

'18년 11월

[전기전자/Neutral]

수요는 부진, H/W 변화는 약진

[전기전자] 고의영
2122-9179
ey.ko@hi-ib.com

하이투자증권 DGB

수요는 부진, H/W 변화는 약진

Summary / #3

글로벌 세트 경쟁 현황 및 전망/ #7

'19년에 기대되는 변화들 / #14

기업분석 / #33

Summary

- '19년 글로벌 스마트폰 출하량은 -1.7%YoY로 역성장 이어갈 것으로 전망. **화웨이, 샤오미, 오포** 등 중국 세트 업체는 성장이 정체된 내수 시장을 벗어나 적극적으로 해외 진출 추진. 특히 유럽에서 Huawei P20와 P20 Pro의 성공은 삼성전자 Flagship 모델 부진 원인으로 귀결. 중국업체들은 \$200~599 중고가 라인에 강점. 이에 대응하여 **삼성전자**는 H/W 스펙을 강화하고 중가 라인업의 비중을 확대하여 M/S 수성 전망. **애플**은 LCD모델 부진에 따라 OLED모델의 출하 비중을 확대할 것으로 전망. 높은 고객 충성도를 기반으로 고가격 전략 유지하는 가운데 iOS 사용자 기반의 컨텐츠 사업 확대하며 디바이스 사업의 성장 한계 극복하려는 움직임
- '19년 주목해야 할 H/W 변화로는,

① 5G 스마트폰과 RF 필터: '19년 5G 스마트폰 출하 비중은 0.5%에서 '22년 10% 이상으로 확대될 것으로 전망. 삼성전자는 1H19, 애플은 2H20으로 예상. 이에 따라 필요에 따라 주파수를 걸러주는 RF 필터 시장의 확대가 예상. 5G에서는 세트당 대응해야 하는 주파수가 기존 4G 대비 증가할 것이기 때문. 특히 고주파 영역 대응을 위한 BAW 필터의 수요가 증가할 것으로 전망되는 가운데, 한정된 스마트폰 메인기판에서 필터 탑재량 증가는 필연적으로 RF 모듈에 대한 수요를 야기할 것으로 판단

② 트리플 카메라: 트리플 카메라 침투율은 '18년 1% 미만에서 '19년 13%로 확대될 전망. Huawei P20 Pro 성공 이후 중화 업체들의 공격적인 트리플 카메라 채용이 계획되어 있으며 1H19 갤럭시S, 2H19 iPhone 등 선두 업체들의 플래그십 모델에도 탑재 전망. 특히 삼성전자의 경우 중가 라인업 강화를 위해 트리플카메라를 갤럭시A 라인업에 채용중인 가운데, 후면 카메라모듈 메인 공급사인 삼성전기의 CapEx 집행이 수동부품에 집중되어 있기에 중소 카메라모듈 업체들에 대한 반사이익 전망

③ FoD (Finger on Display): FoD를 채용한 스마트폰은 '18년 1,000만대 미만에서 '19년 1억대 규모로 확대될 전망. 특히 '18년이 중화 세트 업체들이 Goodix 센서를 중심으로 광학식 FoD 시장의 개화를 이끌었다면, '19년은 삼성전자 갤럭시S10에 퀄컴의 센서가 채용되면서 초음파 방식의 FoD가 확대되는 원년이 될 것으로 전망

④ 폴더블 스마트폰: IHS에 따르면 Foldable OLED 출하량은 '19년 140만개에서 '25년 5,050만개로 확대될 것으로 전망. 폴더블 품팩터가 정체된 스마트폰 시장의 반전을 가져오기 위해서는 두께, 그립감, 무게, 배터리 등 기술적 완성도가 확보되는 것도 중요하지만, 근본적으로 소비자의 구매욕 자극을 위해 적절한 가격 정책과 킬러 어플리케이션이 필요. 당사는 5G 네트워크와 연계되어 4K 동영상 및 게이밍 컨텐츠 위주의 시장 확대 예상

- 커버리지 내 대형주에서는 삼성전기와 LG이노텍, 중소형주에서는 와이솔, 비에이치에 대한 관심

① 삼성전기: 전장용 MLCC 수요 확대 뿐만 아니라 모바일의 H/W 변화 시 세트당 MLCC 채용량 증가 수반. 트리플카메라, 5G 통신 모듈 등 모듈 솔루션에도 주목

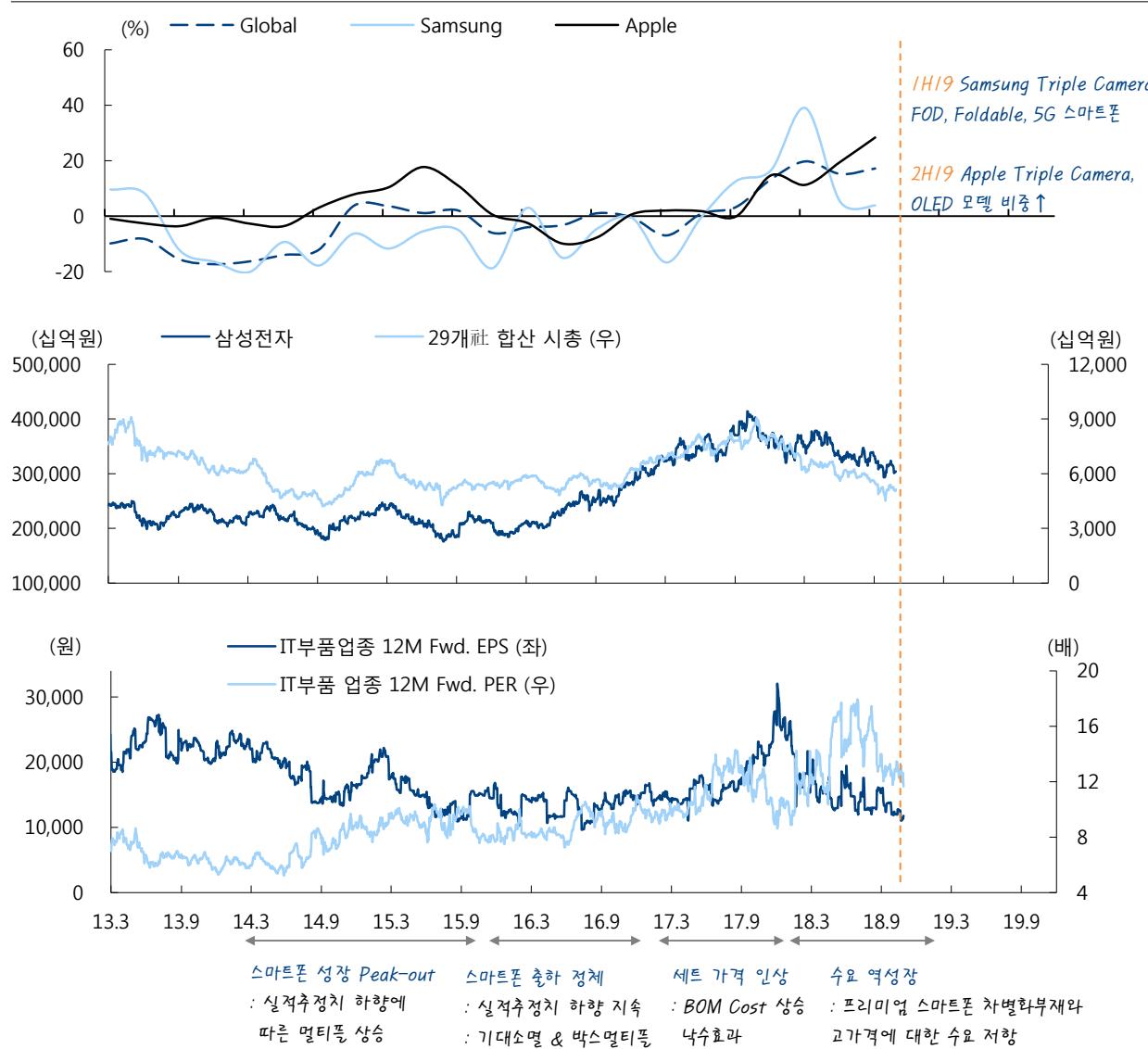
② LG이노텍: 북미 거래선 수요 부진으로 투자 심리 악화되며 주가 디스카운트 구간 진입했으나 '19년 신규 모델에 대한 트리플 카메라 공급으로 실적 가시성 높음

③ 와이솔: '19년으로 계획되어 있는 주요 거래선향 고주파 필터 양산 성공 여부에 따라 5G용 RF 필터 시장 대응을 통한 기업가치 도약 전망

④ 비에이치: 북미거래선 수요 부진 영향을 받고 있지만 OLED 모델의 침투율 확대를 통해 '19년에도 실적 가시성 높고 폴더블 시장 확대에 따른 직접적인 수혜 예상

[전기전자/Neutral] 수요는 부진, H/W 변화는 약진

그림1. 세트가격 ASP YoY (상), 29개 부품社 합산시총 (중), IT부품업종의 PER & EPS (하)



어려웠던 '18년을 뒤로 하고...

- '18년은 부족한 차별화 요소, 높은 세트 가격에 대한 수요 저항이 확인됐던 한 해
- 반면 '19년은 5G, 폴더블, FoD, 트리플 카메라 등 다양한 변화들이 시작되는 해
- 이는 BOM Cost 상승을 가져올 수 있는 요소들. 부품 업체들에게 긍정적으로 작용

'19년은 다시 변화의 시기

그림2. 변화의 시기였던 2017년, 확산의 시기였던 '18년, 그리고 다시 변화의 시기가 될 '19년

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	1H19	2H19	Supply Chain
Fingerprint	iPhone	iPhone 5S								SEC, Partron, Dreamtech, MCNex
	Galaxy		GS5							
OIS	iPhone		iPhone 6S+							SEMCO, LGIT, Jahwa Elec., MCNex
	Galaxy		Note 4							
Dust/Water resistant	iPhone				iPhone 7					Seowonintech, UIL
	Galaxy		GS5							
Wireless Charging	iPhone				iPhone 7+					SEMCO, Amotech, Hansol, RFTech, EMW
	Galaxy			GS6						
3D Touch	iPhone			iPhone 6S						GIS, TPK, Nissha, ZDT, NOK, Fujikura
	Galaxy									
Dual Camera	iPhone				iPhone 7+					SEMCO, LGIT, O'film, Sunny Optical, Partron, Camsys, MCNex, Powerlogics
	Galaxy					Note 8				
Full Screen	iPhone					iPhone X				SDC, LGD, JDI
	Galaxy				Note 7					
Iris scanner	iPhone									Partron, MCNex, Optronotec
	Galaxy				Note 7					
3D Sensing (front)	iPhone					iPhone X				LGIT, STM., Sharp, AMS, Viavi, Lumentum, Finnisar
	Galaxy									
Foldable	iPhone									BH, KH Vatec, Sumitomo Chem
	Galaxy									
Triple Camera	iPhone									LGIT, SEMCO, O'Film, Sony Partron, MCNex, PowerLogics, Camsys
	Galaxy									
FOD	iPhone									Qualcomm, O'film, GIS, Synaptics, Egistec, Goodix, MCNex, Partron
	Galaxy									

자료: 하이투자증권 리서치센터

수요는 부진, H/W 변화는 약진

Summary / #3

글로벌 세트 경쟁 현황 및 전망/ #7

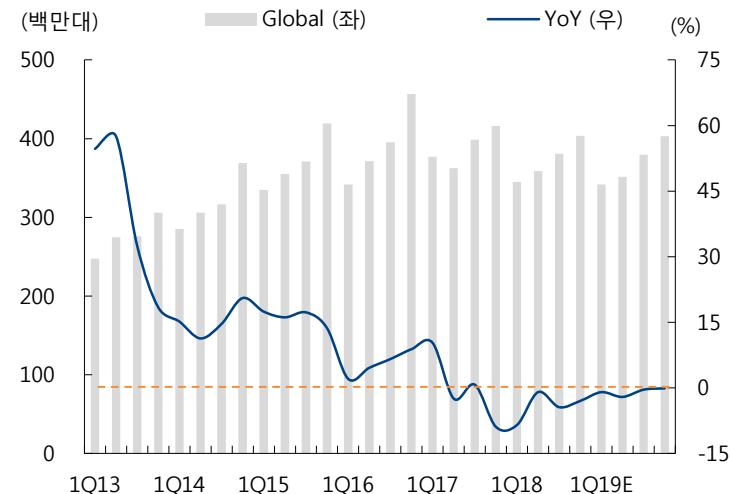
'19년에 기대되는 변화들 / #14

기업분석 / #33

'19년 스마트폰 수요 역성장 지속

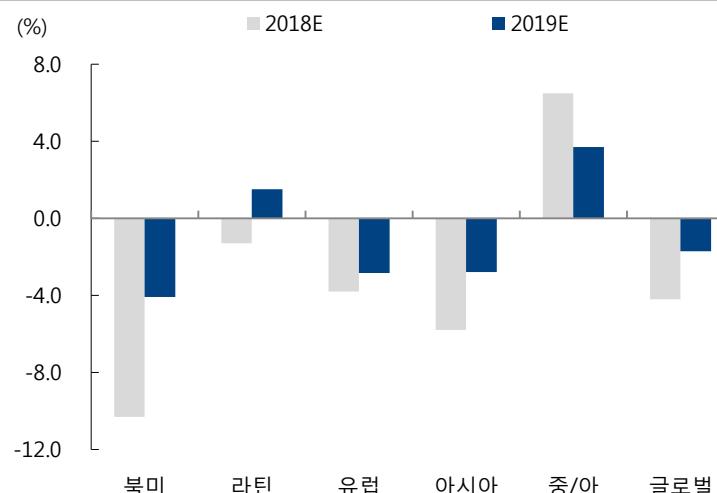
- '18년 글로벌 스마트폰 출하량은 -4.2%로 연간기준 최초 역성장 전망. 특히 북미와 중국의 부진이 두드러지는 모습. 글로벌 스마트폰 침투율은 77% 수준. 주요 선진국은 90% 이상으로 성숙기 모습 [그림5]
- '19년 글로벌 스마트폰 출하량은 -1.7%YoY로 역성장 지속 전망. 5G, 폴더블 등 의미 있는 변화들이 시작되는 점은 긍정적이나 이들의 본격적인 이들의 확대는 '20년 이후로 전망

그림3. 글로벌 스마트폰 출하량은 '17년 하반기 이후로 분기 역성장 지속



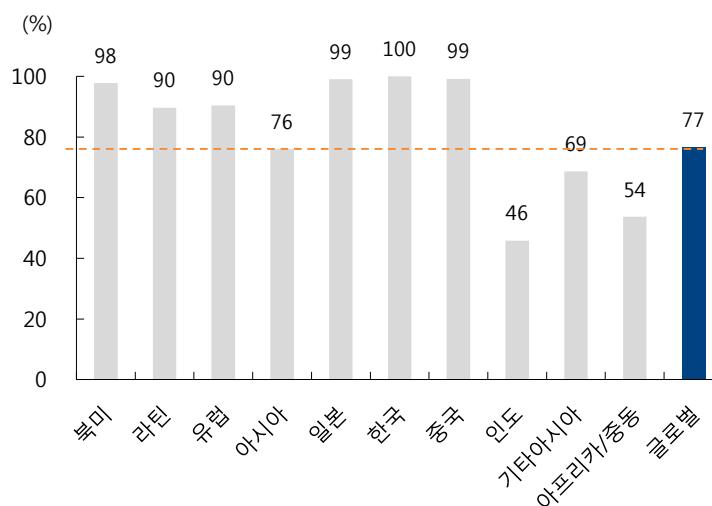
자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

그림4. 지역별 출하성장률: 북미, 아시아 지역은 '18년 기저로 역성장폭은 축소



자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

그림5. 지역별 스마트폰 침투율: 주요 선진국은 90% 이상

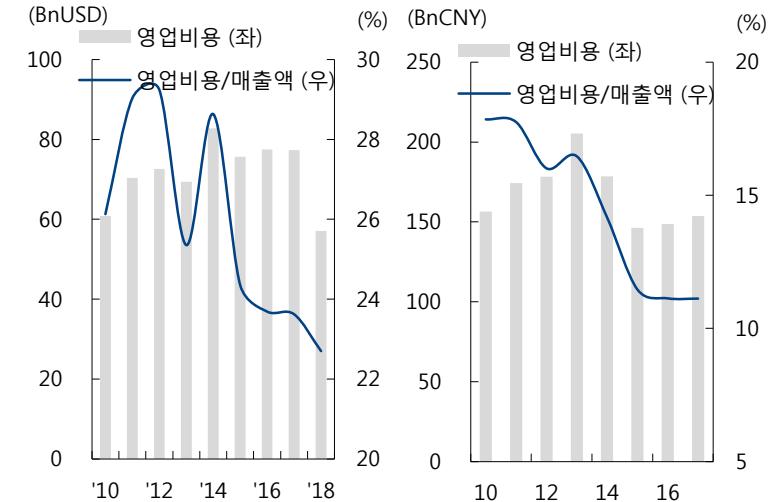


자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

왜 이렇게 안팔릴까

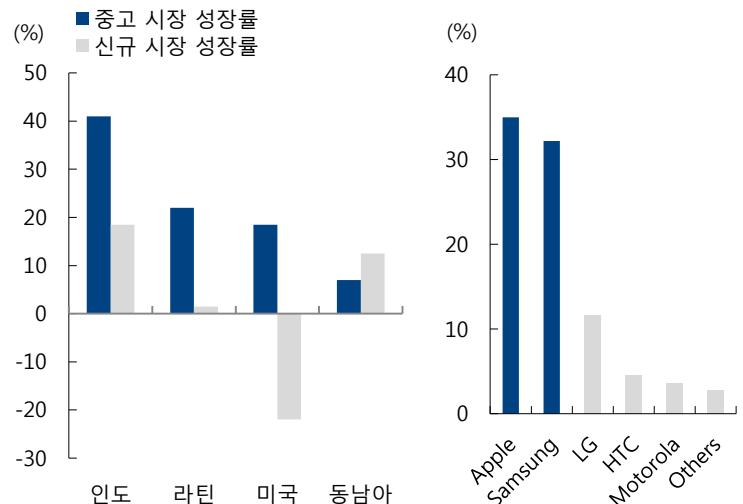
- 4G LTE 침투율이 마무리된 이통사들의 보수적 보조금 지급. [그림6]
- 5G에 따른 통신사들의 ARPU 상승이 전제될 때 보조금도 증가할 전망
- 세트의 상향평준화에 따른 중고 스마트폰 시장의 확대는 스마트폰에 대한 신규 수요를 잠식하는 요인 [그림7]
- 노치 스타일 Full Screen 일변도의 디자인적 차별화 부재도 교체 수요를 길어지게 하는 요소 중 하나 [그림8]

그림6. 북미(좌)와 중국(우) 통신사들의 매출액 대비 영업비용은 감소 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터 | 주: 북미의 경우 3Q18까지 누적 수치

그림7. 높아지는 중고 수요(좌). 이들 대부분 Apple, 삼성전자 세트 위주로 거래(우)



자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

그림8. Full Screen 일변도로 디자인 차별화 부재



자료: GSM Arena, 하이투자증권 리서치센터

① 중국: 내수 시장, 부익부 빈익빈 심화

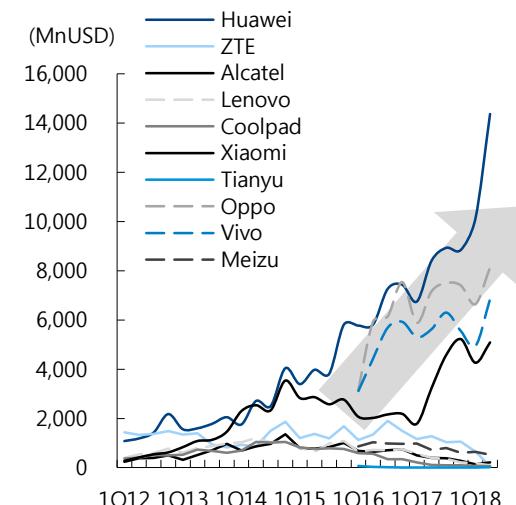
- 중국의 스마트폰 교체주기는 18개월에서 22개월로 길어지며 중국 내수 스마트폰 판매량 역성장 심화 [그림9]
- 이에 따라 구조조정 가시화되고 부익부 빈익빈 심화. Huawei, Oppo, Vivo, Xiaomi 등 상위 업체 위주로 시장 재편 [그림10]
- 상위 업체 제외하고는 대부분 적자를 보고 있는 상황 [그림11]

