

SK COMPANY Analysis



Analyst
서충우

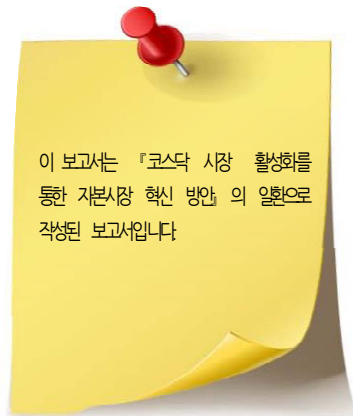
Choongwoo.seo@sk.com
02-3773-9005

Company Data

자본금	30 억원
발행주식수	1,248 만주
자사주	108 만주
액면가	500 원
시가총액	825 억원
주요주주	
김동철(외14)	34.94%
동운아나텍 자사주 펀드	6.75%
외국인지분률	2.00%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(18/08/20)	6,610 원
KOSDAQ	769.78 pt
52주 Beta	0.80
52주 최고가	9,650 원
52주 최저가	5,406 원
60일 평균 거래대금	9 억원



동운아나텍 (094170/KQ | Not Rated)

트리플 카메라 시장 개화 및 무역전쟁 수혜주

모바일용 아날로그 반도체 회로를 설계 및 개발하는 업체이다. 주력제품으로는 'AF 및 Haptic Driver IC' 등이 있다. AF Driver IC의 경우 스마트폰에 채용되는 카메라 수와 비례하여 요구된다. 동사가 AF Driver IC에 한해 중화권 선두 업체들의 M/S 70% 이상을 점유하고 있으므로, 트리플 카메라 시장 개화에 따른 직접적인 수혜를 예상한다. 또한, 최근 애플과 삼성에 이어 중화권 업체들도 햅틱 기능을 더욱 강화하려고 하고 있다. 경쟁사들이 모두 미국 회사라는 점들을 감안시, 동사가 낙점됐을 가능성이 매우 높다.

트리플 카메라 시장 개화에 따른 직접적인 수혜 예상

지난 4월 출시한 화웨이의 P20 PRO를 선두로 LG 전자의 V40 및 삼성전자의 S10 등에도 트리플 카메라가 적용될 것으로 보이며, 내년에는 각 사의 중저가 모델에도 확대 채용될 것으로 추정된다. 동사의 주력제품인 AF Driver IC의 경우 카메라 1대당 1개 제품이 요구된다. 현재, 동사는 AF Driver IC에 한해서 최근 약진하고 있는 중화권 업체(화웨이, 오포 등)들의 M/S 70% 이상을 점유하고 있으므로, 트리플 카메라 시장 개화에 따라 직접적인 수혜를 받을 수 있다.

중화권 업체들의 햅틱 채용에 따른 수혜 예상

동사의 Haptic Driver IC는 주로 스마트폰 포스터치 기능으로 적용되고 있다. 작년 LG V30에 채용된 것을 시작으로 올해에는 중화권 업체인 메이주에 납품하기 시작했으며, 하반기에는 화웨이, 오포 등의 플래그십 모델에 적용될 가능성이 높다. 다수의 중국인들이 햅틱 기능을 선호하고 있는데, 햅틱을 생산하는 경쟁사들이 모두 미국 기업이라는 점은 최근 정세 감안시 동사에 매우 유리한 상황이라는 판단이다.

