흐름이 예상된다.

다만 상반기 iPhone X에 대한 판매 전망치가 충분히 하향 조정된 이후 신규 iPhone에 대한 부품 공급 논의가 시작될 2분기부터는 하반기를 바라본 투자 전략 수립이 필요하다. 당사는 18년 OLED 패널이 채택된 iPhone 세트 출하량을 iPhone X의 부진을 감안하여 기존 1.3억대에서 10.7% 감소한 1.1억대로 하향조정하나 신제품 출시 효과로 하반기에 출하가 집중되면서 뚜렷한 상저하고의 계절성을 나타낼 것으로 전망되기 때문이다.

국내 주요 애플향 Supply chain들의 투자 포인트는 첫째, 하반기 iPhone OLED 모델 2가지로의 확대와 둘째, 3D 센싱 모듈의 수요 증가로 요약할 수 있다. 국내 애플향 OLED 부품, 소재 공급 업체들의 주가는 애플이 iPhone 신제품에 Flexible OLED를 채택한다는 소식이 알려진 이후 약 2년간 3배 가량 주가가 상승한 이후 최근 iPhone X 관련 재고 조정 우려가 불거지면서 하락세가 나타나고 있다. 그러나 향후 애플의 OLED 모델 Line-up 다변화, 중화권 업체들의 신규 Capa. 증설로 수요 증가세가 중장기적으로 이어질 가능성이 높아 이들 업체들의 주가 상승 여력은 여전히 충분하다고 판단된다. 따라서 상반기 주가 조정을 비중 확대의 기회로 활용할 것을 권고한다.

또한 iPhone X의 차별화 요소로 부각된 3D 센싱 모듈의 역시 하반기에는 신규 iPhone 3가지 모델에 채용이 확대될 것으로 예상되어 2H18 이후 본격적인 부품 공급 확대가 전망된다. 애플의 중장기 목표는 iPhone, iPad를 포함한 모든 iDevice의 AR기기화이기 때문에 2019년에는 AR 컨텐츠 구현의 핵심 요소인 3D 센싱 모듈이 후면에 채용될 가능성에 주목해야 할 것으로 판단된다. 이 경우 LG이노텍의 3D 센싱 모듈 매출액은 17년에 4,400억원, 18년에 1.5조원, 19년에 2.3조원까지 성장할 것으로 전망되는 바 마찬가지로 상반기 주가 조정이 비중 확대의 기회가 될 것으로 판단된다.

<그림 22> 전세계 Flexible OLED Capa.와 주요 OLED 부품, 소재 업체 시가총액 합산 추이



자료: IHS, 하이투자증권

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 정원석, 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)
   - Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
   - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
   - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
   - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-