그림9. 중국 내수 스마트폰 출하량 부진 지속



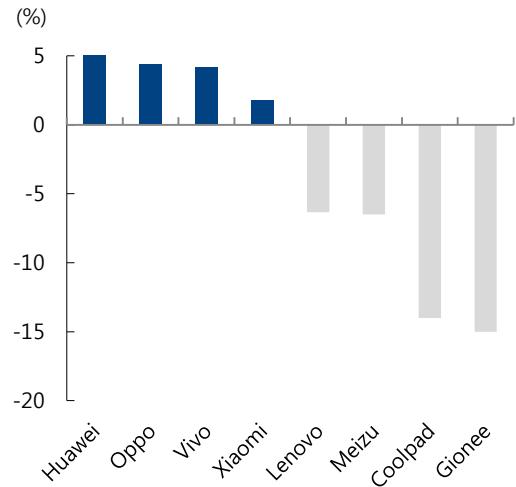
자료: 중국정보산업기술, 하이투자증권 리서치센터

그림10. 부익부 빈익빈 심화되는 중국 업체들 매출액



자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

그림11. 상위 4개 업체 제외 모두 영업적자 (OPM) 시현



자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

① 중국: 해외진출 확대하는 상위 중국 업체들

- Huawei, Oppo, Vivo, Xiaomi 등 상위 중국 세트 업체는 성장이 정체된 내수 시장을 벗어나 적극적으로 해외 진출 중
- 이에 따라 3Q18 중국 업체들의 자국시장 출하량 의존도는 56.6%로 3년만에 대비 8.1%p 감소 [그림12]
- 인도에서는 Xiaomi, 유럽에서는 Huawei가 M/S 약진. 이에 따라 삼성전자의 동 지역 점유율은 추세적 감소 [그림13, 14]

그림12. 감소하는 중국 업체들의 자국 출하 비중



그림13. 인도 시장에서 급상승하는 Xiaomi의 M/S

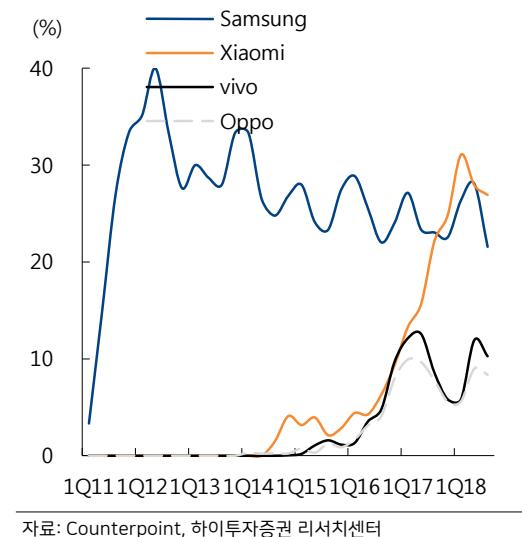
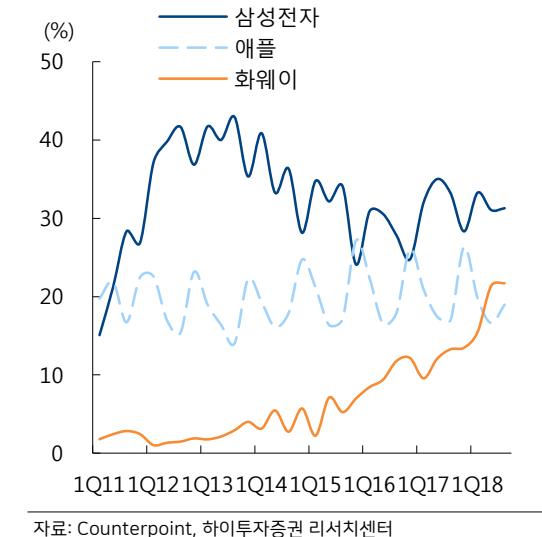


그림14. 유럽 시장에서 급상승하는 Huawei의 M/S



① 중국: 두드러지는 Huawei의 득세

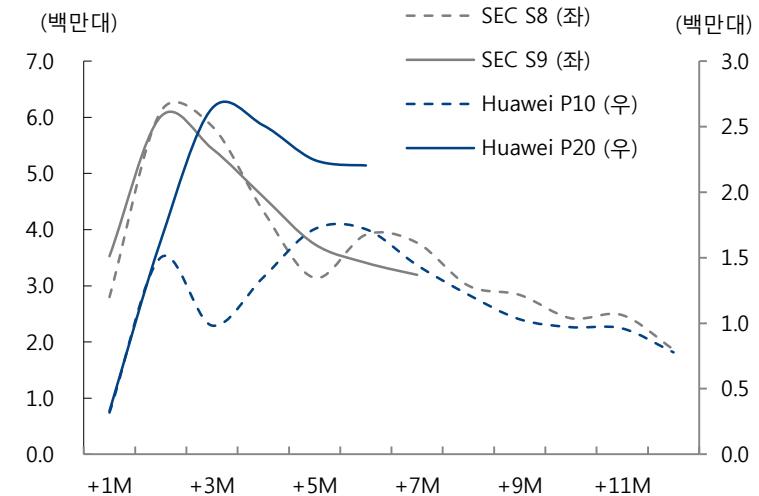
- 특히 유럽지역에서 Huawei P20와 P20 Pro의 성공은 삼성전자 Flagship 모델 부진 원인으로 귀결되는 모습. P20와 P20 Pro의 6개월 합산 판매량은 1,150만대로 전작대비 +52.3% 증가 [그림15]
- 이는 트리플카메라가 소구점으로 작용한 결과 [그림16]
- 화웨이를 포함한 중국 업체들은 이처럼 멀티 카메라 모듈을 마케팅에 적극적으로 활용하는 모습 [그림17]

그림16. 트리플카메라를 소구점으로 삼은 Huawei의 P20 Pro와 Mate 20 Pro

이미지	
모델명	Huawei P20 Pro
공개일	2018.04
메인카메라	40MP (wide) + 20MP (wide) + 8MP (telephoto)
전면카메라	24MP (wide)
가격(EUR)	790

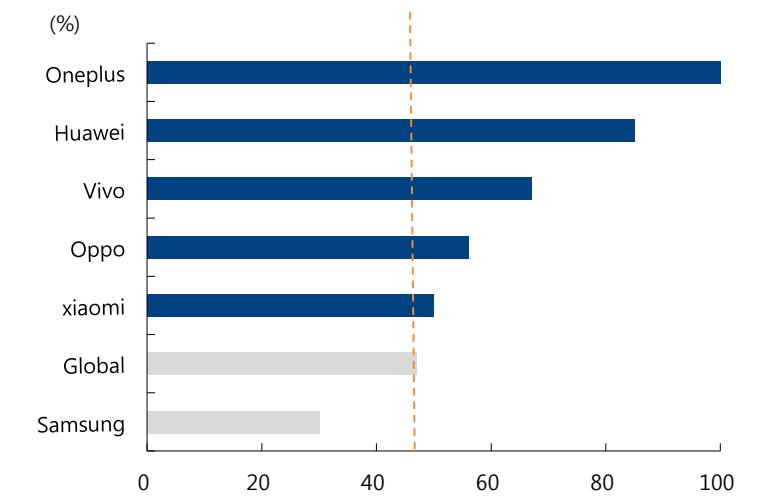
자료: GSM Arena, 하이투자증권 리서치센터

그림15. 삼성 GS 시리즈와 화웨이 P 시리즈의 출시 이후 Sell-through 추이



자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

그림17. 듀얼카메라 채용률에 앞선 중국 업체들

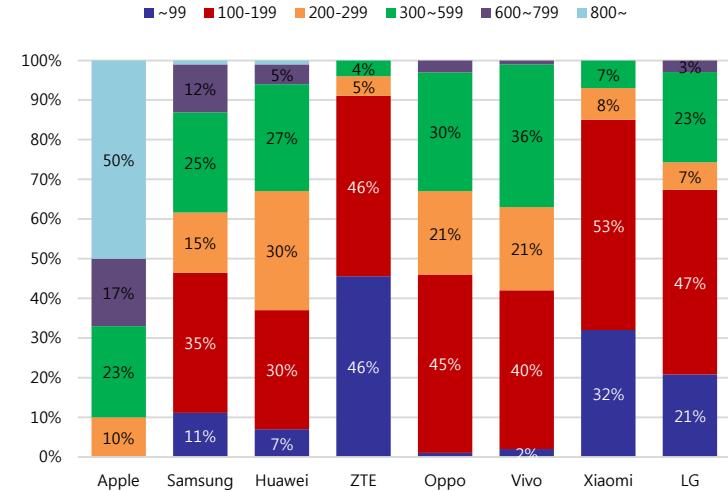


자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

② 삼성전자: 중가 라인업 강화로 대응

- 특히 이들 중국업체들은 \$200~599 중고가 라인에 강점을 보이는 모습 [그림 18]
- 이에 대한 대응으로 최근 삼성전자는 중가 라인업을 강화하여 이 같은 중화 업체들의 공격적 M/S 확대 움직임을 방어 [그림19]
- 향후 Galaxy J 상위 라인업 및 Galaxy A 라인에 해당하는 \$200 - \$599 시장에서의 출하 경쟁 심화될 전망

그림18. 중가 라인에 대한 출하 비중이 높은 Huawei, Oppo, Vivo



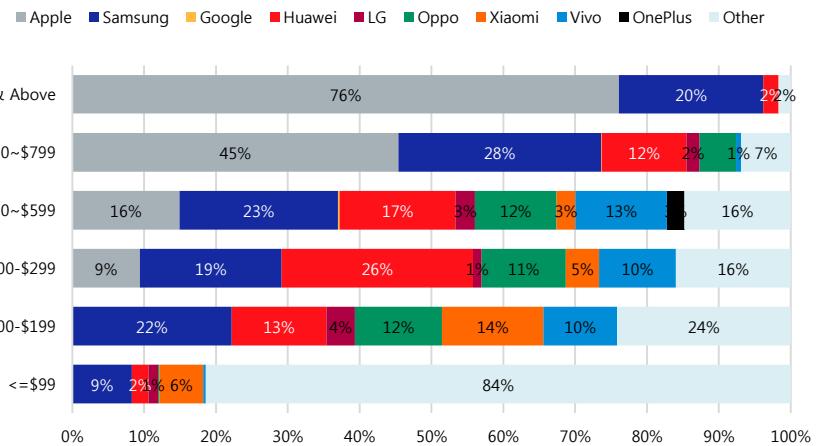
자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

그림19. 삼성전자의 중저가 스마트폰 전략 선회



자료: 전자신문, 하이투자증권 리서치센터

그림20. \$200 - \$599 시장에서의 경쟁 격화가 예상



자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

그림21. 신규 iPhone의 Implied Margin은 전작과 비슷한 수준으로 유지

(단위: USD)

	iPhone XS MAX	iPhone X	iPhone 7	iPhone 6S Plus	iPhone 6 Plus
Components / Hardware Elements					
Price without Contract	1099	999	649	749	749
Implied Margin	62%	63%	66%	68%	71%
Total BOM Cost	415.0	369.6	220.5	236.0	215.6
Manufacturing Cost	5.0	5.0	5.0	4.5	4.5
BOM	410.0	364.6	215.5	231.5	211.1
Major Cost					
Memory	40.8	36.4	16.4	22.5	15.0
Display & Touchscreen	140.0	120.0	39.0	52.5	52.5
Processor	30.0	31.9	26.9	22.0	20.0
Camera(s)	51.1	48.0	19.9	22.5	12.5
Wireless Section - BB/RF/PA	32.5	35.9	33.9	28.0	33.0
User interface & Sensors	10.9	14.0	14.0	18.0	22.0
WLAN/BT/FM/GPS	7.0	8.0	8.0	6.0	4.5
Power Management	12.6	7.2	7.2	9.5	7.0
Battery	6.5	5.5	2.5	4.5	4.6
Mechanical/Electro-Mechanical	71.5	45.9	35.9	42.0	35.0
Box Contents	7.3	11.8	11.8	4.0	5.0

자료: IHS, 하이투자증권 리서치센터

③ 애플: 유아독존 고가격 전략

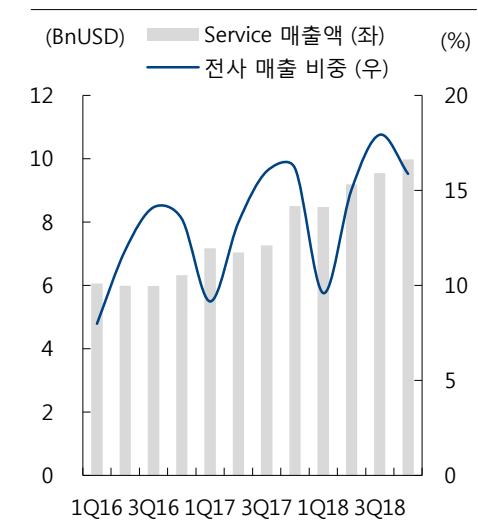
- 애플은 높은 고객 충성도를 기반으로 BOM Cost의 상승분을 가격에 전가하며 대당 Margin을 유지. 이 같은 고가격 전략을 통해 외형 성장 유지. [그림 21, 22]
- 다만 LCD를 탑재한 iPhone XR의 판매가 기대치를 큰 폭으로 하회하고 있기 때문에, '19년에는 상대적으로 더 비싼 OLED 모델의 침투율이 확대될 여지가 있는 것으로 판단
- Q의 성장이 뒷받침 되지 않은 성장은 결국 한계가 자명. Apple은 향후 성장의 방점을 Device 부문보다는 iOS 사용자 기반 App Store, Apple pay, Apple music 등 컨텐츠 중심의 Service 부문에서 찾을 것 [그림23]

그림22. iPhone 매출액 성장은 ASP 효과



자료: Apple, 하이투자증권 리서치센터

그림23. 차기 성장 동력은 Service 부문



자료: Apple, 하이투자증권 리서치센터

수요는 부진, H/W 변화는 약진

Summary / #3

글로벌 세트 경쟁 현황 및 전망/ #7

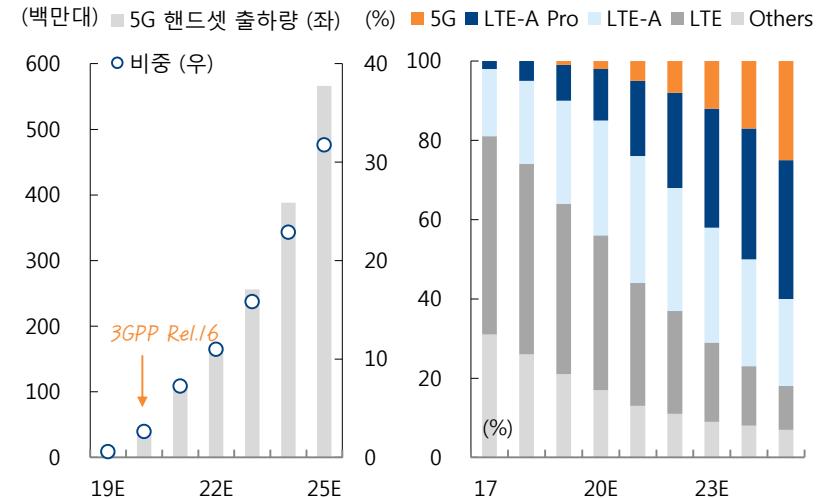
'19년에 기대되는 변화들 / #14

기업분석 / #33

① 5G와 RF Filter: 5G 핸드셋 출시의 원년

- 삼성전자, LG전자, Huawei, Xiaomi 등 대다수 OEM들이 '19년 중반 내에 5G 스마트폰을 출시할 계획. 다만 '19년 출하량은 800만대 수준으로 미미할 것으로 전망 [그림24, 25]
- 5G 스마트폰이 중가 라인업으로 확산되며 출하 비중이 10%를 넘기는 시점은 2022년으로 전망. 3GPP의 Release 16 스펙과 통신사들의 5G 커버리지 확대가 선행되어야 하기 때문 [그림24]
- Apple의 경우 '20년 하반기 Intel의 모뎀칩을 탑재한 5G 지원 iPhone 출시할 것으로 전망

그림24. 5G핸드셋 출하 비중은 2022년에 10%를 넘게될 것으로 전망



자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

그림25. 삼성전자, LG전자, Huawei 등 다수의 OEM이 '19년 중에 5G 스마트폰을 출시할 계획

Timeline	2H18	1H19	2H19	1H20	2H20
3GPP Standards		3GPP Release 15			3GPP Release 16
Carrier	Verizon / AT&T (FWA)	SKT/KT/LGU+ T-Mobile / Sprint		KDDI / NTT Docomo / Softbank Vodafone / Deutsche Telekom	Telefonica
Baseband	Huawei Balong 5G01 (CPE)	Qualcomm X50	Samsung Exynos 5100 Intel XMM 8000	Mediatek Helio M70	
OEM	Samsung (S10) LG / Xiaomi (MiMix3)	Huawei (Foldable) Oppo / Vivo			Apple

자료: 하이투자증권 리서치센터

① 5G와 RF Filter: 5G 통신세대에 따라 Filter 수요 증가

- 당시는 5G 스마트폰 개화와 함께 RF Filter 시장 확대에 주목. RF Filter는 셀룰러, Wi-Fi, GPS 등 여러 주파수 중 필요한 주파수 대역만 선택적으로 걸러주는 부품
- 시장조사기관인 Yole Development에 따르면 RF Filter 시장은 '17년 7.0조달러 → '22년 16.5조달러로 5년간 연평균 +20% 성장 [그림29]
- 이 같은 성장은 5G 개화에 따라 세트 당 대응해야 하는 주파수 밴드수가 증가하면서 Multiplexing을 위한 Filter 수요 증가도 수반될 것이기 때문. 이는 LTE 전환기에 세트 당 필터 채용이 급증했던 iPhone 사례에서도 확인 가능 [그림30]
- 특히 고주파 대역 대응에 유리한 FBAR (BAW) 시장의 확대가 전망됨 [그림31, 32]

그림30. LTE와 함께 대응 밴드가 급증했던 iPhone

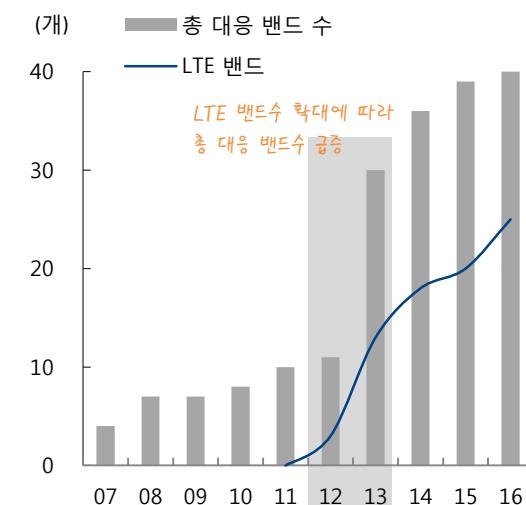


그림31. 필터별 비중 전망 (출하량 기준)

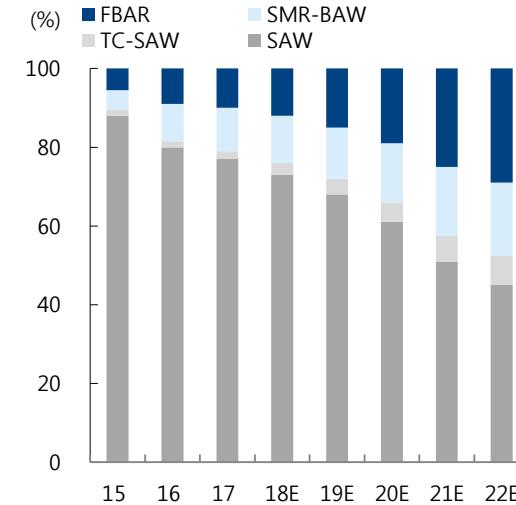


그림29. 주파수대역 증가와 함께 Filter 시장도 확대

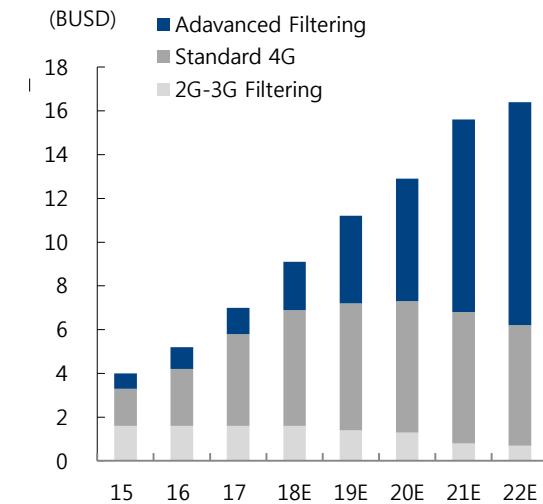
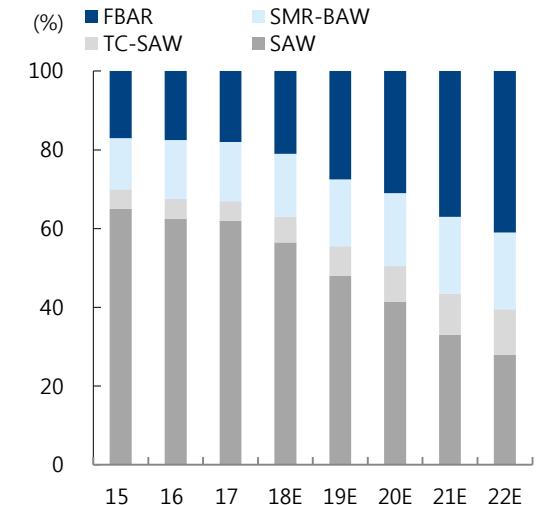


