

**핸드셋**

Phone to platform





## 핸드셋

# Phone to platform

Overweight

### Top Picks

종목	투자판단	적정주가
SKC코오롱PI(178920)	Buy	53,000원
와이솔(122990)	Buy	22,000원

### 관심 종목

종목	투자판단	적정주가
LG이노텍(011070)	Buy	140,000원
비에이치(090460)	Buy	22,000원



**가전/전기전자**

Analyst **주민우**

02. 6098-6677  
minwoo.ju@meritz.co.kr



# 핸드셋

## Contents

<b>Part I</b>	세트: 출하량은 20년까지 감소	7
<b>Part II</b>	부품: Phone to Platform 수혜주 찾기	15
<b>기업분석</b>	SKC코오롱PI(178920) 크지않을 스마트폰 빈자리	26
	와이솔(122990) 시간은 우리편	33
	LG이노텍(011070) 기다림의 미학	40
	비에이치(090460) 최악을 반영하고 있는 주가	47

### I 세트: 출하량은 20년까지 Low single 역성장 불가피

- 스마트폰 출하량은 20년까지 Low single 역성장 불가피. 한계에 다다른 보급률로 인한 구조적 현상이기 때문에 쉽게 극복하기 어려울 전망
- 17년 305개였던 세트 업체는 18년 278개로 처음으로 감소. 향후 구조조정 가능성 열어 둬야함
- 스마트폰 업체들은 1) 세트로 남느냐, 2) 플랫폼으로 넘어가느냐의 문제를 두고 선택의 기로에 섰
- 아이폰은 세트를 벗어나 플랫폼으로 넘어가는 중. 서비스 매출(앱구매, 뮤직, 페이, 콘텐츠 등)의 성장이 이를 증명

### II 부품: Phone to Platform 수혜주 찾기

- 부품업체들에게 cost reduction은 숙명. 고객사의 수익성이 우선 확보되어야 부품업체도 수익성이 확보 될 수 있음
- 스마트폰 업체 전체 영업이익의 77%를 차지하고 있는 애플의 신규부품 공급사를 기타 세트업체의 공급사보다 상대적으로 선호
- 폴더블 부품: 폴더블 스마트폰의 수요증가는 Base film(신규부품)과 OLED RFPCB(대당 2개 탑재) 수요 증가를 의미. 삼성전자의 폴더블 스마트폰 출하량은 19년 100만대, 20년 390만대 예상
- 방열필름: 컴퓨팅 파워 증가는 필연적으로 발열증가를 수반. 아이폰X의 경우 OLED 뒤에 방열필름을 3층으로 적층. 세트 수요가 감소해도 방열필름 탑재 면적은 증가 예상
- 카메라 스펙변화: 19년 트리플 카메라 침투율은 가파르게 증가할 전망. 후면 3D 센싱 모듈(ToF모듈) 탑재는 20년으로 예상. ToF 모듈은 비전인식(인공지능) 기능 구현과 AR기능(게임, 교육) 구현을 위해 반드시 탑재되어야 할 부품
- 안테나 및 필터: 19년 5G 스마트폰 출하량은 5백만대로 예상. 의미있는 출하량 성장은 SA가 상용화되는 20년 6월 이후로 예상. 5G의 고주파수에 대응하기 위한 신규필터(Baw)와 신규 안테나(FPCB) 수요 증가 예상

### III 2019년 Top Picks – SKC코오롱PI, 와이솔 / 관심종목 – LG이노텍, 비에이치

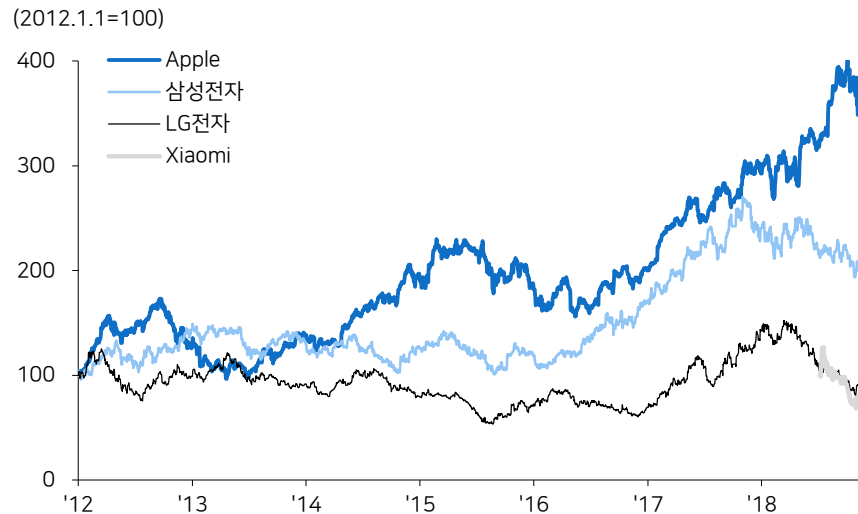
# Part I

세트: 출하량은 20년까지 감소

## 세트업체의 주가와 실적은 Apple과 비 Apple간의 극명한 차이를 보임

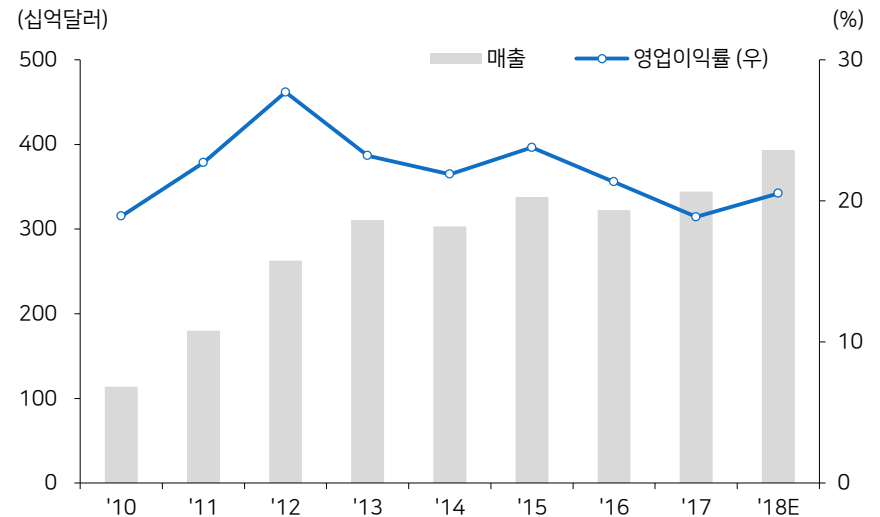
- 2018년 세트업체들의 실적과 주가는 Apple과 비 Apple간의 극명한 차이를 보임
- 2018년 상위 세트업체들의 주가는 Apple을 제외하고 모두 약세를 나타냄
- 2018년 상위 세트업체들의 매출은 Apple과 샤오미를 제외하고 모두 역성장
- Apple의 P전략으로 매출을 한 단계 도약시키는데는 성공했으나, 지속가능성은 낮다고 판단

### 주요 세트업체 상대주가 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 주요 세트업체 합산 매출 및 영업이익률 추이



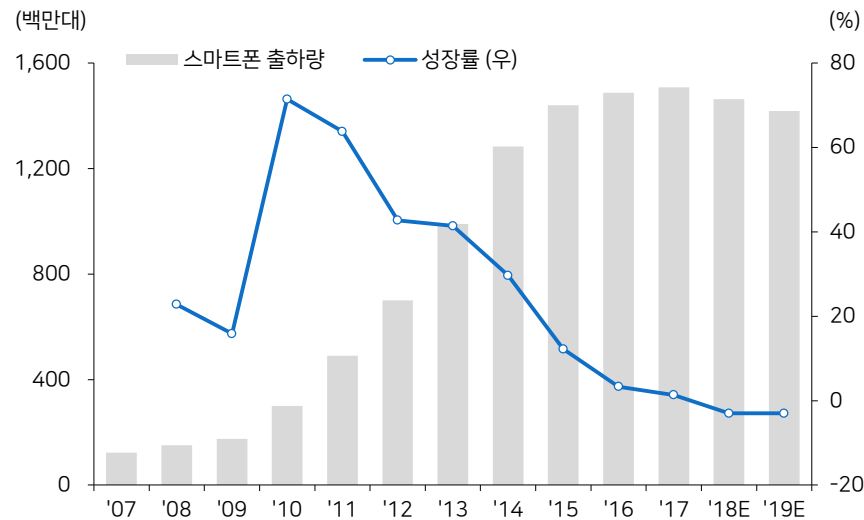
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 스마트폰 출하량은 20년까지 감소 불가피

## 스마트폰 출하량은 20년까지 역성장 불가피

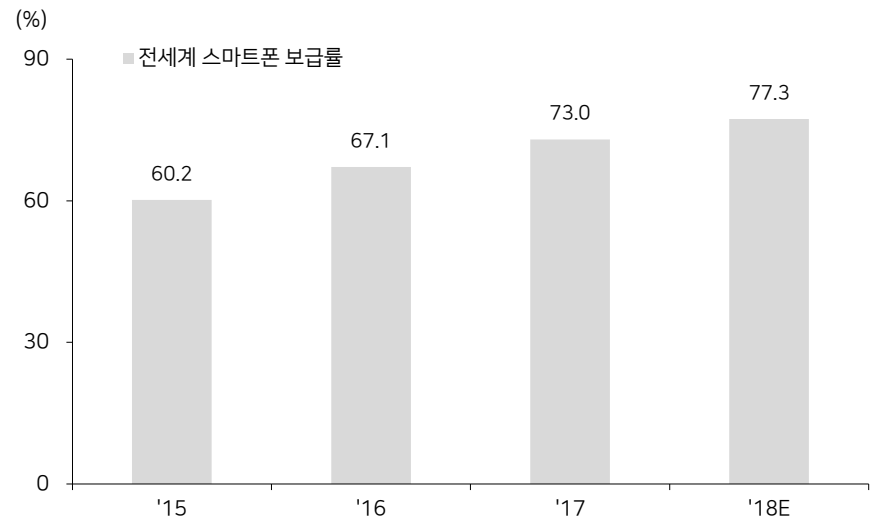
- 스마트폰 출하량은 20년까지 low single 역성장 불가피
- 스마트폰 출하량 성장 둔화의 가장 큰 요인은 1) 목에 찬 보급률, 2) 통신 보조금 감소, 3) 혁신 감소
- PC와 TV 또한 보급률이 70~80%에 이르는 순간부터 세트 출하량은 역성장을 기록하기 시작
- PC의 경우 2000년 초반 인터넷 보급 확산으로 출하량은 재차 성장할 수 있었음
- 스마트폰 또한 '파괴적 혁신' 없이 출하량 재성장은 어려움  
ex) CRT TV → LCD TV, 내연기관차 → 전기차

### 20년까지 스마트폰 출하량 역성장 불가피



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 스마트폰 보급률 포화 단계 진입



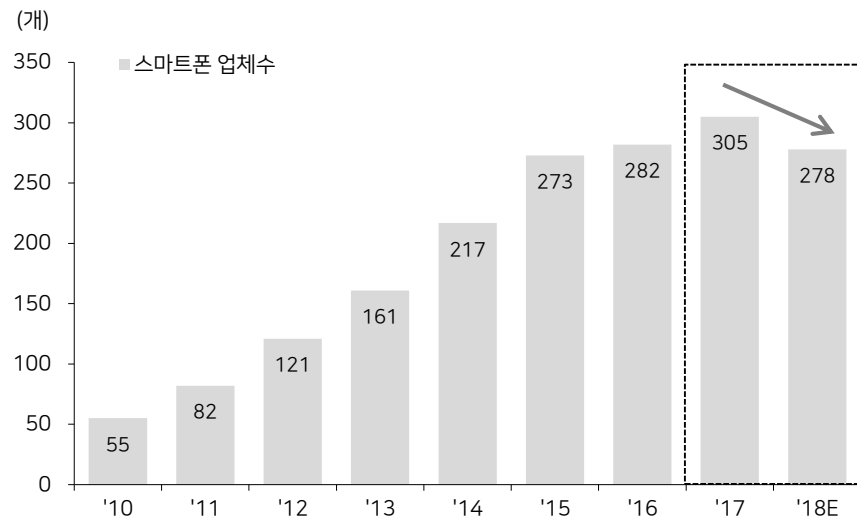
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 구조조정 가능성도 염두에 뒀야

전방시장이 역성장하는 가운데  
늘어난 경쟁자 수는 부담.  
구조조정 가능성도 염두에 뒀야

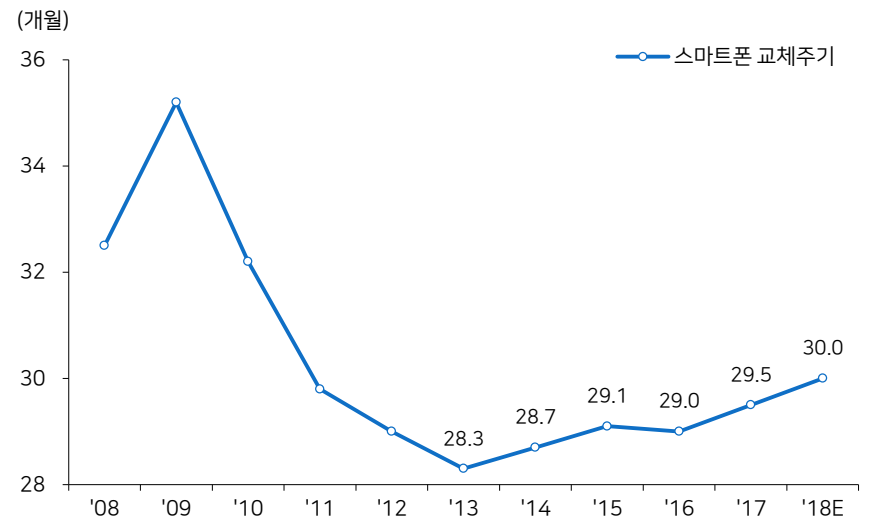
- 2010년 55개였던 스마트폰 업체는 2017년 305개까지 증가
- 전방시장의 역성장이 지속되는 가운데 경쟁자 수 증가는 구조조정으로 이어질 수 있음
- 2018년 초 중국 6위 스마트폰 업체 Gionee는 부도위기를 겪음
- 스마트폰 업체수는 지속 감소할 전망

스마트폰 업체 수 증가 추이



자료: IDC, 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰 교체주기 장기화



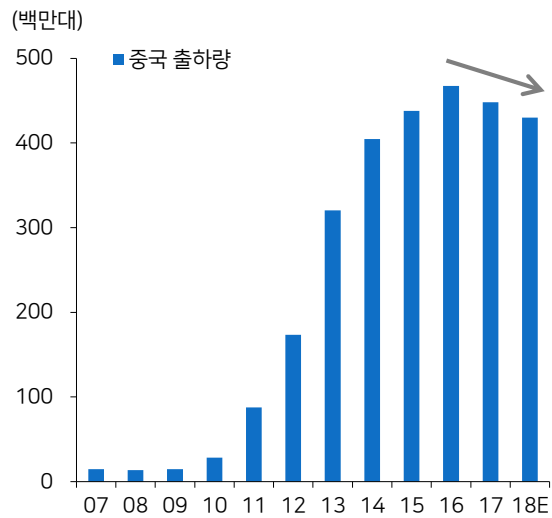
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 미국, 중국 가라앉고 인도 뜬다

인도의 성장은 중저가 스마트폰 경쟁이 치열해짐을 의미

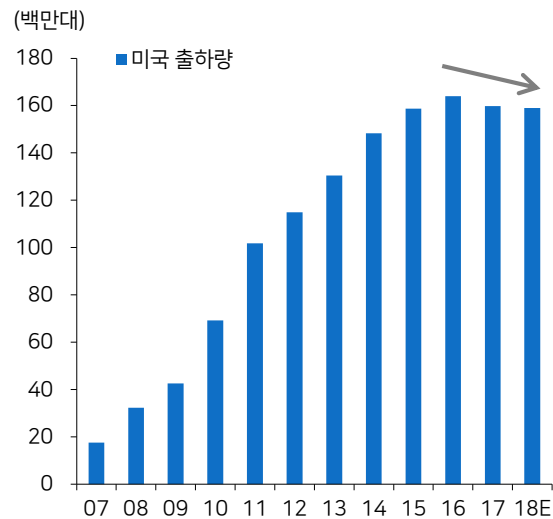
- 전세계 스마트폰 출하량의 30%를 차지하는 중국 2년 연속 역성장 기록 중
- 전세계 스마트폰 출하량의 9%를 차지하는 미국 역 성장 지속. Big2 시장의 역성장이 부담
- 전세계 스마트폰 출하량의 10%를 차지하는 인도는 아직까지 두자리수 성장 이어나가는 중
- 인도 시장의 성장은 중저가 스마트폰 경쟁이 치열해짐을 의미

중국 스마트폰 출하량



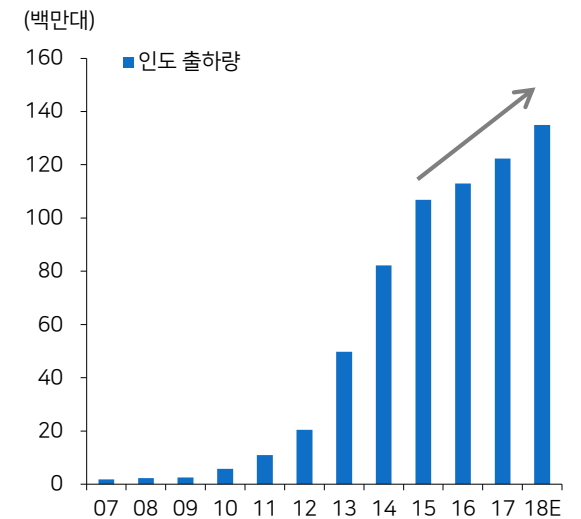
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