올해 실적 턴어라운드 및 내년 큰 폭 성장 전망

'18년 실적은 매출액 630(+14.5% yoy)억원, 영업이익 4억원(흑자전환)으로 전망하고, '19년 실적은 매출액 1,170억원, 영업이익 120억원으로 예상한다. 또한, 이번 3분기에는 매출액 180억원, 영업이익 18억원으로 분기기준 흑자전환이 가능할 것으로 전망한다. 최근 스마트폰 시장에서 중화권 업체들이 약진하고 있고, 스마트폰 카메라 시장이 듀얼·트리플 카메라로 재편되고 있는 점, 달러화 강세 및 미·중 무역전쟁 등의 상황은 동사에 매우 유리하게 작용할 수 있다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	억원	465	445	569	547	550
yoy	%	52.8	-4.4	27.9	-3.9	0.6
영업이익	억원	74	55	83	15	-18
yoy	%	163.6	-25.6	51.6	-82.3	적전
EBITDA	억원	90	67	96	28	-4
세전이익	억원	43	49	78	7	-33
순이익(지배주주)	억원	53	57	80	13	-31
영업이익률%	%	15.8	12.3	14.6	2.7	-3.3
EBITDA%	%	19.3	15.1	16.9	5.0	-0.8
순이익률	%	11.3	12.9	14.1	2.4	-5.7
EPS	원	491	530	687	107	-250
PER	배			7.5	50.7	N/A
PBR	배			1.8	1.9	3.3
EV/EBITDA	배	0.2	0.0	5.2	22.7	N/A
ROE	%	44.7	32.6	28.9	3.9	-10.5
순차입금	억원	15	2	-138	-48	32
부채비율	%	73.2	63.0	22.8	30.5	61.7

1. 회사소개

2006년 설립된 동사는 휴대폰, 태블릿, 기타 전자기기에 들어가는 아날로그(Analog) 반도체 회로를 설계 및 개발하는 팹리스(Fabless) 업체이다. 아날로그 반도체는 전자기기의 구동에 필수적인 부품으로, 전류를 컨트롤하여 아날로그 신호를 전자기기가 인식하는 디지털 신호로 전환하거나 그 반대의 역할을 수행한다. 동사의 주력제품으로는 모바일용 AF Driver IC(Open loop/Closed loop), Haptic Driver IC, LED 조명/Display Driver IC 등이 있다. 제품별 매출비중('17년기준)은 AF Driver IC 92.2%, Haptic Driver IC 0.5%, LED 조명/Display Driver IC 7.2%이다. 주요 고객사로는 삼성디스플레이, 삼성전기, LG이노텍, 파트론, LITEON, O-Film 등 국내외 모듈업체 및 삼성전자, LG전자, 화웨이, 오포, 비보 등의 휴대폰 Set 업체가 있다. 현재는 아날로그 반도체 영역중에서 모바일과 디스플레이 분야에서 대부분의 매출이 발생하고 있지만, 향후 웨어러블 및 사물인터넷 기기, 차량용 제품 등으로의 진출을 추진하고 있다.

동운아나텍 주요 고객사

국가 구분	AP업체	모듈업체	Set 업체
일본	-	SONY, SHARP, TOSHIBA	SONY, SHARP, KYOCERA
중국	-	Sunny Optical Technology	XIAOMI, HUAWAI, Lenovo, OPPO, ZTE, VIVO
대만	MEDIA TEK	FOXCONN, LITEON	-
미국	Qualcomm	Q-TECH Corporation	-
한국	-	삼성전기, 삼성디스플레이, LG이노텍, LG디스플레이, 파트론, 캄시스, 파워로직스, 엠씨넥스	삼성전자, LG전자

자료 : 동운아나텍 SK증권

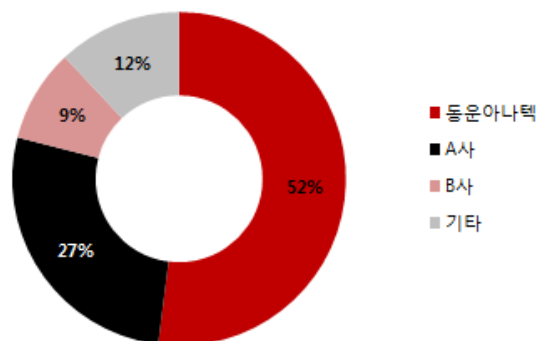
2. 투자포인트

1) 트리플 카메라 시장 개화에 따른 직접적인 수혜 예상

매출비중이 90%가 넘는 주력제품인 모바일 카메라용 AF(Auto Focus) Driver IC는 목표물과의 정확한 거리 측정을 통해 렌즈가 정확히 이동하여 카메라가 초점을 잡을 수 있도록 전류의 흐름을 컨트롤하는 기능을 수행한다. AF Driver IC 시장은 동사를 비롯하여 Rohm, ADI 등 3개사가 시장을 과점하고 있으며, 동사의 경우 8.1억개의 제품을 공급('17년 기준)하여 글로벌 M/S 52%로 1위를 기록했다.