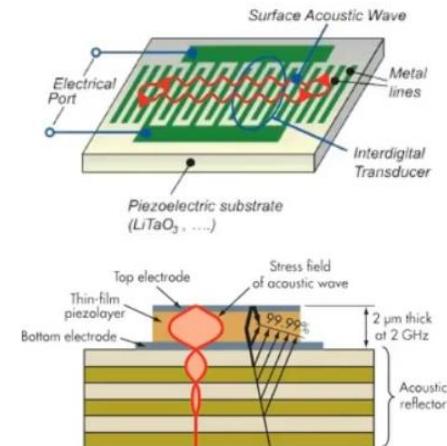
그림32. 필터별 비중 전망 (매출액 기준)



① 5G와 RF Filter: 고주파에서는 BAW Filter가 필요

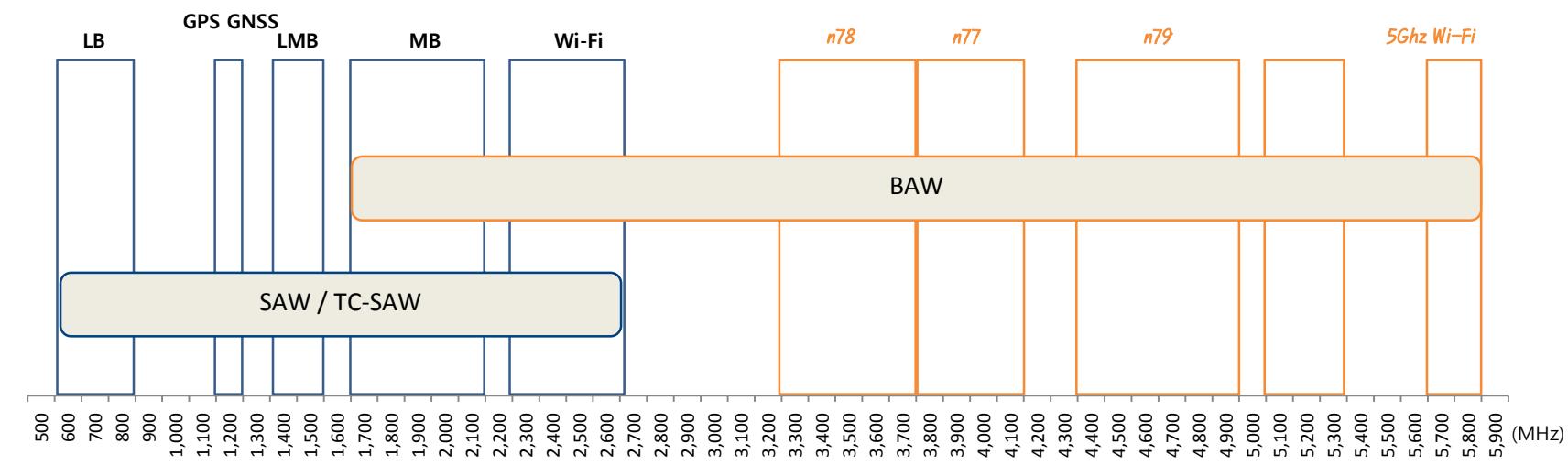
- 기존 SAW, TC-SAW를 통해서는 최대 2.6~2.7GHz까지 필터링 가능
- 그 이상의 Sub-six 대역(n77: 3.3 ~ 4.2Ghz, n78: 3.3 ~ 3.8GHz, n79: 4.4 ~ 5.0GHz)에서는 BAW Filter를 통해 대응 [그림33, 34]

그림33. SAW(상)와 BAW(하)의 구조



자료: EDN, 하이투자증권 리서치센터

그림34. 2.6GHz 이상의 Sub-six 대역에서는 BAW를 통한 주파수 필터링이 필요

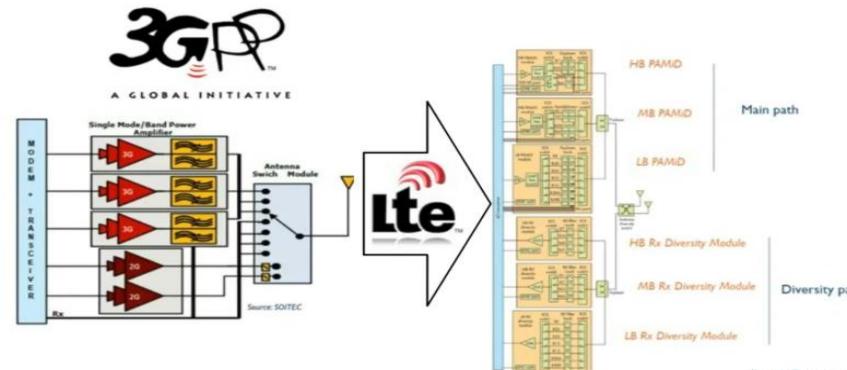


자료: 하이투자증권 리서치센터

① 5G와 RF Filter: RF FE (Front End)의 복잡도와 Filter 모듈화

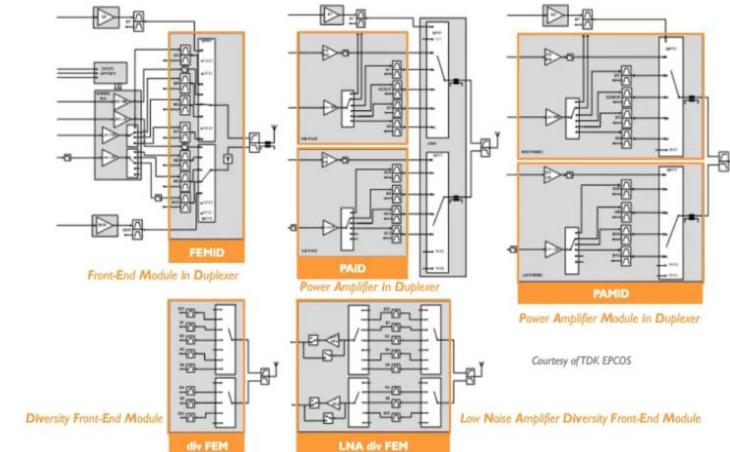
- 주파수대역 확대에 따라 두드러질 또 하나의 변화는 RF 부품의 모듈화. 이는 3G → 4G 전환 당시에서도 확인 가능
- 4G 확산 당시 세트당 대응 주파수가 기존 4개에서 40개 이상으로 증가하여 RF FE (RF Front-end) 구조가 대폭 복잡해진 바 있음 [그림35] 여기서 RF FE 부품은 무선 신호를 송수신하고 증폭, 튜닝하는 부품들을 통칭
- 예컨대, 4G에서는 더 많은 주파수 대역에 대응하기 위해, 메인 안테나와 함께 수신감도 향상용 Diversity 안테나 채용
- 이는 세트당 RF 필터 채용 증가로 귀결되었고 집적도 향상을 위한 모듈화 트렌드가 가속화 되었음. 예를 들어, FEMiD(Duplexer + Switch), PAiD(Duplexer + Power Amplifier), PAMiD(PA+FEMiD) 등으로 구분되며, 플래그십 브랜드인 iPhone과 Galaxy S는 집적도가 극대화된 PAMiD, 중화 업체들은 단품 Filter 또는 FEMiD를 채용하는 경향 [그림36]

그림35. LTE 개화 당시 수신용 Diversity 안테나 채용에 따라 RF-FEM의 복잡도가 크게 증가



자료: Resonant, 하이투자증권 리서치센터

그림36. RF 모듈 종류별 블록다이어그램

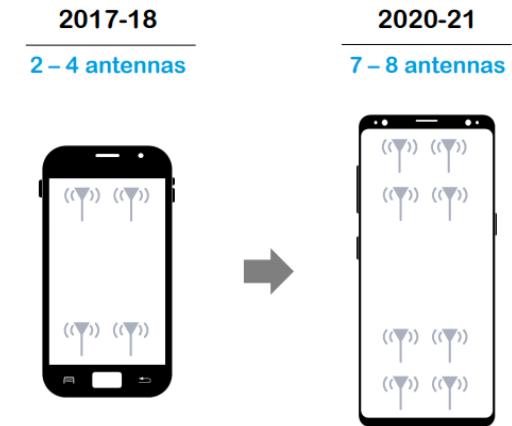


자료: Yole Development, 하이투자증권 리서치센터

① 5G와 RF Filter: RF FE (Front End)의 복잡도와 Filter 모듈화

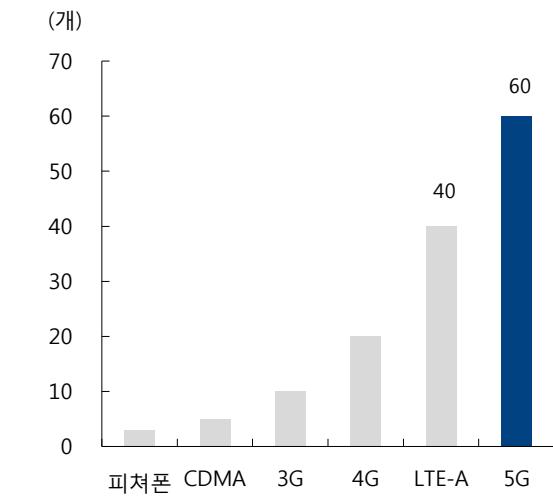
- 5G 통신 개화 시 이 같은 RF FE의 복잡도는 4G 대비 훨씬 더 증가할 것으로 전망
- 현재 통신세대에서는 세트당 2~4개 사이의 안테나가 채용되나 2020~21년에는 7~8개의 안테나가 채용될 것으로 전망. 이는 고주파 대역 (Ultra High Band)에 대한 대응이 필요하기 때문 [그림37, 38]
- 따라서 한정된 메인보드에 필요한 RF 부품은 더욱 많아질 것. Filter류의 경우 4G에서 세트당 40~50개, 5G에서는 60~70개까지 채용될 것으로 전망. 이에 따라 WLP 등 경박단소 패키징 기법에 기반한 RF 모듈화 수요는 더욱 확대될 것으로 전망 [그림39]

그림37. 5G 개화에 따른 세트당 안테나 증가



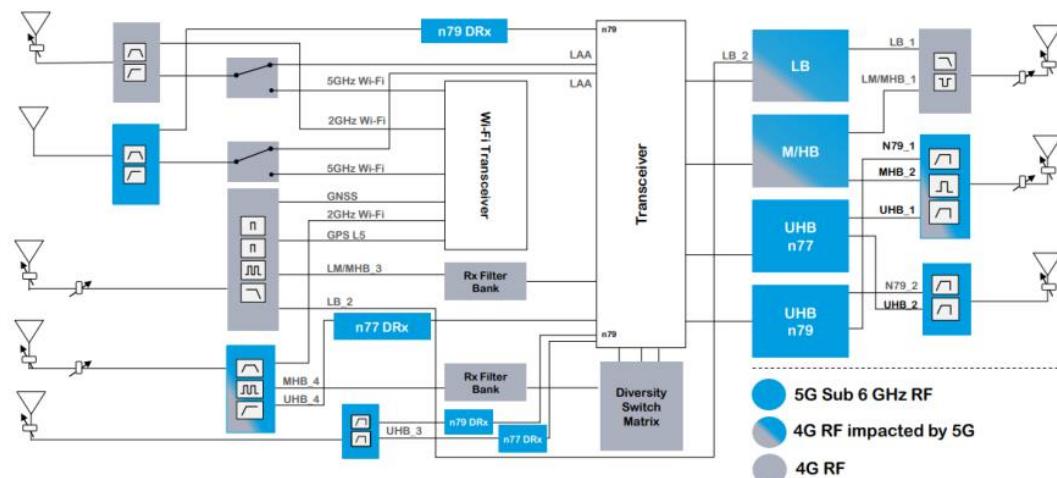
자료: Qorvo, 하이투자증권 리서치센터

그림39. 통신 세대별 세트당 Filter 채용량



자료: 와이솔, 하이투자증권 리서치센터

그림38. 5G에서는 고주파 (Ultra High Band) 대응 필요에 따라 RF FE가 굉장히 복잡해짐

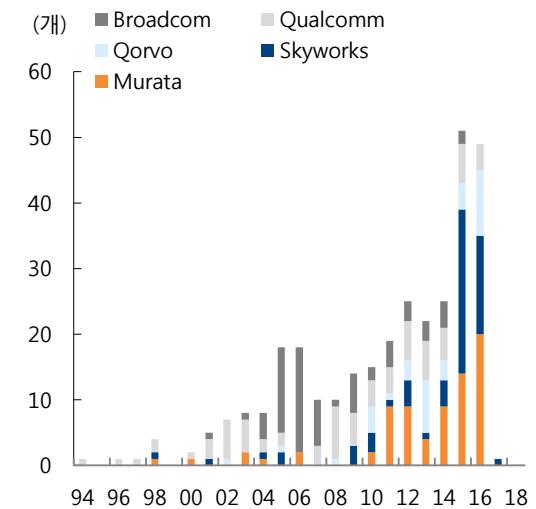


자료: Qorvo, 하이투자증권 리서치센터

① 5G와 RF Filter: 모듈에 대한 IP를 강화하는 글로벌 RF부품업체들

- 이러한 변화에 맞춰, 최근 Murata, Skyworks, Qorvo 등 글로벌 RF 부품 업체들은 개별 Filter 성능 개선에 초점을 맞추기보다는 RF 모듈 아키텍쳐 개발에 힘쓰는 모습 [그림40]
- 국내 유일 Filter 업체인 와이솔에도 주목할 필요. Diversity FEM, LNA 등 모듈 대응력이 확대되던 시기에 매출이 급격히 상승했던 경험이 있음 [그림41]
- 향후 고주파 대역용 Filter와 이를 활용한 모듈 아키텍쳐 대응력 확보 여부가 기업가치 추가 상향의 변수가 될 것으로 전망되며, 글로벌 플레이어들이 차지하고 있는 삼성전자 내 공급망에서 입지 확대 가능할 것으로 판단 [그림42]

그림40. RF 모듈 관련 글로벌 업체들의 IP 취득 추이



자료: System Plus Consulting, 하이투자증권 리서치센터

그림41. RF모듈 대응으로 급성장을 경험했던 와이솔

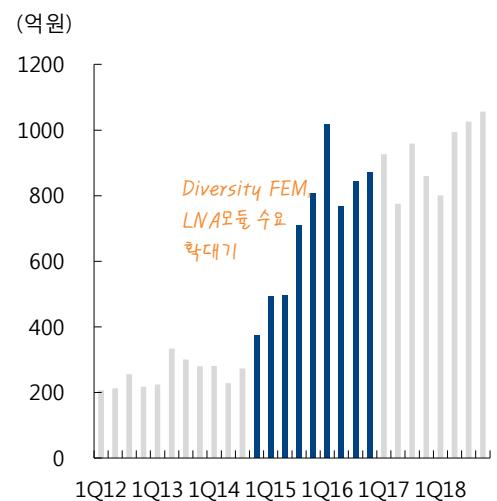
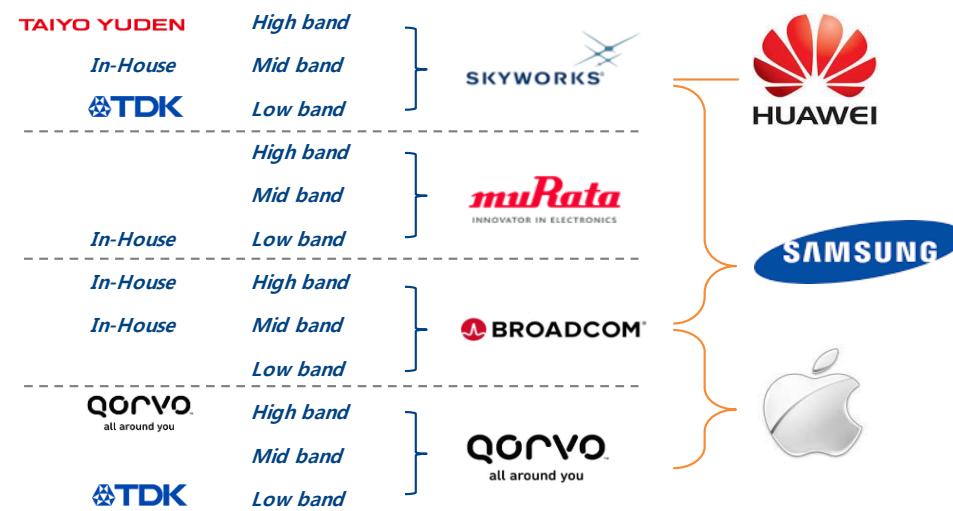


그림42. 글로벌 RF 부품 업체들의 전후방 시장



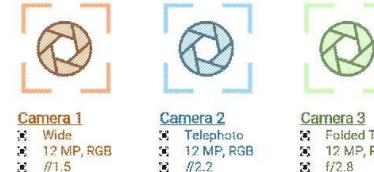
자료: 하이투자증권 리서치센터

② 멀티카메라: 왜 채용하는가?