미국 스마트폰 출하량



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

인도 스마트폰 출하량

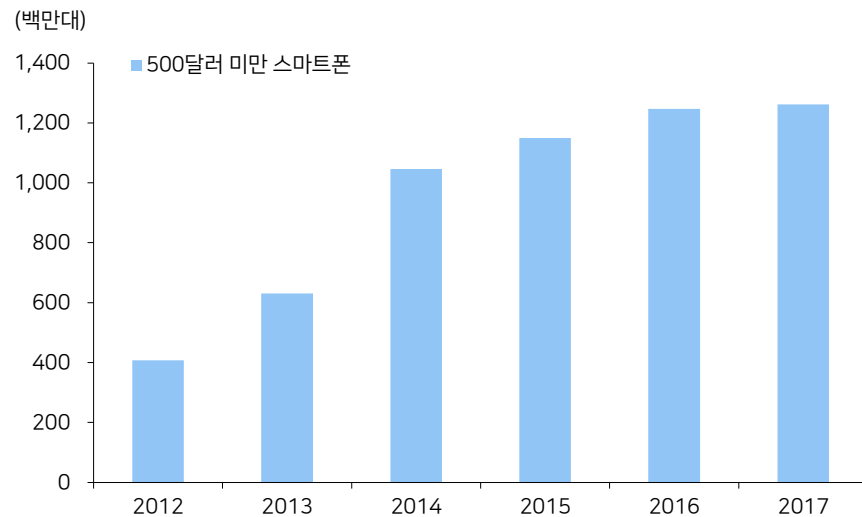


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

ASP 500달러 미만 중저가  
스마트폰 출하량은  
미약하게나마 성장 중

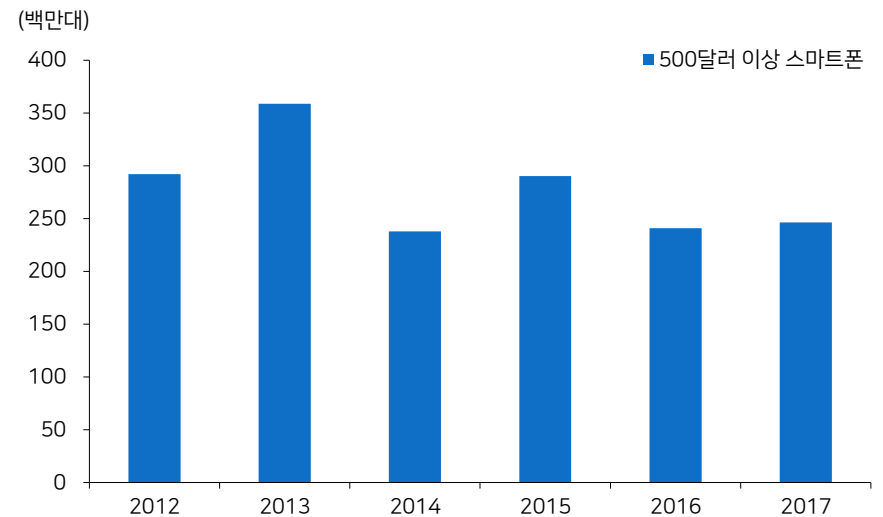
- ASP 500달러 미만의 스마트폰 출하량은 미약하게나마 성장 중
- ASP 500달러 이상의 스마트폰 출하량은 이미 정체 시작 → 애플이 P전략을 쓸 수 밖에 없는 이유
- 한정된 플래그십 스마트폰 시장 내 애플의 지위는 매우 강하게 유지되고 있음

ASP 500달러 이하 스마트폰 출하량은 미약하나마 증가중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

ASP 500달러 이상 스마트폰 출하량은 정체



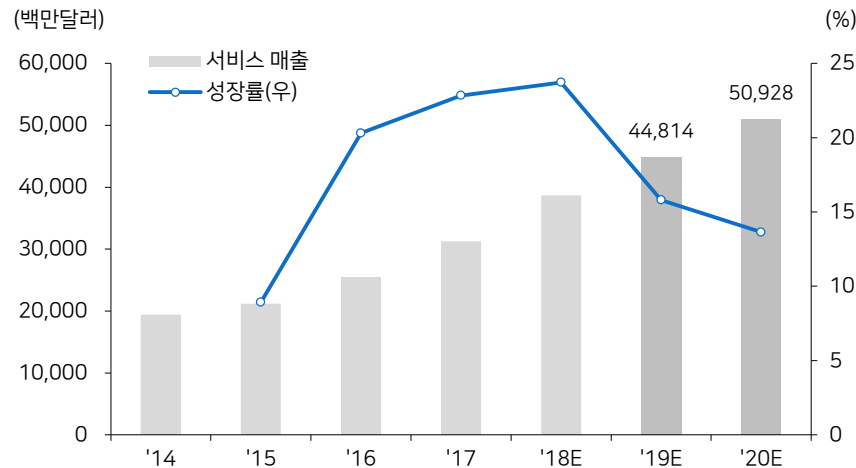
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 스마트폰이 가야할 길: 세트 vs 플랫폼

스마트폰은 세트로 전략하지 말고 플랫폼화 되어야 함

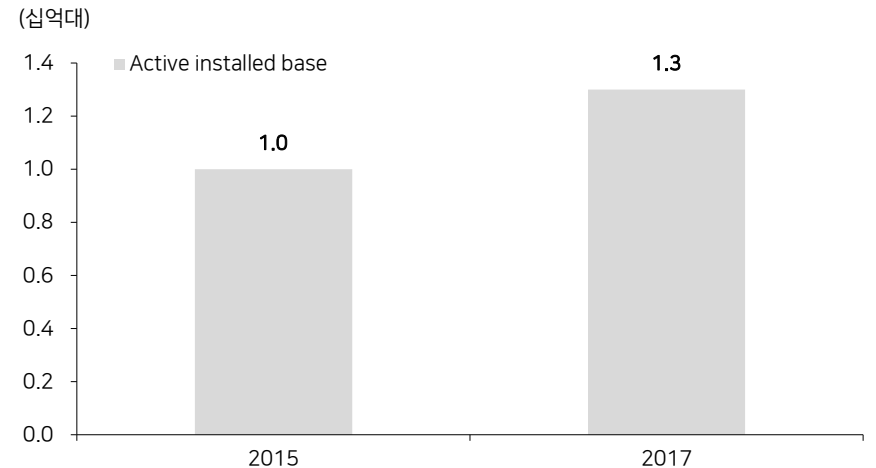
- 1) 세트로 남느냐, 2) 플랫폼으로 넘어가느냐의 문제를 두고 세트 업체들은 선택의 기로에 섬
- 스마트폰이 가야할 길은 플랫폼화. 아이폰은 세트를 벗어나 플랫폼으로 넘어가는 중
- 애플의 Active installed base는 꾸준히 증가 중. 플랫폼 경쟁력의 근원
- 애플의 iOS 에서 앱을 구매하고, 음악을 듣고, 유통서비스(애플페이)를 이용하는 과정에서 애플은 수익 창출. 19년 10억달러 투자해 콘텐츠 서비스도 시작할 계획임에 따라 플랫폼 경쟁력은 한층 강화될 전망
- 다른 콘텐츠 회사와 달리 지금 당장 투자비용을 회수해야 할 필요가 없기 때문에 경쟁사 대비 저렴한 가격으로 공급 가능. 중장기적인 관점에서 애플의 플랫폼 경쟁력을 향상시키는데 긍정적인 영향 예상

애플의 플랫폼 전략은 현재 진행 중. 서비스 매출액 목표치 상향 조정 예상



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

애플 Active installed base



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 애플의 스마트폰 플랫폼화 전략 사례

## 애플의 서비스 매출 발생처는 다양화 되는 중

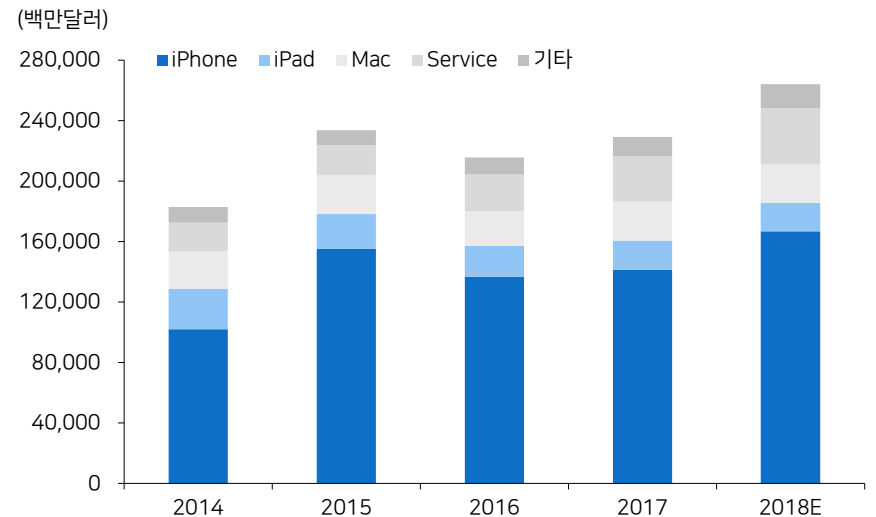
- 현재 애플의 서비스 매출은 iOS에서 앱을 구매하고, 음악을 듣고, 결제를 하는 등의 과정을 통해 창출
- 19년 이후 콘텐츠 시청을 통한 매출도 창출될 전망
- 18년 애플 유료구독자 수는 1Q18 2.7억명에서 최근 분기 3Q18 3.3억명으로 2개 분기동안 22% 증가

## 애플 서비스 매출 발생 사례



참고: 왼쪽부터 앱구매, 애플뮤직, 애플페이 활용 사례  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 애플 전사 매출 구조



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

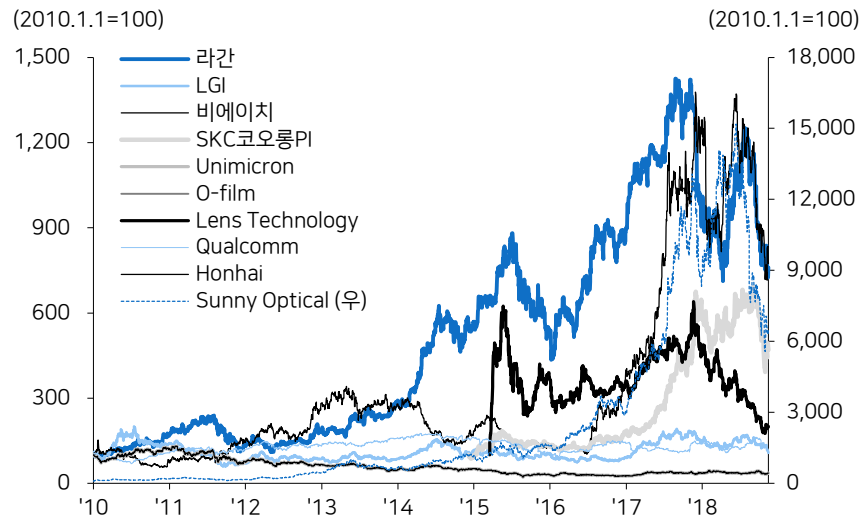
# Part II

부품: Phone to Platform 수혜주 찾기

## Bom cost 증가로 매출은 증가했으나, 마진은 감소

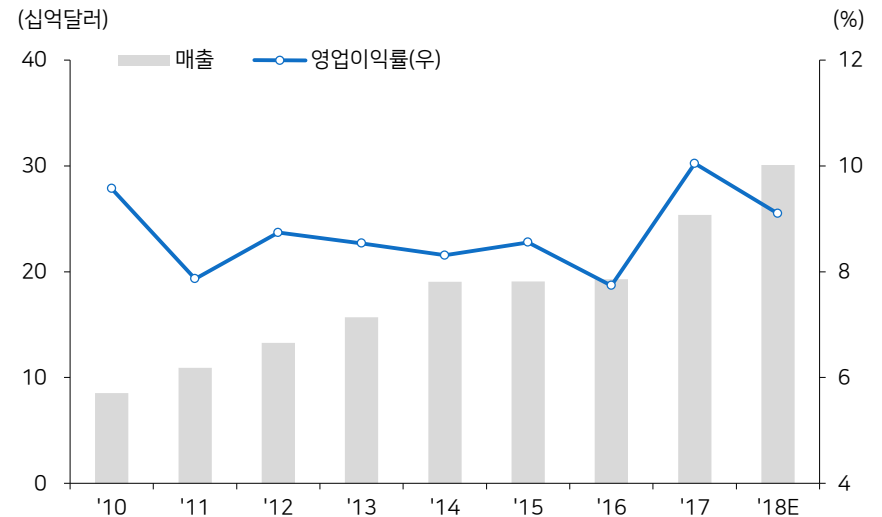
- 듀얼 및 트리플카메라 도입, 3D 센싱 모듈 도입으로 스마트폰 Bom cost가 증가하며 부품업체들의 합산 매출은 18년까지 증가 추세를 유지
- 세트 판매량이 둔화되면서 부품업체들의 마진은 17년 10%에서 1%p 감소한 9% 기록

### 주요 부품 업체 상대주가추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 주요 부품 업체 합산 매출 및 영업이익률 추이



참고: 좌측 차트의 기업과 동일  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 세트의 플랫폼화가 주는 implication

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 11  
핸드셋\_ Phone to platform

### 세트의 플랫폼화가 주는 시사점

- 1) 콘텐츠 소비를 위한 대화면 니즈 증가 (폴더블)
- 2) 각종 센서 탑재 및 인공지능 기능 구현을 위한 컴퓨팅 파워 증가 (GPU, 메모리)
- 3) 컴퓨팅 파워 증가는 발열 증가를 의미. 방열필름 수요 증가
- 4) 비전인식기능 확대를 위한 카메라 성능 강화 (트리플 카메라+ToF)

### 콘텐츠 소비를 위한 대화면 니즈 증가



자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

### 방열필름 (좌) vs 카메라 스펙향상 (우)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

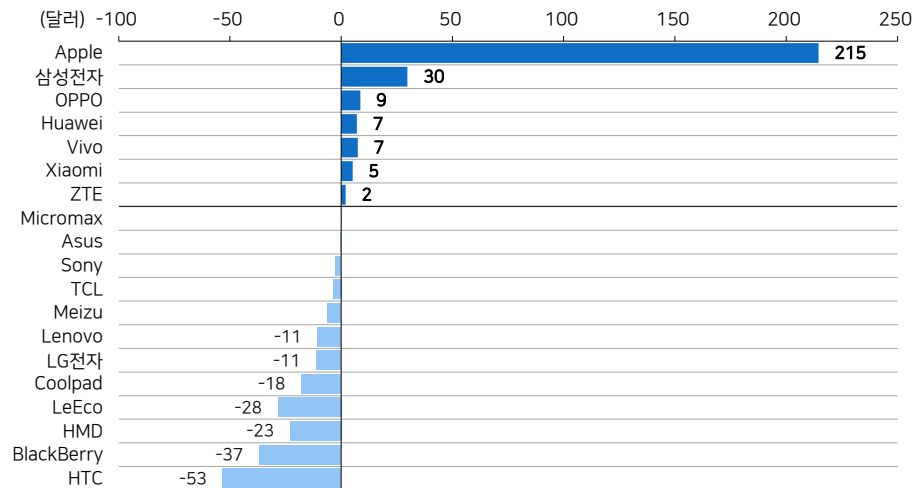


# 고객 따라 강남 간다

고객사의 수익성이 확보되어야  
부품업체의 수익성도 담보됨

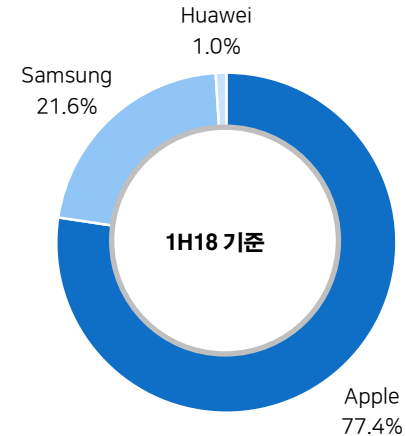
- 스마트폰 업체별 해당 영업이익은 애플이 대당 215달러, 삼성전자는 대당 30달러
- 글로벌 스마트폰 업체들의 영업이익에서 애플이 차지하는 비중은 77%, 삼성전자는 22%
- 부품업체들에게 cost reduction은 숙명. 고객사의 수익성이 우선 확보되어야 부품업체도 수익성이 확보 될 수 있음
- 아이폰 서플라이체인 중 독보적인 공급사에 주목해야 하는 이유

스마트폰 업체별 대당 영업이익



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰 업체 영업이익 비중

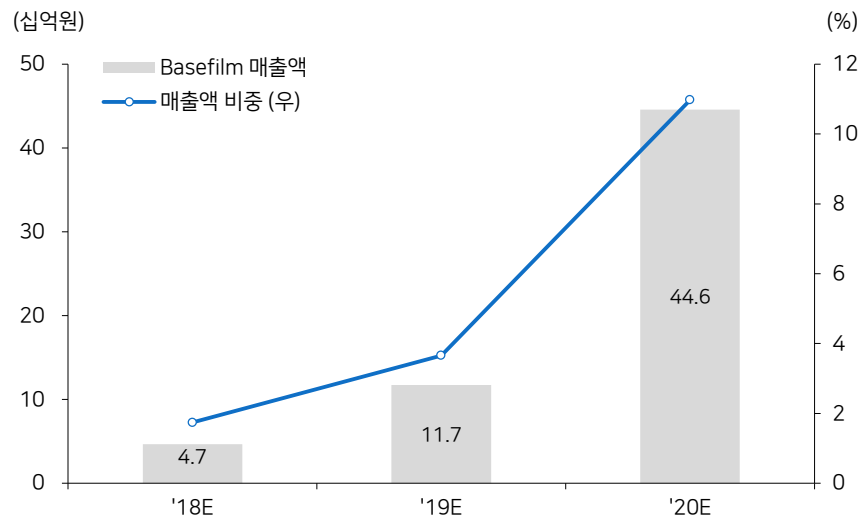


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 폴더블 스마트폰의 수요증가는 Base film과 OLED RFPCB 수요 증가를 의미

