

Flash Note

2019-01-30

Apple(AAPL)

현실화된 우려

전기전자
고의영 (2122-9179)
ey.ko@hi-ib.com

두드러진 중국시장에서의 부진

Apple 의 FY1Q19 매출액은 \$843 억 (-4.5%YoY), 영업이익 \$233 억 (-11.1%YoY)으로 시장 컨센서스 매출액인 \$840 억, 영업이익 \$236 억 및 연초 하향되었던 가이드언스에 부합했다. iPhone 매출액은 \$520 억으로 -15.6%YoY 역성장하며 부진했다.

시장조사기관인 Counterpoint 에 따르면, 4 분기 iPhone Sell-through 는 6,560 만대로 -14.2%YoY 역성장했다. 출시 3 개월차인 11 월부터 수요가 급격히 둔화되었다. 발매초 대기수요 흡수 이후 Trade-in 등 적극적인 프로모션에도 불구하고 추가 교체수요는 미진한 모습이다. 특히 우려했던 중국 시장 매출액이 -26.7%YoY 로 역성장하며 가장 부진했다. 4 분기 중국향 iPhone 출하량은 1,280 만대로 집계되어 -20.1%YoY 역성장했으며 동기간 점유율도 1.2%p 하락한 11.9%에 머물렀다. Huawei, Oppo, Vivo 등 로컬 업체들과의 경쟁 환경이 격화되는 가운데 미-중무역 분쟁의 부정적 영향이 작용했기 때문이다.

북미 시장 점유율은 47.4%로 전년동기 대비 +3.7%p 증가하며 여전히 iPhone 에 대한 높은 충성도를 보였다. 다만 이 지역에서도 출하량은 동기간 -2.8%로 역 성장을 피하지 못했다. 높은 가격, 사양의 상향평준화가 맞물려 스마트폰 교체 주기가 길어지면서 산업 자체의 성장률이 둔화되고 있기 때문이다. 참고로, 4 분기 북미 시장 전체 출하 성장률은 -10.3%YoY 로 수요 부진이 두드러졌다.

반면 차기 성장 동력인 Service 매출은 \$109 억으로 +28%YoY 성장하며 견조한 모습을 보였다. H/W 업체에서 인터넷 서비스 업체로의 사업 모델 변화는 중장기적으로 지켜봐야 할 포인트다.

보수적인 가이드언스와 개선에 대한 기대

FY1Q19 실적 가이드언스는 매출액 \$550 억 - \$590 억, 매출총이익률 37.0 - 38.0%로 제시됐다. 시장 기대치는 매출액 \$589 억으로, 컨센서스가 가이드언스 상단임을 감안하면 보수적인 수준이다. 다만 미-중 무역 분쟁 해소 가능성, 해외 시장의 환율을 현실적으로 고려한 iPhone 가격 합리화 등의 긍정적 언급으로 장 마감 후 시간의 주가는 5% 넘게 상승했다.

국내 부품주 투자 전략: 저점에서 모아가자

'18 년 iPhone 출하량은 약 2 억대 초반인 것으로 추정되며, '19 년은 전년 대비 15%~20% 역성장한 1.7~1.8 억대로 전망되고 있다. 신규 iPhone 이 출시되기 직전인 작년 9 월까지만 해도 시장은 Flat 한 수준의 성장률을 기대했었다. 동기간

LG 이노텍과 비에이치의 '19 년 영업이익 컨센서스 역시 각각 -22%, -19% 하향됐다. 실적 기대치가 업황 부진을 반영해나가고 있는 것이다. 물론 당장의 신규 iPhone 관련 모멘텀이 부재한 것이 사실이다. 그러나 밸류에이션은 밴드상 저점에 머물러 있다.

LG 이노텍: 연초 Apple 의 가이드언스 하향으로 12 개월 선행 기준 PBR 0.84 배까지 하락했던 주가는 현재 1.0 배 수준까지 회복됐다. 2010 년 이후 동 배수가 1.0 배를 하회했던 시기는 LED 사업 우려 확대, iPhone 6S 역성장했던 2H11 와 1H16 에 해당하고 적자 구간이라는 공통점이 있다. 이미 적자 구간의 밸류에이션을 한차례 크게 하회했기 때문에 업황에 대한 우려는 상당부분 반영된 것으로 판단된다. 신규 아이폰에 대한 모멘텀이 반영될 2 분기 전까지는 추가 등락이 예상되는 바, PBR 1.0 배 미만에서는 저가 매수 관점 대응을 제시한다.