- 멀티 카메라 채용을 통해 1) 저조도 환경에서의 성능 향상, 2) 노이즈 감소 3) 열화 없는 광학줌 4) 깊이 인식 5) 모듈 두께 슬림화 등 실현
- 중장기적으로는 Folded 구조의 카메라 시스템 도입으로 광학줌의 성능이 급진적으로 개선될 것으로 전망 [그림43, 44]
- 스마트폰 품팩터 차별화가 어려워진 현 시점에서 카메라모듈 성능 개선은 소구점으로 작용

그림43. Folded 망원 카메라 채용을 통한 광학줌 성능의 개선이 예상

Trio 3: Super zoom with excellent low-light: 5x optical zoom, 25x total zoom, 5x more light (compared to single aperture)



Camera I	Camera II	Camera III
Wide camera, 24mm focal length (35mm equivalent)	Telephoto camera with 60mm focal length (35mm equivalent)	5x optical zoom with 125mm focal length (35mm equivalent)
12 mega pixel RGB, large pixel	12 mega pixel RGB, small pixel	12 mega pixel RGB, small pixel
f-number of f/1.5	f-number of f/2.2	f-number of f/2.8
OIS	OIS	Folded camera with OIS

자료: Corephotonics, 하이투자증권 리서치센터

그림44. 광각+망원+Folded 망원 트리플카메라의 촬영 모드들: 광각 (왼쪽), 2배 광학줌 (가운데), 5배 광학줌 (오른쪽)

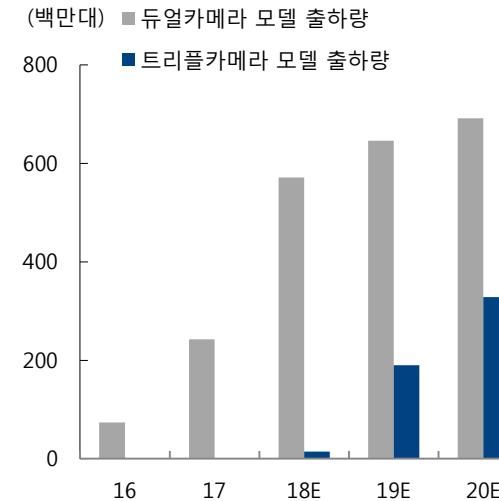


자료: Corephotonics, 하이투자증권 리서치센터

② 멀티카메라: P20 Pro의 성공의 멀티카메라 수요 자극

- 글로벌 트리플카메라 침투율은 '18년 1% 미만에서 '19년 13%로 확대된 1.9억대로 전망. [그림45] Huawei P20 Pro 성공 이후 중국 업체들의 공격적인 트리플카메라 채용이 전망되는 가운데, 1H19 갤럭시S 뿐만 아니라 2H19 iPhone에도 채용이 기대
- 특히 삼성전자는 중화 업체들의 M/S 확대에 대응하기 위해 멀티카메라 채용을 갤럭시A 등 중가 라인업으로까지 확대 [그림46]

그림45. '19년은 트리플 카메라 개화의 원년



자료: 하이투자증권 리서치센터

그림46. 중화 세트업체 뿐만 아니라 삼성전자도 중가 라인업에 멀티카메라 채용을 확대

이미지								
모델명	Huawei Honor Magic 2	Oppo RX17 Pro	Vivo X23	Xiaomi Mi Mix3	Lenovo Z5 Pro	Galaxy A7 (2018)	Galaxy A6s	Galaxy A9 (2018)
공개일	2018.10	2018.08	2018.09	2018.10	2018.11	2018.09	2018.10	2018.10
메인카메라	16MP +16MP +24MP (B/W)	12MP (Wide) + 20MP + ToF	12MP + 13MP	12MP (wide) + 12MP (telephoto)	16MP +24MP	24MP + 8MP (ultrawide) + 5MP (depth)	12MP +2MP (depth)	24MP + 8MP (ultrawide) + 10MP (telephoto) + 5MP (depth)
전면카메라	16MP +2MP (depth) +2MP (depth)	25MP	12MP	24MP +2MP (depth)	16MP +16MP	24MP	12MP	24MP
가격 (EUR)	-	600	500	500	300	400	270	600

자료: GSM Arena, 하이투자증권 리서치센터

② 멀티카메라: '19년에는 삼성전자의 대응 기대

- 현재 삼성전자의 듀얼카메라 침투율은 30% 수준으로 글로벌 평균 대비 하회 [그림47]
- 삼성전자의 멀티카메라 침투율은 '19년 30% → '20년 45%로 증가할 것으로 전망 [그림48]
- 플래그십 모델에 대한 트리플카메라 채용과 중저가라인업 강화에 따른 듀얼카메라 침투율 확대가 예상되기 때문 [그림49]

그림47. 삼성전자 스마트폰 듀얼카메라 침투율 추이

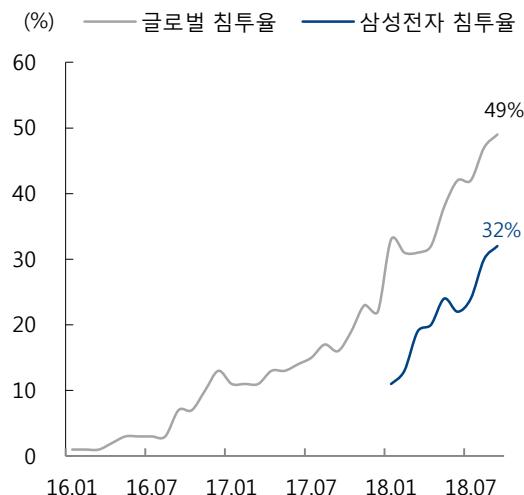


그림48. 삼성전자 스마트폰 멀티카메라 침투율 전망

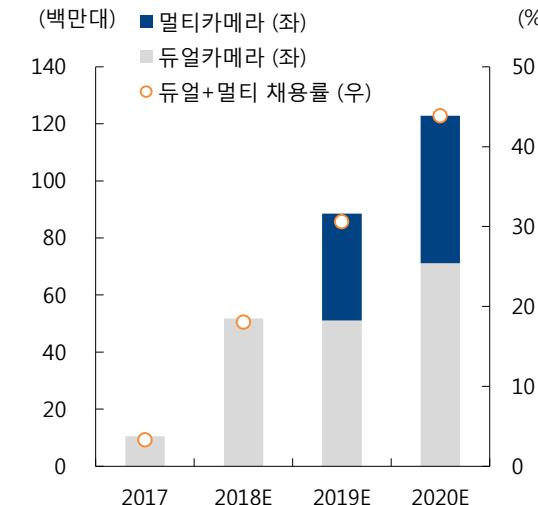


그림49. 갤럭시S10은 트리플카메라 채용 예상 (렌더링)

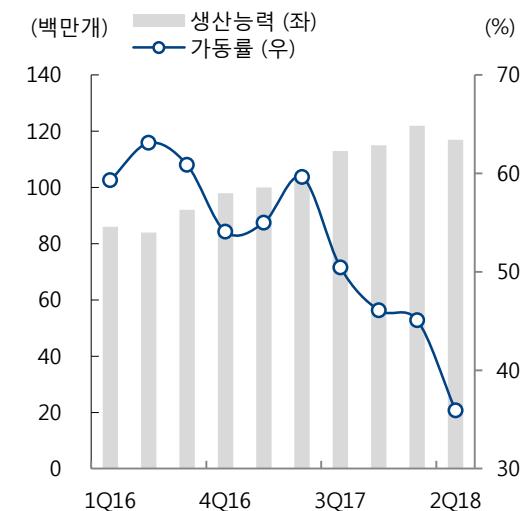


자료: 벤자민 게스킨, 하이투자증권 리서치센터

② 멀티카메라: 모듈 공급망에 대한 수혜

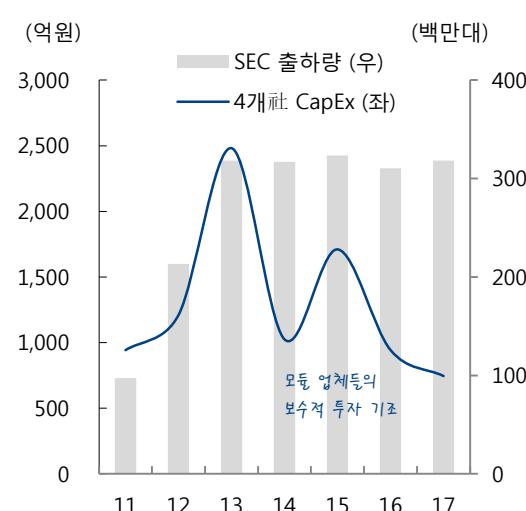
- 이에 따른 수혜는 삼성전기 및 파트론, 파워로직스, 엠씨넥스, 캠시스 등 중소 카메라모듈 공급사에 집중. 삼성전기의 경우 트리플카메라(듀얼+싱글) 최종 조립을 담당하며 ASP 상승 효과 기대 [그림50]
- 한편, 삼성전기가 삼성전자 및 중화향 트리플카메라 수요 증가에도 불구하고 생산능력 증설에는 보수적 입장을 견지함에 따라, 중소 카메라모듈 공급망에 대한 반사이익이 전망됨[그림51, 52, 53]

그림51. 삼성전기 모듈 생산능력 및 가동률 추이



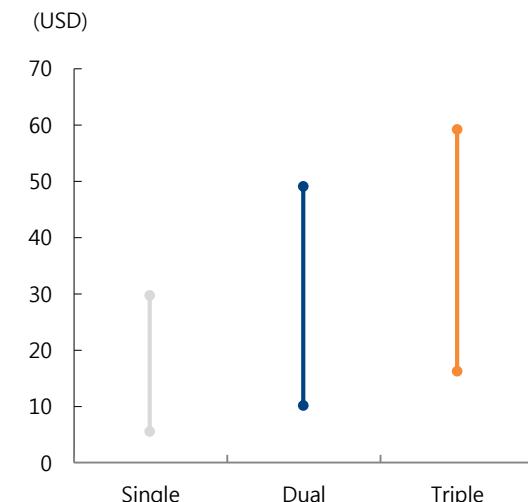
자료: DART, 하이투자증권 리서치센터

그림52. 중소 상위 4개 카메라모듈社의 CapEx 추이



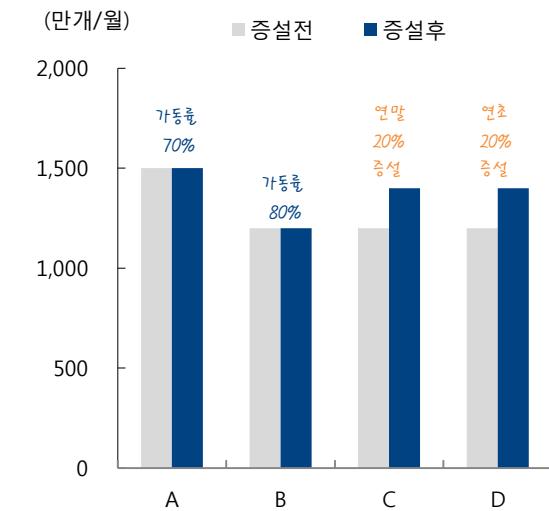
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림50. 카메라 모듈 ASP



자료: 하이투자증권 리서치센터

그림53. 중소 모듈社의 공급능력 및 향후 증설 계획



자료: 각 사, 하이투자증권 리서치센터

② 멀티카메라: 애플도 다르지 않다

- '19년 신규 iPhone은 OLED 두 종 또는 세 종과 LCD 한 종이 출시될 것으로 예상되며, OLED 모델에는 트리플카메라, LCD 모델에는 듀얼카메라가 채용될 것으로 보임
- 특히 LCD 모델인 iPhone XR의 부진에 따라 '19년에는 고가의 카메라 모듈이 채용될 OLED 모델의 침투율이 더욱 확대될 수 있다는 점은 국내 업체들에게 긍정적. 당사는 '19년 전체 iPhone 출하량 중 OLED 모델 침투율을 60%로 가정 ('18년은 40%)
- 이에 따라 애플향 후면 카메라모듈 시장 규모는 '18년 5.5조원에서 '19년 6.2조원 규모로 커질 것으로 전망 (전면RGB모듈 및 3D 센싱모듈 제외)
- 중화향 모델을 통해 트리플카메라 양산 경험을 보유한 LG이노텍에게 유리한 지위가 예상 되며, 기존 듀얼카메라 대비 ASP 인상 효과는 +40% 이상일 것으로 예상

그림54. LG이노텍이 대응했던 중화향 트리플카메라 모듈



자료: GSM Arena, System Plus, 하이투자증권 리서치센터

그림55. 애플의 트리플카메라 채용에 따라 관련 모듈 업체들의 수혜가 예상

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018E	2019E
① 애플 카메라 모듈 출하량 가정 (Mn)															
Single	32.0	25.1	28.5	28.5	22.7	17.8	17.5	32.6	19.7	15.3	10.0	6.9	114.1	90.6	51.9
Dual	17.4	15.1	17.8	48.7	28.1	22.9	40.1	29.8	29.7	19.2	20.9	18.0	99.0	120.9	87.7
Triple											17.1	35.8			53.0
② 모듈별 가격 가정 (USD)															
Single	11.0	10.6	11.6	11.2	10.7	10.3	11.3	10.9	10.4	10.0	9.0	8.6	11.1	10.8	9.8
Dual	35.0	33.6	33.6	33.6	33.6	33.6	33.6	33.6	32.3	31.0	27.9	26.8	33.8	33.6	29.8
Triple											45.0	45.0			45.0
③ 환율															
	1,118	1,130	1,140	1,110	1,070	1,090	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120			
④ 애플향 후면 카메라모듈 시장 (십억원) / 3D센싱모듈 제외															
Single	394	300	377	353	260	199	221	396	230	171	101	67	1,423	1,077	569
Dual	681	573	682	1,816	1,010	839	1,509	1,120	1,072	666	652	539	3,752	4,478	2,928
Triple											863	1,806			2,669
Total	1,074	873	1,059	2,169	1,270	1,038	1,730	1,516	1,302	837	1,616	2,412	5,176	5,555	6,167

자료: 하이투자증권 리서치센터

③ FoD: 18:9 화면비 확산과 지문인식부 배치 문제

- 지문인식모듈은 2013년 iPhone 5S에 정전식 터치ID가 채용된 이후 급격히 확대. 2013년 연간 지문인식채용 단말기는 5대에 불과했으나 '18년은 3분기 누적 764대가 출시. [그림56] 그러나 2017년 이후 18.5:9 Full Screen 화면비의 보급과 더불어 지문인식모듈 배치 문제 발생
- 삼성전자는 갤럭시S8에 홍채인식모듈을 탑재하는 한편 기존 지문인식모듈의 위치를 전면에서 후면으로 옮겼으며, 애플은 iPhone X 이후 Face ID를 통해 보안 인증을 전면 대체 [그림57, 58]

그림56. 지문인식모듈 채용 스마트폰 모델수 추이

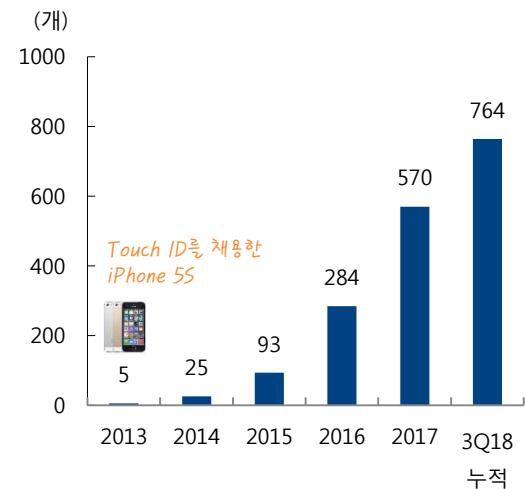


그림57. 후면부에 지문인식모듈을 배치한 갤럭시S8



자료: 하이투자증권 리서치센터

그림58. Face ID로 지문인식모듈을 대체한 iPhone X

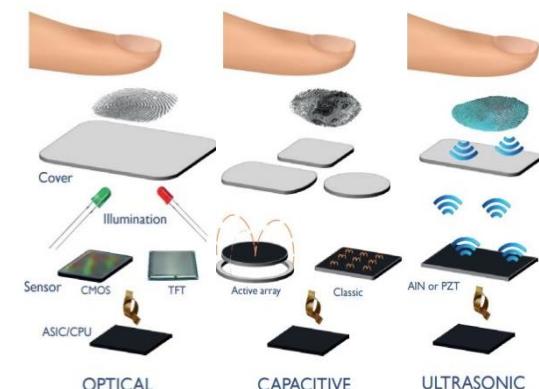


자료: Apple, 하이투자증권 리서치센터

③ FoD: 광학식과 초음파식

- 다만 이 같은 접근은 사용자 경험을 저해하는 요소. 이에 따라 디스플레이 화면상에서 지문을 인식하는 FoD(Finger on Display) 채용 활발
- 현재 상용화 단계의 FoD 방식은 디스플레이 패널 아래에 센서를 부착하며, 부착되는 센서의 종류에 따라 CIS 기반 광학식, 초음파 방식으로 구분 가능. 광학식은 광원을 쏘아 지문을 측정하며, 초음파식은 초음파 반사 정도를 파악해 지문의 굴곡을 3D로 인식 [그림 60]
- 반면 일부 업체들이 시도중인 정전용량 방식의 FoD는 200um 수준의 커버글라스를 통과 못하는 낮은 투과율과 센서 위치 특성상 취약한 내구성으로 상용화 난제

그림59. FoD의 다양한 방식들

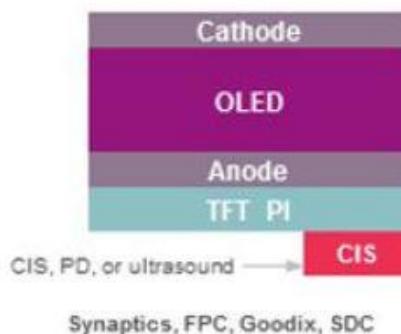


자료: Yole Development, 하이투자증권 리서치센터

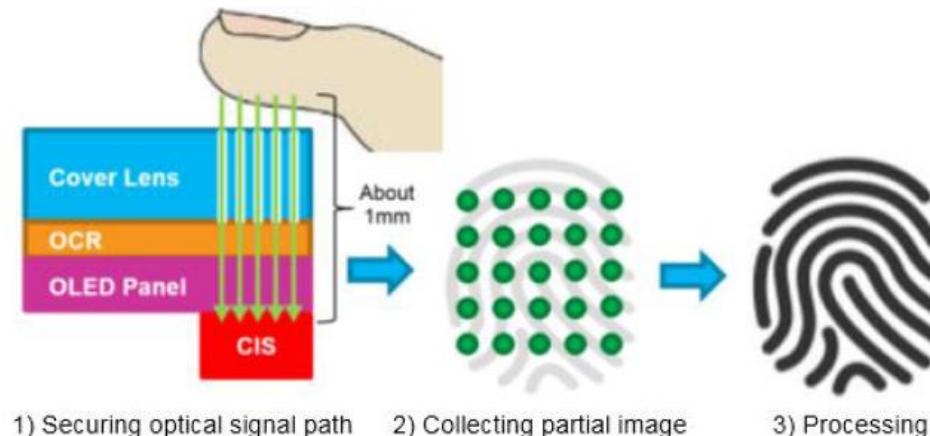
그림60. 센서에 따라 광학식과 초음파식으로 분류

그림61. 광학식 지문인식의 구동 방식

① AMOLED: Under-display



자료: IHS, 하이투자증권 리서치센터

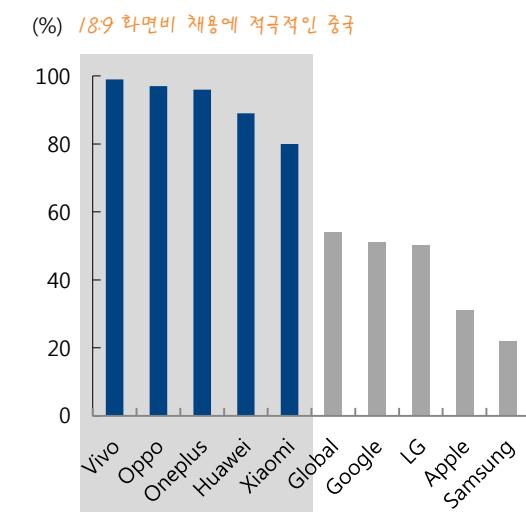


자료: IHS, 하이투자증권 리서치센터

③ FoD: 광학식 위주로 채용에 앞장서는 중국

- 중국업체들은 FoD 채용에 상대적으로 적극적인 모습. 여타 글로벌 OEM 대비 18:9 화면비 디스플레이 확산에 가장 적극적인 만큼, 폴스 크린의 사용자 경험을 극대화할 수 있는 FoD 채용에도 높은 관심을 보이는 것 [그림61]
- 여기에는 X20, X21, NEX, R17, X11, Mate RS, Mi 8 Explorer 등 OLED 패널을 탑재한 중화업체들의 플래그십 모델이 포함되며, 주로 CIS 기반의 FoD를 채용 [그림62] 이는, 1) 모듈 가격이 \$5~6부터 시작되어 초음파방식 대비 저렴하고, 2) 양산 이력이 확보되어 있으며, 3) 공급망이 다변화 되어있다는 장점이 있기 때문
- 향후 시장 전개도 중화 및 글로벌 OEM의 중가 모델에는 광학식 모듈, 플래그십 모델에는 초음파식 모듈 위주의 시장 확대 예상 [그림63]

그림61. 18:9 화면비에 채용에 가장 적극적인 중국



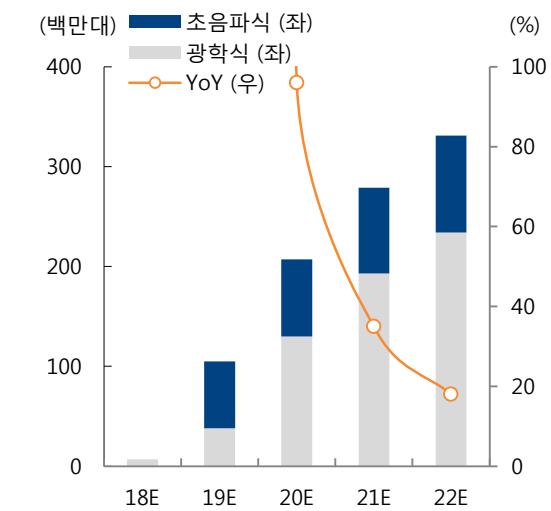
자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

그림62. FoD가 채용된 중국의 OLED 스마트폰들

제조사	모델명	출시일	센서	방식
vivo	X20 plus UD	2018.01	Synaptics	광학식
vivo	X21 UD	2018.03	Synaptics	광학식
Xiaomi	Mi8 Explorer	2018.05	Goodix	광학식
Oppo	R17	2018.08	Silead	광학식
vivo	V11	2018.09	Synaptics	광학식
제조사	모델명	출시일	센서	방식
Xiaomi	Mi 8 Pro	2018.09	Goodix	광학식
Huawei	Mate 20 Pro	2018.10	Goodix	광학식
Huawei	Honor Magic2	2018.10	Goodix	광학식
OnePlus	6T	2018.10	Goodix	광학식
Lenovo	Z5 Pro	2018.11	Goodix	광학식

