



INDUSTRY ANALYSIS

휴대폰·전기전자(비중확대)

5G 스마트폰 대전(大戰)

- 1) 5G망 확보로 서비스를 위한 스마트폰 출현 필연적
- 2) 제품 가격 LTE 수준까지 하락시, 보급 속도 더욱 빨라질 것
- 3) 5G 관련 핵심 부품 업체 주목

전기전자핸드셋. 이동주, 3773-9026

SK INDUSTRY Analysis



Analyst

이동주

natelee@sk.co.kr
02-3773-9026

휴대폰/전기전자

5G 스마트폰 대전(大戰)

- 글로벌 주요국에서의 5G 망 구축 활발. 망 구축 이후 5G 스마트폰 출시는 필연
- 2020 년 1.7 억대, 2021 년에는 3 억대 이상까지 늘어날 것으로 추정
- 보급 확대를 위해서 BOM Cost 절감을 통한 제품 가격 경쟁력 확보 필수
- 업황에 대한 의견은 다소 보수적, 5G 관련 핵심 부품의 제한적인 수혜 전망

전세계 5G 망 구축 동향

글로벌 주요국에서 5G 망 구축이 활발. 한국과 미국을 시작으로 중국과 일본도 연내에는 서비스 개시. 한국은 누적 9 만국을 달성하면서 올해 목표 달성도 무난. 미국은 Sprint 와 T-mobile 합병을 승인함으로써 5G 망 구축에 강한 의지를 표명. 중국 정부 주도 아래 대규모 투자를 감행할 예정이며, 일본은 2020 년 하계 올림픽에 맞춰 인프라 투자에 한창

망 구축 이후 5G 스마트폰 출현은 필연

5G 망이 확보 되었다면 서비스 개시를 위한 디바이스의 출현은 필연적. 그 중에서도 가장 보편적이고 이용 가치가 높은 스마트폰에서의 보급이 빨라질 전망. 5G 스마트폰은 2019 년 2 천만대 수준에서 2020 년 1.7 억대, 2021 년에는 3 억대 이상까지 늘어날 것으로 추정. 초반 보급 속도는 LTE 당시 때보다 이른 편. 2020 년 하반기 Apple 까지 합류하게 되면 경쟁은 한층 뜨거워질 전망

보급 확대를 위한 전제 조건은 가격 경쟁력 확보

현재 출시된 제품은 대부분 1,000 달러대 이상으로 높은 가격대가 걸림돌. 제조사와 통신사 보조금의 지속성이 떨어진다고 가정하면 결국 제품 가격 경쟁력 확보를 위한 Bom Cost 절감 필요. Modem 과 AP 의 원칩화, 규모의 경제, 개별 부품의 가격 하락 추세 등 내년부터는 LTE 수준의 출고기도 가능할 전망

업황 회복은 보수적, 5G 관련 핵심 부품 주목

5G 스마트폰으로 전체 출하량은 반등을 보이겠지만 ASP 가 높아지기에는 제한적인 상황으로 전체 시장의 큰 회복세를 기대하기는 힘들다고 판단. 모바일 업황에 관해서는 다소 보수적인 톤 유지. 5G 적용에 따른 핵심 부품 변화에 주목. Modem, AP, RF, MLCC 가 수혜 범주. 관련 업체에 한정된 제한적인 수혜 전망. 국내 관련 Supply chain 으로 삼성전기, 삼화콘텐서, 와이솔에 대한 관심 지속

Contents

1. 5G 대전의 서막 - 망 구축	3
2. 망 구축 → 필연적인 5G 스마트폰 출현.	
2-1. 5G 스마트폰 Market Forecast	7
2-2. Vendor 별 출하 가정	9
2-3. 5G BOM 비교 분석	15
3. 5G 핵심 부품 수혜	19
4. Company Analysis	23

Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 10일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

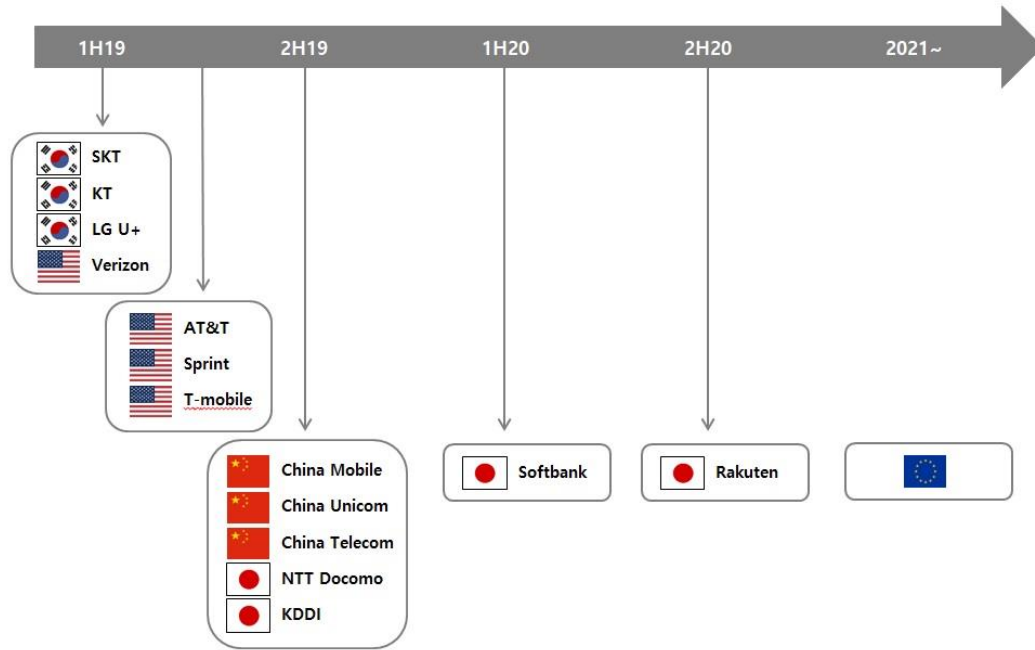
1. 5G 대전의 서막 - 망 구축

한국의 통신 3사 5G 망은 지난 3월 전세계에서 가장 먼저 서비스를 개시했다. 3.5GHz 대역을 시작으로 점진적으로 2021년에는 28GHz까지 넓혀갈 계획이다. 국내 5G 기지국은 2019년 9월 기준 누적 9만국을 달성했다. 기지국당 송수신장비가 2~3대 들어가는 것을 감안하면 연말 목표인 3사 합산 23만대 장비 공급도 무난해 보인다.

4G 구축 당시와는 달리 미국의 5G 상용화 속도도 예상보다 빠르다. Verizon과 AT&T가 mmWave 대역을 우선 상용화한 가운데 3, 4위 사업자인 Sprint와 T-mobile도 최근 Sub 6GHz에서 상용화 준비를 마쳤다. T-mobile과 Sprint는 그 동안 합병을 추진해 왔으나 반독점법 이슈로 번번히 무산되었다. 그러나 지난 7월 미 법무부에서 Sprint와 T-mobile의 합병을 승인하면서 그 전제 조건 중 하나로 5G 통신 커버리지 확대를 내걸었다. 미국의 5G 확대 의지는 명확해 보인다.

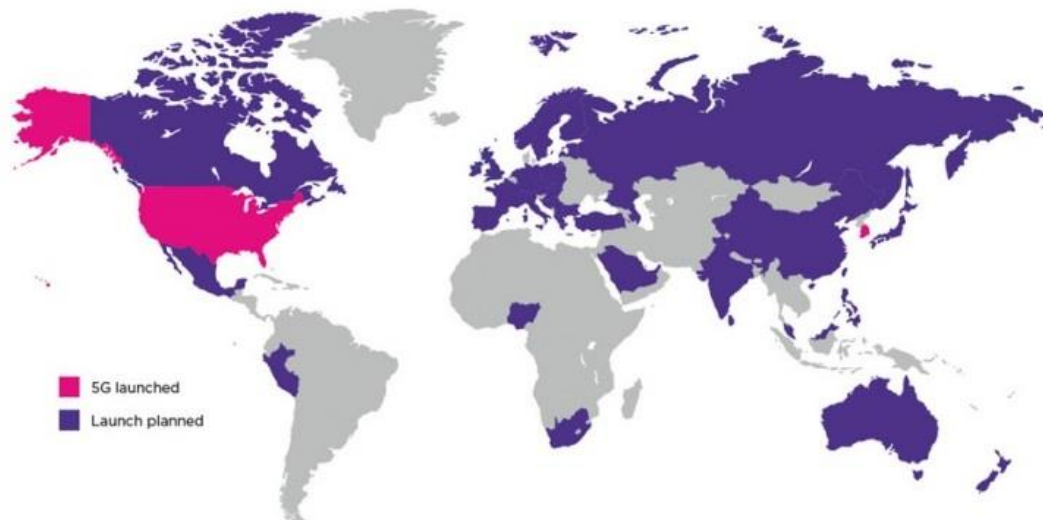
일본과 중국의 통신사도 연내 5G 상용화를 예정하고 있다. 일본은 2020년 7월에 열리는 도쿄 하계 올림픽에 맞추어 본격 서비스 개시를 준비 중이며 통신 4사 합산 5년간 인프라 구축에 약 18조원 투자를 계획하고 있다. 중국은 정부 주도 아래 5G 육성 정책을 펼쳐나가고 있다. 중장기적으로는 5G를 통해 미국을 넘어 기술 패권을 가져오려 하는 것으로 보인다. 정부 주도인 만큼 투자 규모도 상당하다. 중국 공업정보부 산하 연구기관에 따르면 2020년부터 6년간 중국의 5G 통신망 투자는 150~255조원에 달할 전망이다.