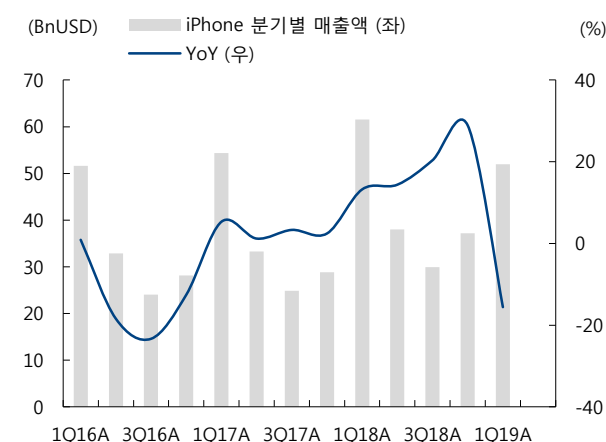
비에이치: 동사 역시 '19 년 기준 PER 이 5.9 배에 불과하다. 특히, 1) 수요 부진의 주 원인인 iPhone XR 에 대한 노출도가 없고, 2) 상반기 Apple 의 재고조정에 따른 가동률 공백을 갤럭시 S 시리즈로 상쇄할 수 있으며, 3) 폴더블 스마트폰 관련 모멘텀도 보유중이다. 외신에 따르면 '20 년 신규 iPhone 3 종에는 전부 OLED 패널이 탑재될 가능성이 높아 내년까지 외형 성장에 대한 가시성도 확보되었다. 중장기적으로 본다면 지금이 가장 저렴한 시기라는 판단이다

표1. Apple 실적 Review

(단위: BnUSD)	FY1Q18	FY2Q18	FY3Q18	FY4Q18	FY1Q19	YoY	QoQ	가이드언스	컨센서스	차이(%)
매출액	88.3	61.1	53.3	62.9	84.3	-4.5	34.0	84.0	84.0	-0.4
매출총이익률(%)	38.4	38.3	38.3	38.3	38.0			38.0	38.0	
영업이익	26.3	15.9	12.6	16.1	23.3	-11.2	45.0		23.6	1.1
당기순이익	20.1	13.8	11.5	14.1	20.0	-0.7	41.6		19.9	-0.3
EPS (Diluted)	3.89	2.73	2.34	2.91	4.2	7.5	43.6		4.2	-0.3