자료: GSM Arena, 하이투자증권 리서치센터

그림63. FoD의 본격적 성장은 '19년부터 시작



자료: IHS, 하이투자증권 리서치센터

③ FoD: '19년은 삼성전자 위주 초음파식

- 초음파 방식은 '19년 삼성전자의 채용을 시작으로 본격적으로 확대될 것으로 전망
- 다수 언론에 따르면 갤럭시 S10에는 초음파 방식인 Qualcomm의 Sense ID가 채용될 것으로 예상. 초음파 모듈의 가격은 앞선 광학식 대비 비싸지만 지문에 땀, 기름 등 이물질이 묻어도 높은 인식률을 보이는 장점. 관련 모듈 업체인 GIS, O'Film 등에도 수혜 예상
- 한편 삼성전자의 중저가 모델에는 광학식 센서 채용이 유력한 것으로 파악되며, 이 경우 국내 모듈업체에게도 반사 이익이 기대 [그림66]

그림64. 초음파 방식은 지문에 이물질이 있어도 가능



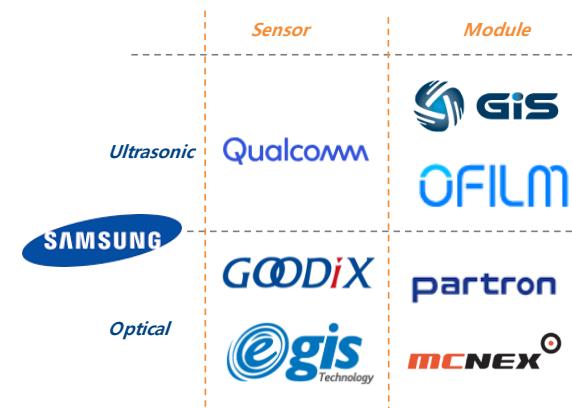
그림65. Qualcomm의 Sense ID는 OLED 패널 기준 1,200um 두께 투과 가능



자료: Qualcomm, 하이투자증권 리서치센터

자료: Qualcomm, 하이투자증권 리서치센터

그림66. 삼성전자 지문인식모듈 공급망

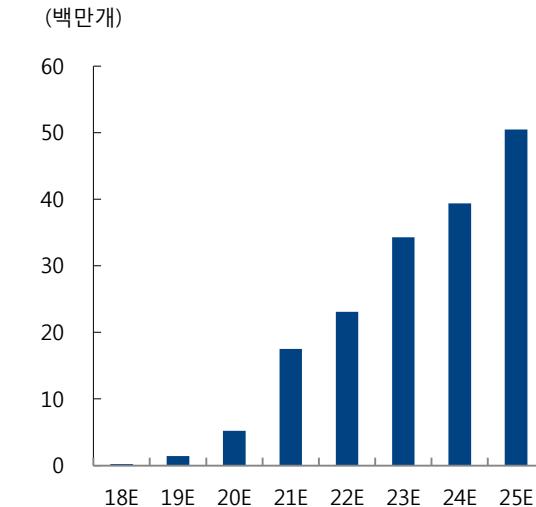


자료: 하이투자증권 리서치센터

④ 폴더블 스마트폰: 폼팩터 변화의 시작

- '19년은 폴더블 스마트폰이 출시되기 시작하는 해. IHS에 따르면 Foldable OLED 출하량은 '19년 140만개에서 '25년 5,050만개로 확대될 것으로 전망 [그림67]
- 각각의 패널 메이커와 세트업체들은 짹을 이뤄 폴더블 어플리케이션을 개발 중 [그림68]
- SDC는 7.3" In-Folding 개발. SDC18에서 공개됐듯 접었을 때는 4.5인치의 스마트폰, 펼쳤을 때는 7.3인치 태블릿으로 활용 [그림69] 관련 패널은 11월부터 10만대~15만대/월로 양산될 것으로 보이며 1Q19에 완제품 출시 계획. Huawei는 BOE와 6.5" Out Folding 개발 중이며 19년 중반 5G 통신 지원 모델로 출시할 계획. LGD는 Lenovo와 13.3"의 In Folding 태블릿을 개발 중

그림67. Foldable OLED 출하량 전망



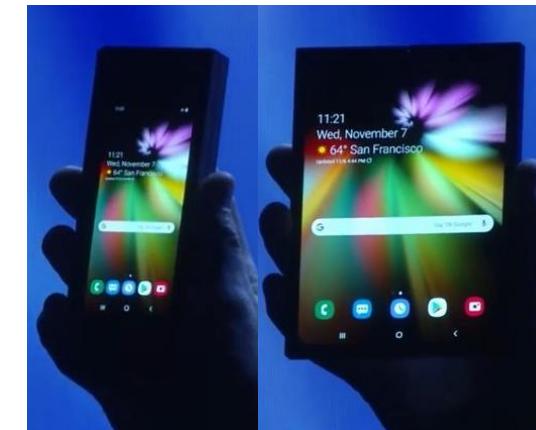
자료: IHS, 하이투자증권 리서치센터

그림68. 각기 다른 세트메이커들의 Foldable 어플리케이션 개발 현황

	1세대	2세대	3세대
이미지			
타입	아웃폴딩	인풀딩	인풀딩
곡률반경	R≤5mm	R≤2mm	R≤1.5mm
두께	T≤19mm	T≤17mm	T≤15mm
세트메이커	Huawei / BOE	Lenovo / LGD	Samsung / SDC
어플리케이션	스마트폰	노트북	스마트폰
디스플레이크기	6x" QHD	13.3" QXGA	7.3" QXGA + 4.56" HD
출시목표	2Q19	3Q19	1Q19

자료: IHS, 하이투자증권 리서치센터

그림69. SDC18에서 공개된 Foldable OLED

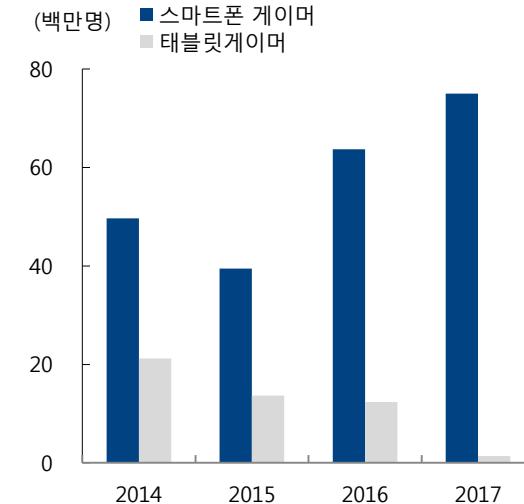


자료: 삼성전자, 하이투자증권 리서치센터

④ 폴더블 스마트폰: 가격과 컨텐츠?

- 폴더블 폼팩터가 정체된 스마트폰 시장의 반전을 가져오기 위해서는 두께, 그립감, 무게, 배터리 시간 등 기술적 완성도가 확보되는 것도 중요하지만, 근본적으로 소비자의 구매욕 자극을 위해 적절한 가격 정책과 킬러 어플리케이션 필요. 가격의 경우 접었을 때 스마트폰, 펴울 때 태블릿PC 역할이라는 점을 감안하면 초기에는 두 제품의 합산 가격 수준으로 예상. 참고로 삼성전자 갤럭시 노트9과 갤럭시탭S4의 합산 출고가는 197만원. 애플이 고가 전략으로 스마트폰 가격 상단을 높이며 소비자의 역치가 높아진 것은 폴더블 제품을 출시하는 입장에서는 오히려 긍정적으로 작용할 것으로 판단
- 문제는 킬러 어플리케이션의 확보 여부. 스마트폰과 태블릿을 동시에 생산하는 세트업체 입장에서는 폴더블만의 특색 없이는 태블릿PC와 폴더블 제품 간 카니발라이제이션을 경험할 위험이 있음. 현재까지 주로 거론되는 폴더블 스마트폰의 활용은 멀티태스킹 강화, 대면적에 적합한 고화질 동영상 및 게임 컨텐츠 구동 등. 삼성전자가 구글과 협력하여 폴더블에 최적화된 UI를 확보하는데 그치지 않고 유튜브, 넷플릭스, 엔씨소프트 등 영상 컨텐츠 및 게임 업체까지 협업의 범위를 넓히는 이유
- 삼성전자 무선사업부장은 폴더블 스마트폰의 개화에 따라 게임 업계의 수혜를 예상했는데, 최근 시장 규모가 확대되고 있는 게이밍 스마트폰들이 폴더블의 형태로 출시될 여지를 생각해볼 수 있음 [그림 70, 71] 갤럭시 노트9 역시 게이밍 특화폰으로 프로모션이 된 바 있음. 특히 5G와 결합될 경우 고사양 게임을 끊김 없이 구동하는 것이 가능해지고 4K 동영상이 확산되는 등 폴더블 스마트폰과 5G 네트워크 간의 연계효과가 클 것으로 판단됨

그림71. 북미시장에서의 모바일 게이머 추이



자료: Statista, 하이투자증권 리서치센터

그림70. 폴더블 폼팩터를 지원하게될 안드로이드OS

Seamless and connected experience



Screen continuity

Seamlessly continue what you're doing after unfolding



자료: Google, 하이투자증권 리서치센터

그림72. ZTE의 Axon M을 통한 게임 구동



자료: kimovil, 하이투자증권 리서치센터

대형주: 삼성전기와 LG이노텍 / 중소형주: 와이솔과 비에이치

- 대형주에서는 삼성전기와 LG이노텍 추천. **삼성전기**는 전장용 MLCC는 물론이고 모바일 H/W의 급진적 변화로 세트당 MLCC 소요원수가 증가할 것. 뿐만 아니라 주요거래선의 트리플카메라 채용, 북미거래선의 OLED 모델 확대에 따른 RF-PCB 공급 증가 등 다양한 모멘텀 보유. **LG이노텍**은 북미거래선의 스마트폰 수요 부진으로 투자 심리가 부정적인 상황이지만 트리플카메라 채용에 따라 광학솔루션 사업부의 실적 성장 가능성이 높다는 판단
- 중소형주에서는 와이솔과 비에이치 추천. **와이솔**은 5G 스마트폰 침투율 확대에 따라 중장기적으로 RF Filter와 RF 모듈에 대한 수요가 증가할 것으로 전망. **비에이치**는 북미 거래선 LCD 모델 부진에 따라 OLED 모델 출하 확대 시 본업인 RF-PCB의 실적이 개선될 것이고, 폴더블 스마트폰용 Buildup PCB, 광학식 FoD용 FPCB 등 신규 제품에 대한 모멘텀도 보유

그림73. '19년 주제별 수혜주 (주황색은 당사 커버리지)

대주제	소주제	수혜주
- '19년 세트업체의 전략 방향	<ul style="list-style-type: none"> - 삼성전자 H/W 스펙 강화와 중고가라인업 확대 - 애플 OLED 모델 비중 확대 	<ul style="list-style-type: none"> - 삼성전기, 비에이치, 삼성전자 카메라모듈 서플라이체인 - LG이노텍, 비에이치, 삼성전기
- '19년 H/W 변화의 수혜	<ul style="list-style-type: none"> - 5G 스마트폰 출시 - 멀티카메라 채용 확대 - FOD (Finger on Display) 채용 - 폴더블 스마트폰 출시 	<ul style="list-style-type: none"> - 삼성전기 (5G통신모듈), 와이솔(RF필터), 비에이치(5G Bare FPCB), 대덕GDS (SLP) - LG이노텍, 삼성전기, 파트론, 엠씨넥스, 파워로직스, 캠시스, 하이비전시스템, 이즈미디어 - 파트론 (광학식 모듈), 엠씨넥스 (광학식 모듈), 비에이치 (FPCB), 대덕GDS (FPCB), 슈프리마 (알고리즘) - 비에이치 (Buildup FPCB), KH바텍 (힌지)
- 당사 커버리지 선호주	<ul style="list-style-type: none"> - 대형주: 삼성전기, LG이노텍 - 중소형주: 와이솔, 비에이치 	<ul style="list-style-type: none"> - 삼성전기 (세트당 MLCC ↑, 트리플카메라, 5G 통신모듈), LG이노텍 (애플의 OLED 모델 채용 확대시 트리플카메라 침투율도 ↑) - 와이솔 (5G 스마트폰에 따른 RF 필터수요 ↑), 비에이치 (폴더블 스마트폰에 따른 RF-PCB ASP↑, 광학식 FOD에 FPCB 채용)

자료: 하이투자증권 리서치센터

수요는 부진, H/W 변화는 약진

Summary / #3

글로벌 세트 경쟁 현황 및 전망/ #7

'19년에 기대되는 변화들 / #14

기업분석 / #33

좋아질 부분에 집중

Buy (Maintain)	
목표주가(12M)	210,000원(유지)
종가(2018/11/27)	119,000원
Stock Indicator	
자본금	388십억원
발행주식수	7,760만주
시가총액	9,028십억원
외국인지분율	21.1%
52주주가	89,000~163,000원
60일평균거래량	1,628,336원
60일평균거래대금	208.7십억원
주가수익률(%)	1M 3M 6M 12M
절대수익률	6.3 -25.2 -8.5 15.5
상대수익률	2.7 -16.5 6.2 31.8

[투자포인트]

- 주가는 세트 수요 부진 우려, 범용 MLCC 수급 완화로부터 불거진 ASP 고점 논란 등으로 조정을 받았으나 High-end MLCC의 시황과 동사의 편더멘탈에는 변함 없음
- 세트 수요 부진에도 불구하고, High-end MLCC ASP 상승 지속. 특히 계절적 비수기에도 불구하고 ASP가 추가 개선된다는 점은 High-end MLCC의 수급이 여전히 타이트하게 유지되고 있음을 방증
- '19년은 더 긍정적. 1) 전장용 MLCC의 사업부내 매출 비중 '18년 5% → '19년 15%로 확대, 2) 5G 네트워크용 신규 수요, 3) 5G 스마트폰 출시로 세트당 소요량 중장기적으로 증가. 모듈솔루션 역시 주요거래선 및 중화향 고객사의 트리플 카메라 채용, 5G용 통신모듈로 새로운 기회를 맞이할 것
- 12개월 선행 기준 P/E는 7.8배로 정상 이익이 나오는 시기를 기준으로 보면 역사적 하단 수준. P/B 역시 1.6배로 10년 평균 PBR 수준에 불과. 업황이 최고를 달리고 있는 시기라는 점을 감안하면 실적과 주가의乖離이 크게 벌어져있다고 판단

FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	6,838	8,333	9,748	10,694
영업이익(십억원)	306	1,139	1,830	2,243
순이익(십억원)	162	754	1,235	1,534
EPS(원)	2,084	9,721	15,914	19,762
BPS(원)	54,531	61,754	75,171	92,435
PER(배)	48.0	12.2	7.5	6.0
PBR(배)	1.8	1.9	1.6	1.3
ROE(%)	3.8	16.7	23.2	23.6
배당수익률(%)	1.6	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	10.3	5.9	4.0	3.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

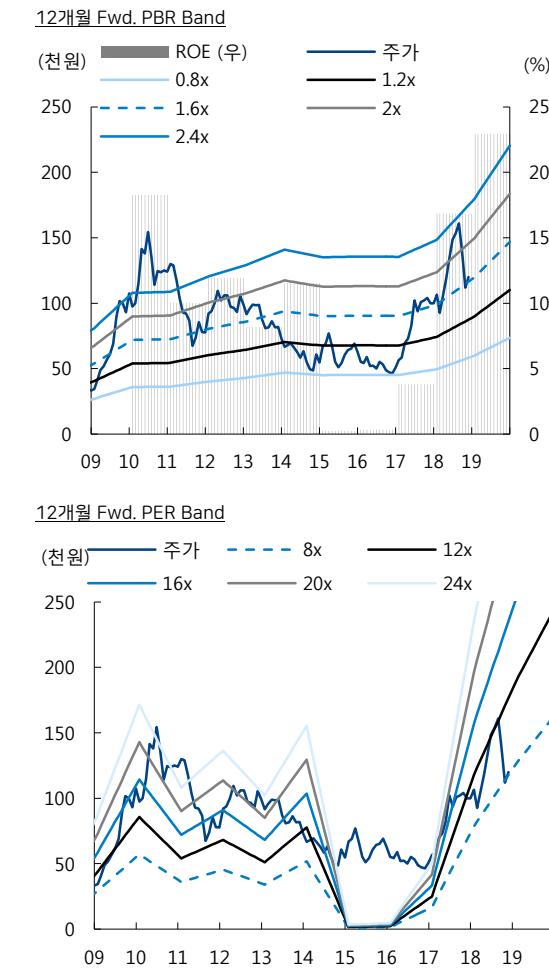
좋아질 부분에 집중

그림1. 삼성전기 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액											
모듈솔루션	900	611	885	668	957	757	872	748	3,011	3,063	3,335
YoY	16.4%	-26.9%	7.7%	14.9%	6.4%	23.9%	-1.4%	12.1%	13.3%	1.7%	8.9%
컴포넌트솔루션	753	869	1,027	1,075	1,145	1,222	1,270	1,241	2,338	3,723	4,879
YoY	53.5%	60.1%	68.9%	54.2%	52.1%	40.7%	23.7%	15.5%	21.2%	59.3%	31.0%
기판솔루션	357	300	432	396	337	301	458	439	1,446	1,485	1,534
YoY	22.1%	-6.3%	8.2%	-8.8%	-5.7%	0.5%	5.9%	10.7%	9.9%	2.7%	3.3%
전사합계	2,019	1,809	2,366	2,138	2,439	2,280	2,600	2,429	6,826	8,333	9,748
YoY	28.6%	6.6%	28.5%	24.5%	20.8%	26.0%	9.9%	13.6%	13.1%	22.1%	17.0%
영업이익											
모듈솔루션	11	1	48	11	38	22	33	11	86	72	104
OPM	1.2%	0.2%	5.5%	1.7%	3.9%	2.9%	3.8%	1.4%	2.8%	2.3%	3.1%
컴포넌트솔루션	173	256	393	416	438	482	518	515	290	1,238	1,953
OPM	23.0%	29.5%	38.2%	38.7%	38.2%	39.5%	40.8%	41.5%	12.4%	33.3%	40.0%
기판솔루션	-30	-50	-36	-54	-69	-74	-37	-47	-70	-170	-227
OPM	-8.4%	-16.8%	-8.3%	-13.6%	-20.6%	-24.6%	-8.1%	-10.7%	-4.8%	-11.5%	-14.8%
전사합계	154	207	405	373	406	430	514	479	306	1,139	1,830
OPM	7.6%	11.4%	17.1%	17.5%	16.7%	18.9%	19.8%	19.7%	4.5%	13.7%	18.8%