국가별 5G 상용화 계획



자료 : SK 증권

전세계 5G 상용화 현황



자료 : GSMA

한국 내 기지국 구축 현황 (2019년 9월 19일 준공신고 기준)

(단위: 국)	지상	옥내	지하	터널	합계
SKT	21,954	483	80	543	23,060
KT	36,210	391	31	338	36,970
LGU+	30,365	24	335	1	30,725
합계	88,529	898	446	882	90,755

자료 : 과학기술정보통신부, 국회 자료

T-mobile과 Sprint 합병의 의미는 미국 내 적극적인 5G 망 구축

T-mobile과 Sprint 합병 일지

2013.7	Softbank, Sprint 220억 달러에 인수
2014.6	T-mobile과 Sprint 인수합병 합의
2014.8	미국 규제 당국 승인 문제로 무산
2016.12	T-mobile과 Sprint 인수합병 협상 재개
2017.11	합병 법인 지분과 운영권 문제로 협상 결렬
2018.4	T-mobile과 Sprint 합병 협상 타결
2018.5	연방통신위원회(FCC) 위원장, FCC 위원에게 합병 승인 권고
2019.7	미 법무부 합병 승인

T-mobile과 Sprint 합병 조건부 승인

DISH Network에 Sprint 자회사 처분, 프리페이드 폰 서비스 사업부 처분, T-mobile 통신망 이용 권한 부여
 6년 이내에 미국 인구 99%가 사용할 수 있는 5G망 구축
 3년간 가격 인상 보류 및 5G 네트워크 구축에 투자하며 농촌 지역 활성화

자료 : SK 증권

유럽 주요국 주파수 공급 계획

국가	주파수 대역	대역폭	비고
유럽 목표	694~790MHz	96MHz	2020년까지 공급
	3.4~3.8GHz	400MHz	
	24.25~27.5GHz	3.25GHz	
영국	703~733MHz/758~788MHz	60MHz	2019년 공급 예상
	3.4~3.6GHz	150MHz	2018년 할당 완료
	3.6~3.8GHz	116Mhz	2020년까지 공급 예상
	3.8~4.2GHz	—	2019년 상반기 계획 수립 예정
	26.5~27.5GHz	1,000MHz	공급 시기 미정
독일	3.4~3.7GHz	300MHz	경매 진행 중
	3.7~3.8GHz	100MHz	2019년 공급 예상
	24.25~27.5GHz	최대 3.25GHz	공급 시기 미정
프랑스	3.4~3.8GHz	340MHz	2019년 공급 예상
	24.25~27.5GHz	최대 3.25GHz	공급 시기 미정
스페인	694~790MHz	96MHz	2020년 공급 예상
	3.4~3.6GHz	200MHz	공급 시기 미정
	3.6~3.8GHz	200MHz	2019년 할당 완료
	24.25~27.5GHz	최대 3.25GHz	공급 시기 미정
이탈리아	703~733MHz/758~788MHz	60MHz	2018년 할당 완료
	3.6~3.8GHz	200MHz	
	26.5~27.5GHz	1,000MHz	

자료: 정보통신정책연구원, SK 증권

2. 망 구축 → 필연적인 5G 스마트폰 출현

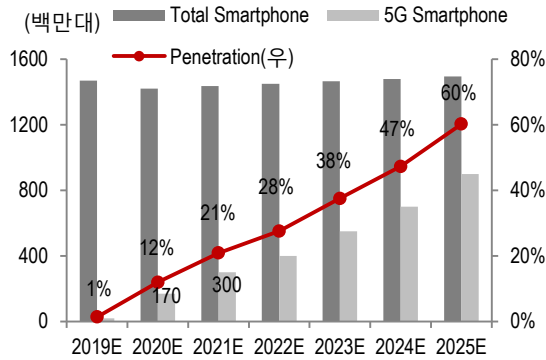
(1) 5G 스마트폰 Market Forecast

5G 망이 구축되었다면 서비스를 이용할 하드웨어의 출현은 필연적이다. TV, 자동차, 로봇, 드론 등 5G 가 활용될 수 있는 하드웨어는 다양하지만 가장 보편적으로 쓰이는 스마트폰에서의 이용 가치가 가장 높다. 5G 커버리지 영역이 여전히 부족함에도 불구하고 5G 스마트폰의 가격이 4G 수준까지 낮아질 수 있다면 강한 교체 수요를 촉발시킬 것이다.

2020 년 5G 스마트폰 출하량은 1.7 억대로 전년 0.2 억대 대비 크게 증가할 것으로 추정한다. 출시 2 번째 해 침투율은 12%에 달한다. 4G 스마트폰이 출시 3 번째 해 10%를 넘어선 것과 비교해 봐도 5G 초반 보급 속도가 상당하다. 2021 년에는 3 억대 이상 출하도 가능할 전망이다.

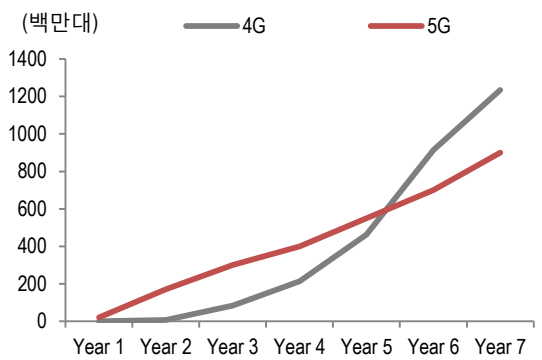
하지만 업황 측면에서 그 낙수 효과는 다소 제한적이다. 스마트폰 연간 출하량이 15 억 대라는 허들을 넘기는 힘들지만 5G 스마트폰이 길어지고 있는 교체 주기를 당길 수 있는 촉매제임은 분명해 보인다. 전체 출하량도 소폭 성장이 가능하다. 스마트폰 출하량은 2018 년부터 역성장을 지속해 온 가운데 2020 년부터는 완만한 회복세를 기대해 볼 수 있다. 다만, 빠른 보급에 가격이 중요한 요인이 되고 제조사의 시장 선점을 위한 경쟁이 심화되는 만큼 ASP 를 올리기 힘든 상황에 직면하게 된다. 결국 전체 시장 규모의 성장세는 크지 않을 것으로 판단한다. 5G 스마트폰과 관련된 업황에 대한 접근은 전체 시장과 제조사에 대한 시각은 보수적으로 가져가되 5G 관련 핵심 부품에 관한 제한적인 범위 내에서의 낙수효과를 주목 해야 한다.

5G 스마트폰 출하량 & 침투율 전망



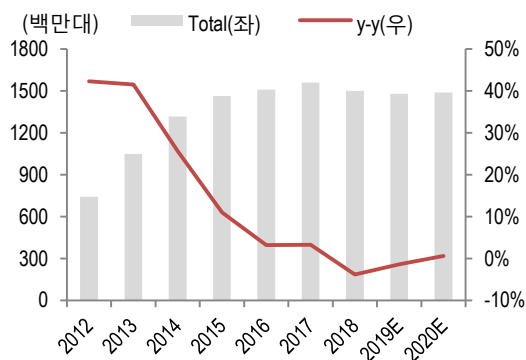
자료 : SK 증권

4G VS 5G 출시 이후 출하량 속도 비교



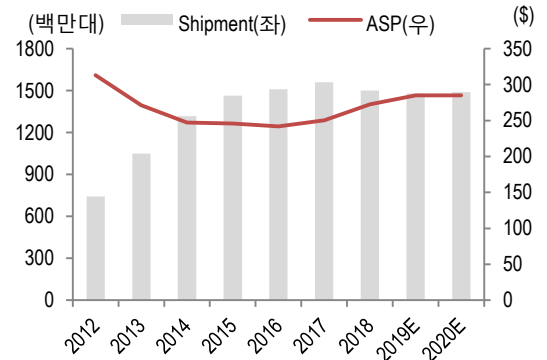
자료 : SK 증권

글로벌 스마트폰 출하량 전망



자료 : SK 증권

글로벌 스마트폰 ASP 전망



자료 : SK 증권

하드웨어별 5G 응용 분야

Hardware	5G 응용 분야
Smartphone	고해상도 서비스(5GX 프로야구, 동영상 실시간 스트리밍) VR/AR 서비스
TV	Wireless 초고용량/초저지연 8K TV 5G 전용 칩을 활용한 하드웨어 간소화
Home Appliance	스마트홈 역할
Auto	자율 주행(상황 인식, 즉각적인 정보 판독, 반응 및 대처) 스마트홈과의 연계
Drone	평창 올림픽 Drone Show 초고화질 영상, 3D 통신
Robot	물리적 제한이 사라진 클라우드를 통한 고성능 로봇 제어 원격 의료용 로봇, 농업용 로봇, 군사용 로봇

자료 : SK 증권

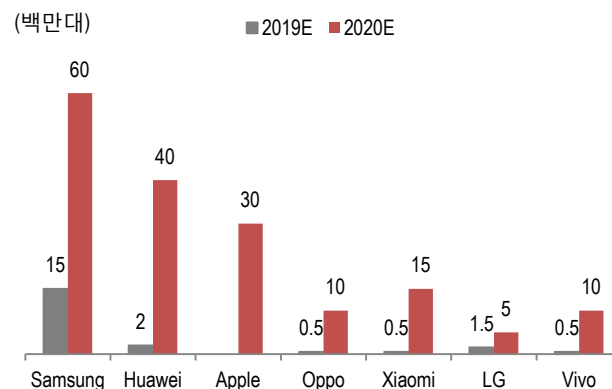
(2) Vendor 별 출하 가정

당사는 2020 년 1.7 억대 이상의 5G 스마트폰이 출하될 것으로 추정한다. Vendor 별로는 삼성전자 6 천만대, Huawei 4 천만대, Apple 3 천만대, 중화권 제조사 및 기타 4 천만대로 가정했다.

삼성전자는 올해 갤럭시 S10 5G, 노트 10/10+ 5G 로 플래그십 라인에 5G 전용 제품을 출시했다. 지난 9 월에는 중가 라인업 중 가장 상위 라인업인 A90 에도 5G 를 적용하며 중가 라인업에서의 5G 탑재 확대를 시사했다. 핵심 부품인 5G Modem 과 AP 의 통합칩인 'Exynos 980'과 발표함에 따라 supply chain 망도 안정적으로 확보했다. 내년에는 플래그십 라인에서는 하위 모델을 제외한 전방위적인 확대로 3~4 천만대, 중가 라인업에서는 2~3 천만대까지 공급이 늘어날 수 있을 것으로 예상된다.