동사가 생산한 AF Driver IC의 80% 이상이 화웨이, 오포, 비보와 같은 중화권으로 납품되고 있으며, 기타 국내 삼성의 중저가모델 및 LG 전자향으로 공급되고 있다. 특히, 화웨이/오포/비보의 경우 필요 수량의 80% 정도를 동사가 공급하고 있는 것으로 추정된다. AF Driver IC 시장의 2위권 점유율(M/S 20%)을 가진 ADI는 애플향으로만 제품을 납품하고 있으며, 또 다른 경쟁사인 Rohm(M/S 10%)은 삼성전자의 플래그십 모델에 주로 납품하면서 일부 중국 기업과 거래하고 있다.

동운아나텍 글로벌 AF Driver IC 시장 점유율

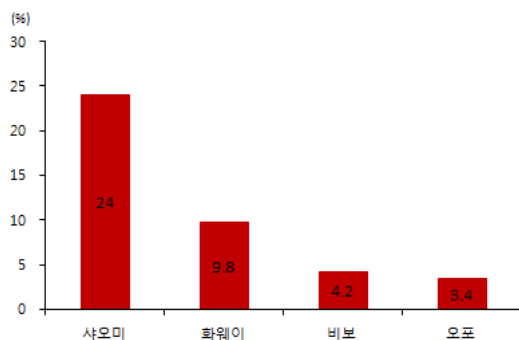


자료: TSR, 동운아나텍 SK 증권

시장조사업체 IHS 마킷에 따르면 '18년 글로벌 스마트폰 시장은 전년대비 3.5% 정도 성장할 것으로 보고 있다. 글로벌 성장세가 완만하지만, 중국업체들의 약진이 두드러지고 있으며 스마트폰 카메라 시장에서는 듀얼 카메라 및 트리플 카메라 중심으로 재편되고 있는 점이 특징적이다.

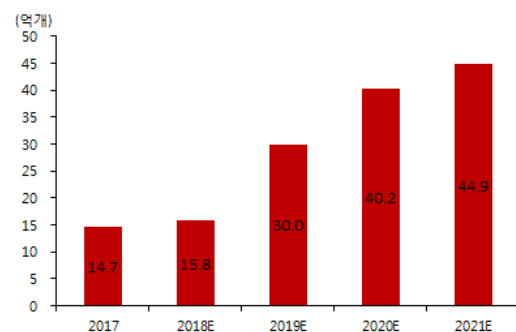
지난 4월 출시한 화웨이의 P20 PRO를 선두로 LG 전자의 V40 및 삼성전자의 S10 시리즈에도 트리플 카메라가 적용될 것으로 알려졌다. LG V40의 경우, 전면 듀얼 카메라와 후면 트리플 카메라 등 총 5대의 카메라가 채용되고, AF Driver IC도 각 카메라당 1개씩 적용됨으로써 스마트폰 한대당 5개의 AF Driver IC가 적용되게 된다. 즉, 스마트폰에 채용되는 카메라 수가 늘어남에 따라 관련 모듈과 함께 AF Driver IC에 대한 수요도 급증하게 되는 것이다. 앞서 언급한 글로벌 휴대폰 Set 업체들은 내년에는 중저가모델에도 트리플 카메라를 채용하겠다는 계획을 밝히고 있다. 동사의 경우 화웨이, 오포, 비보 등 중국 대표 휴대폰 set 업체의 80% 이상을 점유하고 있으므로, 듀얼·트리플 카메라 채용 모델 확대시 직접적인 수혜를 기대할 수 있다.