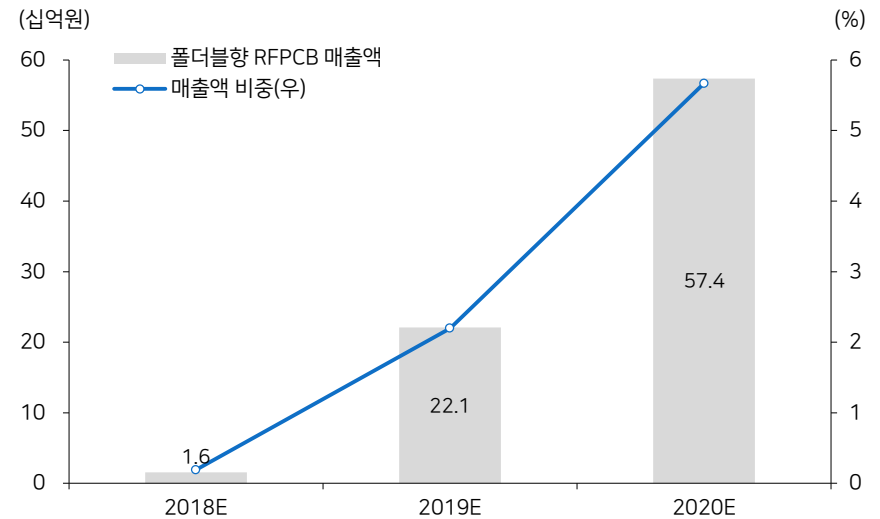
- 폴더블 스마트폰의 수요증가는
  - 1) Base film 수요 증가
  - 2) OLED RFPCB 수요 증가를 의미
- 삼성전자의 폴더블 스마트폰 출하량은 19년 100만대, 20년 390만대 예상

SKC코오롱PI Base film 매출



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

비에이치 폴더블향 RFPCB 매출



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

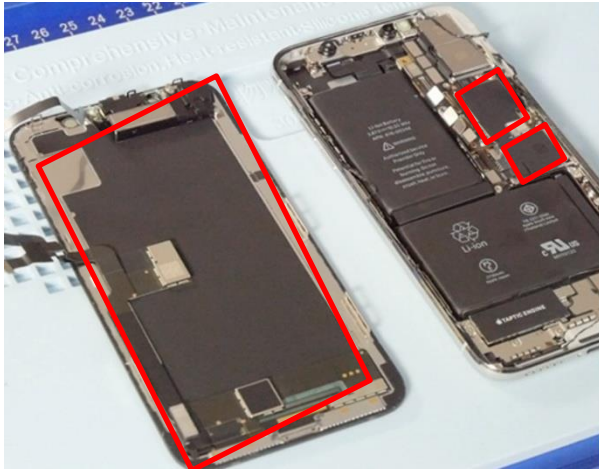
## 방열필름 수요 증가

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 11  
핸드셋 Phone to platform

### 컴퓨팅파워 증가로 방열필름 수요 증가

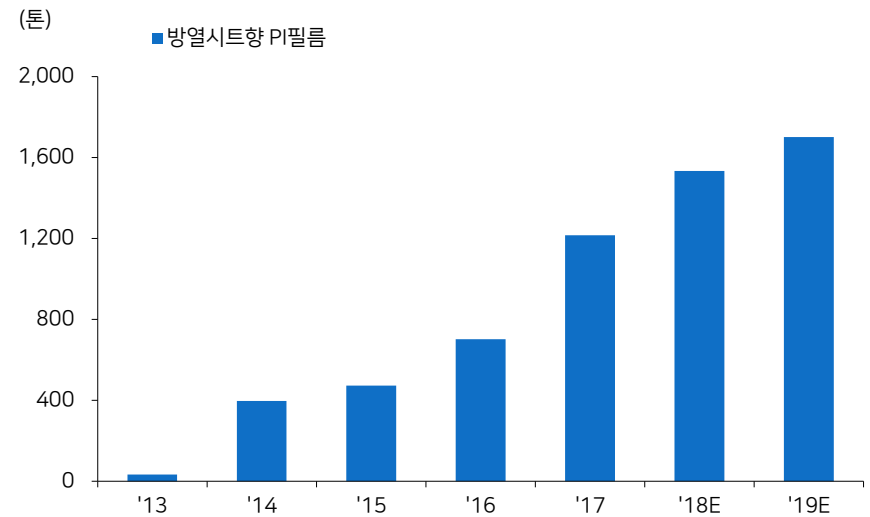
- 컴퓨팅 파워의 증가는 필연적으로 발열증가를 수반
- 아이폰X의 경우 OLED 패널 뒤에 방열필름을 3층으로 적층
- OLED 패널 외 발열이 심한 부품은 부분적인 적층형태로 방열필름이 탑재되고 있음
- 절대적인 세트 수요가 감소해도, 방열필름의 수요는 증가할 수 있다고 판단

### 방열필름 부착 사진



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### SKC코오롱PI 방열필름향기 출하량



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 카메라 스펙 향상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 11  
핸드셋 Phone to platform

### 트리플카메라 모듈의 가파른 침투율 증가 예상

- 저조도 촬영기능 개선, 아웃포커싱, 줌인 등의 카메라 기능은 더 이상 차별화 포인트가 아님
- 사진을 통해 구현 가능한 대부분의 기능은 인공지능을 통해 구현 가능 ex) 픽셀2
- Mate20 시리즈는 실시간 러닝이 가능한 수준의 '기린980' 탑재를 통해 배경과 사람을 실시간으로 분리
- 카메라 탑재량을 늘려 사진 기능을 추가하기보다는 ToF 센서 탑재를 통해 'AR'과 '비전인식' 정확도를 높이는게 소비자 효용이 더 크다고 판단
- 다만, 인공지능의 기능이 아직 미흡하고 업체간 탑재량 경쟁 때문에 트리플 카메라까지는 침투율이 가파르게 증가할 전망

### 픽셀2, 싱글카메라로 보케효과 구현



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 머신러닝이 가능한 AP를 통해 배경과 사진을 분리하는 Mate20 시리즈



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 비전인식을 활용한 증강현실과 인공지능 기능 구현

스마트폰의 인공지능기능 구현은  
음성인식 보다는 비전인식으로  
구현될 가능성이 큼

- 후면 3D 센싱 모듈(ToF)의 기능은 사물과의 거리 (심도)를 측정하는 역할
- 심도값 측정을 통해 1) 정확한 사물인식, 2) 3D입체환경 구현이 가능해짐
- 기존 광학카메라는 2D 방식으로 사물을 인식하기 때문에 정확성에 한계. 정확한 사물인식이 가능해질 경우 비전인식을 통한 인공지능 기능 구현 가능 (비전검색, 거리측정)
- 3D 입체 환경을 구현할 경우, 엔터테인먼트와 교육분야에서 활용성 높아짐 (게임, 교육, 비전 네비게이션)
- 현재 ToF 모듈의 기술적 한계는 1) 강한 레이저 광원 컨트롤의 어려움, 2) 전력 소모 증가
- 2020년 선두 세트업체를 중심으로 탑재가 시작될 전망

## 2016년 출시된 Lenovo Phab2 Pro에 TOF 모듈 장착



자료: Lenovo, 메리츠증권증권 리서치센터

## AR 활용 사례



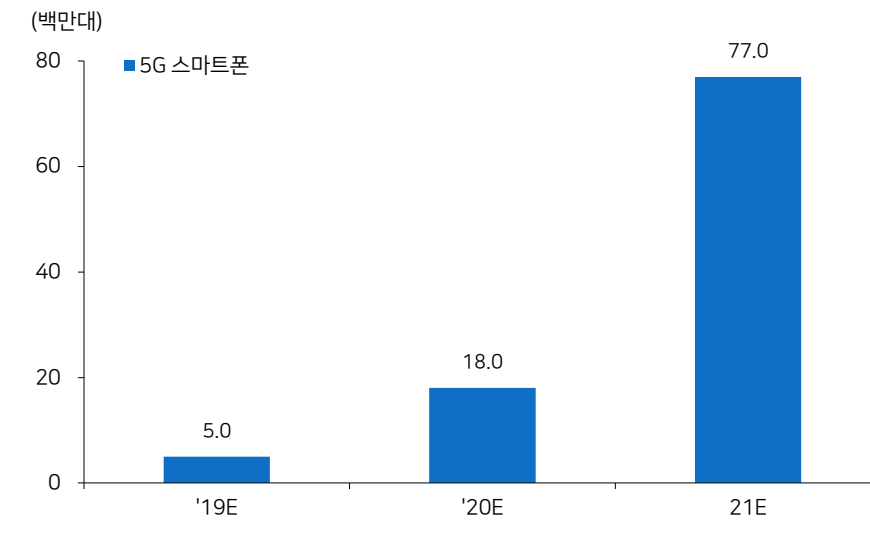
자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

# 안테나 및 필터 수요증가

## 5G의 고주파수에 대응하기 위한 신규필터와 신규 안테나 수요 증가 예상

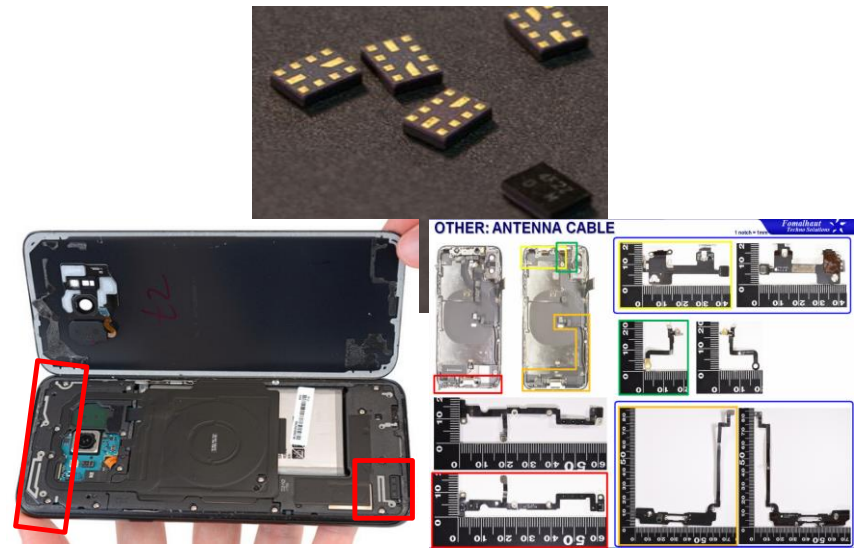
- 19년 5G 스마트폰 출하량은 5백만대로 예상
- 의미있는 출하량 성장은 SA가 상용화되는 20년 6월이후로 예상
- 5G의 고주파수에 대응하기 위한 신규필터와 신규 안테나 수요 증가 예상
- 필터는 기존 Saw 필터를 넘어 Baw 필터의 수요 증가 기대
- 안테나는 기존 LDS안테나에서 FPCB소재의 안테나 수요 증가 기대

## 5G 스마트폰 출하량 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 안테나 및 필터



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



## 핸드셋

### 기업분석

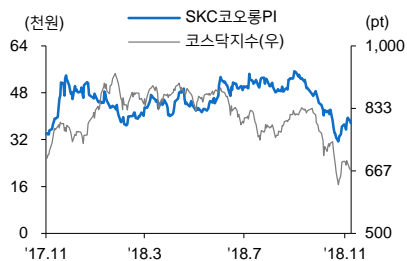
종목	투자판단	적정주가
SKC코오롱PI(178920)	Buy	53,000원
와이슬(122990)	Buy	22,000원
LG이노텍(011070)	Buy	140,000원
비에이치(090460)	Buy	22,000원

## Buy

적정주가 (12개월)	53,000원
현재주가 (11.13)	37,600원
상승여력	41.0%
KOSDAQ	670.85pt
시가총액	11,042억원
발행주식수	2,937만주
유동주식비율	45.48%
외국인비중	9.57%
52주 최고/최저가	55,400원/31,400원
평균거래대금	145.2억원
<b>주요주주(%)</b>	
SKC 외 2 인	54.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.7	-11.9	5.8
상대주가	-2.6	13.7	16.9

### 주가그래프



## Review 2018

- 3Q18 컨센서스를 하회한 실적의 배경은 역설적으로 PI필름 호황에 있었음 (재고부족으로 매출 극대화 못함)
- 1H18 유례없는 PI필름 호황이 이어지며 재고는 -50% YoY 수준으로 하락
- 스마트폰 판매 둔화에 대한 우려도 존재했으나, 스마트폰 익스포저 매출(FPCB+방열)과 스마트폰 출하량간의 상관계수는 0.33에 불과 → 스마트폰의 빈자리는 향후에도 크지 않을 전망

## Preview 2019

- 19년 전사 매출액과 영업이익은 각각 3,200억원 (+19% YoY), 885억원 (+29% YoY) 예상
- 방열필름의 탑재면적 증가와 일반산업용(EV배터리 절연 Tape) 수요 증가에 기인한 성장
- EV향 절연 Tape 매출은 18년 340억원 → 19년 500억원 (+50% YoY)으로 성장할 전망
- 폴더블 스마트폰향 Base film 매출은 18년 47억원, 19년 117억원으로 성장할 전망. 20년에는 전사 매출의 11%를 차지하며 의미있는 비중을 차지할 전망

## 투자의견 Buy, 적정주가 53,000원으로 하향

- 19년 EPS에 2017~18년 평균 멀티플 26배 적용 (성장초입기와 성장기의 평균)
- 스마트폰 출하량 감소에도 불구하고 폴더블과 EV배터리 등 신규 전방시장의 개화속도가 더 가파를 전망
- 18년 예상 배당수익률 2.7%, 19년 3.9%, 20년 5.2% 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	153.1	32.3	21.0	714	23.6	7,783	15.8	1.4	7.4	9.6	34.6
2017	216.4	53.0	32.8	1,116	56.2	8,453	23.5	3.1	10.6	13.8	37.4
2018E	268.6	68.5	41.5	1,414	26.6	9,066	26.6	4.1	13.3	16.1	51.7
2019E	320.1	88.5	59.6	2,031	43.7	10,298	18.5	3.7	12.6	21.0	50.1
2020E	406.2	112.7	80.1	2,728	34.3	12,226	13.8	3.1	12.9	24.2	46.4

# SKC코오롱PI 실적테이블

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 11  
핸드셋 Phone to platform

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율 (원)	1,072	1,079	1,122	1,110	1,100	1,100	1,085	1,075	1,130	1,096	1,090
매출액	67.5	67.7	68.0	65.4	75.2	80.2	89.1	75.6	216.4	268.6	320.1
(% QoQ)	18.7%	0.2%	0.4%	-3.9%	15.0%	6.7%	11.1%	-15.2%			
(% YoY)	40.5%	52.4%	1.5%	14.9%	11.3%	18.5%	31.1%	15.7%	41.5%	24.1%	19.2%
FPCB용 PI	27.3	26.2	27.1	23.4	27.3	24.6	27.3	21.9	108.1	104.1	101.1
방열시트용 PI	28.4	27.9	25.9	23.1	29.4	28.4	32.1	26.4	74.9	105.3	116.3
일반산업용 PI	11.8	13.6	15.0	18.8	18.4	21.3	23.5	21.5	33.3	59.2	84.7
Base 필름용 PI						3.8	4.2	3.7		0.0	11.7
PI varnish						2.1	2.1	2.1	0.0	0.0	6.2
매출 비중 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
FPCB용 PI	40.5	38.7	39.9	35.8	36.3	30.7	30.6	29.0	50.0	38.7	31.6
방열시트용 PI	42.0	41.2	38.1	35.4	39.2	35.4	36.0	34.9	34.6	39.2	36.3
일반산업용 PI	17.4	20.1	22.1	28.8	24.5	26.5	26.4	28.4	15.4	22.0	26.5
Base 필름용 PI	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.7	4.7	5.0	0.0	0.0	3.7
PI varnish	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6	2.3	2.7	0.0	0.0	2.0
영업이익	16.8	16.8	18.4	16.5	20.3	22.0	25.6	20.7	53.0	68.5	88.5
(% QoQ)	61.0%	-0.1%	9.5%	-10.5%	23.0%	8.5%	16.5%	-19.1%			
(% YoY)	33.2%	40.4%	2.5%	57.6%	20.4%	30.8%	39.1%	25.7%	63.9%	29.2%	29.3%
영업이익률 (%)	24.9%	24.8%	27.1%	25.2%	26.9%	27.4%	28.7%	27.4%	24.5%	25.5%	27.7%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# SKC코오롱PI 추정치 변경 내역

- 19년 SKC코오롱PI 매출액과 영업이익 추정치를 기존 대비 각각 5.2%, 5.7% 하향
- 스마트폰 출하량 감소 가속화를 반영해 FPCB 매출액을 기존 대비 9% 하향 조정