Huawei 는 당초 미중 무역 분쟁 우려에 따라 5G 전용 AP, Modem 등의 수급에 차질이 빚어질 수 있을 것으로 예상되었다. 그러나 지난 IFA 행사에서 5G Modem 과 AP 를 통합한 'Kirin 990' 칩셋을 공개하며 자사 기술이 여전히 견재함을 보여주었고 Mate 30 5G 모델에도 자체 칩셋을 탑재했다. Android 이슈로 해외 판매는 어렵지만 중국 내 M/S 는 오히려 올라오고 있다. 중국 통신사의 5G 기지국 구축이 올해 하반기 부터 본격적으로 진행됨에 따라 Huawei 의 내년 5G 스마트폰 출하량은 4 천만대 수준으로 중국 시장에서 크게 증가할 것으로 추정한다.

Vendor 별 5G 스마트폰 출하 가정



자료 : SK 증권

삼성 갤럭시노트 10+ 5G: 하이엔드 모델



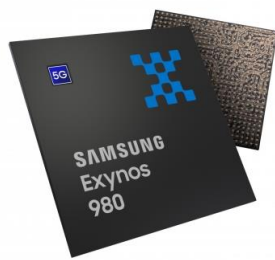
자료 : GSMArena

삼성 갤럭시 A90 5G: 중가 모델



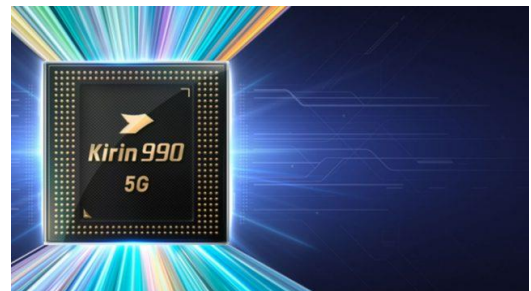
자료 : GSMArena

삼성전자 AP 와 Modem 통합칩 'Exynos 980'



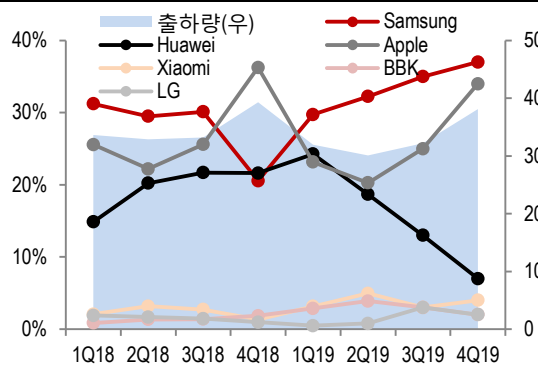
자료 : 삼성전자

Huawei AP 와 Modem 통합칩 'Kirin 990'



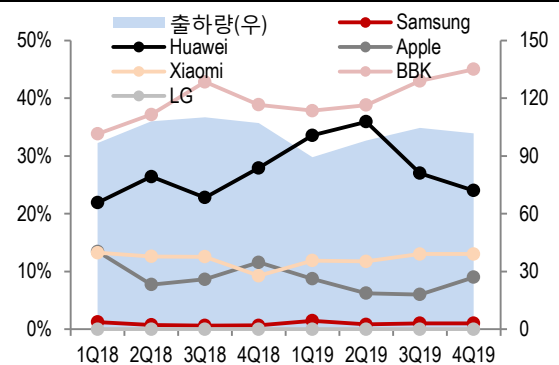
자료 : Huawei

Central & Eastern Europe 스마트폰 M/S



자료 : SK 증권

China 스마트폰 M/S

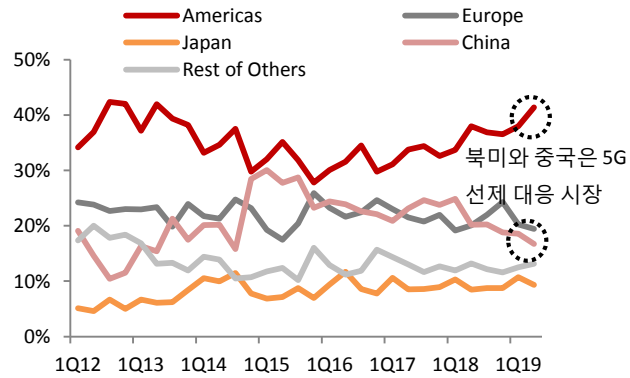


자료 : SK 증권

Apple은 2020년 하반기 신제품에 5G를 탑재할 계획이다. 아직까지 구체적으로 밝혀진 바는 없지만 언론 보도에 따르면 3종 중 3종 모두에 5G 탑재 가능성도 있다. 통상 신제품이 출시 해에 6천만대 정도 출하된다고 보면 이 중 절반만 들어가더라도 2020년 3천만대 수준이다. 지역별 판매 비중을 바탕으로 추정해보면 3천만대 적용은 무난해보인다. 아이폰 판매 중 북미향이 40%, 중국향이 20% 정도이다. 앞서 언급했듯이 미국과 중국은 5G망 확보 의지와 투자 규모는 상당하다. 두 지역에서만큼은 5G 아이폰 출시가 필수적으로 보이기 때문에 내년 5G 아이폰 출하량은 3천만대를 넘어갈 가능성이 충분하다. 아이폰이 글로벌 제조사 중 가장 마지막으로 5G가 접목됨에 따라 5G 대전에 불을 붙이게 되는 트리거가 될 가능성이 크다. 2021년에는 5G 스마트폰 전체 출하량이 3억대 이상으로 전체 스마트폰 비중 중 20%를 넘어설 전망이다.

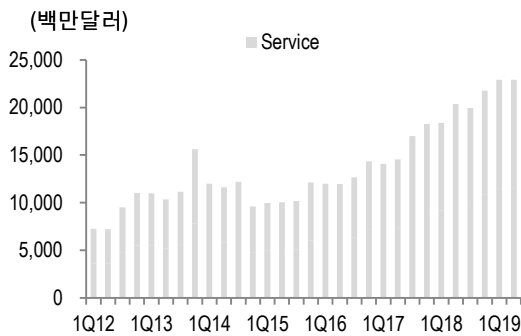
이 외에도 Xiaomi, Oppo, Vivo 등 중화권 제조사 역시 5G 스마트폰 경쟁에 뛰어 들고 있다. 이미 모두 샘플 모델 정도는 출시를 한 상황이며 Huawei와 달리 해외 확장에 대한 제약도 적고 핵심 부품인 5G Modem과 AP를 Qualcomm으로부터 조달 받는 데에 문제가 없다. 2nd Tier 업체들의 5G 스마트폰 출하량도 2020년부터 크게 증가할 가능성이 크다.

아이폰 지역별 판매 비중: 북미 40%, 중국 20%



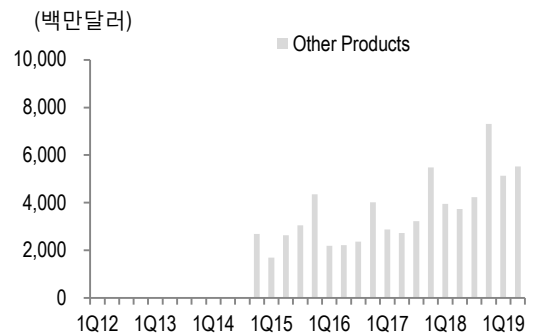
자료 : Apple, SK 증권

Apple Service 매출 추이



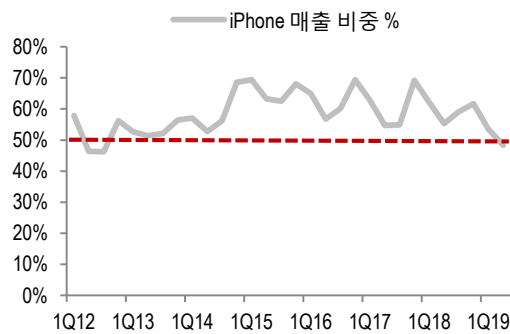
자료 : Apple, SK 증권

Apple 기타 액세서리 매출 추이



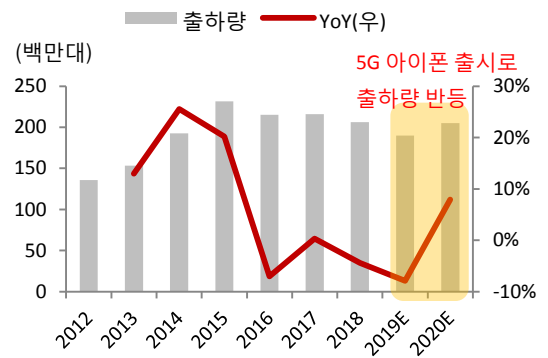
자료 : Apple, SK 증권

Apple iPhone 매출 비중



자료 : Apple, SK 증권




2020년 5G 아이폰 출시로 출하량 반등



자료 : Apple, SK 증권




올해 3월 Galaxy S10 5G를 시작으로 이미 여러 제조사에서 5G 스마트폰을 선보였다. 출시 라인업을 확인해 본 결과, Apple을 제외한 주요 제조사에서 5G 제품을 출시했다. 최고사양의 모델에 별도의 edition이나 시제품 형태로 나왔으며 대부분의 출고가 1,000 달러 이상으로 고가에 형성되었다. 여기에 통신사와 제조사의 보조금 지원이 대폭 늘어나며 실 구매 가격이 4G 스마트폰보다 낮게 책정되는 경우가 많았다. 결국에는 실 구매 가격을 얼마까지 낮출 수 있는가가 5G 보급의 관건이다. 다만, 통신사와 제조사의 보조금의 경우 변동이 크고 부담이 큰 만큼 지속 가능성은 크지 않다. 원가 경쟁력 확보를 통한 출고가를 낮추려는 방향성에 초점이 맞춰진다. 그런 점에서 최근 Xiaomi에서 출시한 Mi 9 Pro 5G 제품은 큰 의미가 있다. OLED, 트리플 카메라, 12GB DRAM, SD855 등 고스펙 사양에도 600 달러대 출고가로 책정되었다. 2020년에는 가격을 낮춘 고스펙 5G 모바일 전쟁이 더욱 심화될 예정이다.