중국 대표 휴대폰 제조사 '17년 대비 '18년 예상 성장률



자료: IHS, 동운아나텍, SK증권

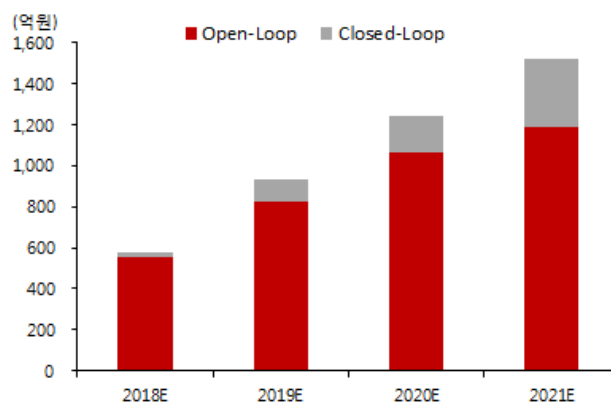
AF Driver IC 시장 성장성



자료: IHS, 동운아나텍, SK증권

한편, 듀얼 카메라 이상의 경우 AF Driver IC 형태가 기존 Open-Loop 방식에서 Closed-Loop 방식으로 변화하고 있다. Closed-Loop 방식은 hall sensor 를 이용하여 렌즈의 위치를 feedback 받아 위치를 제어하는 방식으로 기존 Open-Loop 대비 단가가 두배 이상 높으며 영업이익률도 20% 이상인 것으로 추정된다. OIS(손떨림 방지 기능), 3D 센싱, 아웃포커스(out of focus, 탈초점 촬영) 등의 카메라 고사양화는 정확도 향상을 위해 Closed-Loop 방식을 기본적으로 요구하므로 올해부터 본격적인 납품 확대가 예상된다.

AF IC Driver 부문 예상 매출액 추이



자료: 동운아나텍, SK 증권

우리는 동사가 올해 AF Driver IC 를 약 9.5 억개 정도 판매할 것으로 추정하며, Closed-Loop 방식 전체의 2% 수준 내외일 것으로 예상된다. 2018 년 AF Driver IC 부문 매출액은 560 억원, 영업이익률은 3% 수준으로 예상된다. 2019 년에는 화웨이 및 오포 등의 중화권 업체들의 듀얼·트리플 카메라의 비중이 전체 스마트폰 생산비중의 50% 이상 차지할 것으로 예상하며 매출액 850 억원, 영업이익률 4%로 추정한다. '19 년 AF Driver IC 가격을 10% 할인하여 적용시켰다. 즉, P는 감소하나 Q의 급성장으로 실적 성장이 가능할 것이다.

AF IC 부문 예상 P와 Q

(단위: 백만개 원)

품목		2018년	2019년	2020년	2021년
Open-Loop	판매량	937	1,498	2,050	2,377
	단가	59	55	52	50
Closed-Loop	판매량	20	85	150	300
	단가	136	128	115	110

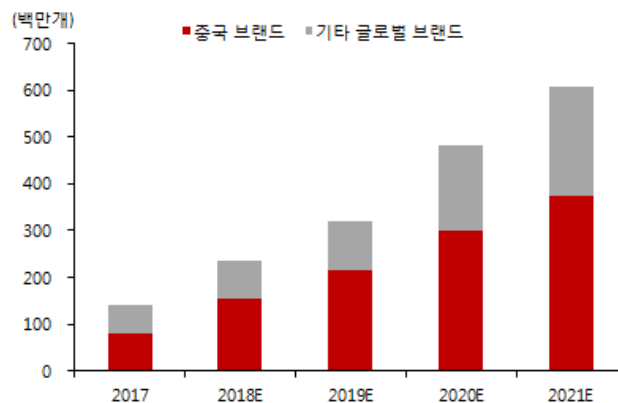
자료: 동운아나텍 SK 증권

2) 중화권 업체들의 햅틱 채용에 따른 수혜 예상

Haptic Driver IC는 사용 목적에 따른 차별화된 촉감(진동)을 제공하는 솔루션으로 일반 진동 형태와는 달리 다양한 형태의 진동을 구현하며 고감도의 진동을 느낄 수 있도록 하는 제품이며, 스마트폰, 스마트워치 등 웨어러블 기기, 게임기, 자동차 등 다양한 어플리케이션에 적용 가능하다. 현재 동사의 Haptic Driver IC는 주로 스마트폰에 포스터치 기능으로 적용되고 있다. 작년 국내 LG V30에 적용하는 것을 시작으로 올해에는 중국 중저가 브랜드인 메이쥬에 납품하기 시작했으며, 하반기에는 화웨이, 샤오미 등의 플래그십 모델에 적용될 가능성이 매우 높은 것으로 추정된다.