자료: 하이투자증권 리서치센터

그림2. 삼성전기 밸류에이션 밴드



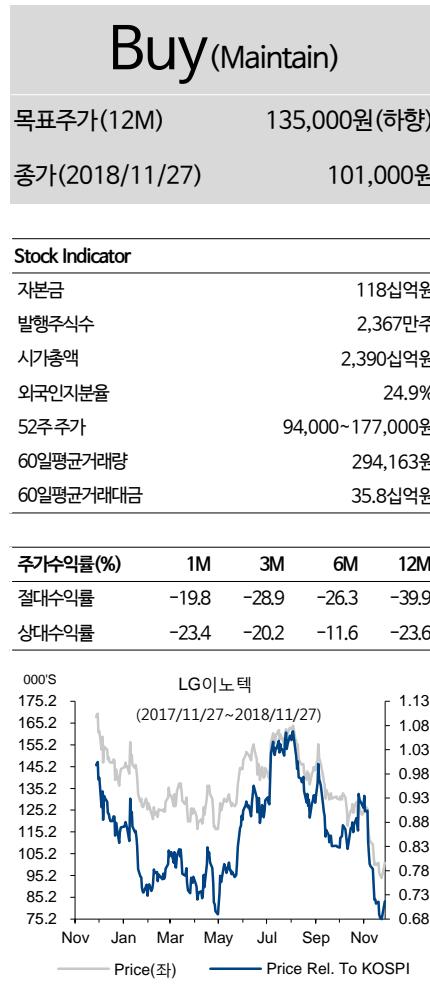
자료: 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,479	3,079	3,399	3,565	매출액	6,838	8,333	9,748	10,694
현금 및 현금성자산	445	695	650	561	증가율(%)	13.4	21.9	17.0	9.7
단기금융자산	123	132	141	151	매출원가	5,430	5,808	6,369	6,783
매출채권	953	1,143	1,326	1,458	매출총이익	1,408	2,525	3,379	3,910
재고자산	919	1,083	1,267	1,390	판매비와관련비	1,102	1,386	1,549	1,667
비유동자산	5,289	5,617	6,028	6,402	연구개발비	321	392	458	503
유형자산	4,155	4,507	4,935	5,321	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	149	118	93	73	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,767	8,696	9,427	9,967	영업이익	306	1,139	1,830	2,243
유동부채	2,454	2,649	2,421	1,953	증가율(%)	1,155.0	272.0	60.6	22.6
매입채무	281	343	401	440	영업이익률(%)	4.5	13.7	18.8	21.0
단기차입금	1,204	1,304	1,108	831	이자수익	11	16	15	14
유동성장기부채	468	499	399	160	이자비용	66	72	59	34
비유동부채	982	1,082	882	403	지분법이익(손실)	8	8	8	8
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-6	10	9	6
장기차입금	898	998	798	319	세전계속사업이익	254	1,101	1,802	2,238
부채총계	3,436	3,731	3,303	2,356	법인세비용	76	274	449	557
지배주주지분	4,232	4,792	5,833	7,173	세전계속이익률(%)	3.7	13.2	18.5	20.9
자본금	388	388	388	388	당기순이익	177	827	1,353	1,681
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	순이익률(%)	2.6	9.9	13.9	15.7
이익잉여금	2,610	3,307	4,486	5,962	지배주주귀속순이익	162	754	1,235	1,534
기타자본항목	189	52	-85	-222	기타포괄이익	-137	-137	-137	-137
비지배주주지분	100	172	291	438	총포괄이익	40	690	1,216	1,544
자본총계	4,331	4,964	6,124	7,611	지배주주기속총포괄이익	-	-	-	-
현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:원)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	718	1,358	1,938	2,440	주당치표(원)				
당기순이익	177	827	1,353	1,681	EPS	2,084	9,721	15,914	19,762
유형자산감가상각비	611	689	762	850	BPS	54,531	61,754	75,171	92,435
무형자산상각비	20	32	25	20	CFPS	10,211	19,015	26,055	30,971
지분법관련손실(이익)	8	8	8	8	DPS	1,550	1,550	1,550	1,550
투자활동 현금흐름	-1,232	-1,050	-1,199	-1,246	Valuation(배)				
유형자산의처분(취득)	-1,385	-1,041	-1,190	-1,236	PER	48.0	12.2	7.5	6.0
무형자산의처분(취득)	-67	-	-	-	PBR	1.8	1.9	1.6	1.3
금융상품의증감	33	-	-	-	PCR	9.8	6.3	4.6	3.8
재무활동 현금흐름	196	109	-617	-1,118	EV/EBITDA	10.3	5.9	4.0	3.1
단기금융부채의증감	65	131	-295	-516	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	245	100	-200	-479	ROE	3.8	16.7	23.2	23.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	13.7	22.3	26.8	29.1
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	79.3	75.2	53.9	31.0
현금및현금성자산의증감	-351	251	-45	-90	순부채비율	46.2	39.7	24.7	7.9
기초현금및현금성자산	796	445	695	650	매출채권회전율(x)	7.6	8.0	7.9	7.7
기말현금및현금성자산	445	695	650	561	재고자산회전율(x)	7.8	8.3	8.3	8.0

자료: 삼성전기, 하이투자증권리서치센터

과매도 국면



[투자포인트]

- 북미거래선의 보수적 실적 가이던스 제시 이후 이어진 부품 벤더들의 가이던스 하향으로 동사의 주가는 12개월 선행 PBR 기준 1.0배 아래로 하락. 부정적 투자심리가 극에 달한 과매도 국면인 것으로 판단. '10년 이후 LG이노텍의 12개월 선행 PBR 저점은 1.0배 내외로, '11년 LED 사업부문의 부진과 '16년 북미거래선의 스마트폰 수요 부진이 도드라지던 시기 수준에 해당
- '19년 실적에 대한 가시성은 높은 상황. 2H19 신규 플래그십 스마트폰에는 트리플 카메라가 채용될 것으로 예상되고 고객사 내 지위가 공고히 유지될 가능성이 높기 때문. 또한 올해 LCD 모델 부진으로 '19년에는 고가 모듈이 채용될 OLED 모델 침투율이 확대될 여지가 있다는 점도 추가 실적 상향 요소
- 목표주가를 기준 19만원에서 13.5만원으로 하향. '19년 예상 BPS 102,281원에 '15년 iPhone 6S 수요 부진으로 투자 심리가 악화됐던 당시 평균 BPS 1.32배를 적용. 당장의 투자 심리는 부정적이지만 통상 매년 초 신규 스마트폰형 부품에 대한 투자 및 양산 계획이 수립된다는 점을 감안할 때 연말부터 관련된 기대감이 형성되며 주가 반등 가능할 것으로 판단

FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	7,641	8,189	9,521	10,282
영업이익(십억원)	296	313	461	556
순이익(십억원)	175	188	287	363
EPS(원)	7,385	7,924	12,141	15,352
BPS(원)	82,426	90,245	102,281	117,529
PER(배)	19.5	12.7	8.3	6.6
PBR(배)	1.7	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	9.4	9.2	12.6	14.0
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	7.0	4.5	3.9	3.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

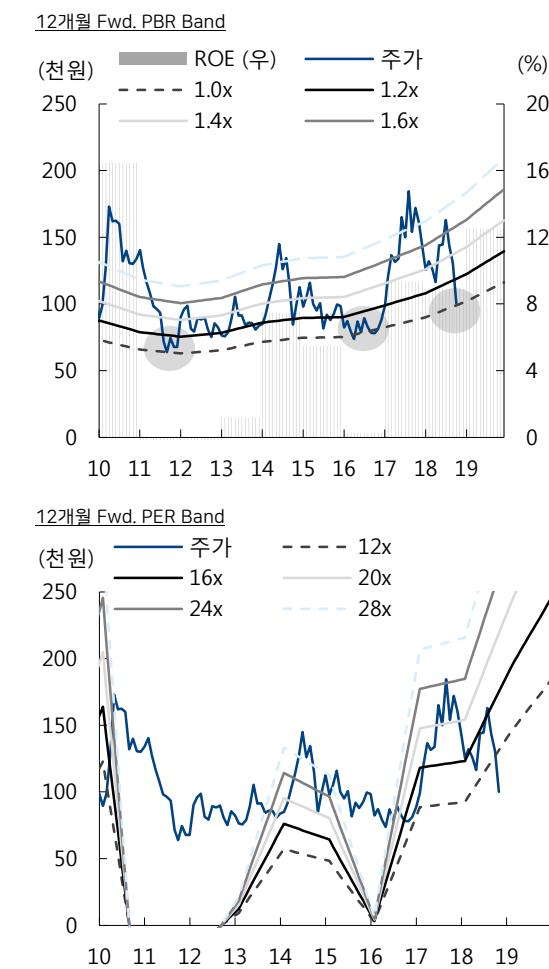
과매도 국면

그림1. LG이노텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액											
광학솔루션	1,014	814	1,595	1,901	1,379	1,063	1,768	2,426	4,679	5,324	6,636
%YoY	9.7%	28.2%	54.0%	-8.8%	36.0%	30.6%	10.9%	27.6%	64.1%	13.8%	24.6%
기판소재	249	295	292	295	273	277	309	307	1,142	1,130	1,166
%YoY	-5.8%	8.7%	3.3%	-9.2%	9.6%	-6.0%	6.0%	4.1%	-0.9%	-1.1%	3.2%
전장부품	338	292	306	327	314	299	325	350	1,235	1,263	1,288
%YoY	10.0%	7.6%	-2.4%	-4.6%	-7.1%	2.3%	6.1%	7.2%	9.0%	2.3%	2.0%
LED	120	117	120	115	107	112	112	102	652	472	431
%YoY	-28.6%	-33.7%	-29.4%	-16.1%	-10.9%	-4.8%	-7.3%	-11.3%	-6.2%	-27.6%	-8.6%
전사합계	1,720	1,518	2,313	2,637	2,072	1,751	2,514	3,184	7,641	8,189	9,521
%YoY	4.6%	13.3%	29.4%	-8.1%	20.4%	15.3%	8.7%	20.7%	32.8%	7.2%	16.3%
영업이익											
광학솔루션	-2	-10	121	135	35	9	127	194	239	245	364
%OPM	-0.2%	-1.2%	7.6%	7.1%	2.5%	0.8%	7.2%	8.0%	5.1%	4.6%	5.5%
기판소재	19	31	23	29	25	29	26	35	98	101	114
%OPM	7.6%	10.4%	7.7%	9.8%	9.1%	10.3%	8.5%	11.2%	8.6%	8.9%	9.8%
전장부품	3	-2	-8	-2	-2	-4	-1	1	-4	-9	-6
%OPM	0.8%	-0.6%	-2.7%	-0.7%	-0.8%	-1.2%	-0.3%	0.3%	-0.3%	-0.7%	-0.5%
LED	-3	-6	-6	-9	-3	-3	-2	-3	-35	-23	-11
%OPM	-2.3%	-4.8%	-5.0%	-7.7%	-3.1%	-2.4%	-2.1%	-3.0%	-5.4%	-4.9%	-2.6%
전사합계	17	13	130	153	54	31	149	226	298	313	461
%OPM	1.0%	0.9%	5.6%	5.8%	2.6%	1.8%	5.9%	7.1%	3.9%	3.8%	4.8%

자료: 하이투자증권 리서치센터

그림2. LG이노텍 밸류에이션 밴드



자료: 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산		2,734	2,863	3,349	3,589
현금 및 현금성자산		370	292	311	217
단기금융자산		0	0	0	0
매출채권		1,657	1,775	2,062	2,226
재고자산		641	687	799	863
비유동자산		3,143	3,553	3,941	3,846
유형자산		2,600	3,000	3,377	3,272
무형자산		269	279	290	301
자산총계		5,877	6,416	7,289	7,435
유동부채		2,497	2,576	2,788	2,893
매입채무		1,111	1,190	1,384	1,495
단기차입금		59	58	55	28
유동성장기부채		182	182	182	182
비유동부채		1,429	1,704	2,080	1,760
사채		728	768	971	771
장기차입금		534	769	942	822
부채총계		3,927	4,281	4,869	4,653
자배주주지분		1,951	2,136	2,421	2,782
자본금		118	118	118	118
자본잉여금		1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금		741	923	1,204	1,562
기타자본항목		-43	-39	-36	-32
비자배주주지분		0	0	0	0
자본총계		1,951	2,136	2,421	2,782

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름		446	939	1,004	1,215
당기순이익		175	188	287	363
유형자산감가상각비		307	487	575	657
무형자산상각비		48	57	59	62
자본법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-834	-936	-1,018	-621
유형자산의처분(취득)		-751	-872	-952	-552
무형자산의처분(취득)		-87	-67	-70	-72
금융상품의증감		0	-	-	-
재무활동 현금흐름		422	268	367	-354
단기금융부채의증감		-	0	-3	-28
장기금융부채의증감		428	275	376	-320
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		28	-78	19	-94
기초현금및현금성자산		341	370	292	311
기말현금및현금성자산		370	292	311	217

자료:LG이노텍, 하이투자증권리서치센터

포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2017	2018E	2019E	2020E
매출액		7,641	8,189	9,521	10,282
증가율(%)		32.8	7.2	16.3	8.0
매출원가		6,757	7,292	8,474	9,048
매출총이익		885	897	1,046	1,234
판매비와관련비		588	584	585	678
연구개발비		55	59	68	74
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		296	313	461	556
증가율(%)		182.8	5.5	47.3	20.6
영업이익률(%)		3.9	3.8	4.8	5.4
이자수익		5	4	4	3
이자비용		33	39	48	40
지분법이익(순실)		-	-	-	-
기타영업외손익		-30	-28	-35	-35
세전계속사업이익		239	250	383	484
법인세비용		64	63	96	121
세전계속이익률(%)		3.1	3.1	4.0	4.7
당기순이익		175	188	287	363
순이익률(%)		2.3	2.3	3.0	3.5
자배주주귀속순이익		175	188	287	363
기타포괄이익		3	3	3	3
총포괄이익		178	191	291	367
자배주주기속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		(단위:원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS		7,385	7,924	12,141	15,352
BPS		82,426	90,245	102,281	117,529
CFPS		22,386	30,928	38,939	45,738
DPS		250	250	250	250
Valuation(백)					
PER		19.5	12.7	8.3	6.6
PBR		1.7	1.1	1.0	0.9
PCR		6.4	3.3	2.6	2.2
EV/EBITDA		7.0	4.5	3.9	3.1
Key Financial Ratio(%)					
ROE		9.4	9.2	12.6	14.0
EBITDA이익률		8.5	10.5	11.5	12.4
부채비율		201.3	200.4	201.1	167.3
순부채비율		58.1	69.5	76.0	57.0
매출채권회전율(x)		5.2	4.8	5.0	4.8
재고자산회전율(x)		14.6	12.3	12.8	12.4

트레이딩 유효

Buy (Maintain)	
목표주가(12M)	85,000원 (유지)
종가(2018/11/27)	71,800원
Stock Indicator	
자본금	904십억원
발행주식수	18,083만주
시가총액	12,252십억원
외국인지분율	31.3%
52주주가	59,400~113,500원
60일평균거래량	809,974원
60일평균거래대금	56.2십억원
주가수익률(%)	1M 3M 6M 12M
절대수익률	17.5 -3.4 -25.7 -22.1
상대수익률	13.9 5.3 -11.1 -5.8

[투자포인트]

- 최근 단기 반등에도 불구하고 12개월 선행 기준 PER과 PBR은 각각 6.8배와 0.8배 수준으로 모두 역사적 벨류에이션 밴드 하단 수준에 머물러 있는 상황
- 4Q18 실적은 계절적으로 비용을 집행하는 시기임에도 불구하고 차별화된 제품 믹스로 경쟁사 대비 높은 수익성을 시현할 수 있을 것으로 전망
- 밸류에이션 매력이 돋보인다는 점과, 1H16 이후 매년 상반기마다 신성장 가전의 침투율이 두드러진다는 점을 감안하면 계절성을 고려한 Trading buy 관점 대응 유호한 것으로 판단
- 다만 중장기적으로는 1) 신흥국 통화가치 약세 및 수요 부진 등 비우호적 매크로 환경, 2) 프리미엄 TV 시장에서의 경쟁 심화 3) VC 사업부 관련 불확실성 등 제반의 우려 해소가 추가적인 주가 상승 모멘텀이 될 것으로 생각

FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	61,396	62,214	67,543	72,865
영업이익(십억원)	2,469	3,091	3,275	3,587
순이익(십억원)	1,726	1,712	1,877	2,254
EPS(원)	9,543	9,466	10,378	12,464
BPS(원)	73,129	84,598	93,065	104,499
PER(배)	11.1	7.6	6.9	5.8
PBR(배)	1.4	0.8	0.8	0.7
ROE(%)	13.7	12.0	11.7	12.6
배당수익률(%)	0.8	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	5.7	3.0	2.7	2.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

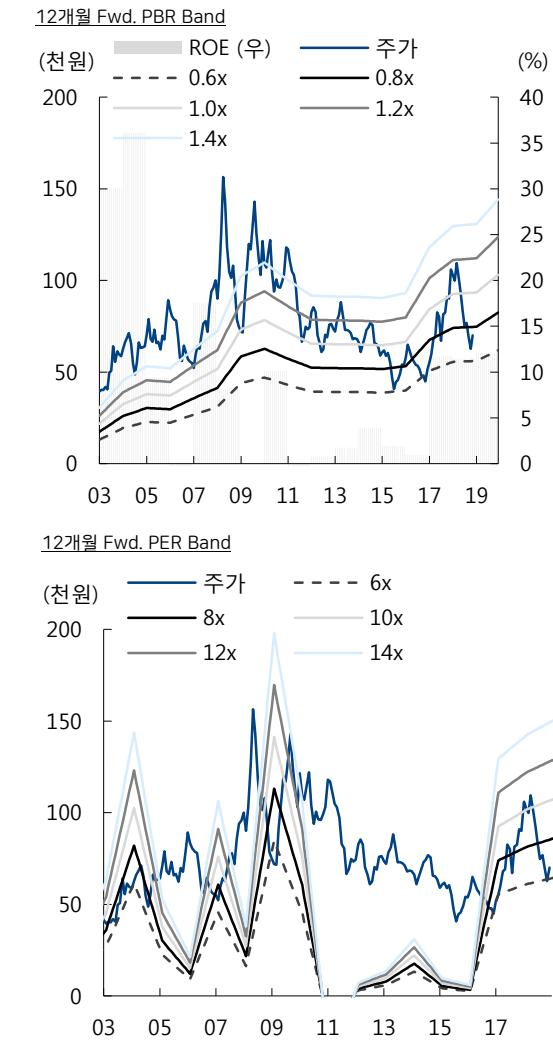
트레이딩 유효

그림1. LG전자 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
H&A	매출액	4,924	5,258	4,852	4,256	5,059	5,471	4,901	4,392	18,515	19,290
	영업이익	553	457	410	127	529	459	389	174	1,449	1,551
	OPM	11.2%	8.7%	8.4%	3.0%	10.5%	8.4%	7.9%	4.0%	7.8%	8.0%
HE	매출액	4,118	3,822	3,711	4,791	4,030	3,877	4,058	4,962	16,433	16,442
	영업이익	577	407	325	276	434	371	380	278	1,337	1,586
	OPM	14.0%	10.6%	8.8%	5.8%	10.8%	9.6%	9.4%	5.6%	8.1%	9.6%
VC	매출액	840	873	1,176	1,379	1,599	1,687	1,807	1,904	3,339	4,268
	영업이익	-17	-33	-43	-21	-3	-3	7	7	-107	-114
	OPM	-2.0%	-3.7%	-3.6%	-1.6%	-0.2%	-0.2%	0.4%	0.4%	-3.2%	-2.7%
MC	매출액	2,159	2,072	2,041	2,313	2,160	1,950	2,114	2,357	11,158	8,585
	영업이익	-136	-185	-146	-130	-136	-186	-121	-119	-737	-598
	OPM	-6.3%	-8.9%	-7.2%	-5.6%	-6.3%	-9.5%	-5.7%	-5.1%	-6.6%	-7.0%
B2B	매출액	643	589	577	647	495	692	709	744	2,362	2,455
	영업이익	79	39	35	43	81	40	36	44	152	196
	OPM	12.3%	6.6%	6.1%	6.6%	16.4%	5.8%	5.1%	6.0%	6.4%	8.0%
독립/기타	매출액	980	1,200	1,011	922	1,027	1,090	1,053	1,014	3,272	4,113
	영업이익	43	85	51	31	57	47	46	51	122	211
	OPM	4.4%	7.1%	5.0%	3.4%	5.6%	4.4%	4.4%	5.1%	3.7%	5.1%
합계(LGIT제외)	매출액	13,662	13,814	13,367	14,309	14,372	14,766	14,640	15,373	55,079	55,153
	영업이익	1,100	771	632	326	961	730	738	434	2,215	2,828
	OPM	8.0%	5.6%	4.7%	2.3%	6.7%	4.9%	5.0%	2.8%	4.0%	5.1%
L GIT	매출액	1,461	1,205	2,060	2,336	1,812	1,438	2,260	2,883	6,317	7,061
	영업이익	8	0	117	138	46	18	137	211	255	263
	OPM	0.6%	0.0%	5.7%	5.9%	2.5%	1.3%	6.0%	7.3%	4.0%	3.7%
전사합계	매출액	15,123	15,019	15,427	16,644	16,183	16,204	16,901	18,255	61,396	62,214
	영업이익	1,108	771	749	463	1,007	748	874	645	2,470	3,091
	OPM	7.3%	5.1%	4.9%	2.8%	6.2%	4.6%	5.2%	3.5%	4.0%	5.0%

자료: 하이투자증권 리서치센터

그림2. LG전자 밸류에이션 빔드



자료: 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	19,195	19,042	19,851	20,593
현금 및 현금성자산	3,351	3,551	2,839	2,319
단기금융자산	109	109	109	109
매출채권	9,005	8,952	9,719	10,439
재고자산	5,908	5,970	6,700	7,214
비유동자산	22,026	22,578	23,301	24,170
유형자산	11,801	12,484	13,232	14,006
무형자산	1,855	1,824	1,889	1,928
자산총계	41,221	41,621	43,152	44,763
유동부채	17,536	17,875	19,054	20,362
매입채무	8,138	8,059	8,711	9,498
단기차입금	314	220	154	123
유동성장기부채	1,047	995	829	584
비유동부채	9,011	6,907	5,631	3,747
사채	5,225	3,867	3,035	1,821
장기차입금	2,864	2,120	1,675	1,005
부채총계	26,547	24,783	24,685	24,109
자배주주지분	13,224	15,298	16,829	18,897
자본금	904	904	904	904
자본잉여금	2,923	2,923	2,923	2,923
이익잉여금	10,964	12,603	14,407	16,588
기타자본항목	-1,567	-1,132	-1,405	-1,518
비자배주주지분	1,449	1,540	1,638	1,757
자본총계	14,674	16,838	18,468	20,654