국내 제조사 5G 스마트폰 출시 라인업

	Galaxy S10 5G	Galaxy Note10 5G	V50 5G	Galaxy A90 5G	Galaxy Fold 5G
					
Vendor	Samsung	Samsung	LG	Samsung	Samsung
AP	Exynos 9820	Exynos 9825	Qualcomm Snapdragon 855	Qualcomm Snapdragon 855	Qualcomm Snapdragon 855
DRAM(GB)	8	12	6	6/8	12
NAND(GB)	256/512	256	128	128	512
Display(ratio)	6.7" (~89.4%)	6.3" (~90.9%)	6.4" (~82.7%)	6.7" (~86.1%)	7.3" (~85.7%)
Panel Type	OLED	OLED	OLED	OLED	OLED
Rear Cam.(MP)	12 (wide) 12 (telephoto) 16 (ultrawide) TOF	12 (wide) 12 (telephoto) 16 (ultrawide) TOF	12 (standard) 12 (telephoto) 16 (ultrawide)	48 (wide) 8 (ultrawide) 5 (depth)	12 (wide) 12 (telephoto) 16 (ultrawide)
Front Cam.(MP)	10 (wide) TOF	10 (wide)	8 (standard) 5 (wide)	32	10 (wide) 8 (wide) Cover camera : 10 (wide)
Announced	19.02	19.08	19.02	19.09	19.02
Released	19.04	19.08	19.05	19.09	19.09
Price	1,299	1,299	1,152	827	1,980

자료 : GSMArena, SK 증권

해외 제조사 5G 스마트폰 출시 라인업

	Axon 10 Pro 5G	Reno 5G	Nex3 5G	Mate 30 5G	Mi9 Pro 5G
					
Vendor	ZTE	Oppo	Vivo	Huawei	Xiaomi
AP	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm)	Qualcomm Snapdragon 855	Qualcomm Snapdragon 855	HiSilicon Kirin 990	Qualcomm Snapdragon 855
DRAM(GB)	6/8/12	8	8/12	6/8	8/12
NAND(GB)	128/256	256	256	128/256	128/256/512
Display(ratio)	6.47" (~87.9%)	6.6" (~85.5%)	6.89" (~93.6%)	6.62" (~87.9%)	6.39" (~85.5%)
Panel Type	AMOLED	OLED	OLED	OLED	OLED
Rear Cam.(MP)	48 (wide) 8 (telephoto) 20 (ultrawide)	48 (wide) 13 (telephoto) 8 (ultrawide)	64 (wide) 13 (telephoto) 13 (ultrawide)	40 (wide) 8 (telephoto) 16 (ultrawide)	48 (wide) 12 (telephoto) 16 (ultrawide)
Front Cam.(MP)	20	16 (wide)	16	24 TOF	20
Announced	19.02	19.04	19.09	19.09	19.09
Released	19.05	19.05	19.09	19.09	19.09
Price	1,009	835	810	1,300	600

자료 : GSMArena, SK 증권

(3) 전제 조건은 가격 경쟁력 확보 → 5G BOM 비교 분석

5G 스마트폰의 빠른 보급을 위한 전제 조건은 제품의 가격을 얼마까지 낮출 수 있느냐이다. 5G 콘텐츠가 부족하기 때문에 제품의 가격 메리트를 앞세워 수요를 유인해야 한다. 5G 스마트폰의 가격이 4G와 같아지는 시점에서 교체 수요는 강하게 나타날 것이다. 가격 하들이 낮은 중가 라인업까지 적용도 물론 필수적이다. 제조사의 보조금 지급은 임시방편이기에 결국 제조원가의 경쟁력 확보가 중요하다.

당사는 Galaxy S10+와 Galaxy S10 5G 제품의 비교 분석을 통해 5G 적용에 따른 Bom cost 변화와 향후 Bom cost 절감에 따른 ASP를 추정해 보았다.

조립, 테스트, 물류 비용 등의 Overhead cost를 제외한 순수 제조원가는 S10+ 394달러, S10 5G가 476달러로 약 80달러의 차이를 보였다. 세부 부품별로 나눠서 비교를 해보면 DRAM, NAND, Camera, Display, Battery 등 통신과 연관성이 떨어지는 일반 부품의 경우 단순 Spec 차이에 따른 가격 차만 있다. 반면 통신과 관련성이 높은 Modem, AP, RF에서 제조 원가 차이가 컸다. 전체 Bom 차이인 82달러 중 47달러가 3가지 부품의 합으로 설명된다.

Galaxy S10+와 Galaxy S10 5G Spec 및 제조원가 비교

Specifications

	Modem & AP	DRAM	NAND	Camera	Display	RF	Battery	기타
S10+	Exy. 9820 (SoC) SD 855 (SoC)	8GB	128GB	F: Dual R: Triple	6.4"	RF 5500 1개 + Front end	4,100mAh	-
S10 5G	Exy. 9820 + Exy. 5100 SD 855 + X50	8GB	256GB	F: Dual R: Quad	6.7"	RF 5500 2개 + Front end	4,500mAh	-

Bill of Materials

(\$)	Modem & AP	DRAM	NAND	카메라	디스플레이	RF	Battery	기타
S10+	70.5	39.0	11.5	56.5	86.5	31.0	10.5	88.5
S10 5G	102.6	37.5	18.0	62.5	90.0	46.0	11.5	107.9
차이	32.1	-1.5	6.5	6	3.5	15	1	19.4

자료 : Techinsights, GSMArena, SK 증권

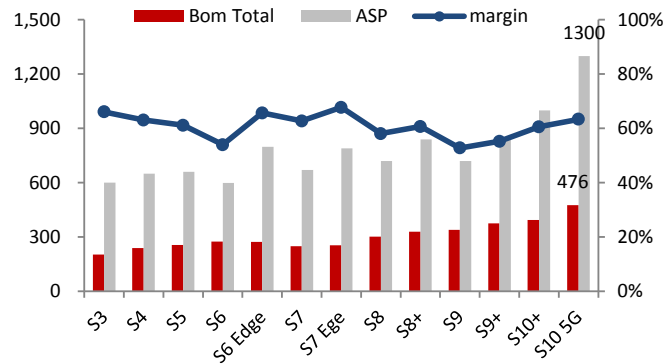
S10+에서 Modem 과 AP 는 SoC(System on Chip)으로 원칩화되어 공급된다. 북미향은 Qualcomm 의 Snapdragon 855 가 SoC 로 탑재되며 그 외 지역에서는 삼성전자의 Exynos 855 가 SoC 로 탑재된다. 반면 S10 5G 에서는 AP 와 Modem 이 개별 chip 형태로 들어간다. Snapdragon 855 에 X50 Modem 이 붙거나 Exynos 9820 에 Exynos 5100 Modem 이 따로 붙어서 들어가게 된다. 여기서 32 달러의 제조원가 차이가 났다. 그렇다면 SoC 원칩화만 가능하다면 AP 와 Modem 의 제조원가를 크게 줄일 수 있다는 얘기다. 삼성전자는 'Exynos 980'이라는 원칩화 솔루션을 이미 공개한 바 있다. Qualcomm 역시 곧이어 원칩 솔루션을 선보일 예정이다. 2020 년 제품부터는 고스펙 라인업에서는 통합칩이 탑재되어 Modem 과 AP 에서 제조원가를 25 달러 이상 줄일 수 있을 것으로 추정한다.

RF 부품에서는 S10+가 31 달러, S10 5G 가 46 달러가 소요되며 15 달러의 차이를 보였다. S10 5G 에서는 5G 3.5GHz 대응을 위해 삼성전자의 신제품 RF Receiver 인 RF 5500 이 2 개 탑재되었다. 각각 NSA 와 SA 를 지원하게 되며 Sub 6GHz 까지 지원한다. 반면, S10+에서도 RF 5500 제품에서는 RF 5500 제품이 1 개만 실장되었다. 이외에도 RF Front End 에 해당하는 부품 수도 증가한다. 보통 하이엔드 모델에서는 저주파 대역의 PAMiD 와 중/고주파 대역의 PAMiD 형태의 통합 모듈로 탑재가 되는데 주파수 대역이 많아지게 되면 모듈당 탑재되는 필터, PA, LNA 같은 부품 수가 늘어난다. 결국 통합 모듈의 ASP 상승을 수반하게 된다. 여기에 mmWave 의 경우, 초고주파 대역 대응을 위한 PAMiD 가 추가로 필요하다. 5G 스마트폰에서의 RF 가 향후 Bom cost 에서 차지하는 비중은 소폭 늘어날 것으로 예상된다.

기타에서는 20 달러 가까이 차이를 보였는데 MLCC, 인덕터 등의 수동 부품과 기판, PMIC 칩 등이 영향을 끼친 것으로 보인다. MLCC 의 경우, 가격 하락세가 지속되고 있고 안정화 구간을 내년 하반기로 보면 기타 쪽에서의 Bom cost 절감도 일부 가능해 보인다.

결론적으로, bom cost 를 40 달러만 절감하더라도 1,300 달러의 ASP 는 1,100 달러까지도 낮출 수 있는 여력이 생긴다. 또한, 5G 관련 부품의 가격 부담이 낮아진다면 중저가형 제품 탑재도 빠르게 늘어날 것이다.