한편, 스마트폰용 Haptic Driver IC를 생산하는 업체는 동사를 비롯하여 미국의 맥심과 텍사스인스트루먼트 정도로 진입장벽이 상당히 높은 것으로 알려져 있다. 스마트폰 포스터치를 가장 먼저 적용한 애플은 자체 생산(내재화)이 가능한 상황이며, 삼성은 Galaxy S8 부터 맥심과 거래하기 시작한 것으로 추정되고, 중화권 선두업체들은 동사를 통해 포스터치 기능을 채용하려 하고 있다.

애플 제외한 Force Touch Haptic Driver IC 시장 규모 추이



자료: IHS, 동운아나텍, SK 증권

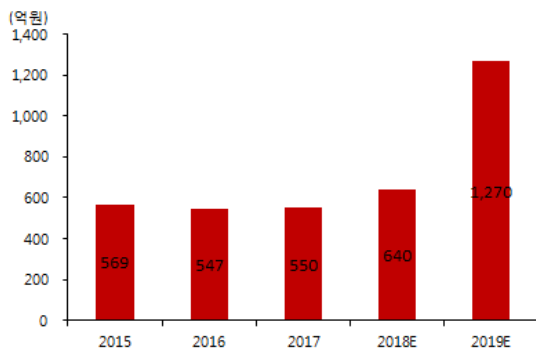
중화권 업체들에게 Haptic Driver IC 를 공급하는 회사로 동사가 낙점될 확률이 매우 높다는 판단이다. 그 이유는 경쟁사와 달리 이미 AF Driver IC 등 상당한 물량을 거래 해오고 있다는 점과 현재 미·중간의 무역전쟁에서 기인한다. 앞서 언급한 것처럼 경쟁 업체인 두 회사가 미국회사이므로 중화권 업체들이 이들과 거래하기엔 적지 않은 부담이 있을 것이다.

올해 Haptic Driver IC 관련 매출액은 35 억원 수준으로 전망한다. 2019년에는 포스터 치 기능에 대한 중화권 업체의 중저가 브랜드로의 채용 확대로 큰 폭의 실적상승이 가능할 것으로 예상하며, 매출액 280 억원 및 영업이익률 30%로 추정한다.

3. 실적전망

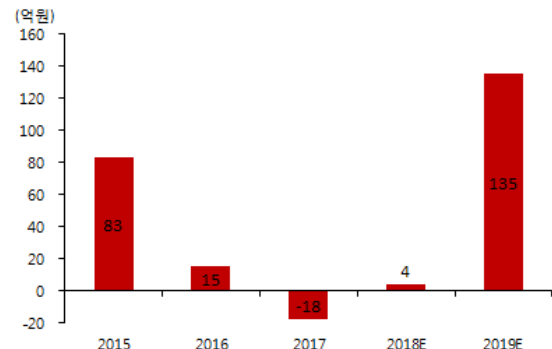
'18 년 실적은 매출액 630(+14.5% yoy)억원, 영업이익 4 억원(흑자전환)으로 전망하고, '19 년 실적은 매출액 1,170 억원, 영업이익 120 억원으로 전망한다. 또한, 이번 3 분기에는 매출액 180 억원, 영업이익 18 억원으로 분기기준 흑자전환이 가능할 것으로 예상된다. 최근 스마트폰 시장에서 중화권 업체들이 약진하고 있고, 스마트폰 카메라 시장이 듀얼·트리플 카메라로 재편되고 있는 점들이 동사에 매우 유리한 국면을 만들어 줄 것으로 판단한다. 이와 더불어 올해 하반기부터 중화권 업체로의 공급량이 폭발적으로 증가할 것으로 예상된다. 참고로, 동사와 같은 Fabless 업체는 손익분기점을 크게 넘어서는 매출액 발생시에 '고정비 레버리지 효과'로 인해 큰 폭의 이익증가가 가능하다. 한편, 동사의 결제통화는 70% 정도는 달러화이고, 기타 30%는 원화이므로 달러강세 국면이 보다 유리할 수 있다.