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	2,166	7,041	6,368	7,206
당기순이익	1,870	1,802	1,975	2,372
유형자산감가상각비	1,335	1,631	1,755	1,890
무형자산상각비	433	519	508	527
자본법관련손실(이익)	667	-100	-91	58
투자활동 현금흐름	-2,583	-3,015	-3,289	-3,442
유형자산의처분(취득)	-1,947	-2,314	-2,503	-2,664
무형자산의처분(취득)	-642	-488	-574	-565
금융상품의증감	166	-	-	-
재무활동 현금흐름	841	-2,322	-1,581	-2,233
단기금융부채의증감	-	-146	-232	-276
장기금융부채의증감	958	-2,103	-1,276	-1,884
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-68	-68	-68	-68
현금및현금성자산의증감	335	201	-713	-519
기초현금및현금성자산	3,015	3,351	3,551	2,839
기말현금및현금성자산	3,351	3,551	2,839	2,319

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	61,396	62,214	67,543	72,865
증가율(%)	10.9	1.3	8.6	7.9
매출원가	46,738	46,469	50,118	54,362
매출총이익	14,659	15,745	17,425	18,503
판매비와관리비	12,190	12,654	14,150	14,916
연구개발비	273	276	300	324
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,469	3,091	3,275	3,587
증가율(%)	84.5	25.2	6.0	9.5
영업이익률(%)	4.0	5.0	4.8	4.9
이자수익	95	101	81	67
이자비용	367	281	222	139
지분법이익(순실)	667	-100	-91	58
기타영업외손익	-230	-307	-307	-307
세전계속사업이익	2,558	2,402	2,634	3,163
법인세비용	689	601	658	791
세전계속이익률(%)	4.2	3.9	3.9	4.3
당기순이익	1,870	1,802	1,975	2,372
순이익률(%)	3.0	2.9	2.9	3.3
자배주주귀속순이익	1,726	1,712	1,877	2,254
기타포괄이익	-436	-612	-603	-566
총포괄이익	1,434	1,190	1,372	1,807
자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	9,543	9,466	10,378	12,464
BPS	73,129	84,598	93,065	104,499
CFPS	19,318	21,355	22,892	25,831
DPS	850	850	850	850
Valuation(배)				
PER	11.1	7.6	6.9	5.8
PBR	1.4	0.8	0.8	0.7
PCR	5.5	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	5.7	3.0	2.7	2.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	13.7	12.0	11.7	12.6
EBITDA이익률	6.9	8.4	8.2	8.2
부채비율	180.9	147.2	133.7	116.7
순부채비율	40.8	21.0	14.9	5.4
매출채권회전율(x)	7.2	6.9	7.2	7.2
재고자산회전율(x)	11.1	10.5	10.7	10.5

그래도 OLED 침투율은 확대

Buy (Maintain)	
목표주가(12M)	24,000원(하향)
종가(2018/11/27)	14,950원

Stock Indicator	
자본금	16십억원
발행주식수	3,131만주
시가총액	468십억원
외국인지분율	13.8%
52주주가	14,350~29,400원
60일평균거래량	677,688원
60일평균거래대금	12.5십원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.1	-38.2	-44.5	-44.4
상대수익률	-17.7	-25.7	-25.2	-32.8



[투자포인트]

- 북미거래선의 스마트폰 수요 부진으로 동사의 최근 3개월간 주가는 -38% 하락했으며, '19년 기준 P/E는 5.0배에 불과. 목표주가를 기준 30,500원에서 24,000원으로 하향 조정. 전방 산업의 부진을 감안하여 기준 Valuation 시 P/E 배수 10.4배를 20% 할인한 8.3배를 적용
- 다만 '19년의 영업 환경은 개선될 수 있을 것으로 판단. 전체 수요는 부진하더라도 북미거래선의 OLED 모델 침투율은 확대될 것이기 때문. '18년 40% 내외로 추정되는 북미거래선 OLED 모델 침투율은 '19년 60%에 가까워질 것으로 전망. 올해 LCD 탑재 신모델에 대한 수요가 OLED 모델 대비 부진한 것으로 나타나고 있기 때문에, '19년 신모델의 경우 OLED 모델의 생산 비중이 확대될 가능성이 동사 실적의 추가 상승 여력으로 작용할 것으로 전망
- 한편 국내거래선향 폴더블 스마트폰에는 Build up PCB 2개가 탑재되어 기존 제품 대비 ASP 효과가 2배 이상. '19년을 시작으로 폴더블 스마트폰의 확대는 중장기 성장 모멘텀이 될 것으로 판단

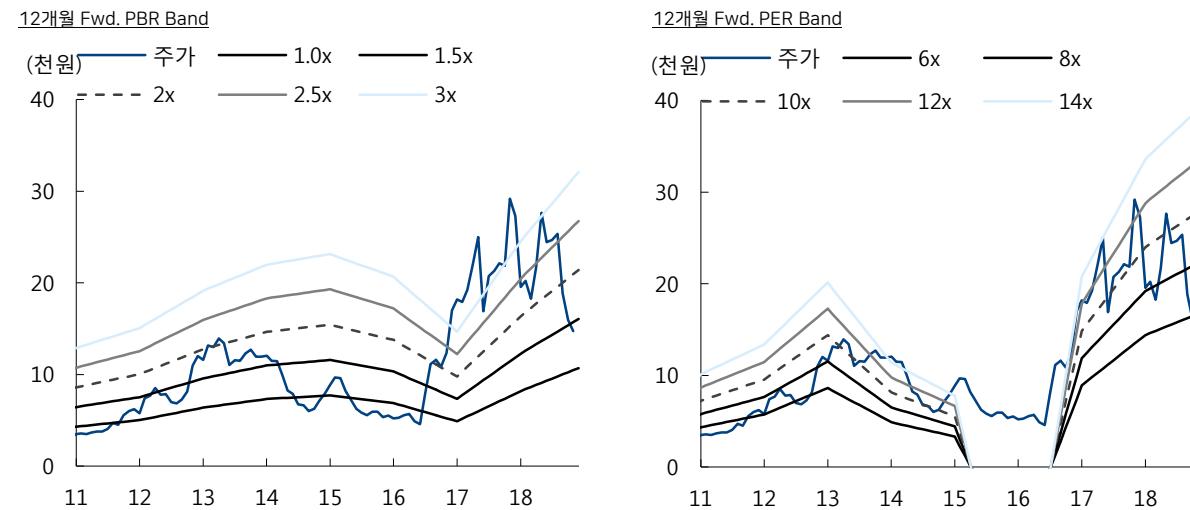
FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	691	799	1,005	1,244
영업이익(십억원)	76	97	127	156
순이익(십억원)	46	77	102	126
EPS(원)	1,483	2,399	3,013	3,729
BPS(원)	4,885	8,172	11,080	14,704
PER(배)	18.4	6.2	5.0	4.0
PBR(배)	5.6	1.8	1.3	1.0
ROE(%)	35.8	35.8	31.3	28.9
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	96	3.6	2.7	2.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

그래도 OLED 침투율은 확대

그림. 비에이치 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	1,340	1,357	2,726	2,570	1,803	1,559	3,497	3,187	6,913	7,993	10,046
YoY	30.6%	14.6%	43.4%	-8.3%	34.6%	14.9%	28.3%	24.0%	85.9%	15.6%	25.7%
QoQ	-52.2%	1.3%	100.9%	-5.7%	-29.8%	-13.5%	124.3%	-8.9%			
A/S 향상 비중	37.3%	45.7%	75.2%	77.7%	53.7%	49.5%	78.8%	81.4%	52.0%	64.6%	70.6%
영업이익	93	95	405	381	159	132	508	471	757	974	1,270
YoY	323.7%	-5.5%	74.3%	-5.4%	70.7%	39.1%	25.5%	23.7%	흑전	28.6%	30.4%
QoQ	-76.9%	1.7%	327.8%	-5.9%	-58.3%	-17.1%	285.9%	-7.2%			
OPM	6.9%	7.0%	14.9%	14.8%	8.8%	8.4%	14.5%	14.8%	11.0%	12.2%	12.6%



자료: 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	336	403	458	530
현금 및 현금성자산	83	117	95	74
단기금융자산	2	1	1	0
매출채권	167	192	247	305
재고자산	59	68	90	124
비유동자산	184	207	214	251
유형자산	164	180	182	212
무형자산	4	4	4	3
자산총계	520	610	673	781
유동부채	256	238	240	264
매입채무	111	128	161	199
단기차입금	90	54	22	7
유동성장기부채	15	16	16	17
비유동부채	111	96	59	20
사채	25	25	5	3
장기차입금	39	27	19	2
부채총계	367	334	298	284
자배주주지분	153	276	374	497
자본금	16	17	17	17
자본잉여금	28	76	76	76
이익잉여금	105	182	284	409
기타자본항목	4	1	-3	-6
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	153	276	374	497
현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	59	118	120	135
당기순이익	46	77	102	126
유형자산감가상각비	22	33	36	37
무형자산상각비	0	0	0	0
자본법관련손실(0이익)	7	7	7	7
투자활동 현금흐름	-38	-48	-37	-66
유형자산의처분(취득)	-39	-49	-38	-67
무형자산의처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의증감	-7	-7	-7	-7
재무활동 현금흐름	53	3	-61	-35
단기금융부채의증감	8	-36	-32	-15
장기금융부채의증감	40	-12	-28	-20
자본의증감	-	50	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	73	33	-22	-21
기초현금및현금성자산	10	83	117	95
기말현금및현금성자산	83	117	95	74

자료:비에이치, 하이투자증권리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	691	799	1,005	1,244
증가율(%)	85.9	15.6	25.7	23.8
매출원가	581	663	829	1,028
매출총이익	110	136	175	216
판매비와관리비	35	39	48	59
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	76	97	127	156
증가율(%)	-393.7	28.6	30.4	22.9
영업이익률(%)	11.0	12.2	12.6	12.6
이자수익	0	1	1	1
이자비용	6	5	3	1
자본법이익(순실)	7	7	7	7
기타영업외손익	-10	4	4	4
세전계속사업이익	59	97	129	159
법인세비용	12	20	27	33
세전계속이익률(%)	8.5	12.2	12.8	12.8
당기순이익	46	77	102	126
순이익률(%)	6.7	9.6	10.1	10.1
자배주주귀속순이익	46	77	102	126
기타포괄이익	-4	-4	-4	-4
총포괄이익	43	73	98	122
자배주주기속총포괄이익	-	-	-	-
주요투자지표	(단위:원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	1,483	2,399	3,013	3,729
BPS	4,885	8,172	11,080	14,704
CFPS	2,194	3,427	4,101	4,826
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	18.4	6.2	5.0	4.0
PBR	5.6	1.8	1.3	1.0
PCR	12.4	4.4	3.6	3.1
EV/EBITDA	9.6	3.6	2.7	2.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	35.8	35.8	31.3	28.9
EBITDA이익률	14.2	16.3	16.3	15.5
부채비율	240.3	121.0	79.7	57.2
순부채비율	55.2	1.6	-9.0	-9.5
매출채권회전율(x)	5.9	4.4	4.6	4.5
재고자산회전율(x)	11.0	12.6	12.7	11.6

5G는 열려있는 기회

Buy (Maintain)				
목표주가(12M)	24,000원(유지)			
증가(2018/11/26)	15,250원			
Stock Indicator				
자본금	11십억원			
발행주식수	2,414만주			
시가총액	368십억원			
외국인지분율	16.6%			
52주주가	12,300~19,950원			
60일평균거래량	391,513원			
60일평균거래대금	6.8십억원			
주가수익률(%)				
	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	-15.0	12.5	3.6
상대수익률	-5.0	-25	31.9	15.2

[투자포인트]

- 5G 스마트폰 시장의 개화는 RF 부품 업체인 동사에게 기회가 될 것으로 전망
- 4G LTE 커버리지 개화 당시 동사는 수신용 Diversity FEM과 LNA 모듈 대응에 성공하며 큰 폭의 성장을 시현했으며 밸류에이션 배수도 함께 상승했던 경험. 5G에서는 기존 SAW로 필터링이 어려운 2.7Ghz - 6Ghz 사이의 고주파 Sub-six 대역에 대한 대응이 추가적으로 필요하기 때문에, RF FE (Front End)의 복잡도는 더욱 증가할 것으로 판단. 예컨대 스마트폰 대당 RF Filter는 주요 고객 플래그십 모델에 50개 가량이 채용되고 있는데, 5G 스마트폰에는 60~70개까지 채용이 확대될 것
- 한정된 메인보드 실장 면적에 RF 부품 채용이 증가하다 보니 다수의 Filter를 모듈화하여 경박단소를 구현한 제품에 대한 수요도 자연스럽게 증가하게 될 것으로 판단. 동사의 경우 '19년으로 기대되는 고주파 Filter 대응력 확보와, 모듈화된 Filter 포트폴리오 다변화 시 기업가치가 한 단계 도약할 수 있는 기회를 얻을 수 있을 것으로 전망

FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	446	446	494	506
영업이익(십억원)	53	59	63	66
순이익(십억원)	45	52	57	61
EPS(원)	1,928	2,174	2,381	2,535
BPS(원)	9,559	10,959	12,987	15,170
PER(배)	7.3	7.0	6.4	6.0
PBR(배)	1.5	1.4	1.2	1.0
ROE(%)	23.6	21.7	19.9	18.0
배당수익률(%)	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	3.5	3.3	2.3	1.2

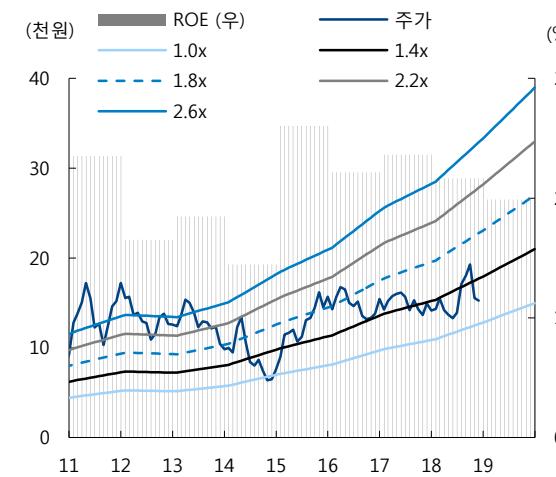
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

5G는 열려있는 기회

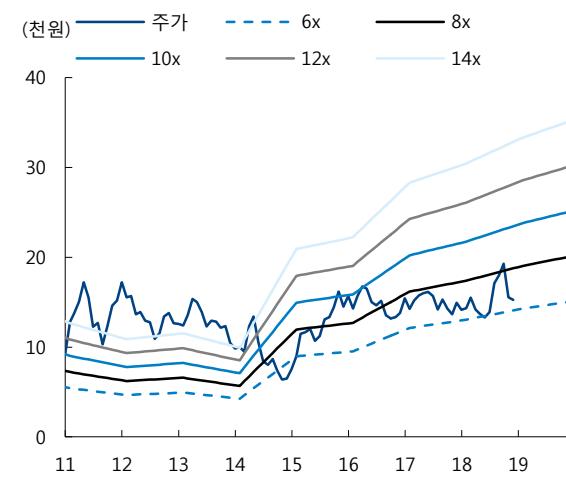
그림. 와이솔 연결기준 영업실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	1,016	1,157	1,196	1,092	1,093	1,199	1,408	1,237	4,461	4,461	4,936
YoY	-13.7%	15.1%	-2.5%	3.8%	7.6%	3.6%	17.7%	13.3%	2.4%	0.0%	10.7%
QoQ	-3.5%	13.9%	3.4%	-8.7%	0.1%	9.7%	17.5%	-12.2%			
SAW제품	801	994	1,022	963	928	1,061	1,254	1,125	3,520	3,780	4,368
YoY	-13.5%	28.3%	6.6%	12.0%	15.9%	6.7%	22.7%	16.8%	0.6%	7.4%	15.5%
RF모듈	215	163	174	129	165	138	154	112	941	681	569
YoY	-14.3%	-29.1%	-35.1%	-32.9%	-23.4%	-15.4%	-11.5%	-12.9%	9.8%	-27.6%	-16.4%
영업이익	117	143	215	115	128	154	228	123	526	590	633
YoY	0.8%	45.2%	78.5%	-39.8%	9.5%	7.3%	6.3%	7.1%	22.1%	12.2%	7.3%
QoQ	-38.7%	22.5%	50.0%	-46.6%	11.5%	20.0%	48.7%	-46.2%			
OPM	11.5%	12.4%	18.0%	10.5%	11.7%	12.8%	16.2%	9.9%	11.8%	13.2%	12.8%

12개월 Fwd. PBR Band



12개월 Fwd. PER Band



자료: 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	143	169	224	329
현금 및 현금성자산	60	82	130	232
단기금융자산	4	1	0	0
매출채권	50	50	55	56
재고자산	29	36	39	40
비유동자산	200	231	248	263
유형자산	173	206	224	239
무형자산	6	4	3	2
자산총계	343	400	473	592
유동부채	113	128	155	223
매입채무	24	24	27	28
단기차입금	41	33	16	10
유동성장기부채	5	3	1	-
비유동부채	11	8	5	4
사채	-	-	-	-
장기차입금	8	5	2	2
부채총계	124	136	160	227
자배주주지분	220	264	313	366
자본금	11	12	12	12
자본잉여금	69	69	69	69
이익잉여금	148	193	244	299
기타자본항목	-8	-10	-12	-14
비자배주주지분	0	0	-1	-1
자본총계	219	264	312	365

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	85	111	144	188
당기순이익	45	52	57	61
유형자산감가상각비	36	37	47	53
무형자산상각비	2	2	1	1
자본법관련손실(0이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-56	-68	-65	-68
유형자산의처분(취득)	-58	-70	-65	-67
무형자산의처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의증감	-4	0	0	0
재무활동 현금흐름	-12	-17	-27	-14
단기금융부채의증감	-13	-10	-18	-8
장기금융부채의증감	-18	-2	-3	-1
자본의증감	24	1	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	18	22	48	103
기초현금및현금성자산	42	60	82	129
기말현금및현금성자산	60	82	129	232

자료:와이솔,하이투자증권리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	446	446	494	506
증가율(%)	2.4	0.0	10.7	2.5
매출원가	350	336	377	386
매출총이익	97	110	116	120
판매비와관리비	44	51	53	54
연구개발비	9	9	10	10
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	53	59	63	66
증가율(%)	22.1	12.1	7.3	4.9
영업이익률(%)	11.8	13.2	12.8	13.1
이자수익	0	1	1	2
이자비용	2	2	1	0
지분법이익(순실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	0	0	0
세전계속사업이익	50	58	64	68
법인세비용	5	6	7	7
세전계속이익률(%)	11.1	13.1	12.9	13.4
당기순이익	45	52	57	61
순이익률(%)	10.0	11.7	11.6	12.0
자배주주귀속순이익	45	52	57	61
기타포괄이익	-2	-2	-2	-2
총포괄이익	43	50	55	59
자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	1,928	2,174	2,381	2,535
BPS	9,559	10,959	12,987	15,170
CFPS	3,565	3,781	4,390	4,758
DPS	250	250	250	250
Valuation(배)				
PER	7.3	7.0	6.4	6.0
PBR	1.5	1.4	1.2	1.0
PCR	4.0	4.0	3.5	3.2
EV/EBITDA	3.5	3.3	2.3	1.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	23.6	21.7	19.9	18.0
EBITDA이익률	20.3	21.9	22.6	23.7
부채비율	56.5	51.7	51.3	62.2
순부채비율	-4.6	-15.9	-35.3	-60.6
매출채권회전율(x)	9.4	9.0	9.4	9.1
재고자산회전율(x)	14.6	13.7	13.1	12.7

카메라모듈 수요는 증가

Buy (Maintain)	
목표주가(12M)	11,000원(유지)
증가(2018/11/27)	8,350원

Stock Indicator	
자본금	27십억원
발행주식수	5,416만주
시가총액	452십억원
외국인지분율	23.8%
52주주가	7,000~10,950원
60일평균거래량	425,621원
60일평균거래대금	3.5십원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	8.0	13.5	-9.5
상대수익률	-6.4	20.6	32.8	2.1



[투자포인트]