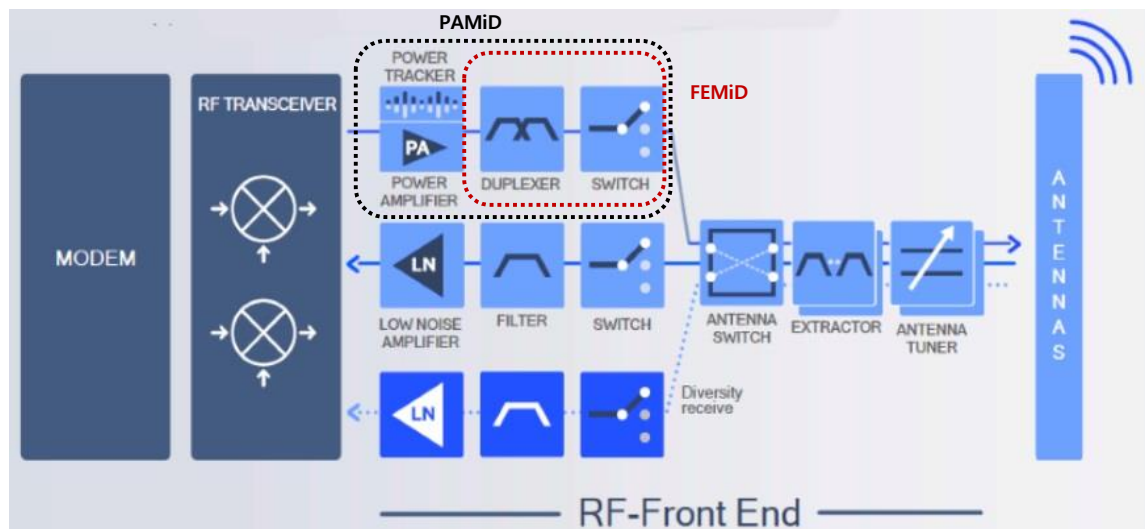
Bom cost 40 달러 축소 시, 제품 ASP 는 200 달러 감소 여력 확보



BOM Cost 440달러까지
축소시,
Margin 60% 유지하며
1100달러 ASP도 가능

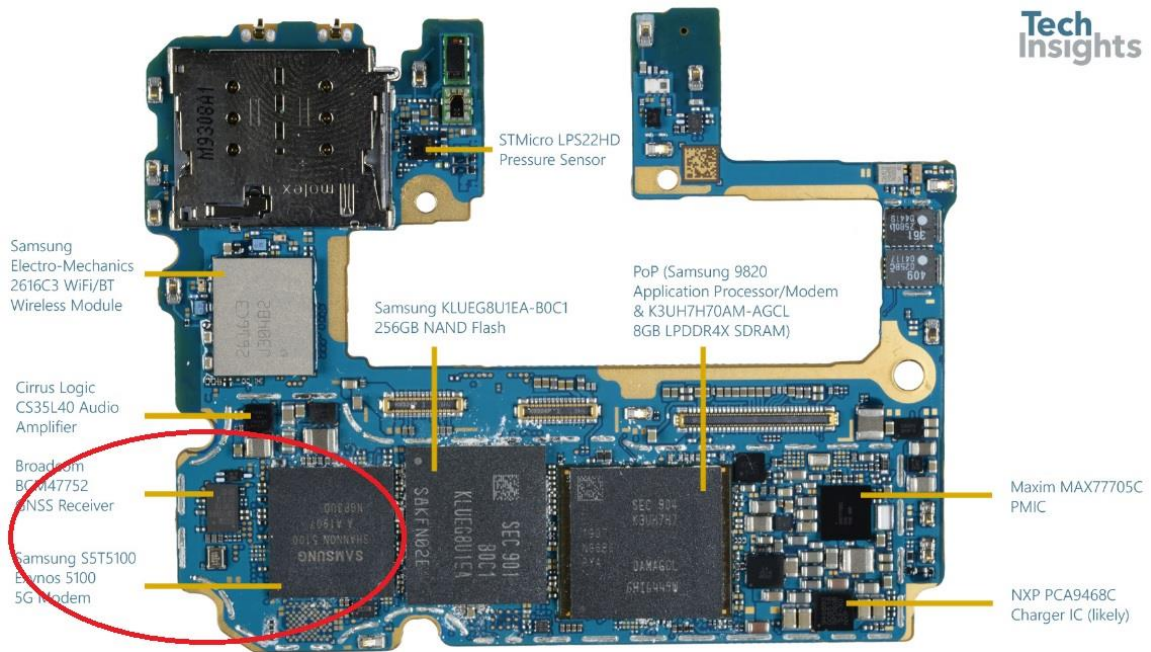
자료 : SK 증권

RF 부품 구조도



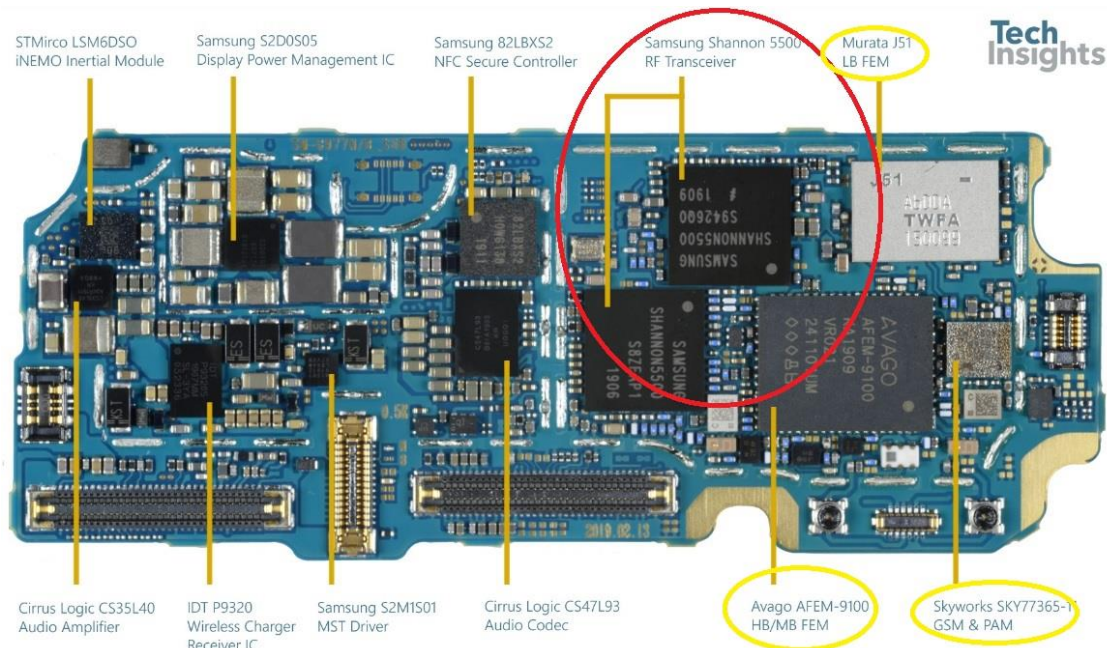
자료 : Qualcomm, SK 증권

Galaxy S10 5G 내 별도로 탑재된 Exynos 5100 5G Modem



자료 : Techsights

Galaxy S10 5G 내 탑재된 삼성전자 RF 5500 및 각종 해외 업체의 RF 모듈



자료 : Techsights

3. 5G에서는 핵심 부품에 대한 제한적인 수혜

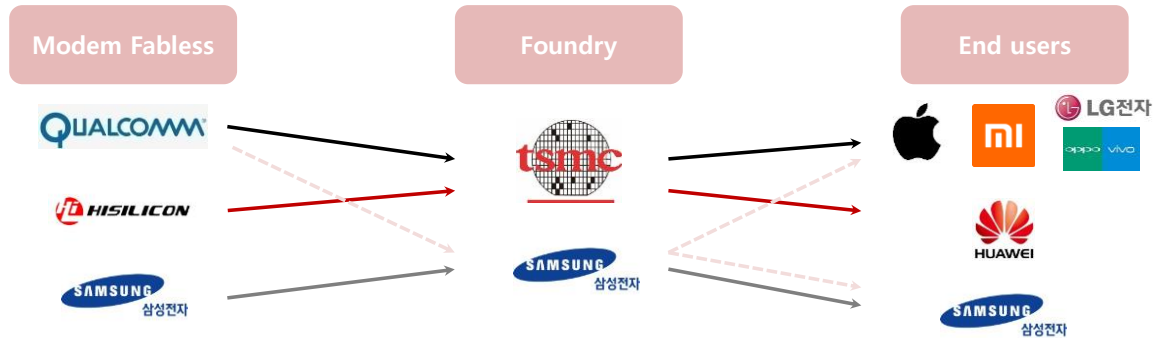
주목할 3 가지 부품: Modem & AP, RF, MLCC

Modem 과 AP 는 5G 에서 핵심적인 통신과 성능을 좌우하는 역할로 가장 중요한 부분을 차지한다. 관련 업체로는 삼성전자, Qualcomm, Huawei(Hisilicon), Mediatek 등 주로 글로벌 ICT 업체이다. Intel 이 5G Modem 포기를 선언했고 Mediatek 은 2nd-tier 로 분류된다. 결국 삼성전자, Qualcomm, Huawei 3 강 구도에서 미중 관계 악화로 Huawei 의 우려가 불거짐에 따라 삼성전자와 Qualcomm 에 대한 의존도는 더욱 높아질 것으로 전망한다.