## SKC코오롱PI 추정치 변경 내역

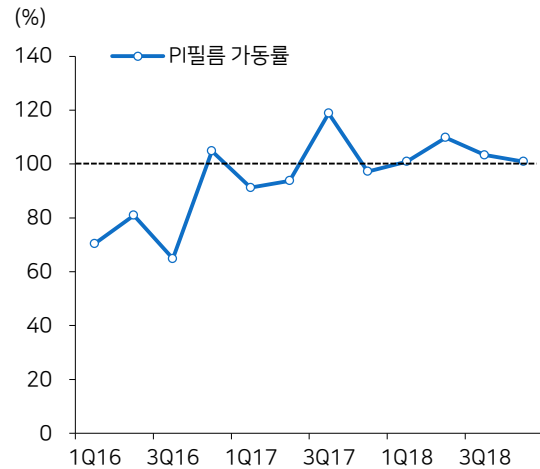
(십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	65.4	268.6	320.1	64.0	267.3	337.5	2.1%	0.5%	-5.2%
영업이익	16.5	68.5	88.5	16.9	68.9	93.9	-2.4%	-0.6%	-5.7%
영업이익률 (%)	25.2%	25.5%	27.7%	26.4%	25.8%	27.8%			
세전이익	12.3	53.2	75.5	12.7	53.6	80.9	-3.2%	-0.8%	-6.7%
순이익	9.2	41.5	59.6	9.2	41.5	61.9	0.5%	0.1%	-3.6%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## PI필름 업황 여전히 견조

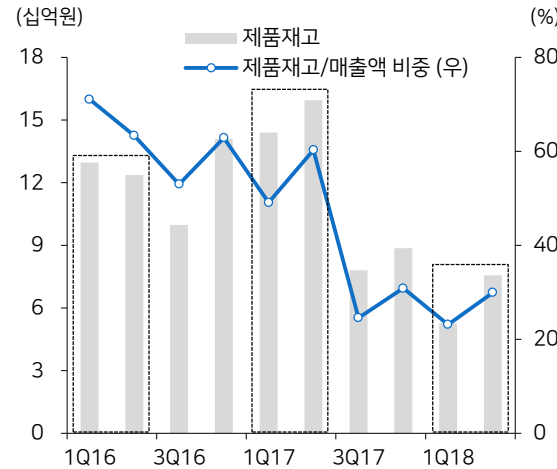
- 2H17부터 1H18까지 PI필름의 공급타이트 지속
- 3Q18 컨센서스 하회 이유는 PI 필름 업황 둔화가 아닌 '재고부족'
- SKC코오롱PI는 '상반기 재고를 축적'하고 '하반기 재고를 소진'하는 패턴을 보여줌
- 1H18 유례없는 PI필름 호황이 이어지며 재고는 예년수준의 50%수준으로 하락
- 4Q18 재고조정의 영향으로 가동률은 98% 내외로 하락 예상 (3Q18 가동률 103%)
- 스마트폰 판매 둔화에 대한 우려가 많지만, 스마트폰 익스포저 매출액(FPCB+방열)과 스마트폰 출하량간의 상관계수는 0.33에 불과. 방열필름의 대당 탑재면적이 증가하기 때문

### PI필름 가동률 추이



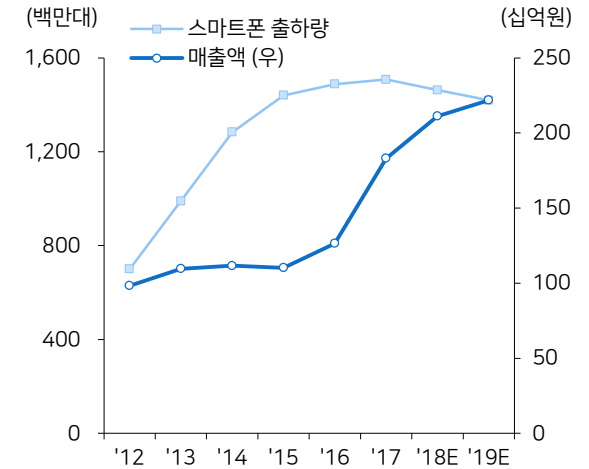
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 1H18 강한 수요로 재고 축적하지 못함



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 스마트폰 출하량과 매출액 추이 (상관계수 0.33)

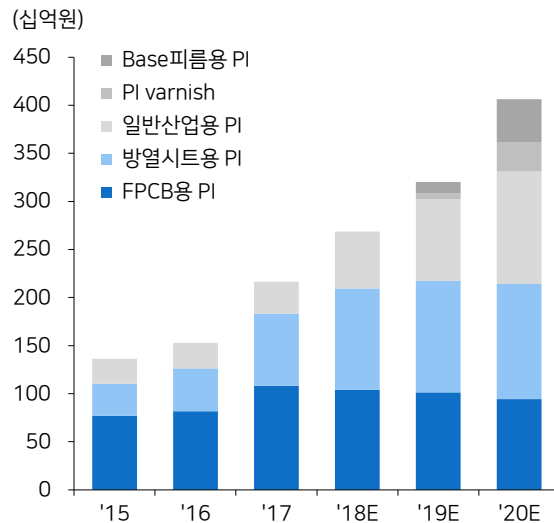


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 신규성장동력에 주목

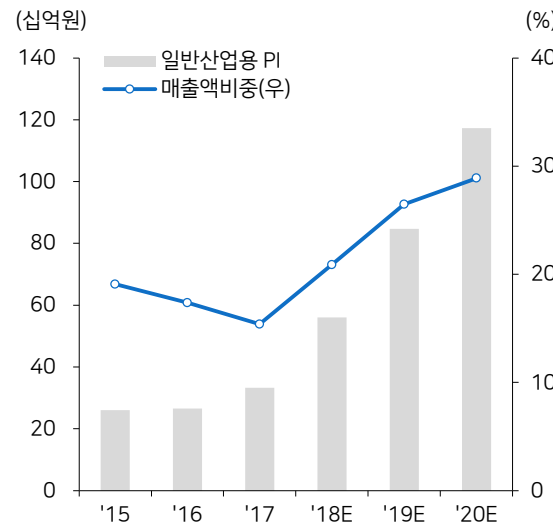
- 19년 전사 매출액과 영업이익은 각각 3,200억원 (+19% YoY), 885억원 (+29% YoY) 예상
- 방열필름의 탑재면적 증가와 일반산업용(EV배터리 절연 Tape) 수요 증가에 기인한 성장
- EV향 절연 Tape 매출은 18년 340억원 → 19년 500억원 (+50% YoY)으로 성장할 전망
- 폴더블 스마트폰향 Base film 매출은 18년 47억원, 19년 117억원으로 성장할 전망. 20년에는 전사 매출의 11%를 차지하며 의미있는 비중을 차지할 전망

### 전사 매출 breakdown



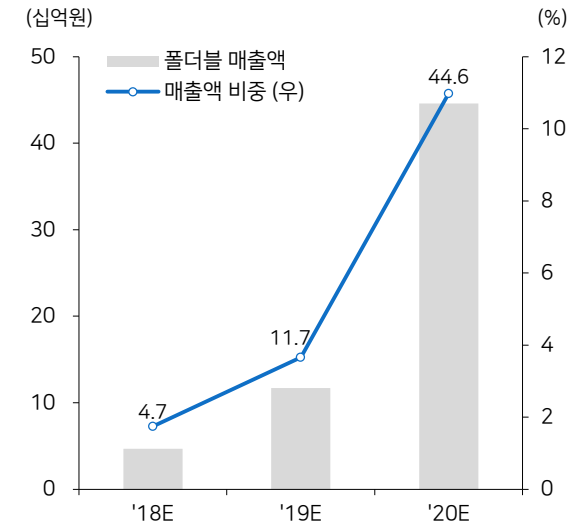
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 일반산업용 매출



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 폴더블 스마트폰 매출



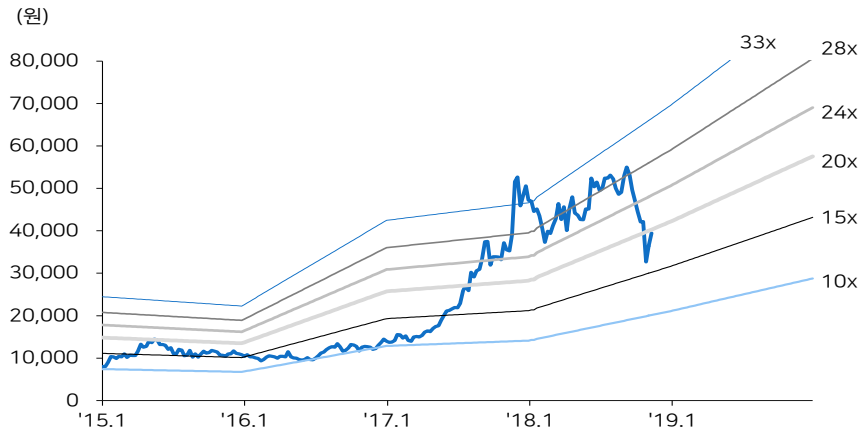
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# SKC코오롱PI 밸류에이션 테이블

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 11  
핸드셋 Phone to platform

(배)		2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주가 (원)	High	7,980	14,900	14,700	55,300	55,400		
	Low	6,860	7,610	8,970	13,250	31,400		
	Average	7,375	11,334	11,268	26,180	45,690		
확정치 기준 PER	High	12.1	25.8	20.6	49.5	39.2		
	Low	10.4	13.2	12.6	11.9	22.2		
	Average	11.2	19.6	15.8	23.5	32.3		
	확정치 EPS (원)	660	578	714	1,116	1,414	2,031	2,728
	EPS Growth (%)	-5.6	-12.4	23.6	56.2	26.6	43.7	34.3
컨센서스 기준 PER	High	10.8	20.1	21.8	43.0	37.7		
	Low	9.3	10.2	13.3	10.3	21.3		
	Average	10.0	15.3	16.7	20.3	31.1		
	컨센서스 EPS (원)	737	743	675	1,287	1,471	2,062	2,660
	EPS growth (%)	5.4	12.6	16.7	80.1	31.8	40.2	29.0

## SKC코오롱PI PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## SKC코오롱PI PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# SKC코오롱PI (178920)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>153.1</b>	<b>216.4</b>	<b>268.6</b>	<b>320.1</b>	<b>406.2</b>
매출액증가율(%)	12.3	41.4	24.1	19.2	26.9
매출원가	106.6	145.6	179.2	204.6	260.2
매출총이익	46.5	70.8	89.4	115.5	145.9
판매비와관리비	14.2	17.8	20.9	27.0	33.3
<b>영업이익</b>	<b>32.3</b>	<b>53.0</b>	<b>68.5</b>	<b>88.5</b>	<b>112.7</b>
영업이익률(%)	21.1	24.5	25.5	27.7	27.7
금융손익	-0.2	-0.3	1.4	1.4	1.5
충속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.6	-10.3	-16.6	-14.4	-12.8
세전계속사업이익	27.6	42.4	53.2	75.5	101.4
법인세비용	6.6	9.6	11.7	15.9	21.3
<b>당기순이익</b>	<b>21.0</b>	<b>32.8</b>	<b>41.5</b>	<b>59.6</b>	<b>80.1</b>
지배주주지분 순이익	21.0	32.8	41.5	59.6	80.1

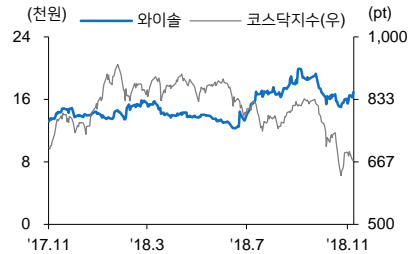
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>95.0</b>	<b>130.2</b>	<b>148.7</b>	<b>176.0</b>	<b>235.0</b>
현금및현금성자산	43.6	71.1	70.5	83.4	112.6
매출채권	25.5	29.3	39.6	45.0	60.8
재고자산	24.1	17.6	23.5	33.0	45.5
비유동자산	212.6	211.0	255.2	277.9	290.5
유형자산	204.8	200.0	244.5	267.7	280.1
무형자산	2.2	5.6	5.4	6.1	6.7
투자자산	4.2	4.1	3.6	2.4	1.2
<b>자산총계</b>	<b>307.5</b>	<b>341.2</b>	<b>403.9</b>	<b>453.9</b>	<b>525.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>30.7</b>	<b>57.5</b>	<b>72.3</b>	<b>79.5</b>	<b>92.2</b>
매입채무	6.8	13.5	18.3	19.8	27.6
단기차입금	7.0	3.6	7.3	7.0	6.0
유동성장기부채	3.2	12.8	18.0	20.6	10.8
비유동부채	48.3	35.5	65.3	72.0	74.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	35.3	22.5	49.8	55.1	55.1
<b>부채총계</b>	<b>79.0</b>	<b>92.9</b>	<b>137.6</b>	<b>151.5</b>	<b>166.5</b>
자본금	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7
자본잉여금	187.5	187.5	187.5	187.5	187.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	104.5	124.1	142.1	178.3	234.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>228.6</b>	<b>248.2</b>	<b>266.2</b>	<b>302.4</b>	<b>359.0</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>33.6</b>	<b>69.7</b>	<b>46.8</b>	<b>71.9</b>	<b>92.5</b>
당기순이익(손실)	21.0	32.8	41.5	59.6	80.1
유형자산감가상각비	12.9	14.9	15.8	16.8	17.6
무형자산상각비	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5
운전자본의 증감	-7.9	13.5	-11.9	-11.6	-15.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-27.5</b>	<b>-22.4</b>	<b>-79.7</b>	<b>-39.1</b>	<b>-29.1</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-27.3	-12.1	-80.0	-40.0	-30.0
투자자산의 감소(증가)	-0.1	-10.0	0.6	1.2	1.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>13.4</b>	<b>-19.6</b>	<b>12.0</b>	<b>-16.0</b>	<b>-34.2</b>
차입금증감	16.9	-6.6	36.2	7.5	-10.7
자본의증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>19.6</b>	<b>27.6</b>	<b>-0.6</b>	<b>12.9</b>	<b>29.1</b>
기초현금	23.6	43.6	71.1	70.5	83.4
기말현금	43.6	71.1	70.5	83.4	112.6

Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	5,212	7,368	9,147	10,901	13,832
EPS(지배주주)	714	1,116	1,414	2,031	2,728
CFPS	667	938	-21	440	992
EBITDAPS	1,540	2,330	2,480	2,647	2,674
BPS	7,783	8,453	9,066	10,298	12,226
DPS	450	800	1,000	1,450	1,950
배당수익률(%)	3.2	1.7	2.7	3.9	5.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	15.8	23.5	26.6	18.5	13.8
PCR	16.9	27.9	-1813.3	85.5	37.9
PSR	2.2	3.6	4.1	3.4	2.7
PBR	1.4	3.1	4.1	3.7	3.1
EBITDA	45	68	73	78	79
EV/EBITDA	7.4	10.6	13.3	12.6	12.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.6	13.8	16.1	21.0	24.2
EBITDA이익률	46.4	47.9	57.0	76.7	102.0
부채비율	34.6	37.4	51.7	50.1	46.4
금융비용부담률	0.2	0.2	-0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)	53.9	48.6	52.3	46.2	50.1
매출채권회전율(x)	6.9	7.9	7.8	7.6	7.7
재고자산회전율(x)	4.3	7.0	8.7	7.2	6.6

## Buy

적정주가 (12개월)	22,000원		
현재주가 (11.13)	16,950원		
상승여력	29.8%		
KOSDAQ	670.85pt		
시가총액	4,092억원		
발행주식수	2,414만주		
유동주식비율	74.68%		
외국인비중	18.35%		
52주 최고/최저가	19,950원/12,300원		
평균거래대금	74.0억원		
<b>주요주주(%)</b>			
대덕GDS 외 4 인	23.19		
베어링자산운용 외 2 인	5.00		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.4	20.6	25.3
상대주가	12.7	55.7	38.5
<b>주가그래프</b>			



### 4Q18 OP 116억원(-26% QoQ), 2019년 OP 607억원(+13% YoY)

- 4Q18 OP는 국내 고객사의 세트 출하량 감소영향으로 컨센서스 145억원을 하회할 전망
- 2019 OP는 국내 고객사향 FEMID 인증지연과 세트 출하량 성장 둔화 영향으로 컨센서스 665억원 하회 예상

### 신규성장동력에 주목

- Baw 필터 매출은 2H19 시작될 전망이다, Piezo 매출은 1Q19 발생 예정. 신규매출 성장에 주목
- Baw 필터 매출은 19년 16억원, 20년 97억원, 21년 440억원으로 성장할 전망
- Piezo 매출은 19년 151억원, 20년 364억원으로 성장 예상

### 투자의견 Buy, 적정주가 22,000원으로 하향

- 19년 EPS에 17년 평균 멀티플 10.4배 적용. 국내고객사향 FEMID 인증지연을 반영해 19년 OP 7% 하향 반영
- Saw/Baw 필터는 상위 5개 업체가 과점하고 있는 진입장벽이 존재하는 시장이며, 대당 탑재량이 증가에 따른 실적 성장은 여전히 유효하다고 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	435.7	43.0	32.2	1,443	3.9	7,105	9.2	1.9	4.2	22.1	88.8
2017	446.1	52.6	44.6	1,927	33.6	9,482	7.5	1.5	3.5	23.6	56.5
2018E	449.7	53.6	47.2	1,961	1.7	11,327	8.6	1.5	4.4	19.6	49.9
2019E	516.1	60.7	51.6	2,144	9.4	13,826	7.9	1.2	4.4	17.7	41.9
2020E	544.0	64.8	55.4	2,299	7.2	16,487	7.4	1.0	4.4	15.8	36.3