- 파트론의 '19년 영업 환경은 두 가지 측면에서 올해보다 개선될 것으로 전망
- 먼저, 주요 고객사의 1H19 플래그십은 H/W 차별화 요소가 두드러져 전작 대비 견조한 출하가 전망되는 가운데, 전면에 듀얼카메라 모듈이 채용될 것으로 보임에 따라 전면부 메인 벤더인 동사의 ASP 인상 효과가 예상
- 두번째로, 최근 주요 고객사가 신흥국 경쟁 격화 환경에 대응하기 위해 중저가 스마트폰 라인업을 강화한 점도 긍정적. 특히 세트당 카메라 모듈 채용량이 증가할 것으로 보임에 따라, 카메라 모듈 부문의 가동률 회복 및 ASP 상승에 유리한 환경이 전개될 것으로 보임. 현재 주요고객사의 듀얼카메라 침투율은 30%에 불과해 여타 경쟁사 대비 향후 침투율 확대 여지도 큰 상황
- 동사의 PBR은 '15년 이후로 2.0배를 상단으로 횡보하고 있는데, 이는 전방 산업의 제한적 성장성을 반영하고 있다고 판단. 다만 2H19 이후 본격화될 전장용 카메라 모듈 사업은 동사의 실적 변동성을 완화시킬 수 있다는 점에서 중장기적으로 주목할 필요가 있다는 판단

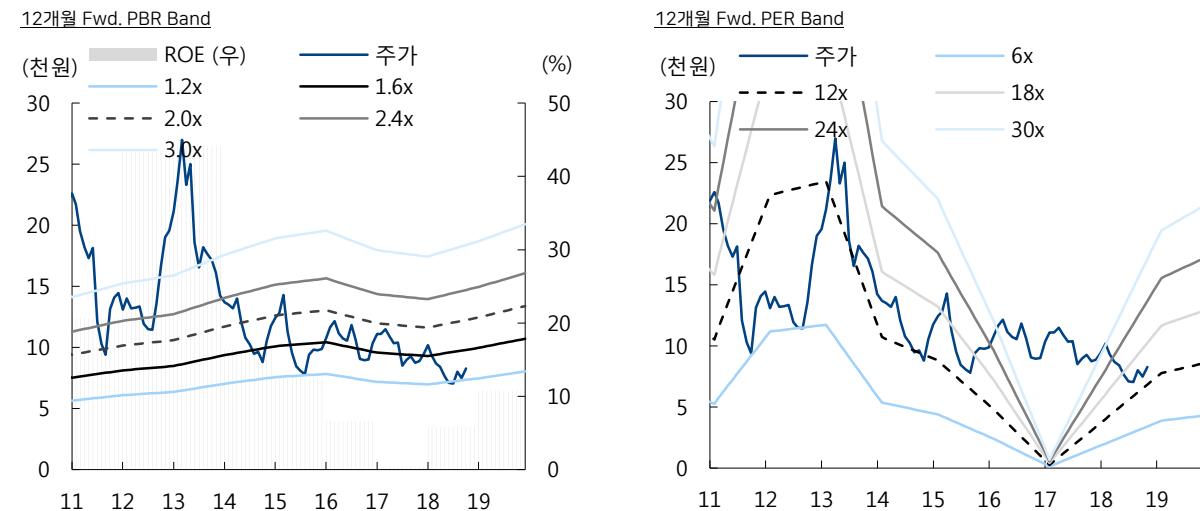
FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	791	774	875	927
영업이익(십억원)	11	25	47	54
순이익(십억원)	1	18	35	40
EPS(원)	23	330	643	730
BPS(원)	5,707	5,808	6,221	6,721
PER(배)	413.9	25.3	13.0	11.4
PBR(배)	1.7	1.4	1.3	1.2
ROE(%)	0.4	5.7	10.7	11.3
배당수익률(%)	1.9	2.1	2.1	2.1
EV/EBITDA(배)	8.9	6.7	4.9	4.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

카메라모듈 수요는 증가

그림. 파트론 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	2,298	1,700	1,851	1,886	2,460	1,891	2,242	2,156	7,913	7,735	8,748
YoY	27.5%	-22.6%	-12.7%	5.2%	7.1%	11.2%	21.1%	14.3%	0.0%	-2.2%	13.1%
QoQ	28.1%	-26.0%	8.8%	1.9%	30.4%	-23.1%	18.6%	-3.8%			
반도체	1,669	1,131	1,206	1,284	1,776	1,234	1,507	1,496	5,678	5,290	6,014
RF	265	212	226	217	251	243	237	220	1,098	919	951
기타(센서)	234	227	292	291	278	299	365	335	793	1,044	1,277
연결자회사	130	131	127	95	155	115	132	104	344	483	505
영업이익	95	-37	96	97	140	94	133	99	110	251	466
YoY	흑전	적전	72.2%	166.0%	47.3%	흑전	38.2%	1.9%	-71.1%	127.5%	85.5%
QoQ	161.1%	적전	흑전	0.9%	44.6%	-32.7%	40.8%	-25.6%			
OPM	4.1%	-2.2%	5.2%	5.1%	5.7%	5.0%	5.9%	4.6%	1.4%	3.2%	5.3%



자료: 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	202	198	220	230
현금 및 현금성자산	20	27	33	33
단기금융자산	4	6	6	6
매출채권	91	89	96	102
재고자산	80	70	79	83
비유동자산	309	312	306	296
유형자산	257	261	256	246
무형자산	24	23	22	21
자산총계	511	510	526	526
유동부채	145	137	130	101
매입채무	56	62	70	74
단기차입금	62	49	39	9
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	7	7	6	6
사채	-	-	-	-
장기차입금	5	4	4	3
부채총계	152	144	136	106
자본주주지분	309	315	337	364
자본금	27	27	27	27
자본잉여금	3	3	3	3
이익잉여금	318	326	352	383
기타자본항목	-39	-42	-46	-49
비자본주주지분	50	52	54	56
자본총계	359	366	390	420

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	23	88	75	83
당기순이익	4	20	37	42
유형자산감가상각비	50	45	45	45
무형자산상각비	1	1	1	1
자본법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-51	-45	-36	-29
유형자산의처분(취득)	-50	-49	-41	-35
무형자산의처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의증감	-9	-	-	-
재무활동 현금흐름	20	-19	-16	-36
단기금융부채의증감	25	-12	-10	-30
장기금융부채의증감	4	-1	-1	-1
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	-10	7	6	0
기초현금및현금성자산	30	20	27	33
기말현금및현금성자산	20	27	33	33

자료:파트론, 하이투자증권리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원, %)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	791	774	875	927
증가율(%)	0.0	-2.2	13.1	6.0
매출원가	712	680	753	796
매출총이익	79	93	122	132
판매비와관리비	68	68	75	78
연구개발비	10	10	12	12
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	11	25	47	54
증가율(%)	-71.1	127.5	88.2	13.3
영업이익률(%)	1.4	3.2	5.4	5.8
이자수익	0	1	1	1
이자비용	1	1	1	0
자본법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	2	2	1
세전계속사업이익	9	27	49	55
법인세비용	4	7	12	14
세전계속이익률(%)	1.1	3.5	5.6	6.0
당기순이익	4	20	37	42
순이익률(%)	0.6	2.6	4.2	4.5
자본주주귀속순이익	1	18	35	40
기타포괄이익	-21	-3	-3	-3
총포괄이익	-17	16	33	38
자본주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	23	330	643	730
BPS	5,707	5,808	6,221	6,721
CFPS	967	1,175	1,501	1,569
DPS	175	175	175	175
Valuation(배)				
PER	413.9	25.3	13.0	11.4
PBR	1.7	1.4	1.3	1.2
PCR	9.8	7.1	5.6	5.3
EV/EBITDA	8.9	6.7	4.9	4.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	0.4	5.7	10.7	11.3
EBITDA이익률	7.9	9.2	10.7	10.7
부채비율	42.4	39.2	34.8	25.3
순부채비율	11.9	5.7	1.1	-6.3
매출채권회전율(x)	9.2	8.6	9.4	9.4
재고자산회전율(x)	11.0	10.4	11.8	11.4

최악은 지났다

Buy (Maintain)	
목표주가(12M)	25,000원(하향)
종가(2018/11/27)	19,100원

Stock Indicator	
자본금	5십억원
발행주식수	974만주
시가총액	186십억원
외국인지분율	6.1%
52주주가	18,400~51,000원
60일평균거래량	150,489원
60일평균거래대금	3.9십원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.7	-42.4	-48.7	-60.2
상대수익률	-11.3	-29.9	-29.3	-48.6



[투자포인트]

- 전방 스마트폰 부진의 영향으로 어려운 시기를 보내고 있는 상황. 4분기 실적은 매출액 560억원 (-4.0% YoY, -0.7% QoQ), 영업이익 26억원 (-64.2% YoY, 영업이익률 4.7%)로 추정. 4분기는 통상적으로 스마트폰 재고 조정 시기로 의미 있는 외형의 반등은 어려울 것으로 보이나, 주요 고객사 신규 플래그십 모델향 초도 양산 물량이 4분기에 일부 반영되며 수익성은 개선될 것으로 판단.
- 신규 사업은 계획대로 진행 중. 전체 매출액에서 자동차 부품 매출액은 '17년 600억원 → '18년 800억원 → '19년 1,000억원으로 확대될 것으로 전망. MLCC 사업도 '19년 상반기 1개 라인(10억개/월) 양산 목표로 진행되고 있으며, '19년말 4개 라인까지 확장할 계획
- 목표주가를 기준 4.1만원에서 2.5만원으로 하향. 12개월 선행 EPS 2,052원 기준 P/E 배수를 3년 고점 평균 16.1배에서 3년 평균인 11.6배로 조정. 신규사업 성장성에도 불구하고 본업인 스마트폰 수요 부진의 영향으로 실적과 주가 모두 부진. 다만 '19년은 1) 주요 고객사의 H/W 상향으로 세트 수요 반등 2) 중화향 신규 안테나 모듈 고객사 확보, 3) 웨어러블향 매출 발생 등 본업의 회복이 전망됨에 따라 견조한 신사업도 재부각 받을 환경이 마련될 것으로 판단

FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	315	258	306	345
영업이익(십억원)	41	15	30	39
순이익(십억원)	25	11	23	29
EPS(원)	2,600	1,092	2,315	2,999
BPS(원)	19,685	20,935	23,409	26,566
PER(배)	19.0	17.5	8.3	6.4
PBR(배)	2.5	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	14.2	5.4	10.4	12.0
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	8.9	6.5	4.0	2.9

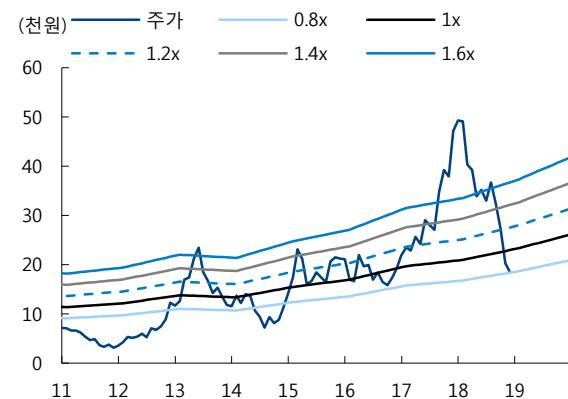
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

최악은 지났다

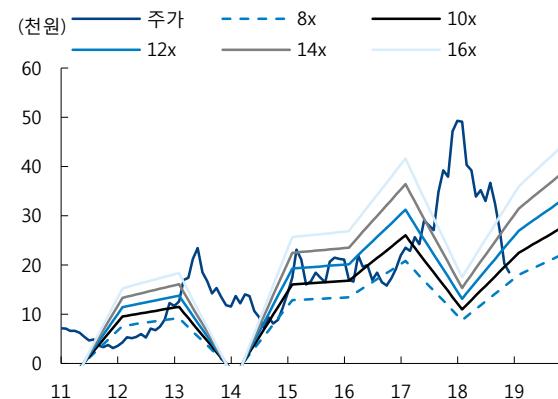
그림. 아모텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018E	2019E
매출액	874	585	564	560	855	721	750	736	3,154	2,583	3,061
YoY	19.8%	-38.9%	-31.0%	-14.0%	-2.2%	23.3%	32.9%	31.3%	6.6%	-18.1%	18.5%
QoQ	34.2%	-33.1%	-3.5%	-0.7%	52.5%	-15.6%	4.0%	-1.9%			
세라믹칩	288	219	242	203	301	225	259	215	1,296	952	1,000
YoY	-9.4%	-31.0%	-36.1%	-27.9%	4.7%	2.7%	6.8%	5.7%	17.2%	-26.5%	5.0%
안테나	501	273	210	229	422	344	302	282	1,460	1,214	1,350
YoY	60.1%	-48.3%	-37.3%	-19.2%	-15.8%	25.9%	43.9%	22.8%	6.8%	-16.9%	11.2%
모터	59	76	84	102	107	129	144	156	197	321	536
YoY	37.2%	58.3%	55.7%	95.3%	81.8%	69.7%	71.1%	53.7%	14.5%	62.8%	67.2%
기타	26	25	20	26	24	24	18	23	201	97	89
YoY	-52.7%	-61.1%	-59.7%	-21.5%	-7.2%	-3.4%	-8.3%	-11.1%	-36.2%	-52.0%	-7.5%
영업이익	82	27	18	26	91	60	79	74	409	153	305
YoY	-8.4%	-78.5%	-85.2%	-64.2%	11.1%	125.6%	341.7%	182.7%	41.1%	-62.6%	99.3%
QoQ	12.4%	-67.3%	-32.9%	45.2%	248.9%	-33.6%	31.4%	-7.1%			
OPM	9.4%	4.6%	3.2%	4.7%	10.7%	8.4%	10.6%	10.0%	13.0%	5.9%	10.0%

12개월 Fwd. PBR Band



12개월 Fwd. PER Band



자료: 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산		182	183	191	202
현금 및 현금성자산		46	59	50	45
단기금융자산		41	43	46	49
매출채권		39	32	38	43
재고자산		49	40	47	53
비유동자산		212	204	198	193
유형자산		140	135	131	129
무형자산		15	12	9	7
자산총계		394	386	389	395
유동부채		124	110	94	89
매입채무		34	28	33	37
단기차입금		50	43	21	13
유동성장기부채		18	18	18	18
비유동부채		79	72	67	47
사채		-	-	-	-
장기차입금		61	55	49	30
부채총계		202	182	161	136
자배주주지분		192	204	228	259
자본금		5	5	5	5
자본잉여금		31	31	31	31
이익잉여금		136	147	169	199
기타자본항목		19	21	22	24
비자배주주지분		-	-	0	0
자본총계		192	204	228	259
현금흐름표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름		32	40	33	40
당기순이익		25	11	23	29
유형자산감가상각비		15	12	12	11
무형자산상각비		3	3	2	2
자분법관련손실(0)익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-22	-10	-10	-11
유형자산의처분(취득)		-10	-8	-8	-9
무형자산의처분(취득)		-4	-	-	-
금융상품의증감		-6	-	-	-
재무활동 현금흐름		3	-12	-26	-27
단기금융부채의증감		-36	-8	-21	-9
장기금융부채의증감		37	-6	-5	-20
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		0	0	0	0
현금및현금성자산의증감		11	12	-9	-4
기초현금및현금성자산		35	46	59	50
기말현금및현금성자산		46	59	50	45

자료:아모텍, 하이투자증권리서치센터

포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2017	2018E	2019E	2020E
매출액		315	258	306	345
증가율(%)		6.6	-18.1	18.5	12.8
매출원가		236	206	234	264
매출총이익		79	52	72	81
판매비와관리비		38	37	42	43
연구개발비		13	11	13	14
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		41	15	30	39
증가율(%)		41.1	-62.6	99.3	26.7
영업이익률(%)		13.0	5.9	10.0	11.2
이자수익		1	1	1	1
이자비용		4	3	2	2
자분법이익(순실)		-	-	-	-
기타영업외손익		-2	3	3	3
세전계속사업이익		34	14	30	39
법인세비용		8	3	7	10
세전계속이익률(%)		10.7	5.5	9.8	11.2
당기순이익		25	11	23	29
순이익률(%)		8.0	4.1	7.4	8.5
자배주주귀속순이익		25	11	23	29
기타포괄이익		2	2	2	2
총포괄이익		27	12	24	31
자배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-
주요투자지표		2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS		2,600	1,092	2,315	2,999
BPS		19,685	20,935	23,409	26,566
CFPS		4,410	2,669	3,761	4,337
DPS		-	-	-	-
Valuation(배)					
PER		19.0	17.5	8.3	6.4
PBR		2.5	0.9	0.8	0.7
PCR		11.2	7.2	5.1	4.4
EV/EBITDA		8.9	6.5	4.0	2.9
Key Financial Ratio(%)					
ROE		14.2	5.4	10.4	12.0
EBITDA이익률		18.6	11.9	14.6	15.0
부채비율		105.5	89.5	70.4	52.7
순부채비율		22.2	7.0	-3.0	-13.1
매출채권회전율(x)		8.6	7.3	8.8	8.6
재고자산회전율(x)		7.8	5.8	7.0	6.9

삼성전기
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-04-03	Buy	85,000	6개월	-14.0%	-2.2%
2017-05-29	Buy	100,000	6개월	-1.7%	12.0%
2017-10-31(담당자변경)	Buy	135,000	1년	-25.4%	-18.9%
2018-04-03	Buy	145,000	1년	-18.7%	-11.7%
2018-05-21	Buy	150,000	1년	-8.0%	-2.3%
2018-06-20	Buy	185,000	1년	-17.8%	-12.2%
2018-07-25	Buy	210,000	1년		

LG이노텍
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-01-24	Buy	120,000	6개월	-3.9%	10.0%
2017-03-20	Buy	160,000	6개월	-5.0%	15.3%
2017-10-31(담당자변경)	Buy	225,000	1년	-30.7%	-21.3%
2018-01-23	Buy	200,000	1년	-36.4%	-31.3%
2018-04-24	Buy	160,000	1년	-12.2%	1.3%
2018-07-17	Buy	190,000	1년	-29.0%	-13.7%
2018-11-28	Buy	135,000	1년		

LG전자
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



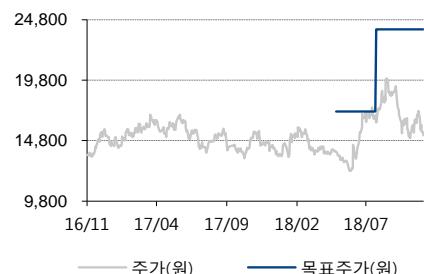
일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-03-06	Buy	72,000	6개월	-10.4%	-9.3%
2017-03-14	Buy	86,000	6개월	-19.5%	-16.0%
2017-04-10	Buy	90,000	6개월	-13.3%	1.1%
2017-10-31(담당자변경)	Buy	115,000	1년	-16.5%	-4.8%
2018-01-03	Buy	132,000	1년	-20.0%	-14.0%
2018-04-09	Buy	143,000	1년	-33.1%	-23.8%
2018-07-02	Buy	115,000	1년	-34.4%	-28.4%
2018-10-01	Buy	95,000	1년	-30.8%	-25.8%
2018-10-25	Buy	85,000	1년		

비에이치
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-10-31(담당자변경)	Buy	32,000	1년	-22.7%	-8.1%
2017-12-15	Buy	36,000	1년	-40.3%	-23.6%
2018-03-27	Buy	29,000	1년	-15.7%	0.9%
2018-08-06	Buy	30,500	1년	-33.6%	-12.5%
2018-11-28	Buy	24,000	1년	-	-

와이솔
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-05-21	Buy	17,200	1년	-14.3%	2.0%
2018-08-16	Buy	24,000	1년	-	-

파트론
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-02-07	Buy	13,000	6개월	-19.2%	-7.7%
2017-10-31(담당자변경)	Buy	10,500	1년	-9.2%	4.3%
2018-02-19	Buy	12,500	1년	-28.9%	-14.4%
2018-05-04	Buy	10,000	1년	-23.8%	-18.4%
2018-07-30	Buy	9,000	1년	-16.0%	-6.6%
2018-10-29	Buy	11,000	1년	-	-



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-02-07	Buy	30,000	6개월	-17.2%	-10.3%
2017-05-15	Buy	33,000	6개월	-0.3%	45.6%
2018-05-21(담당자변경)	Buy	41,000	1년	-26.8%	-2.4%
2018-11-28	Buy	25,000	1년		

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-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 본 연구원은 2018-11-16~2018-11-18까지 비에이치(090460)의 일부 비용으로 베트남 하노이 일대 사이트 탐방 행사에 참석하였습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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(매수): 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 (2018-09-30 기준)

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	--