RF 부품도 5G에서는 Architecture 변화가 생김에 따라 그 중요성이 더욱 부각될 것이다. Sub 6GHz 에서는 4x4 MIMO 는 LTE 때와 마찬가지로 유지되지만 대응 주파수 대역이 많아짐에 따라 PAMiD 혹은 FEMiD 모듈당 탑재되는 필터 및 부품 수가 증가한다. mmWave 에서는 신규 PAMiD 모듈 공급이 추가적으로 필요하다. 여기에 공간 제약에 따른 Band 대역별 통합도 이루어짐에 따라 RF 부품의 역할과 관심이 커질 것이다. 관련 업체로는 미국의 대표 3 사인 Avago, Qorvo, Skyworks 와 일본의 Murata 가 있다. 미국 대표 3 사의 경우, mmWave 까지 솔루션을 보유하고 있는 만큼 향후 위 업체들에 대한 의존도가 커질 것으로 예상된다. Murata 는 저주파 대역과 WIFI 에서 견고한 레퍼런스를 가지고 있고 5G 대역 대응을 위한 준비도 한창이다. Qualcomm 은 RF 에서는 후발 주자이긴 하지만 Modem 과 AP 에서의 경험으로 RF 영역까지도 빠르게 확장시켜 나가고 있다. 국내 업체 중에서는 와이슬에 대한 지속적인 관심이 필요하다. 5G 의 핵심인 TC-SAW, BAW 필터 준비가 진행 중인 가운데 빠르면 내년 하반기 부터 관련 성과가 나타날 수 있을 것으로 예상된다.

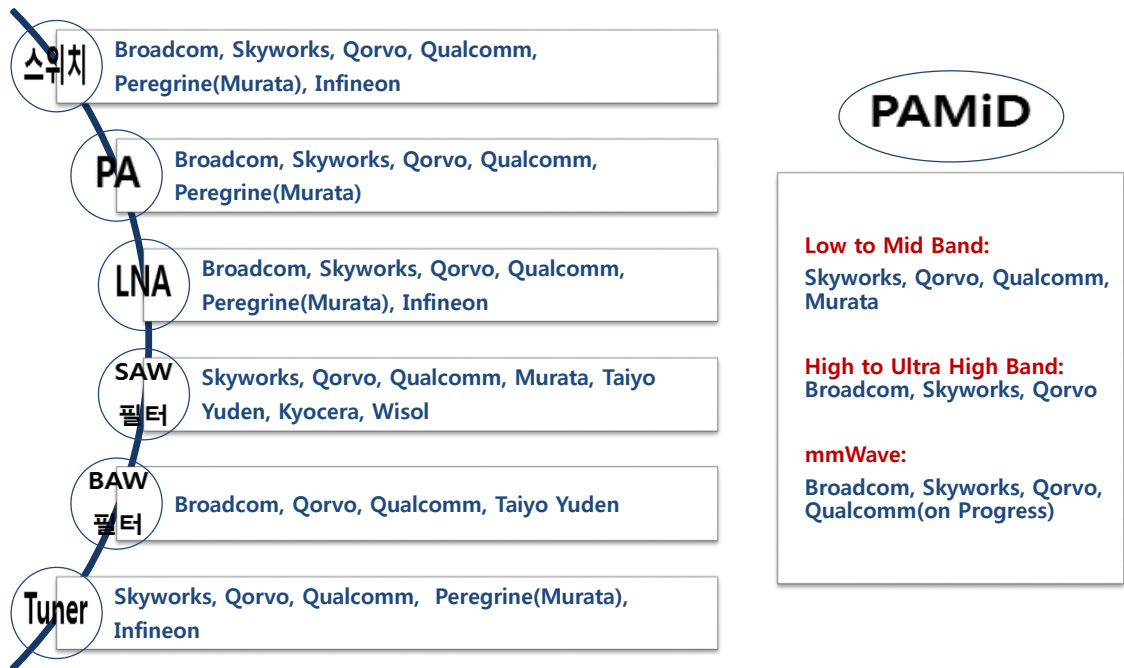
MLCC 는 5G 에 따른 간접적인 수혜가 예상된다. 통신망 고도화에 따른 모뎀과 AP 의 성능 향상, RF 부품 수 증가, 배터리 용량 증가 등 다른 부품들에 대한 집적화 요구가 증가한다. 결국 부품 수 증가와 회로의 집적화로 MLCC 와 같은 수동 부품의 대당 탑재량도 증가하게 된다. Sub 6GHz 에서는 LTE 대비 대당 탑재량이 10% 이상, mmWave 에서는 20% 이상 많다. 5G 스마트폰의 본격적인 개화로 2020 년부터 모바일용 MLCC 시장도 점진적인 회복세가 전망된다. 국내 관련 업체로 삼성전기의 수혜를 예상한다. 삼화콘덴서의 경우, 모바일용 비중이 미미에 직접적인 관련은 없지만 경쟁사들의 범용 수급이 Tight 해질 경우, 반사 수혜를 누릴 것으로 예상된다.

5G Modem Supply chain: Mediatek 은 후발, Intel 은 포기



자료 : SK 증권

RF Supply chain: Sub 6GHz에서는 PAMiD 당 탑재 부품 수 증가, mmWave에서는 신규 PAMiD 필요



자료 : SK 증권

5G 스마트폰 출시에 따른 모바일 MLCC 수요 성장률 추정

	2019년	2020년	2021년	
스마트폰 출하량	14.7	14.3	14.4	(억대)
3G/4G	14.4	12.7	11.4	
5G	0.3	1.6	3.0	
5G 비중	2%	11%	21%	
대당 MLCC				
3G/4G	900	927	955	(개)
5G	1,000	1,070	1,156	
증가분 %	11%	15%	21%	
Total 스마트폰 MLCC	13,259	13,481	14,356	(억개)
YoY		2%	6%	
3G/4G	12,965	11,798	10,862	
5G	294	1,683	3,495	

자료 : SK 증권

Global Tech Valuation

							P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
		1W	1M	3M	6M	YTD	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
반도체	삼성전자	(1.3)	2.6	5.8	3.2	24.5	15.1	11.5	1.3	1.2	8.5	10.5	3.8	3.1
	SK하이닉스	(4.3)	(5.5)	7.7	(0.1)	29.8	24.6	12.6	1.2	1.1	4.9	8.8	5.2	4.0
	INTEL	2.2	(2.6)	4.7	(9.5)	7.6	11.5	11.3	2.8	2.5	24.5	23.7	7.3	6.8
	QUALCOMM	0.5	(5.5)	(0.0)	32.0	30.6	21.5	17.5	37.4	49.8	168.8	168.4	15.9	15.2
	MICRON	2.1	(13.2)	(0.1)	1.7	35.1	15.8	8.1	1.3	1.1	7.3	13.7	5.4	3.6
	TOSHIBA	4.5	7.7	5.9	(3.0)	16.6	-	22.3	1.6	1.5	(10.0)	7.2	8.1	7.1
	MEDIATEK	0.0	(1.6)	17.0	25.2	63.7	24.5	19.0	2.0	1.9	8.7	10.7	15.0	11.5
	TSMC	0.9	7.8	14.2	11.0	25.1	22.1	18.4	4.2	3.9	19.7	22.5	10.2	8.6
LCD 디스플레이	LG디스플레이	(2.8)	(4.2)	(18.8)	(37.8)	(24.4)	-	138.6	0.4	0.4	(7.3)	0.1	5.1	3.1
	BOE	(0.5)	(6.5)	1.9	(4.3)	42.6	38.3	26.0	1.4	1.4	4.0	5.7	10.5	9.4
	AUO	1.8	(3.9)	(15.2)	(30.8)	(35.9)	-	-	0.4	0.4	(5.5)	(8.3)	6.6	7.3
	INNOLUX	2.7	(5.0)	(7.2)	(32.7)	(30.0)	-	-	0.3	0.3	(5.3)	(6.9)	1.7	1.8
	SHARP	(1.1)	(4.9)	(16.4)	(8.7)	5.8	10.9	10.9	1.9	1.6	18.6	17.2	6.5	5.9
	JAPAN DISPLAY	7.4	(14.7)	(28.4)	(27.5)	(19.4)	-	-	1.5	1.6	(297.4)	(4.1)	-	1.6
	CORNING	1.8	(4.7)	(15.0)	(19.1)	(7.9)	16.2	14.3	1.9	1.9	11.9	13.6	8.8	8.5
장비	AMAT	2.8	1.3	13.7	20.6	55.3	17.1	15.2	5.7	5.4	37.6	37.8	13.1	12.2
	LAM RESEARCH	2.3	0.5	26.5	22.2	71.2	17.0	13.3	7.3	7.2	41.9	54.1	12.8	10.2
	KLA-TENCOR	1.6	5.9	31.7	27.7	76.0	16.4	14.5	8.4	7.7	54.3	56.0	12.6	11.6
	TOKYO ELECTRON	1.5	3.9	29.0	21.5	69.1	20.8	17.2	4.0	3.6	18.1	21.6	13.1	10.8
PC	MICROSOFT	2.7	1.6	0.3	15.0	36.1	26.3	23.3	8.6	7.6	40.0	35.9	16.1	14.2
	HP	(11.8)	(13.6)	(20.3)	(17.9)	(19.8)	7.4	7.3	-	-	(405.1)	(324.5)	4.8	4.8
	LENOVO	(0.6)	(4.4)	(15.0)	(30.6)	(1.7)	10.4	9.0	1.9	1.7	19.7	19.9	4.2	3.6
휴대폰	APPLE	3.7	4.8	11.7	13.2	43.9	19.4	17.8	11.4	13.1	57.8	74.7	12.3	12.4
	HTC	4.6	5.2	(2.5)	(14.8)	6.6	-	-	0.8	1.1	(20.4)	(25.3)	-	-
	ZTE	(0.5)	(10.4)	(9.0)	(18.5)	39.9	17.8	14.7	2.5	2.2	15.7	16.0	16.4	14.4
가전	LG전자	2.7	5.2	(3.3)	(11.5)	9.6	11.5	7.6	0.8	0.7	7.2	9.5	4.0	3.5
	WHIRLPOOL	2.1	3.6	9.9	13.9	46.0	10.3	9.3	3.1	2.8	31.7	31.5	7.3	6.7
	ELECTROLUX	3.9	3.7	(0.4)	(0.9)	27.4	15.1	12.2	3.0	2.6	18.4	23.2	6.9	5.7
	SONY	(0.6)	(4.0)	2.6	19.4	14.8	14.0	12.7	1.8	1.6	13.7	13.2	5.6	5.7
	PANASONIC	(3.0)	(3.1)	(7.9)	(13.7)	(13.7)	10.7	10.0	1.0	0.9	9.8	9.9	4.2	3.9
PCB / PKG	삼성전기	3.8	12.9	22.1	(0.5)	6.3	14.8	16.6	1.6	1.5	11.4	9.6	6.1	5.5
	JABIL	1.6	11.2	14.1	18.7	41.9	10.2	8.8	2.7	2.4	27.1	28.9	3.8	3.5
	IBIDEN	2.7	8.3	26.6	30.5	47.2	37.0	18.7	1.1	1.1	3.1	5.9	7.4	4.6
	SHINKO	2.7	6.2	2.8	3.5	34.9	57.3	20.6	0.9	0.9	1.5	4.4	4.4	3.2
	KINSUS	(3.9)	(3.7)	(1.7)	(13.0)	(8.6)	-	31.4	0.7	0.7	(3.6)	1.8	4.4	2.8
	NANYA PCB	(2.4)	17.9	26.8	4.0	47.5	115.6	33.0	1.1	1.1	1.5	4.5	8.9	7.3
수동부품	MURATA	4.6	14.8	15.3	(5.2)	12.1	19.9	17.6	2.1	1.9	11.0	11.2	9.7	8.6
	KYOCERA	1.0	(1.1)	(6.9)	(0.9)	20.4	18.5	16.1	1.0	1.0	5.6	6.1	9.3	7.9
	TDK	(0.7)	5.2	15.4	2.0	26.4	14.6	12.8	1.3	1.2	9.3	10.0	6.0	5.6
	TAIYO YUDEN	(0.7)	18.8	28.1	10.0	64.1	13.5	12.3	1.5	1.4	11.8	11.7	5.3	4.8
LED	LG이노텍	(4.6)	12.9	7.0	(9.2)	31.9	16.4	11.6	1.2	1.1	7.5	9.8	4.7	4.1
	서울반도체	(5.4)	(12.6)	(24.6)	(33.7)	(31.8)	17.4	14.1	1.1	1.1	6.6	8.0	6.5	5.5
	CREE	(1.2)	(1.3)	(21.4)	(26.3)	9.7	355.5	48.5	2.4	2.0	(1.3)	4.9	21.3	-
	PHILIPS	3.9	(1.0)	5.4	17.9	34.5	21.8	19.0	3.1	2.9	13.3	14.9	12.4	11.0
	EPISTAR	(5.2)	2.5	0.6	(16.6)	(3.1)	-	-	0.6	0.6	(5.0)	(2.1)	11.0	7.4