동운아나텍 매출액 추이



자료: 동운아나텍 SK 증권

동운아나텍 영업이익 추이



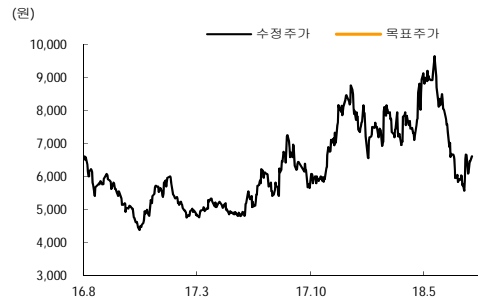
자료: 동운아나텍 SK 증권

Peer 밸류에이션 테이블

항목 (억원, %, 배)	년도	실리콘웍스 (108320 KS)	아나패스 (123860 KS)	넥스트칩 (092600 KS)	티엘아이 (062860 KS)	어보브반도체 (102120 KS)
시가총액		7,433	1,904	1,174	438	960
매출액	2014	3,907	1,340	359	1,334	920
	2015	5,358	994	632	1,328	969
	2016	6,061	993	641	774	1,032
	2017	6,858	871	534	672	1,058
영업이익	2014	357	232	(27)	71	72
	2015	559	104	79	29	65
	2016	470	72	(13)	(10)	93
	2017	448	50	(109)	(40)	75
영업이익률	2014	9.0	17.0	-	5.0	8.0
	2015	10.0	10.0	13.0	2.0	7.0
	2016	8.0	7.2	-	-	9.0
	2017	7.0	5.7	-	-	7.0
순이익	2014	322	114	(19)	15	68
	2015	485	24	85	14	65
	2016	457	(254)	11	(10)	70
	2017	407	7	(83)	(38)	(50)
P/E	2014	12.2	10.0	-	45.2	17.9
	2015	12.8	55.7	9.2	51.5	15.7
	2016	16.3	-	83.1	-	22.3
	2017	18.4	311.0	-	-	-
P/B	2014	1.3	1.2	0.9	0.6	1.8
	2015	1.8	1.3	1.4	0.7	1.4
	2016	2.0	1.8	1.7	0.6	1.9
	2017	1.8	2.8	1.9	0.5	1.7
ROE	2014	11.2	12.3	-	1.4	10.2
	2015	15.0	2.4	16.6	1.3	9.1
	2016	13.9	-	2.0	-	9.0
	2017	11.9	0.9	-	-	-
EV/EBITDA	2014	4.6	2.1	-	4.5	11.1
	2015	5.6	6.0	5.2	5.4	9.1
	2016	3.1	5.9	6.7	11.7	10.7
	2017	11.4	17.1	-	4.8	10.2

자료 : 블룸버그, SK 증권

일시	투자조건	목표주가	과리율	
			목표가격 대상시점	평균주가대비 최고(최저) 주가대비
2018.08.21	Not Rated			



Compliance Notice

- 작성자(서충우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자조건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 8 월 21 일 기준)

매수	93.18%	중립	6.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	190	240	332	293	267
현금및현금성자산	48	58	105	76	53
매출채권및기타채권	62	70	92	105	114
재고자산	72	102	90	100	89
비유동자산	72	89	102	135	162
장기금융자산	1	2	2	5	28
유형자산	3	4	4	6	5
무형자산	36	39	44	64	68
자산총계	262	329	434	428	429
유동부채	93	103	50	64	107
단기금융부채	65	62	30	30	70
매입채무 및 기타채무	25	33	37	29	31
단기충당부채					
비유동부채	18	24	31	36	57
장기금융부채					15
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
부채총계	111	127	81	100	164
지배주주지분	151	202	354	328	265
자본금	25	25	30	30	30
자본잉여금	14	14	88	88	88
기타자본구성요소				-30	-59
자기주식				-30	-59
이익잉여금	111	162	235	239	207
비지배주주지분					
자본총계	151	202	354	328	265
부채외자본총계	262	329	434	428	429