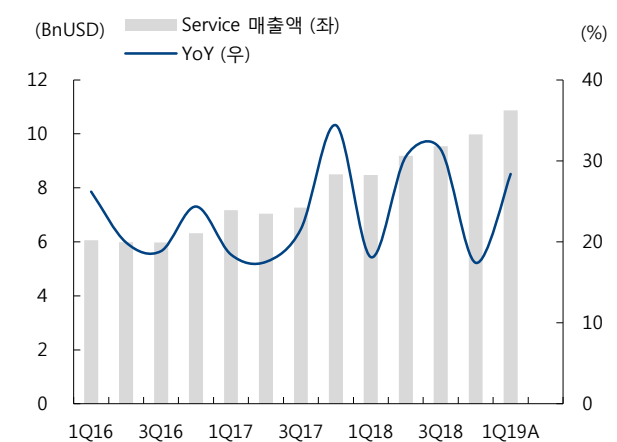
자료: Apple, 하이투자증권 리서치센터

그림1. iPhone 분기별 매출액 추이



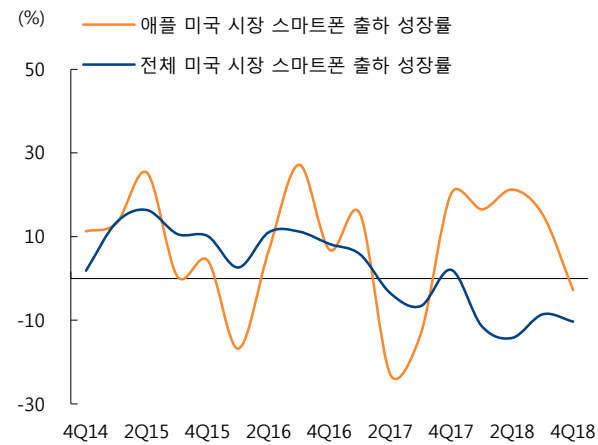
자료: Apple, 하이투자증권 리서치센터

그림2. Service 부문 분기별 매출액 추이



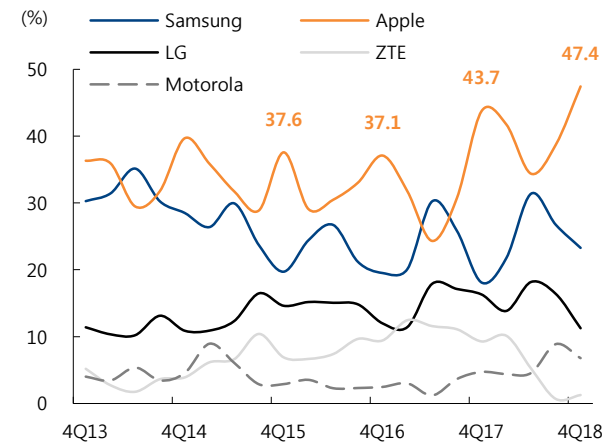
자료: Apple, 하이투자증권 리서치센터

그림3. 분기별 미국 시장 스마트폰 출하 성장률 추이



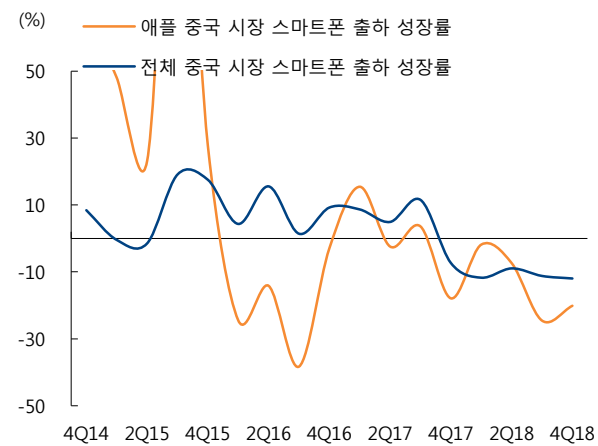
자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

그림4. 분기별 미국 시장 주요 세트업체별 M/S 추이



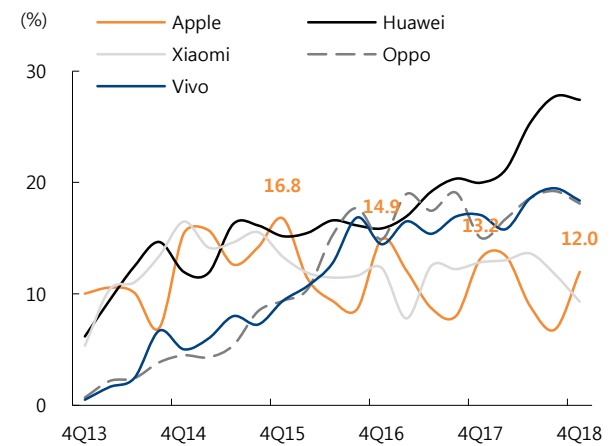
자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

그림5. 분기별 중국 시장 스마트폰 출하 성장률 추이



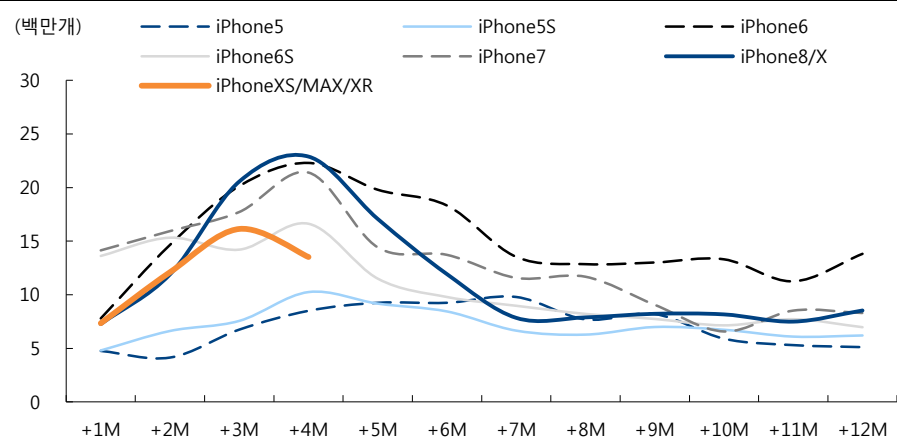
자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