자료 : Bloomberg, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

이동주

natelee@sk.co.kr

02-3773-9026

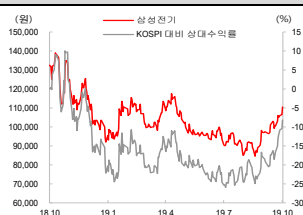
Company Data

자본금	388 십억원
발행주식수	7,760 만주
자사주	205 만주
액면가	5,000 원
시가총액	8,254 십억원
주요주주	
삼성전자(주)(외5)	23.98%
국민연금공단	11.74%
외국인지분률	23.40%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(19/10/11)	110,500 원
KOSPI	204625 pt
52주 Beta	1.71
52주 최고가	139,000 원
52주 최저가	84,600 원
60일 평균 거래대금	83 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.7%	11.6%
6개월	1.8%	10.0%
12개월	-16.6%	-8.1%

삼성전기 (009150/KS | 매수(유지) | T.P 130,000 원(유지))

우려를 기대로 바꿀 시기

- 3Q19 매출액 2 조 1,171 억원(QoQ +6.1%, -10.5%), 영업이익 1,681 억원(QoQ +15.8%, YoY -62.2%) 추정
- 2020 년 MLCC 수요는 전장은 물론, 5G 스마트폰 대전으로 모바일에서도 회복
- 연말 재고 조정 우려 해소 시, 적극적인 비중 확대 추천

3Q19 Preview

3 분기 매출액 2 조 1,171 억원(QoQ +6.1%, -10.5%), 영업이익 1,681 억원(QoQ +15.8%, YoY -62.2%) 추정. 컴포넌트 사업부는 MLCC 전분기 대비 출하량 증가에도 가격 하락 지속으로 부진. 반면, 노트 10 의 양호한 판매량과 기관 업계 구조 조정으로 모듈과 기판 사업부는 실적 호조 전망

MLCC, 기대감을 점차 높여갈 시기

재고 소진과 더불어 동사를 포함한 MLCC 업체의 가동률이 점진적으로 상승. 계절성을 제외한 하반기가 뚜렷한 수요 회복 시그널이 있다고 보긴 힘들지만 연말을 기점으로 내년 수요에 대한 기대감 높음. 5G 스마트폰 출시가 본격화되기 때문. 2019 년 2 천만 대 수준에서 2020 년 1.7 억대 이상 전망. 참고로 Sub 6GHz 에서는 대당 MLCC 채용량이 +10%, mmWave 에서는 +20% 증가. 내년부터는 모바일용 MLCC 수요가 반등할 수 있는 시점. 전기차, 차량 전장화에 대한 기존 투자 포인트 역시 변함 없음

추위가 가기 전에 사자

국내외 주요 MLCC 업체 주가는 최근 한달 저점에서 13.7% 반등. 통상적으로 연말 재고 조정 우려가 있는 만큼 아직까지 우려가 완전히 해소되었다고 보기는 힘들지만 2020 년부터의 수요 본격적인 회복 가능성을 고려하면 점진적인 매수 전략도 유효. 연말 재고 조정 우려 해소 시, 적극적인 비중 확대 추천

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	6,033	6,838	8,193	8,139	8,551	9,160
yoy	%	-2.3	13.4	19.8	-0.7	5.1	7.1
영업이익	십억원	24	306	1,018	616	720	886
yoy	%	-91.9	1,155.0	232.5	-39.5	16.9	23.1
EBITDA	십억원	633	937	1,754	1,472	1,586	1,780
세전이익	십억원	32	254	940	579	691	862
순이익(지배주주)	십억원	15	162	656	637	502	632
영업이익률%	%	0.4	4.5	12.4	7.6	8.4	9.7
EBITDA%	%	10.5	13.7	21.4	18.1	18.6	19.4
순이익률	%	0.4	2.6	8.4	8.1	6.1	7.1
EPS(계속사업)	원	190	2,084	8,457	4,970	6,472	8,144
PER	배	268.0	48.0	12.2	22.2	17.1	13.6
PBR	배	0.9	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	8.4	10.4	5.3	6.1	5.5	4.7
ROE	%	0.4	3.8	14.5	12.4	8.8	10.0
순차입금	십억원	1,338	2,002	1,209	412	145	-263
부채비율	%	76.7	79.3	74.8	61.2	57.7	51.8

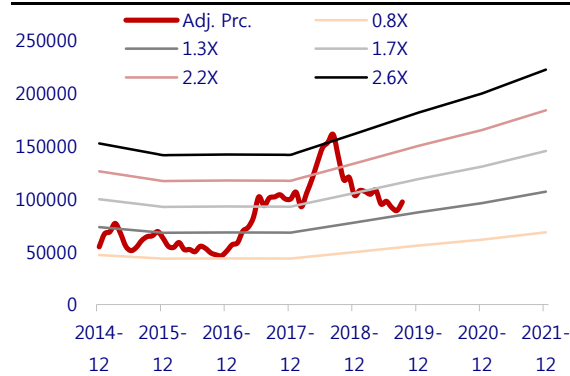
삼성전기 사업부별 실적 전망

(십억 원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,018.8	1,809.8	2,366.3	1,998.1	2,130.5	1,939.6	2,117.1	1,934.0	6,033.0	6,838.4	8,193.0	8,121.2	8,550.7
QoQ	17.6%	-10.4%	30.8%	-15.6%	6.6%	-9.0%	9.1%	-8.6%					
YoY	28.5%	5.8%	28.5%	16.4%	5.5%	7.2%	-10.5%	-3.2%	-2.6%	13.3%	19.8%	-0.9%	5.3%
모듈 솔루션(DM)	899.8	611.9	885.1	687.3	951.2	811.2	866.6	703.4	2,791.2	3,016.8	3,084.1	3,332.3	3,524.5
컴포넌트 솔루션(LCR)	753.0	868.6	1,026.8	896.1	836.3	781.6	793.3	783.8	1,912.6	2,347.2	3,544.5	3,194.9	3,295.2
기판 솔루션(ACI)	357.1	299.5	432.4	381.8	328.9	346.8	457.2	446.9	1,329.2	1,458.0	1,470.8	1,579.8	1,731.1
영업이익	154.0	206.8	444.5	293.0	242.5	145.2	168.1	112.4	24.6	305.8	1,098.4	668.2	720.0
QoQ	44.2%	34.2%	115.0%	-34.1%	-17.2%	-40.1%	15.8%	-33.2%					
YoY	504.5%	192.9%	332.2%	174.3%	57.4%	-29.8%	-62.2%	-61.7%	-91.8%	1144.2%	259.2%	-39.2%	7.7%
모듈 솔루션(DM)	10.0	9.2	31.0	16.2	66.6	44.6	39.0	20.0	66.3	102.8	66.3	170.2	198.1
컴포넌트 솔루션(LCR)	155.1	238.9	395.8	286.7	184.0	129.0	111.1	109.7	147.2	272.0	1,076.6	533.7	558.7
기판 솔루션(ACI)	-11.1	-41.2	17.7	-9.9	-8.1	-28.4	18.1	-17.4	-119.6	-68.6	-44.5	-35.8	-36.8
연결조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-69.3	-0.4	0.0	0.0	0.0
영업이익률	8%	11%	19%	15%	11%	7%	8%	6%	0%	4%	13%	8%	8%
모듈 솔루션(DM)	1%	2%	4%	2%	7%	6%	5%	3%	2%	3%	2%	5%	6%
컴포넌트 솔루션(LCR)	21%	28%	39%	32%	22%	17%	14%	14%	8%	12%	30%	17%	17%
기판 솔루션(ACI)	-3%	-14%	4%	-3%	-2%	-8%	4%	-4%	-9%	-5%	-3%	-2%	-2%