# 와이솔 실적테이블

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 11  
핸드셋 Phone to platform

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율 (원)	1,072	1,079	1,122	1,110	1,100	1,100	1,085	1,075	1,130	1,096	1,090
매출액	101.6	115.7	123.4	109.0	128.4	126.3	138.6	122.8	446.1	449.7	516.1
(% QoQ)	-3.5%	13.9%	6.7%	-11.6%	17.7%	-1.6%	9.7%	-11.4%			
(% YoY)	-13.7%	15.1%	0.6%	3.6%	26.4%	9.2%	12.3%	12.6%	2.4%	0.8%	14.8%
Saw filter	80.1	99.4	106.9	93.9	108.8	107.3	115.6	94.5	348.3	380.3	426.2
Baw filter	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.8	0.0	0.0	1.6
RF module	21.5	16.3	16.5	15.2	17.6	17.1	20.4	18.2	97.8	69.5	73.3
Piezo	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	2.0	1.9	9.3	0.0	0.0	15.1
매출 비중 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Saw filter	78.9	85.9	86.6	86.1	84.7	84.9	83.4	76.9	78.1	84.6	82.6
Baw filter	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.7	0.0	0.0	0.3
RF module	21.2	14.1	13.4	13.9	13.7	13.5	14.7	14.8	21.9	15.4	14.2
Piezo	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	1.6	1.4	7.6	0.0	0.0	2.9
영업이익	11.7	14.3	15.9	11.6	15.3	14.3	17.1	14.0	52.6	53.6	60.7
(% QoQ)	-38.7%	22.5%	11.1%	-26.8%	31.5%	-6.9%	20.3%	-18.1%			
(% YoY)	0.8%	45.2%	32.2%	-38.9%	31.0%	-0.5%	7.8%	20.6%	22.1%	1.9%	13.4%
영업이익률 (%)	11.5%	12.4%	12.9%	10.7%	11.9%	11.3%	12.4%	11.4%	11.8%	11.9%	11.8%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 와이슬 추정치 변경 내역

- 19년 와이슬 매출액과 영업이익 추정치를 기존 대비 각각 0.7%, 7.2% 하향
- FEMID 인증지연을 반영해 기존에 기대했던 마진 하향 조정

### 와이슬 추정치 변경 내역

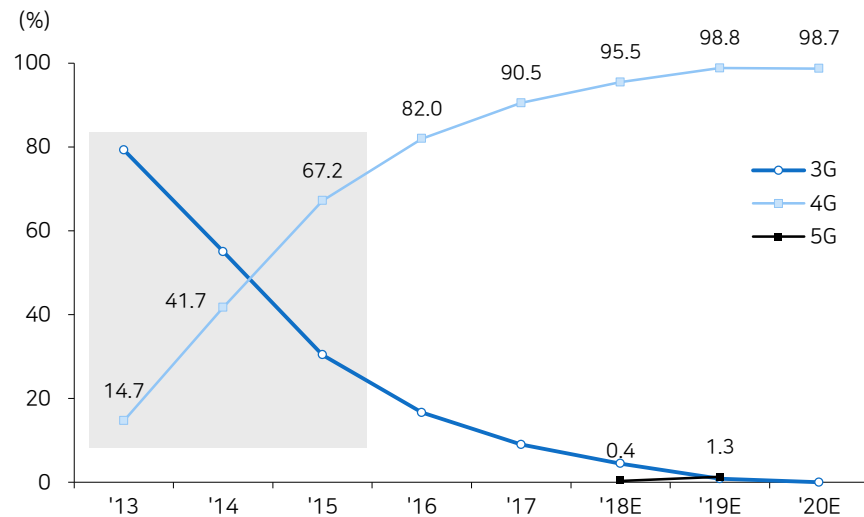
(십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	109.0	449.7	516.1	115.2	455.1	519.5	-5.3%	-1.2%	-0.7%
영업이익	11.6	53.6	60.7	13.5	54.4	65.5	-13.5%	-1.5%	-7.2%
영업이익률 (%)	10.7%	11.9%	11.8%	11.7%	11.9%	12.6%			
세전이익	10.4	55.1	60.3	12.1	55.9	65.0	-14.3%	-1.3%	-7.2%
순이익	9.4	47.2	51.6	11.1	47.9	55.7	-15.1%	-1.3%	-7.2%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 대당 탑재량 증가에 대한 믿음

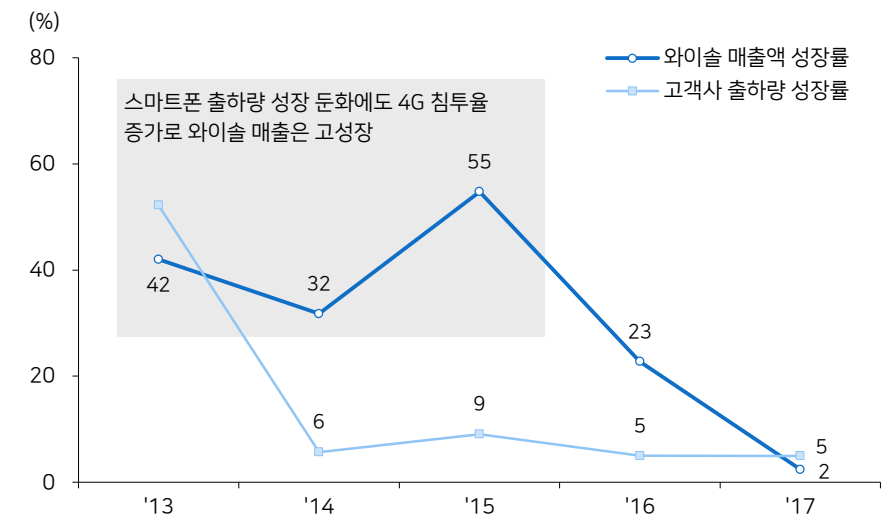
- 와이슬의 최대 투자포인트는 통신세대의 변화와 함께 대당 필터 탑재량이 증가한다는 사실
- 플래그십 기준 4G 스마트폰에는 대당 40~50개의 필터 탑재, 5G에는 60~70개의 필터 탑재 예상
- 2013~15년 4G 침투율이 가파르게 증가하던 시기 와이슬의 매출액 성장률은 고객사의 세트 성장률을 상회
- 스마트폰 성장이 둔화되도, 5G 도입으로 대당 탑재량이 증가한다면 와이슬의 매출은 성장할 수 있다고 판단

## 4G 침투율 상승과 함께



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 와이슬의 매출액 고성장

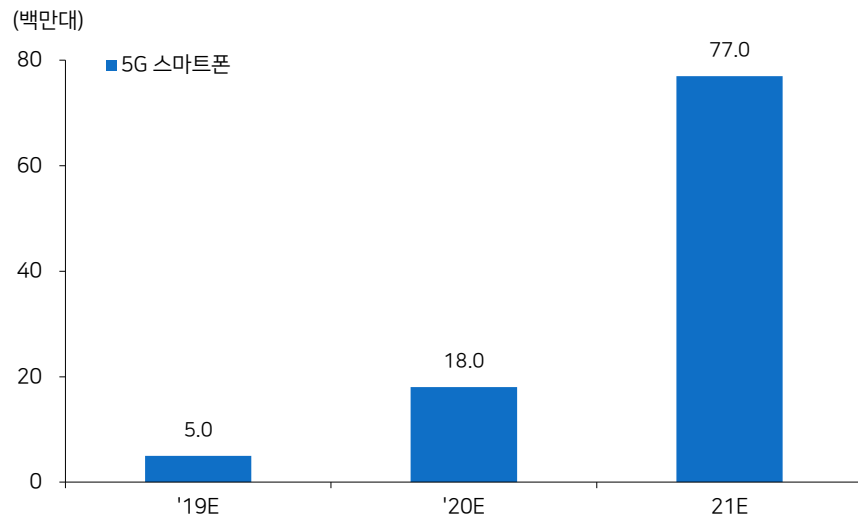


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 신규 성장동력(Baw필터와 Piezo)에 주목

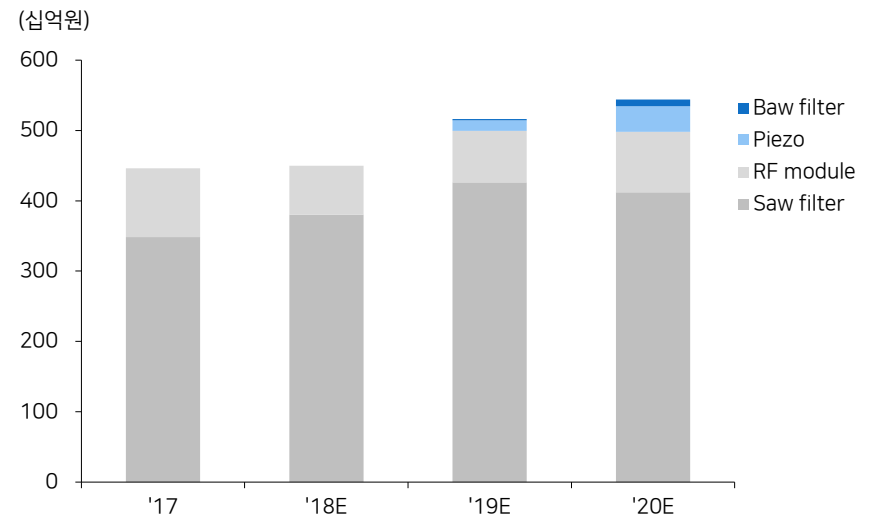
- 5G의 본격적인 확대는 SA가 상용화되는 20년 6월 이후로 예상
- 19년 5G 스마트폰은 5백만대, 20년 1,800만대, 21년 7,700만대 출하 예상
- Baw 필터 매출은 19년 16억원에서 20년 97억원으로 확대 전망. 21년부터 가파른 매출 성장 기대
- Piezo 스피커 매출은 19년 151억원에서 20년 364억원으로 확대 전망

### 5G 스마트폰 출하량 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 전사 매출액 breakdown



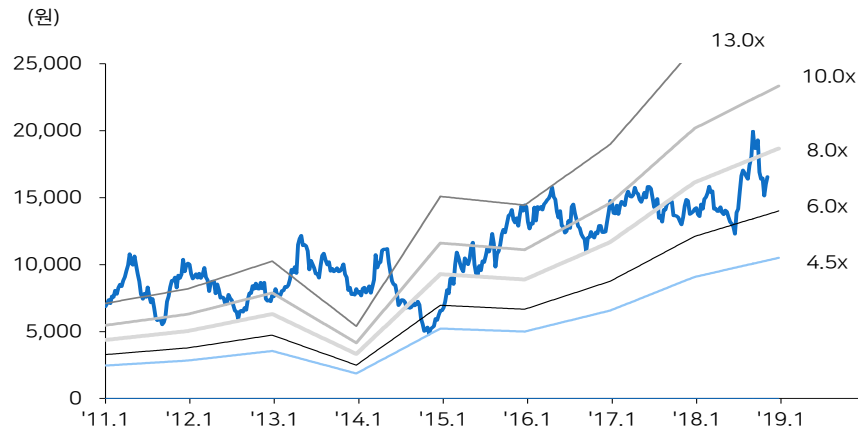
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 와이솔밸류에이션 테이블

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 11  
핸드셋 Phone to platform

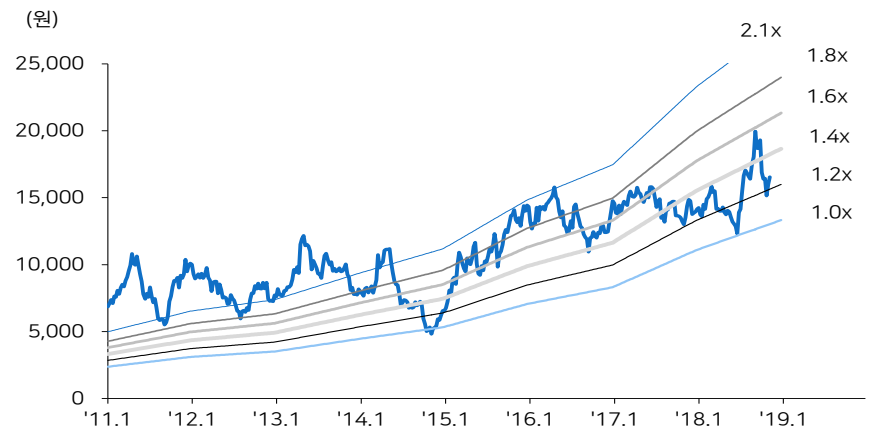
(배)		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주가 (원)	High	10,950	19,700	17,800	16,200	13,950	17,150	17,650	17,300	19,950		
	Low	6,210	8,500	10,000	9,250	5,530	7,410	11,800	13,300	12,300		
	Average	8,540	13,882	13,551	12,679	9,139	12,632	14,608	15,185	15,288		
확정치 기준 PER	High	15.1	37.4	39.2	24.9	23.7	12.3	12.2	9.0	10.2		
	Low	8.6	16.1	22.0	14.2	9.4	5.3	8.2	6.9	6.3		
	Average	11.8	26.4	29.8	19.5	15.6	9.1	10.1	7.9	7.8		
	확정치 EPS (원)	724	527	455	651	587	1,389	1,443	1,927	1,961	2,144	2,299
	EPS Growth (%)	20.0	-27.3	-13.7	43.1	-9.7	136.5	3.9	33.6	1.7	9.4	7.2
컨센서스 기준 PER	High	18.3	36.1	28.3	20.5	33.6	14.8	15.9	11.8	9.9		
	Low	10.4	15.6	15.9	11.7	13.3	6.4	10.6	9.1	6.1		
	Average	14.3	25.5	21.5	16.1	22.0	10.9	13.1	10.4	7.6		
	컨센서스 EPS (원)	598	545	630	789	415	1,161	1,111	1,461	2,018	2,335	2,687
	EPS growth (%)	-0.9	-24.7	19.6	73.6	-36.2	97.6	-20.0	1.2	4.7	15.7	15.1

## 와이솔 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 와이솔PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 와이슬 (122990)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>435.7</b>	<b>446.1</b>	<b>449.7</b>	<b>516.1</b>	<b>544.0</b>
매출액증가율(%)	22.7	2.4	0.8	14.8	5.4
매출원가	359.5	349.5	351.0	405.6	426.1
매출총이익	76.2	96.6	98.8	110.5	117.9
판매비와관리비	33.2	44.1	45.2	49.8	53.1
<b>영업이익</b>	<b>43.0</b>	<b>52.6</b>	<b>53.6</b>	<b>60.7</b>	<b>64.8</b>
영업이익률(%)	9.9	11.8	11.9	11.8	11.9
금융손익	-2.4	-1.6	-1.1	-3.1	-2.8
중속/관계기업관련손익	0.4	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.7	-1.3	2.7	2.7	2.7
세전계속사업이익	37.3	49.7	55.1	60.3	64.7
법인세비용	5.5	5.1	7.7	8.4	9.0
<b>당기순이익</b>	<b>31.8</b>	<b>44.5</b>	<b>47.4</b>	<b>51.9</b>	<b>55.6</b>
지배주주지분 순이익	32.2	44.6	47.2	51.6	55.4

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>132.9</b>	<b>143.4</b>	<b>153.3</b>	<b>180.6</b>	<b>218.2</b>
현금및현금성자산	41.9	59.9	55.8	68.3	90.5
매출채권	39.7	45.6	46.9	55.3	61.8
재고자산	31.8	29.3	37.8	45.1	45.2
비유동자산	165.8	199.7	239.6	273.5	301.8
유형자산	146.2	172.8	217.2	244.1	266.7
무형자산	5.3	6.0	8.7	13.1	17.5
투자자산	4.5	8.6	3.0	3.8	4.5
<b>자산총계</b>	<b>298.7</b>	<b>343.1</b>	<b>392.9</b>	<b>454.1</b>	<b>520.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>104.7</b>	<b>113.3</b>	<b>108.1</b>	<b>112.4</b>	<b>114.6</b>
매입채무	27.7	24.3	25.1	29.4	31.5
단기차입금	46.3	40.8	40.0	35.0	34.0
유동성장기부채	5.3	5.1	7.1	8.1	5.1
비유동부채	35.7	10.5	22.7	21.7	23.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	32.9	7.8	19.9	16.9	16.9
<b>부채총계</b>	<b>140.5</b>	<b>123.8</b>	<b>130.8</b>	<b>134.1</b>	<b>138.4</b>
자본금	10.1	11.5	12.1	12.1	12.1
자본잉여금	44.9	68.7	68.7	68.7	68.7
기타포괄이익누계액	-0.3	-2.2	-0.9	-1.0	-1.0
이익잉여금	108.5	147.6	188.5	246.4	308.0
비지배주주지분	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
<b>자본총계</b>	<b>158.2</b>	<b>219.3</b>	<b>262.1</b>	<b>320.0</b>	<b>381.6</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>71.7</b>	<b>84.6</b>	<b>5.4</b>	<b>18.4</b>	<b>23.5</b>
당기순이익(손실)	31.8	44.5	47.4	51.9	55.6
유형자산감가상각비	32.7	36.1	37.1	43.1	47.4
무형자산상각비	1.2	1.8	1.8	1.8	1.8
운전자본의 증감	6.9	37.5	-17.2	-9.7	-9.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-54.0</b>	<b>-56.4</b>	<b>-71.5</b>	<b>-72.2</b>	<b>-72.2</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-58.4	-66.9	-70.0	-70.0	-70.0
투자자산의 감소(증가)	-0.9	-4.4	-0.6	-0.7	-0.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>0.6</b>	<b>-12.2</b>	<b>20.8</b>	<b>-1.0</b>	<b>3.2</b>
차입금증감	6.6	-30.9	13.4	-7.0	-4.0
자본의증가	0.2	23.6	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>18.6</b>	<b>18.0</b>	<b>-4.1</b>	<b>12.5</b>	<b>22.3</b>
기초현금	23.3	41.9	59.9	55.8	68.3
기말현금	41.9	59.9	55.8	68.3	90.5

Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	19,542	19,262	18,670	21,427	22,582
EPS(지배주주)	1,443	1,927	1,961	2,144	2,299
CFPS	835	777	-171	519	924
EBITDAPS	3,450	3,907	3,717	3,875	4,037
BPS	7,105	9,482	11,327	13,826	16,487
DPS	250	250	250	250	300
배당수익률(%)	1.7	1.8	1.5	1.5	1.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	9.2	7.5	8.6	7.9	7.4
PCR	16.0	18.7	-99.1	32.7	18.3
PSR	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
PBR	1.9	1.5	1.5	1.2	1.0
EBITDA	77	90	90	93	97
EV/EBITDA	4.2	3.5	4.4	4.4	4.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	22.1	23.6	19.6	17.7	15.8
EBITDA이익률	41.8	49.3	52.7	55.3	56.9
부채비율	88.8	56.5	49.9	41.9	36.3
금융비용부담률	0.4	0.4	0.1	0.0	-0.1
이자보상배율(x)	19.0	23.6	42.3	75.9	73.3
매출채권회전율(x)	11.7	10.5	9.7	10.1	9.3
재고자산회전율(x)	10.6	11.4	10.5	9.8	9.4

## Buy

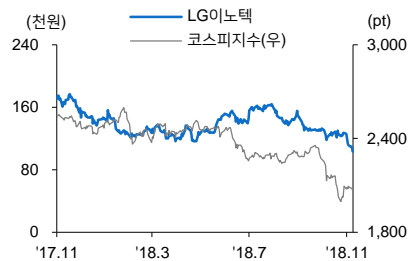
적정주가 (12개월)	140,000원
현재주가 (11.13)	103,500원
상승여력	35.3%

KOSPI	2,071.23pt
시가총액	24,495억원
발행주식수	2,367만주
유동주식비율	59.19%
외국인비중	26.52%
52주 최고/최저가	177,000원/103,500원
평균거래대금	364.8억원

주요주주(%)	
LG전자 외 5 인	40.80
국민연금	9.98

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.8	-19.8	-35.7
상대주가	-11.1	-4.0	-21.5

### 주가그래프



## 4Q18 OP 1,586억원(+22% QoQ), 2019년 OP 4,237억원(+33% YoY)

- 4Q18 영업이익은 XR모델 생산 감소와 주요 고객사의 재고조정 영향으로 컨센서스(1,648억원) 하회 예상
- 1) 트리플 카메라 도입, 2) 1H18 기저효과로 2019년 영업이익은 전년대비 33% 증가 전망

## 북미고객사향 트리플 점유율이 증익의 폭을 결정할 전망

- 19년 중화권 경쟁사의 진입으로 듀얼 및 트리플 카메라 점유율의 불확실성 존재
- 19년 북미고객사향 전체 트리플 카메라의 60% 공급을 가정 (3개 모델 중 최상위, 차상위 모델을 트리플로, 최하위 모델을 듀얼로 가정)

## 투자이견 Buy, 적정주가 140,000원으로 하향

- 스마트폰 판매 둔화는 우려스럽지만, 트리플 카메라와 후면 3D 센싱 모듈의 성장 동력은 아직 유효
- 2016년 아이폰6/6S 판매량 둔화로 광학솔루션 적자 기록 당시 12MF PER 9배 수준까지 하락. 현재도 9배
- 적정주가는 19년 EPS에 18년 Low 멀티플 13배 (최근 낮아진 기대치 반영) 적용한 140,000원으로 하향 (기존 180,000원)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,754.6	104.8	5.0	209	-94.8	75,154	394.5	1.1	5.9	0.3	143.1
2017	7,641.4	296.5	174.8	7,385	3,430.9	82,435	19.6	1.8	7.0	9.4	201.3
2018E	8,376.3	318.5	208.6	8,815	19.4	91,713	11.7	1.1	6.0	10.1	214.6
2019E	8,840.8	423.7	250.4	10,579	20.0	102,007	9.8	1.0	4.7	10.9	189.8
2020E	10,278.3	518.7	328.2	13,867	31.1	115,625	7.5	0.9	4.2	12.7	192.4

# LG이노텍 실적 테이블

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 11  
핸드셋 Phone to platform

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율 (원)	1,072	1,079	1,122	1,110	1,100	1,100	1,085	1,075	1,130	1,096	1,090
매출액	1,720.5	1,517.9	2,313.2	2,824.7	2,022.8	1,846.5	2,016.2	2,955.3	7,641.4	8,376.3	8,840.8
(% QoQ)	-40.0%	-11.8%	52.4%	22.1%	-28.4%	-8.7%	9.2%	46.6%			
(% YoY)	4.6%	13.3%	29.4%	-1.6%	17.6%	21.7%	-12.8%	4.6%	32.8%	9.6%	5.5%
광학솔루션	1,014	814	1,595	2,053	1,232	1,067	1,191	2,047	4,678	5,476	5,537
전장부품	219	240	240	269	310	314	328	361	853	967	1,314
기판소재	262	295	291	312	293	308	312	338	1,143	1,160	1,252
LED	125	117	120	115	114	116	122	118	652	477	469
전자 및 기타	101	52	67	77	74	40	63	90	316	296	268
영업이익	16.8	13.4	129.7	158.6	75.5	47.7	113.3	187.1	296.5	318.5	423.7
(% QoQ)	-88.1%	-20.4%	868.2%	22.3%	-52.4%	-36.9%	137.6%	65.1%			
(% YoY)	-74.8%	-58.8%	131.9%	12.3%	348.8%	256.1%	-12.6%	18.0%	182.8%	7.4%	33.0%
광학솔루션	-2.1	-9.8	120.5	141.7	54.0	22.3	84.7	157.0	241.4	250.4	317.9
전장부품	0.6	-1.8	-6.0	0.8	2.5	3.8	4.9	7.2	5.1	-6.3	18.4
기판소재	18.8	30.6	21.5	23.6	22.0	25.0	27.4	28.6	94.2	94.5	103.0
LED	-2.7	-5.7	-6.0	-7.6	-3.4	-3.5	-3.9	-5.8	-35.3	-22.0	-16.5
전자 및 기타	2.2	0.0	-0.3	0.1	0.4	0.1	0.3	0.1	-7.5	1.9	0.8
영업이익률 (%)	1.0%	0.9%	5.6%	5.6%	3.7%	2.6%	5.6%	6.3%	3.9%	3.8%	4.8%
광학솔루션	-0.2%	-1.2%	7.6%	6.9%	4.4%	2.1%	7.1%	7.7%	5.2%	4.6%	5.7%
전장부품	0.3%	-0.7%	-2.5%	0.3%	0.8%	1.2%	1.5%	2.0%	0.6%	-0.7%	1.4%
기판소재	7.2%	10.4%	7.4%	7.6%	7.5%	8.1%	8.8%	8.5%	8.2%	8.1%	8.2%
LED	-2.2%	-4.8%	-5.0%	-6.6%	-3.0%	-3.0%	-3.2%	-4.9%	-5.4%	-4.6%	-3.5%
전자 및 기타	2.2%	0.0%	-0.5%	0.1%	0.5%	0.3%	0.4%	0.1%	-2.4%	0.7%	0.3%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 아이폰 출하량 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 11  
핸드셋 Phone to platform

## 아이폰 모델별 출하량 예상

(백만대)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
아이폰 7	21.5	16.9	10.2	6.3	5.6	4.8	2.9	1.6	0.8				55	15	1
아이폰 7+	17.4	15.1	8.5	4.4	3.8	3.0	2.1	1.3	0.6				45	10	1
아이폰 8			10.0	14.4	12.5	9.0	5.9	5.1	4.6	2.7	1.4	0.5	24	32	9
아이폰 8+			9.3	12.3	8.3	7.9	5.1	4.6	4.2	3.5	2.1	0.8	22	26	11
아이폰 X				32.0	16.0	11.8	7.1	5.2	3.6	2.8	1.4	0.6	32	40	8
아이폰 XR								24.0	13.2	10.6	7.4	5.2	0	24	36
아이폰 XS							3.9	11.9	6.5	5.2	3.7	2.6	0	16	18
아이폰 XSmax							7.2	22.1	12.1	9.7	7.8	6.2	0	29	36
아이폰 2019 (1)											4.8	15.3	0	0	20
아이폰 2019 (2)											4.8	15.3	0	0	20
아이폰 2019 (3)											6.5	20.4	0	0	27
<b>전체 아이폰 출하량</b>	<b>50.8</b>	<b>41.0</b>	<b>47.5</b>	<b>77.3</b>	<b>52.2</b>	<b>41.3</b>	<b>46.9</b>	<b>76.9</b>	<b>46.3</b>	<b>35.6</b>	<b>40.4</b>	<b>67.2</b>	<b>217</b>	<b>217</b>	<b>189</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

- 19년 LG이노텍 영업이익 추정치를 기존 대비 12% 하향 조정
- 1) 아이폰 출하량 감소 반영, 2) 전방산업 업황 둔화 가속화로 광학솔루션 마진 0.8%p 하향 조정, 3) 트리플 카메라 모듈 단가는 기존대비 상향 반영

## LG이노텍 추정치 변경 내역

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	2,825	8,376	8,841	2,875	8,426	9,059	-1.7%	-0.6%	-2.4%
영업이익	159	318	424	171	331	482	-7.2%	-3.7%	-12.2%
영업이익률 (%)	5.6%	3.8%	4.8%	5.9%	3.9%	5.3%			
세전이익	136	262	315	148	275	367	-8.2%	-4.4%	-14.1%
순이익	109	209	250	112	212	283	-3.0%	-1.6%	-11.5%

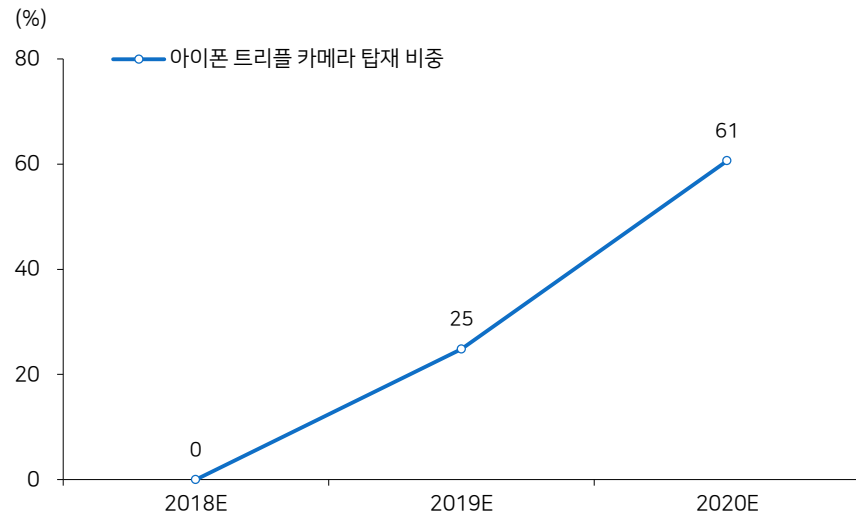
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 광학솔루션 증익으로 19년 전사 증익 확실

## 광학솔루션 증익으로 19년 전사 실적 증익 확실

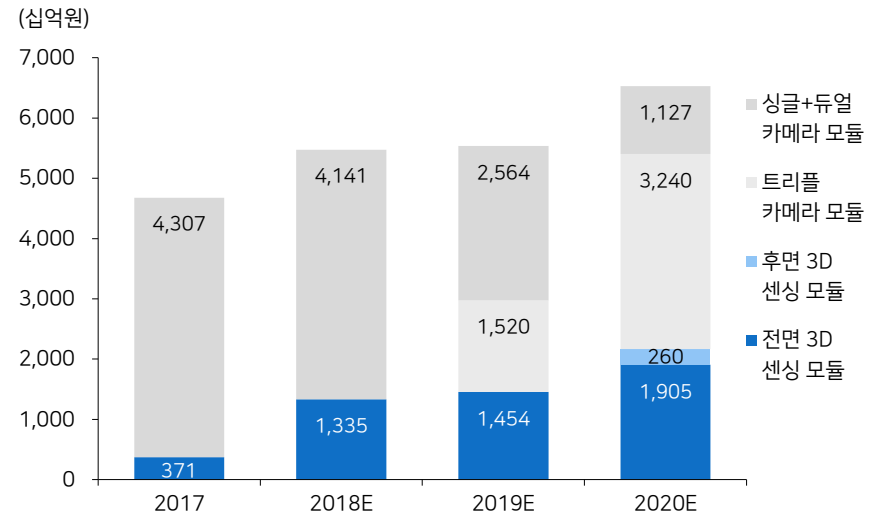
- 19년 아이폰 내 트리플 카메라 탑재 비중은 25%로 예상
- 기존 듀얼카메라 대비 판가는 50% 이상 높을 전망
- 경쟁사 진입으로 듀얼카메라 매출이 대폭 감소할 전망이지만, 트리플 카메라 매출로 이를 상쇄할 전망
- 광학솔루션 수익성은 18년 4.6%에서 19년 5.7%로 개선 예상 (19년 광학 영업이익 전년대비 +27% 예상)
- 1) 1H18처럼 오더컷과 급격한 원화강세가 발생할 가능성이 낮고, 2) 트리플카메라를 통한 믹스 개선 때문
- 다만, 신규 경쟁사 진입에 의한 듀얼 및 트리플 카메라모듈 점유율에는 다소 불확실성이 존재

## 트리플 카메라 모듈 탑재 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 광학솔루션 사업부 매출 분석



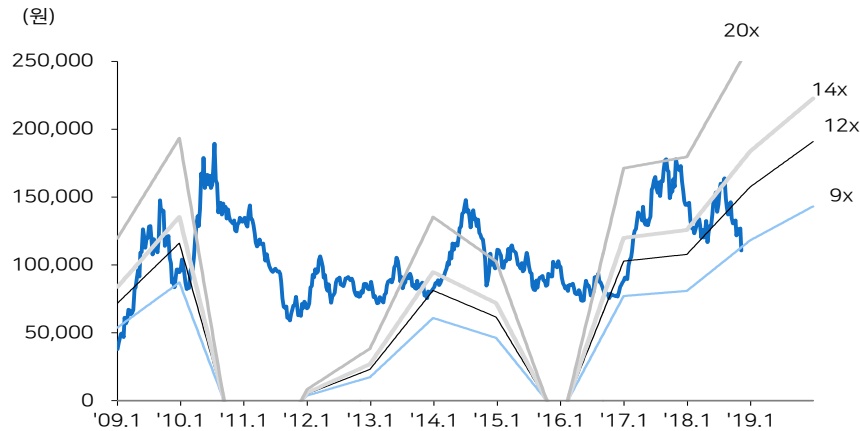
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# LG이노텍 밸류에이션 테이블

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 11  
핸드셋 Phone to platform

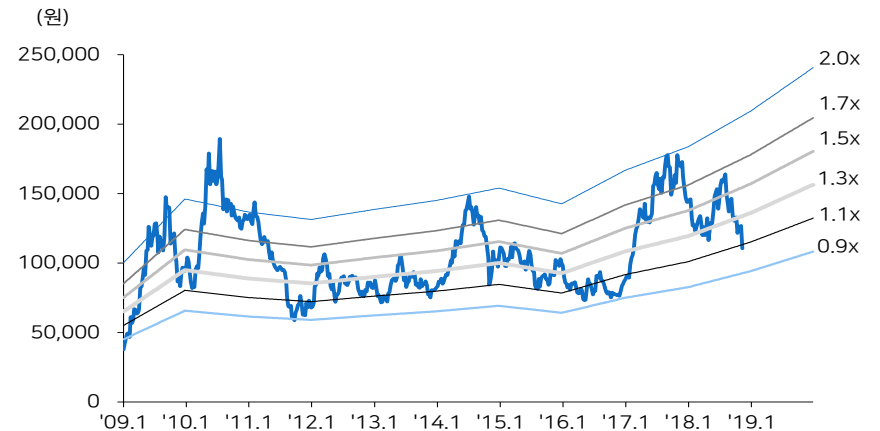
(배)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주가 (원)	High	162,000	196,000	147,500	109,000	109,000	151,000	119,500	98,500	188,000	164,000		
	Low	37,650	81,200	56,200	67,200	68,800	80,100	78,600	70,500	84,700	110,500		
	Average	99,709	135,152	94,578	85,745	84,813	112,653	98,340	82,506	144,530	135,600		
확정치 기준 PER	High	34.5	19.0	nm	nm	141.5	30.1	29.7	471.0	25.5	18.6		
	Low	8.0	7.9	nm	nm	89.3	16.0	19.6	337.1	11.5	12.5		
	Average	21.2	13.1	nm	nm	110.1	22.4	24.5	394.5	19.6	15.4		
	확정치 EPS (원)	4,698	10,292	-7,213	-1,237	770	5,020	4,018	209	7,385	8,815	10,579	13,867
	EPS Growth (%)	-4.6	119.0	-170.1	-82.9	-162.3	551.6	-20.0	-94.8	3,430.9	19.4	20.0	31.1
컨센서스 기준 PER	High	27.4	20.3	nm	269.1	56.9	22.3	23.3	nm	22.0	18.1		
	Low	6.4	8.4	nm	165.9	35.9	11.8	15.3	nm	9.9	12.2		
	Average	16.9	14.0	nm	211.7	44.2	16.6	19.2	nm	16.9	14.9		
	컨센서스 EPS (원)	5,908	9,671	-4,251	405	1,917	6,766	5,128	-1,272	8,564	9,084	12,287	14,302
	EPS growth (%)	20.0	105.8	-141.3	-105.6	-255.0	778.2	2.2	-131.7	3,994.6	23.0	35.3	16.4