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	88	41	92	-1	3
당기순이익(손실)	53	57	80	13	-31
비현금성항목등	62	22	23	30	41
유형자산감가상각비	2	2	2	3	3
무형자산감가상각비	14	10	11	10	11
기타	46	10	9	17	27
운전자본감소(증가)	-25	-38	-10	-43	-5
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-8	-7	-22	-13	-11
재고자산감소(증가)	-7	-38	8	-15	5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	9	5	-9	4
기타	-18	-16	-44	-32	-25
법인세납부	0	0	-1	-1	0
투자활동현금흐름	-4	-24	-61	-17	-43
금융자산감소(증가)	18	0	-33	28	-22
유형자산감소(증가)	0	-2	-3	-4	-1
무형자산감소(증가)	-22	-20	-22	-40	-20
기타	2	3	4	5	0
재무활동현금흐름	-53	-10	10	-8	24
단기금융부채증가(감소)	-52	-5	-33	30	40
장기금융부채증가(감소)	0				15
자본의증가(감소)			49		
배당금의 지급	1	5	5	8	2
기타					
현금의 증가(감소)	31	10	47	-29	-24
기초현금	17	48	58	105	76
기말현금	48	58	105	76	53
FCF	106	29	71	-29	-16

자료 : 동운아나텍 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	465	445	569	547	550
매출원가	301	278	346	383	414
매출총이익	164	167	223	164	136
매출총이익률 (%)	35.3	37.5	39.1	30.0	24.7
판매비와관리비	91	112	140	149	154
영업이익	74	55	83	15	-18
영업이익률 (%)	15.8	12.3	14.6	2.7	-3.3
비영업손익	-30	-6	-5	-8	-15
순금융비용	5	3	1	0	1
외환관련손익	-1	4	7	3	-10
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익	43	49	78	7	-33
세전계속사업이익률 (%)	9.3	11.1	13.8	1.2	-5.9
계속사업법인세	-9	-8	-2	-7	-1
계속사업이익	53	57	80	13	-31
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	53	57	80	13	-31
순이익률 (%)	11.3	12.9	14.1	2.4	-5.7
지배주주	53	57	80	13	-31
지배주주귀속 순이익률(%)	11.31	12.93	14.11	2.44	-5.68
비지배주주					
총포괄이익	52	55	78	12	-31
지배주주	52	55	78	12	-31
비지배주주					
EBITDA	90	67	96	28	-4

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
성장성 (%)					
매출액	52.8	-4.4	27.9	-3.9	0.6
영업이익	163.6	-25.6	51.6	-82.3	적전
세전계속사업이익	250.3	13.9	59.3	-91.6	적전
EBITDA	104.8	-25.3	44.0	-71.4	적전
EPS(계속사업)	270.4	7.9	29.6	-84.5	적전
수익성 (%)					
ROE	44.7	32.6	28.9	3.9	-10.5
ROA	20.1	19.5	21.0	3.1	-7.3
EBITDA마진	19.3	15.1	16.9	5.0	-0.8
안정성 (%)					
유동비율	204.1	232.6	668.9	460.9	249.9
부채비율	73.2	63.0	22.8	30.5	61.7
순차입금/자기자본	9.9	1.2	-39.1	-14.7	12.0
EBITDA/이자비용(배)	17.0	19.9	48.0	85.2	-3.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	491	530	687	107	-250
BPS	1,392	1,862	2,834	2,862	2,602
CFPS	641	642	801	210	-142
주당 현금배당금			140	30	20
Valuation지표 (배)					
PER(최고)			10.6	62.6	N/A
PER(최저)			6.0	41.0	N/A
PBR(최고)			2.6	2.3	3.3
PBR(최저)			1.4	1.5	1.8
PCR			6.4	25.8	-59.7
EV/EBITDA(최고)	0.4	0.4	8.3	29.8	-253.2
EV/EBITDA(최저)	0.4	0.4	4.2	19.4	-149.2