그림6. 분기별 중국 시장 주요 세트업체별 M/S 추이



자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

그림7. iPhone 시리즈별 출시 이후 12개월 Sell-through 추이



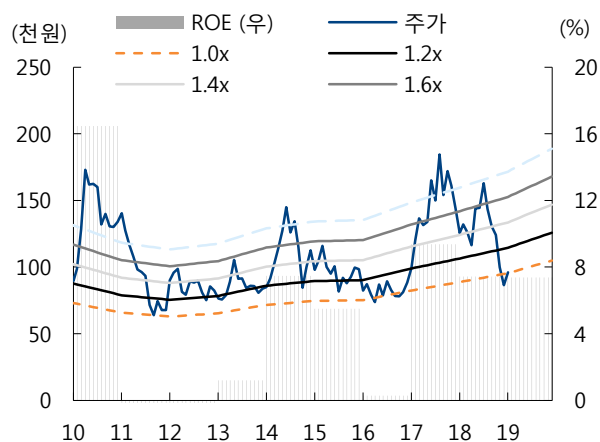
자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

표 2. LG 이노텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액											
광학솔루션	1,014	814	1,595	1,674	1,033	848	1,517	2,060	4,679	5,097	5,458
YoY	9.7%	28.2%	54.0%	-19.7%	1.8%	4.2%	-4.9%	23.1%	64.1%	8.9%	7.1%
기판소재	249	295	292	310	267	279	296	300	1,142	1,145	1,142
YoY	-5.8%	8.7%	3.3%	-4.4%	7.2%	-5.5%	1.6%	-3.2%	-0.9%	0.3%	-0.3%
전장/기타	338	292	306	352	312	308	320	335	1,235	1,289	1,275
YoY	10.0%	7.6%	-2.4%	2.9%	-7.7%	5.3%	4.5%	-4.8%	9.0%	4.4%	-1.1%
LED	120	117	120	94	98	99	99	79	652	452	375
YoY	-28.6%	-33.7%	-29.4%	-31.0%	-18.5%	-15.3%	-17.6%	-16.7%	-6.2%	-30.7%	-17.0%
전사합계	1,720	1,518	2,313	2,431	1,709	1,534	2,232	2,774	7,641	7,982	8,249
YoY	4.6%	13.3%	29.4%	-15.3%	-0.7%	1.0%	-3.5%	14.1%	32.8%	4.5%	3.3%
영업이익											
광학솔루션	-2.1	-9.8	121.3	107.2	-5.5	-20.4	98.2	159.9	239.3	216.7	232.2
YoY	-0.2%	-1.2%	7.6%	6.4%	-0.5%	-2.4%	6.5%	7.8%	5.1%	4.3%	4.3%
기판소재	18.8	30.6	22.5	20.4	19.0	25.4	26.5	25.9	98.2	92.4	96.8
YoY	7.6%	10.4%	7.7%	6.6%	7.1%	9.1%	9.0%	8.6%	8.6%	8.1%	8.5%
전장/기타	2.8	-1.8	-8.1	-1.6	-2.3	-3.4	-0.8	1.2	-3.8	-8.7	-5.2
YoY	0.8%	-0.6%	-2.7%	-0.5%	-0.7%	-1.1%	-0.2%	0.4%	-0.3%	-0.7%	-0.4%
LED	-2.7	-5.7	-6.0	-22.3	-7.0	-4.5	-4.6	-7.3	-35.3	-36.8	-23.4
YoY	-2.3%	-4.8%	-5.0%	-23.7%	-7.2%	-4.5%	-4.6%	-9.3%	-5.4%	-8.1%	-6.3%
전사합계	16.8	13.4	129.7	103.6	4.3	-3.0	119.4	179.7	298.4	263.5	300.4
YoY	1.0%	0.9%	5.6%	4.3%	0.2%	-0.2%	5.3%	6.5%	3.9%	3.3%	3.6%