## LG이노텍 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## LG이노텍 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# LG이노텍 (011070)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>5,754.6</b>	<b>7,641.4</b>	<b>8,376.3</b>	<b>8,840.8</b>	<b>10,278.3</b>
매출액증가율(%)	-6.2	32.8	9.6	5.5	16.3
매출원가	5,102.2	6,756.7	7,507.9	7,943.8	8,762.8
매출총이익	652.4	884.7	868.4	897.0	1,515.5
판매비와관리비	547.6	588.2	549.9	473.3	996.9
<b>영업이익</b>	<b>104.8</b>	<b>296.5</b>	<b>318.5</b>	<b>423.7</b>	<b>518.7</b>
영업이익률(%)	1.8	3.9	3.8	4.8	5.0
금융손익	-31.6	-27.8	-56.9	-97.5	-93.9
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-62.5	-30.0	-9.9	-11.2	-12.0
세전계속사업이익	10.7	238.7	262.4	314.9	412.8
법인세비용	5.7	63.9	53.8	64.6	84.6
<b>당기순이익</b>	<b>5.0</b>	<b>174.8</b>	<b>208.6</b>	<b>250.4</b>	<b>328.2</b>
비배주주지분 순이익	5.0	174.8	208.6	250.4	328.2

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>2,084.4</b>	<b>2,734.5</b>	<b>3,054.8</b>	<b>3,201.1</b>	<b>4,159.4</b>
현금및현금성자산	341.3	369.5	253.9	314.0	332.1
매출채권	1,272.8	1,637.7	1,774.5	1,820.8	2,334.5
재고자산	403.2	641.3	956.9	993.3	1,398.9
비유동자산	2,239.3	3,143.0	3,774.1	3,795.0	3,840.9
유형자산	1,729.4	2,599.7	3,130.3	3,164.3	3,142.7
무형자산	227.1	269.5	283.4	287.2	290.2
투자자산	34.4	34.6	31.4	29.1	26.8
<b>자산총계</b>	<b>4,323.7</b>	<b>5,877.5</b>	<b>6,828.9</b>	<b>6,996.1</b>	<b>8,000.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,733.7</b>	<b>2,497.3</b>	<b>2,523.8</b>	<b>2,896.5</b>	<b>3,418.8</b>
매입채무	805.5	1,110.9	1,222.5	1,258.1	1,647.5
단기차입금	29.1	58.5	74.5	64.5	54.5
유동성장기부채	366.1	182.2	353.9	620.6	433.3
비유동부채	811.5	1,429.5	2,134.7	1,685.7	1,845.3
사채	530.0	730.0	967.8	647.8	777.8
장기차입금	157.6	533.7	936.0	834.0	844.3
<b>부채총계</b>	<b>2,545.2</b>	<b>3,926.7</b>	<b>4,658.5</b>	<b>4,582.2</b>	<b>5,264.1</b>
자본금	118.3	118.3	118.3	118.3	118.3
자본잉여금	1,133.7	1,133.7	1,133.7	1,133.7	1,133.7
기타포괄이익누계액	-15.7	-42.2	-25.9	-26.8	-26.8
이익잉여금	542.5	741.4	944.6	1,189.0	1,511.3
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>1,778.5</b>	<b>1,950.8</b>	<b>2,170.3</b>	<b>2,413.9</b>	<b>2,736.2</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>331.8</b>	<b>446.0</b>	<b>203.3</b>	<b>800.8</b>	<b>495.6</b>
당기순이익(손실)	5.0	174.8	208.6	250.4	328.2
유형자산감가상각비	308.9	306.7	490.9	566.0	571.6
무형자산상각비	41.9	48.4	72.4	83.5	84.3
운전자본의 증감	-175.4	-241.4	-503.7	-46.4	-460.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-355.9</b>	<b>-834.4</b>	<b>-1,129.8</b>	<b>-549.1</b>	<b>-499.1</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-319.0	-775.7	-800.0	-600.0	-550.0
투자자산의 감소(증가)	2.1	-0.1	1.7	2.3	2.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>6.5</b>	<b>422.5</b>	<b>779.8</b>	<b>-171.3</b>	<b>-62.9</b>
차입금증감	17.2	421.6	829.6	-165.3	-57.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-19.0</b>	<b>28.3</b>	<b>-115.7</b>	<b>60.2</b>	<b>18.1</b>
기초현금	360.3	341.3	369.5	253.9	314.0
기말현금	341.3	369.5	253.9	314.0	332.1

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	243,146	322,868	353,921	373,549	434,286
EPS(비배주주)	209	7,385	8,815	10,579	13,867
CFPS	-803	1,194	-4,887	2,542	764
EBITDAPS	19,252	27,529	37,257	45,343	49,631
BPS	75,154	82,435	91,713	102,007	115,625
DPS	250	250	250	250	250
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	394.5	19.6	11.7	9.8	7.5
PCR	-102.7	121.1	-21.2	40.7	135.5
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
PBR	1.1	1.8	1.1	1.0	0.9
EBITDA	456	652	882	1,073	1,175
EV/EBITDA	5.9	7.0	6.0	4.7	4.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	0.3	9.4	10.1	10.9	12.7
EBITDA이익률	1.1	26.8	23.7	23.3	27.9
부채비율	143.1	201.3	214.6	189.8	192.4
금융비용부담률	0.5	0.4	0.6	1.0	0.8
이자보상배율(x)	2.9	8.9	5.5	4.4	5.5
매출채권회전율(x)	4.9	5.3	4.9	4.9	4.9
재고자산회전율(x)	14.4	12.9	9.4	8.1	7.3

# 비에이치(090460) 최악을 반영하고 있는 주가

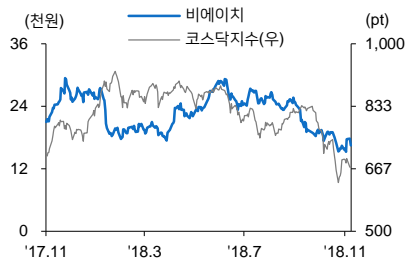
Analyst 주민우 02. 6098-6677  
Minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	22,000원
현재주가 (11.13)	16,500원
상승여력	33.3%
KOSDAQ	670.85pt
시가총액	5,166억원
발행주식수	3,131만주
유동주식비율	68.25%
외국인비중	14.67%
52주 최고/최저가	29,400원/15,250원
평균거래대금	129.7억원
주요주주(%)	
이경환 외 2인	23.52

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.6	-31.0	-27.9
상대주가	0.8	-10.9	-20.4

주가그래프



## 4Q18 OP 374억원(-11% QoQ), 2019년 OP 1,231억원(+12% YoY)

- 4Q18 매출액과 영업이익은 주요 고객사들의 재고조정 영향으로 전분기 대비 역성장 예상
- 2019년은 1) 주요 고객사 OLED 모델 확대, 2) 빌드업 FPCB 비중 증가, 3) 신규 매출 확대에 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 23%, 25% 증가 전망

## 차세대 성장동력은 1) 폴더블 스마트폰용 FPCB, 2) 5G 안테나용 FPCB, 3) 차량 OLED용 FPCB

- 기존 스마트폰 OLED RFPCB 1개 탑재 → 폴더블 스마트폰 OLED RFPCB 2개 탑재 (대당 탑재량 증가)
- 기존 스마트폰 내 LDS 안테나 탑재 → 5G 스마트폰 내 FPCB 안테나 탑재 (침투율 증가)
- 차량내 OLED 탑재가 늘어날 수록 비에이치 수혜 ex) 사이드미러, 뒷자석 엔터테인먼트 디스플레이

## 현 주가는 19년 예상 EPS 기준 PER 5배, 최악을 반영하고 있는 주가 수준

- 스마트폰 성장 둔화는 분명한 리스크 요인이거나, FPCB 경쟁사가 13년 28개에서 18년 8개로 감소했기 때문에 14~16년과 같은 hard-landing 가능성은 제한적
- 적정주가는 19년 EPS에 18년 평균 멀티플 7배 (최근 낮아진 기대치 반영) 적용한 22,000원으로 하향조정 (기존 37,000원)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	372.0	(25.8)	(24.5)	-784	-381.9	3,413	(5.1)	1.2	(37.4)	(22.9)	193.0
2017	691.3	75.7	46.4	1,483	-289.3	4,885	11.3	3.4	6.0	35.8	240.3
2018E	814.8	98.1	85.1	2,542	71.4	6,804	6.5	2.4	5.6	46.5	165.4
2019E	1,006.1	123.1	103.5	3,091	21.6	10,117	5.3	1.6	4.1	39.1	120.6
2020E	1,012.4	116.9	100.1	2,991	-3.3	13,319	5.5	1.2	4.0	27.3	79.3

# 비에이치 실적테이블

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 11  
핸드셋 Phone to platform

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율 (원)	1,072	1,079	1,122	1,110	1,100	1,100	1,085	1,075	1,130	1,096	1,090
매출액	134.0	136.7	284.1	261.0	177.1	208.0	315.3	305.7	691.3	815.8	1,006.1
(% QoQ)	-52.2%	2.0%	107.8%	-8.1%	-32.1%	17.4%	51.6%	-3.1%			
(% YoY)	30.6%	15.4%	49.4%	-6.8%	32.2%	52.2%	11.0%	17.1%	85.9%	18.0%	23.3%
Display RFPCB (북미)	50.0	62.0	215.0	189.4	104.8	118.7	231.6	213.9	362.0	516.4	668.9
Display RFPCB (국내)	51.9	44.7	41.7	46.6	41.6	38.3	33.7	41.9	192.2	184.9	155.5
Key-PBA FPCB	3.5	3.3	1.8	0.7	2.0	2.0	2.0	1.9	30.9	9.3	7.9
CCM FPCB	1.7	2.3	2.2	1.3	1.2	1.7	1.6	0.9	7.6	7.5	5.4
Battery FPCB	13.7	11.1	12.2	13.3	13.2	13.0	12.9	12.8	30.8	50.3	51.9
LGE향	1.0	0.9	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	6.2	3.9	3.3
LGI향	1.3	1.7	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	4.7	4.9	3.1
Tablet FPCB	1.7	1.8	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	7.8	5.1	2.7
해외	6.7	6.5	5.5	5.2	5.7	5.5	4.7	5.2	36.9	23.9	21.1
자동차 및 기타 FPCB	2.5	2.4	2.5	2.2	6.4	26.5	26.6	26.8	12.2	9.6	86.3
영업이익	9.3	9.5	42.0	37.4	16.7	22.8	43.4	40.3	75.7	98.1	123.1
(% QoQ)	-76.9%	1.8%	343.3%	-11.1%	-55.3%	36.3%	90.8%	-7.2%			
(% YoY)	323.2%	-5.5%	80.7%	-7.2%	79.3%	140.2%	3.4%	7.9%	-393.6%	29.6%	25.5%
영업이익률 (%)	6.9%	6.9%	14.8%	14.3%	9.4%	10.9%	13.8%	13.2%	11.0%	12.0%	12.2%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 아이폰 출하량 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 11  
핸드셋 Phone to platform

## 아이폰 모델별 출하량 예상

(백만대)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
아이폰 7	21.5	16.9	10.2	6.3	5.6	4.8	2.9	1.6	0.8				55	15	1
아이폰 7+	17.4	15.1	8.5	4.4	3.8	3.0	2.1	1.3	0.6				45	10	1
아이폰 8			10.0	14.4	12.5	9.0	5.9	5.1	4.6	2.7	1.4	0.5	24	32	9
아이폰 8+			9.3	12.3	8.3	7.9	5.1	4.6	4.2	3.5	2.1	0.8	22	26	11
아이폰 X				32.0	16.0	11.8	7.1	5.2	3.6	2.8	1.4	0.6	32	40	8
아이폰 XR								24.0	13.2	10.6	7.4	5.2	0	24	36
아이폰 XS							3.9	11.9	6.5	5.2	3.7	2.6	0	16	18
아이폰 XSmax							7.2	22.1	12.1	9.7	7.8	6.2	0	29	36
아이폰 2019 (1)											4.8	15.3	0	0	20
아이폰 2019 (2)											4.8	15.3	0	0	20
아이폰 2019 (3)											6.5	20.4	0	0	27
<b>전체 아이폰 출하량</b>	<b>50.8</b>	<b>41.0</b>	<b>47.5</b>	<b>77.3</b>	<b>52.2</b>	<b>41.3</b>	<b>46.9</b>	<b>76.9</b>	<b>46.3</b>	<b>35.6</b>	<b>40.4</b>	<b>67.2</b>	<b>217</b>	<b>217</b>	<b>189</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 비에이치 추정치 변경 내역

- 19년 비에이치 매출액과 영업이익을 기존 대비 각각 13%, 12% 하향
- 1) 아이폰 출하량 감소 반영, 2) 갤럭시 출하량 감소 반영으로 추정치 하향 조정 불가피

### 비에이치 추정치 변경 내역

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	261.0	815.8	1,006.1	340.3	919.1	1,160.1	-23.3%	-11.2%	-13.3%
영업이익	37.4	98.1	123.1	51.0	110.6	139.9	-26.7%	-11.3%	-12.0%
영업이익률 (%)	14.3%	12.0%	12.2%	15.0%	12.0%	12.1%			
세전이익	31.3	102.5	123.0	44.8	114.9	140.0	-30.0%	-10.8%	-12.1%
순이익	24.7	85.1	103.3	36.5	94.2	114.8	-32.3%	-9.7%	-10.0%

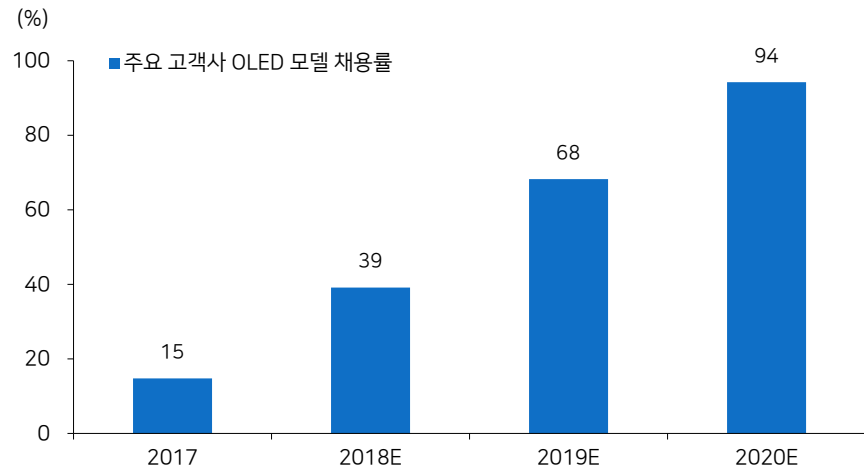
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 전방시장 위축에도 이익성장 가능

## 북미고객사 OLED 모델 채용률 증가는 여전히 유효

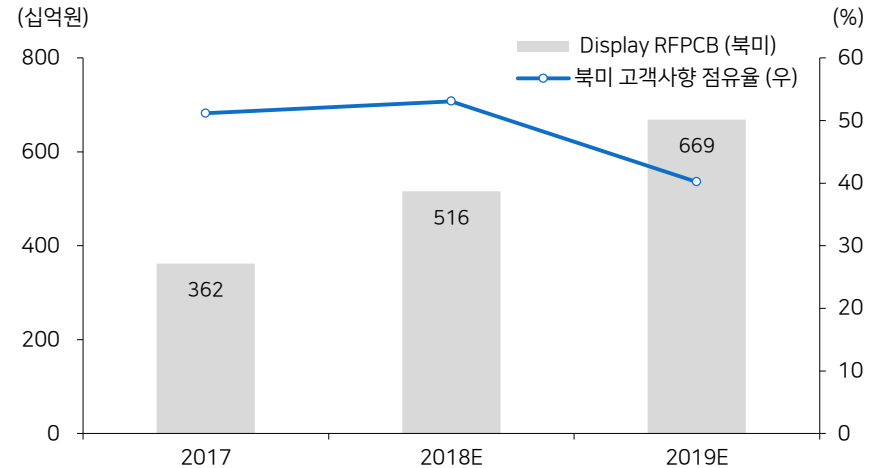
- 북미고객사의 OLED 채용률은 18년 39%에서 19년 68%로 확대될 전망
- 이에 따라 비에이치의 북미고객사향 매출 또한 18년 5,160억원에서 19년 6,690억원으로 30% 성장 기대
- 17,18년 북미 고객사향 제품 내 50% 점유율을 유지한 것과 달리 19년 점유율은 40%로 보수적인 가정
- LG디스플레이 E6 15K 풀가동시 6.5인치 OLED 패널 월 180만개 생산 가능 (7~12월 생산시 천만개)
- 애플의 신규모델 출하량이 하반기 7천만대 수준임을 감안시 19년 신모델에서 LGD 비중은 10~13% 수준 예상. LG디스플레이의 점유율 확대는 비에이치의 점유율 손실을 의미
- 19년 북미고객사 점유율은 비에이치 40%, 삼성전기 40%, 영풍전자 20% 가정

## 북미고객사 OLED 모델 채용률 증가로



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 북미고객사향 매출은 성장 예상



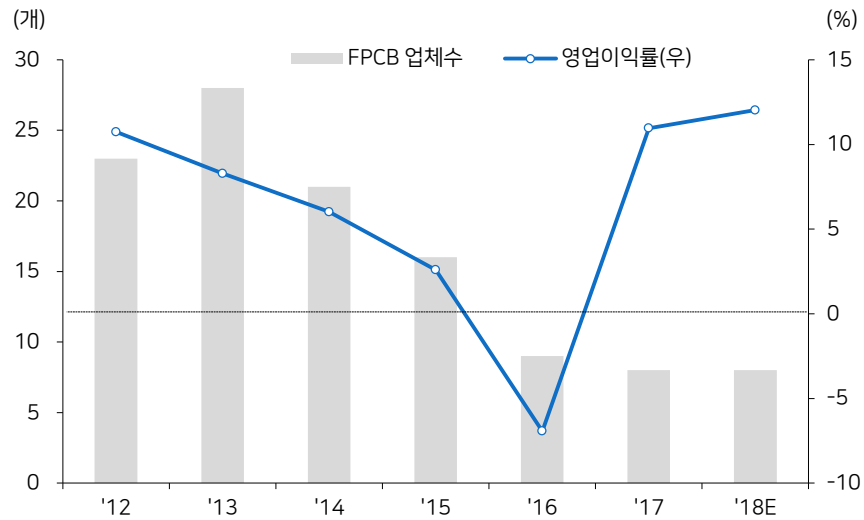
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 전방시장 위축과 제한된 경쟁