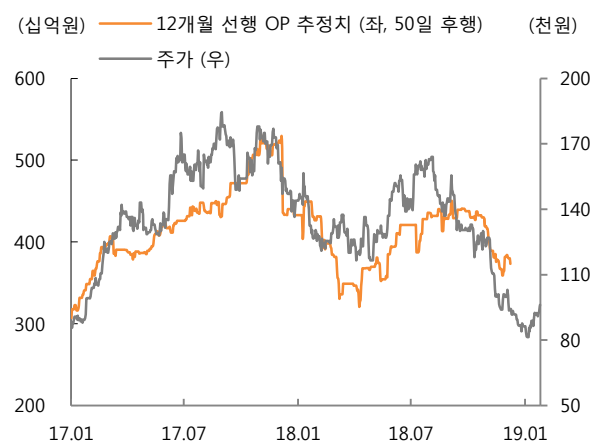
자료: LG 이노텍, 하이투자증권

그림8. LG 이노텍 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림9. LG 이노텍 12개월 선행 OP 추정치 추이



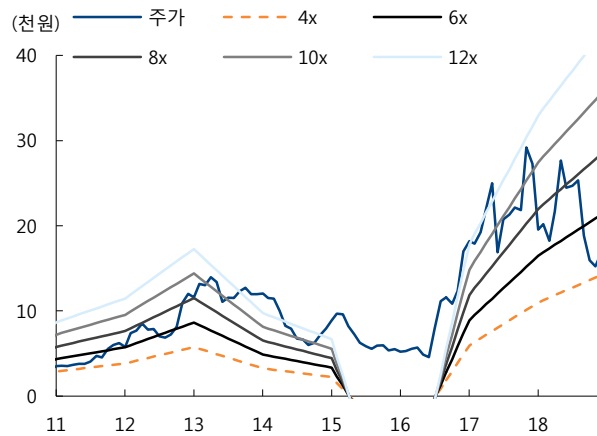
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

표 3. 비에이치 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	1,340	1,357	2,726	2,319	1,477	1,323	3,100	2,613	6,913	7,741	8,513
YoY	30.6%	14.6%	43.4%	-17.3%	10.3%	-2.5%	13.7%	12.7%	85.9%	12.0%	10.0%
QoQ	-52.2%	1.3%	100.9%	-14.9%	-36.3%	-10.5%	134.4%	-15.7%			
A社항 비중	37.3%	45.7%	75.2%	77.3%	50.5%	45.7%	75.4%	81.6%	53.3%	64.1%	68.4%
영업이익	93	95	405	325	117	100	469	385	757	918	1,072
YoY	323.7%	-5.5%	74.3%	-19.4%	25.8%	5.8%	15.8%	18.6%	흑전	21.2%	16.8%
QoQ	-76.9%	1.7%	327.9%	-19.8%	-63.9%	-14.4%	368.5%	-17.9%			
OPM	6.9%	7.0%	14.9%	14.0%	7.9%	7.6%	15.1%	14.7%	11.0%	11.9%	12.6%

자료: 비에이치, 하이투자증권

그림 10. 비에이치 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

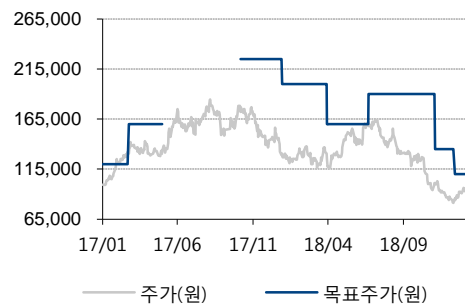
그림 11. 비에이치 12개월 선행 OP 추정치 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

LG 이노텍

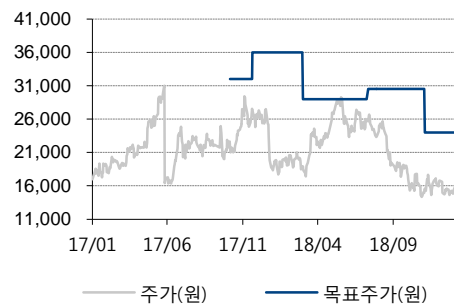
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-29.7%	-13.7%
2018-11-28	Buy	135,000	1년	-32.5%	-23.7%
2019-01-07	Buy	110,000	1년		

비에이치

최근 2년간 투자 의견 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	-34.3%	-12.5%
2018-11-28	Buy	24,000	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.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 고의영)

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

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-