## 전방시장 위축과 제한된 경쟁

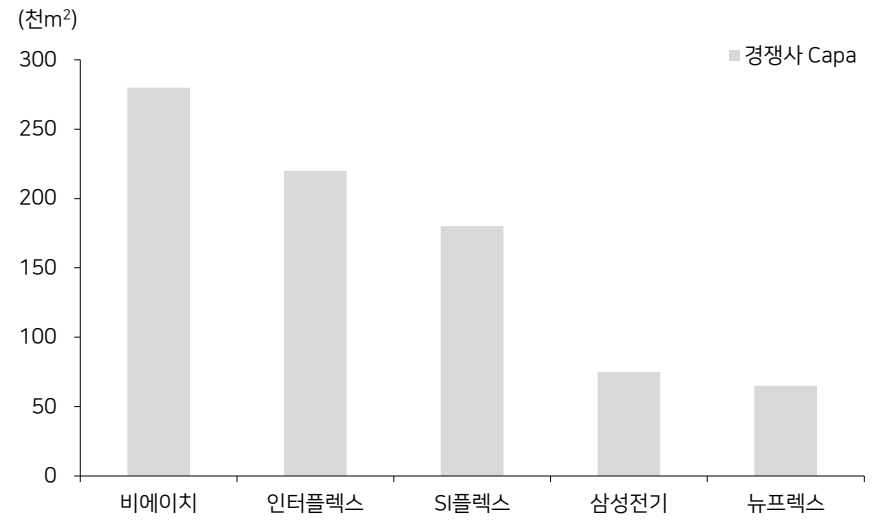
- 전방산업의 수요성장 부진은 리스크가 분명하나, 경쟁사 감소 추세도 함께 진행 중
- 2013년 28개였던 경쟁사는 1차 구조조정을 거치며 2018년 8개로 대폭 감소
- 전방 시장의 위축에도 불구하고, 2019년 비에이치의 영업이익률은 18년과 유사한 12% 전망
- 업계 내 최대 Capa와 레퍼런스를 동시에 가지고 있기 때문에 post-Smartphone 시장 개화 시 가장 큰 수혜를 누릴 수 있다고 판단 (폴더블 스마트폰, 5G 안테나, 차량용 OLED 등)

## FPCB 산업은 1차 구조조정이 일단락된 산업



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 업계 최대 Capa 유지



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

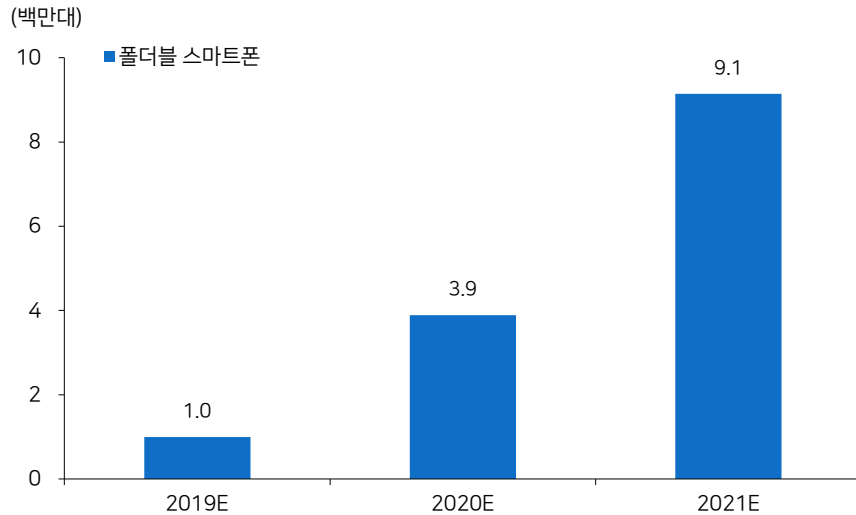
# 차세대 성장동력

스마트폰 이외의 차세대 동력은

- 1) 폴더블,
- 2) 5G 안테나,
- 3) 차량용 OLED

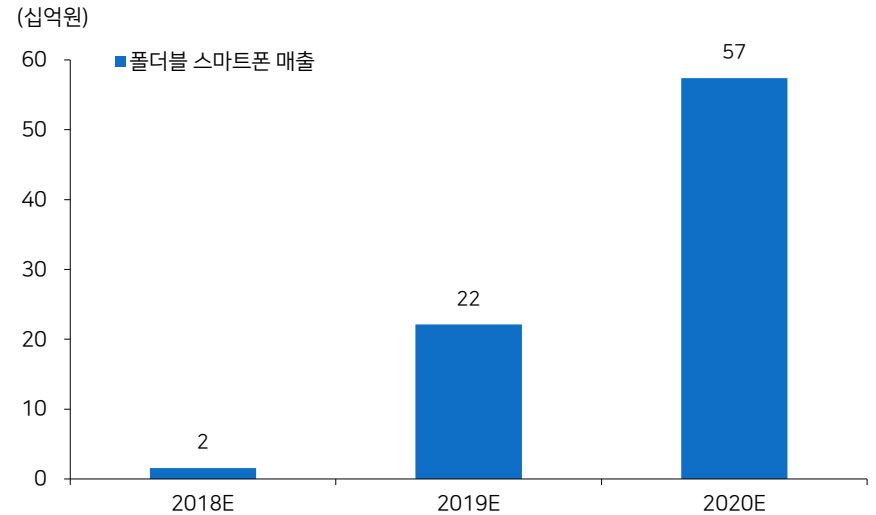
- 스마트폰 이외의 차세대 성장동력이 절실한 상황
- 1) 폴더블 스마트폰 (대당 탑재량 2개), 2) 5G 안테나 도입, 3) 차량용 OLED 탑재 증가에 주목
- 폴더블 스마트폰 매출은 19년 220억원, 20년 570억원으로 전사 매출비중은 각각 2.2%, 5.7% 예상
- 5G 안테나 매출은 5G SA가 상용화 되는 20년 하반기부터 본격적인 성장 예상
- 차량용 OLED 매출은 비에이치 고객사의 수주 활동결과에 따라 점진적인 성장 예상

## 국내 고객사 폴더블 스마트폰 출하량 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 비에이치 폴더블 스마트폰 매출 전망



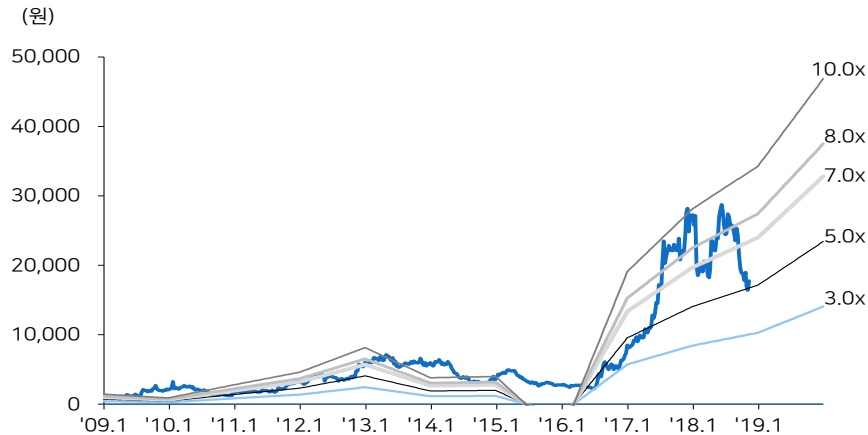
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 비에이치 밸류에이션 테이블

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 11  
핸드셋 Phone to platform

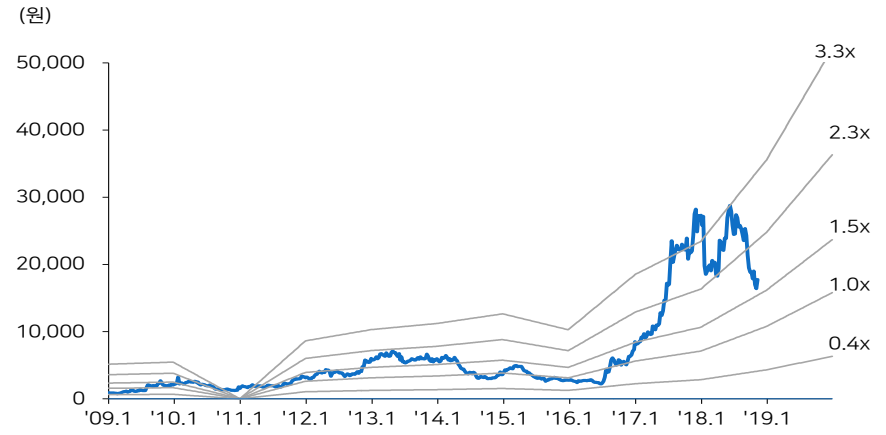
(배)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주가 (원)	High	5,520	6,990	6,950	12,400	14,900	12,950	10,300	17,300	31,750	29,250		
	Low	1,365	2,170	2,890	5,590	9,130	5,650	4,945	4,100	14,850	15,250		
	Average	2,973	3,837	4,330	7,937	12,157	8,647	7,141	7,935	21,696	22,341		
확정치 기준 PER	High	11.9	56.0	19.3	26.0	20.7	31.8	37.1	nm	21.4	11.5		
	Low	2.9	17.4	8.0	11.7	12.7	13.9	17.8	nm	10.0	6.0		
	Average	6.4	30.7	12.0	16.6	16.9	21.3	25.7	nm	14.6	8.8		
	확정치 EPS (원)	463	125	361	477	720	407	278	-784	1,483	2,542	3,086	2,979
	EPS Growth (%)			189.0	32.2	50.9	-43.5	-31.7	nm	nm	71.4	21.4	-3.5
컨센서스 기준 PER	High	38.1	77.7	24.8	26.9	18.3	34.0	25.9	nm	16.6	10.2		
	Low	9.4	24.1	10.3	12.1	11.2	14.8	12.4	nm	7.8	5.3		
	Average	20.5	42.6	15.5	17.2	14.9	22.7	17.9	nm	11.3	7.8		
	컨센서스 EPS (원)	145	90	280	461	815	381	398	-458	1,912	2,857	3,373	3,925
	EPS growth (%)	nm	-80.6	124.3	27.8	70.9	-47.1	-2.2	nm	nm	92.6	18.1	16.4

## 비에이치 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 비에이치 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 비에이치 (090460)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>372.0</b>	<b>691.3</b>	<b>814.8</b>	<b>1,006.1</b>	<b>1,012.4</b>
매출액증가율(%)	2.0	85.9	17.9	23.5	0.6
매출원가	371.6	581.0	661.6	815.1	828.1
매출총이익	0.4	110.4	153.3	191.1	184.3
판매비와관리비	26.1	34.6	55.1	67.9	67.4
<b>영업이익</b>	<b>-25.8</b>	<b>75.7</b>	<b>98.1</b>	<b>123.1</b>	<b>116.9</b>
영업이익률(%)	-6.9	11.0	12.0	12.2	11.5
금융손익	-6.8	-13.9	-6.4	-6.5	-5.9
충속/관계기업관련손익	0.0	6.7	3.3	2.7	2.7
기타영업외손익	4.3	-9.8	7.6	3.8	4.0
세전계속사업이익	-28.3	58.7	102.5	123.2	117.8
법인세비용	-3.8	12.3	17.4	19.7	17.7
<b>당기순이익</b>	<b>-24.5</b>	<b>46.4</b>	<b>85.1</b>	<b>103.5</b>	<b>100.1</b>
지배주주지분 순이익	-24.5	46.4	85.1	103.5	100.1

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>154.4</b>	<b>336.1</b>	<b>349.2</b>	<b>460.3</b>	<b>505.5</b>
현금및현금성자산	10.5	83.3	49.9	97.5	139.5
매출채권	63.0	156.6	179.5	208.2	194.0
재고자산	66.5	58.7	68.4	96.4	120.6
비유동자산	156.3	183.7	215.6	237.6	241.3
유형자산	145.3	163.8	177.9	194.1	199.2
무형자산	2.9	4.3	4.9	5.6	6.3
투자자산	1.8	8.5	19.0	21.7	24.4
<b>자산총계</b>	<b>310.6</b>	<b>519.8</b>	<b>564.8</b>	<b>697.9</b>	<b>746.8</b>
유동부채	126.9	256.0	249.7	279.1	235.6
매입채무	37.5	111.3	133.9	162.4	125.5
단기차입금	66.7	90.4	64.0	60.0	62.0
유동성장기부채	11.7	15.1	11.5	12.5	12.5
비유동부채	77.7	111.1	102.3	102.4	94.7
사채	0.0	25.3	27.1	27.1	27.1
장기차입금	72.0	38.8	31.8	27.8	23.8
<b>부채총계</b>	<b>204.6</b>	<b>367.1</b>	<b>352.0</b>	<b>381.5</b>	<b>330.3</b>
자본금	7.8	15.6	15.6	15.6	15.6
자본잉여금	33.0	27.6	27.6	27.6	27.6
기타포괄이익누계액	6.2	3.8	3.6	3.7	3.7
이익잉여금	59.8	105.0	190.1	293.6	393.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>106.0</b>	<b>152.8</b>	<b>212.8</b>	<b>316.4</b>	<b>416.5</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>0.6</b>	<b>59.0</b>	<b>109.4</b>	<b>145.0</b>	<b>121.1</b>
당기순이익(손실)	-24.5	46.4	85.1	103.5	100.1
유형자산감가상각비	18.6	22.0	28.5	33.8	35.0
무형자산상각비	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	4.9	-44.5	-20.5	-26.2	-48.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-12.3</b>	<b>-37.9</b>	<b>-112.3</b>	<b>-90.6</b>	<b>-80.6</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-22.2	-68.5	-35.0	-50.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	0.1	-0.3	-6.9	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>5.3</b>	<b>53.1</b>	<b>-78.5</b>	<b>-7.0</b>	<b>-2.0</b>
차입금증감	-10.0	19.2	-35.3	-7.0	-2.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-5.9</b>	<b>72.9</b>	<b>-33.5</b>	<b>47.6</b>	<b>42.0</b>
기초현금	16.4	10.5	83.3	49.9	97.5
기말현금	10.5	83.3	49.9	97.5	139.5

Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	11,895	22,109	24,345	30,061	30,247
EPS(지배주주)	-784	1,483	2,542	3,091	2,991
CFPS	-190	2,330	-1,000	1,423	1,254
EBITDAPS	-223	3,132	3,778	4,689	4,539
BPS	3,413	4,885	6,804	10,117	13,319
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-5.1	11.3	6.5	5.3	5.5
PCR	-20.9	7.2	-16.5	11.6	13.2
PSR	0.3	0.8	0.7	0.5	0.5
PBR	1.2	3.4	2.4	1.6	1.2
EBITDA	-7	98	126	157	152
EV/EBITDA	-37.4	6.0	5.6	4.1	4.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-22.9	35.8	46.5	39.1	27.3
EBITDA이익률	351.0	47.4	67.3	65.9	65.9
부채비율	193.0	240.3	165.4	120.6	79.3
금융비용부담률	1.5	0.9	0.7	0.5	0.4
이자보상배율(x)	-4.4	11.7	15.8	21.6	19.9
매출채권회전율(x)	5.4	6.3	4.8	5.2	5.0
재고자산회전율(x)	5.6	9.3	10.4	9.9	7.6

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 주민우)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.  
 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

### 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### SKC코오롱PI (178920) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.07.16	산업분석	Buy	67,000	주민우	-23.1	-21.8	
2018.07.24	기업브리프	Buy	63,000	주민우	-18.7	-12.1	
2018.10.01	기업브리프	Buy	63,000	주민우	-21.5	-12.1	
2018.10.22	산업분석	Buy	63,000	주민우	-21.8	-12.1	
2018.10.23	기업브리프	Buy	63,000	주민우	-26.5	-12.1	
2018.11.14	산업분석	Buy	53,000	주민우	-	-	

### 와이솔 (122990) 투자등급변경 내용

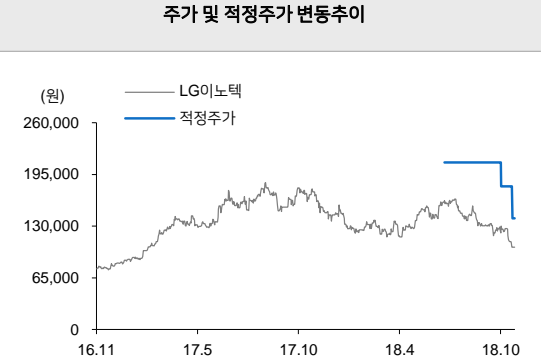
\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.07.16	산업분석	Buy	21,000	주민우	-20.0	-16.4	
2018.08.16	기업브리프	Buy	21,000	주민우	-15.7	-5.0	
2018.10.01	기업브리프	Buy	24,000	주민우	-32.5	-25.6	
2018.11.14	산업분석	Buy	22,000	주민우	-	-	

### LG이노텍 (011070) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2018.07.16	산업분석	Buy	210,000	주민우	-24.1	-22.6
2018.07.26	기업브리프	Buy	210,000	주민우	-32.1	-21.9
2018.10.25	기업브리프	Buy	180,000	주민우	-33.6	-27.8
2018.11.14	산업분석	Buy	140,000	주민우	-	-



### 비에이치 (090460) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2018.07.16	산업분석	Buy	37,000	주민우	-33.3	-27.0
2018.09.19	기업브리프	Buy	37,000	주민우	-41.2	-27.0
2018.11.14	산업분석	Buy	22,000	주민우	-	-