자료: 삼성전기, SK 증권

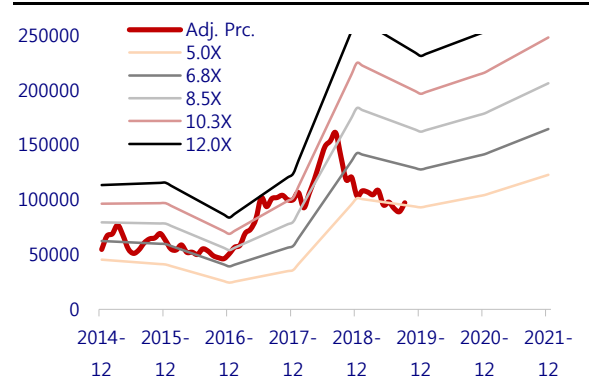
주: 3Q18 부터 적용된 PLP 감상비를 중단영업손익으로 소급 적용

12M Forward PBR Band



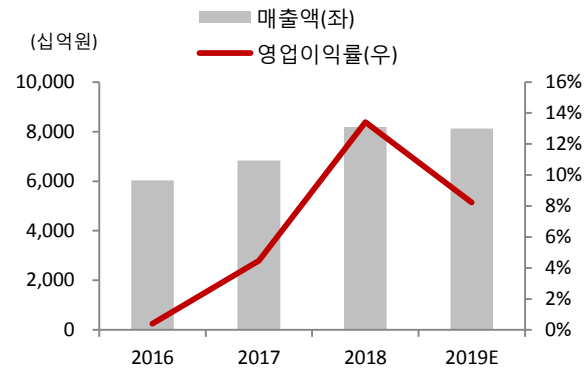
자료: 삼성전기, SK 증권

12M Forward EV/EBITDA Band



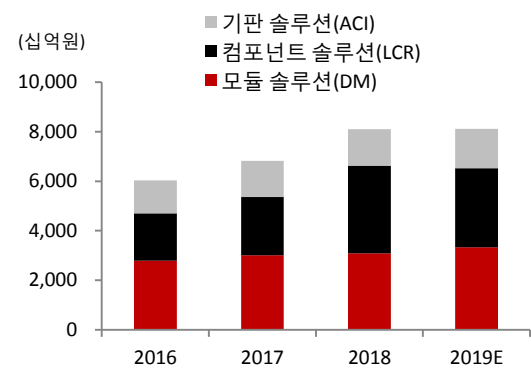
자료: 삼성전기, SK 증권

연간 실적 전망



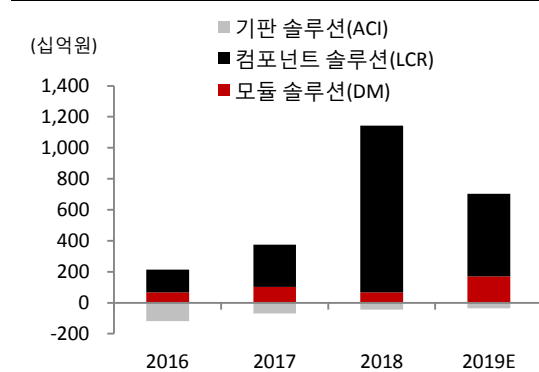
자료: 삼성전기, SK 증권

사업부별 매출 전망



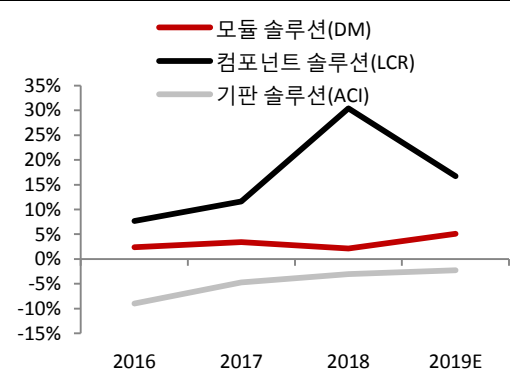
자료: 삼성전기, SK 증권

사업부별 영업이익 전망



자료: 삼성전기, SK 증권

사업부별 영업이익률 전망



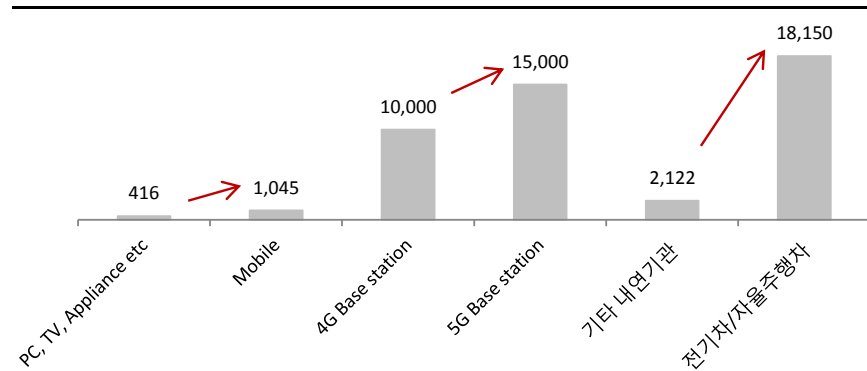
자료: 삼성전기, SK 증권

5G 스마트폰에 따른 스마트폰 MLCC 수요 변화 가정

	2019년	2020년	2021년	
스마트폰 출하량	14.7	14.3	14.4	(억대)
3G/4G	14.4	12.7	11.4	
5G	0.3	1.6	3.0	
5G 비중	2%	11%	21%	
대당 MLCC				
3G/4G	900	927	955	(개)
5G	1,100	1,133	1,167	
Total 스마트폰 MLCC	13,289	13,580	14,391	(억개)
YoY		2%	6%	
3G/4G	12,965	11,798	10,862	
5G	323	1,782	3,529	

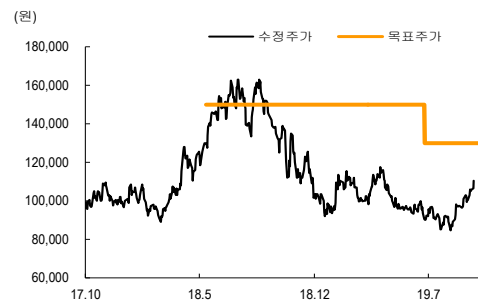
자료 : SK 증권

Application 별 대당 MLCC 채용량



자료 : SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.14	매수	130,000원	6개월		
2019.09.09	매수	130,000원	6개월	-27.50%	-15.00%
2019.07.09	매수	130,000원	6개월	-29.95%	-24.46%
2019.05.27	매수	150,000원	6개월	-19.50%	8.67%
2018.11.14	매수	150,000원	6개월	-17.46%	8.67%
2018.05.28	매수	150,000원	6개월	-4.11%	8.67%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 14일 기준)

매수	91.18%	중립	8.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,479	3,525	3,991	4,491	4,971
현금및현금성자산	445	1,002	1,540	1,808	2,116
매출채권및기타채권	913	1,061	1,027	1,135	1,216
재고자산	919	1,116	1,080	1,194	1,278
비유동자산	5,289	5,120	4,993	5,194	5,413
장기금융자산	728	153	165	165	165
유형자산	4,155	4,558	4,489	4,604	4,738
무형자산	149	162	72	65	59
자산총계	7,767	8,645	8,984	9,686	10,385
유동부채	2,454	2,510	2,239	2,303	2,337
단기금융부채	1,671	1,394	1,159	1,109	1,059
매입채무 및 기타채무	522	577	559	618	662
단기충당부채	6	3	3	4	4
비유동부채	982	1,189	1,172	1,241	1,208
장기금융부채	898	1,060	1,037	1,087	1,037
장기매입채무 및 기타채무	2	2	2	2	2
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,436	3,698	3,411	3,544	3,545
지배주주지분	4,232	4,821	5,422	5,965	6,638
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
기타자본구성요소	-147	-147	-147	-147	-147
자기주식	-147	-147	-147	-147	-147
이익잉여금	2,610	3,179	3,740	4,242	4,874
비지배주주지분	100	125	151	176	202
자본총계	4,331	4,947	5,573	6,142	6,840
부채외자본총계	7,767	8,645	8,984	9,686	10,385

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	701	1,535	1,303	1,299	1,482
당기순이익(손실)	177	685	658	523	653
비현금성항목등	864	1,325	872	1,063	1,127
유형자산감가상각비	611	711	833	853	882
무형자산감가상각비	20	26	23	13	12
기타	120	265	-302	-27	-27
운전자본감소(증가)	-271	-382	58	-111	-80
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-202	-164	59	-108	-80
재고자산감소(증가)	-76	-276	-15	-114	-84
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-99	2	-10	59	44
기타	106	57	25	53	41
법인세납부	-68	-93	-285	-177	-218
투자활동현금흐름	-1,221	-687	-255	-949	-993
금융자산감소(증가)	216	463	-16	0	0
유형자산감소(증가)	-1,385	-1,164	-1,046	-968	-1,016
무형자산감소(증가)	-67	-11	-6	-6	-6
기타	15	24	813	25	30
재무활동현금흐름	201	-224	-515	-82	-182
단기금융부채증가(감소)	70	-518	-237	-50	-50
장기금융부채증가(감소)	245	444	-90	50	-50
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-48	-61	-76	0	0
기타	-66	-89	-107	-82	-82
현금의 증가(감소)	-351	558	538	268	307
기초현금	796	445	1,002	1,540	1,808
기말현금	445	1,002	1,540	1,808	2,116
FCF	-777	346	309	319	455

자료 : 삼성전기, SK증권 추정

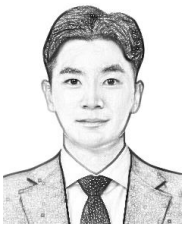
포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,838	8,193	8,139	8,551	9,160
매출원가	5,430	5,806	6,161	6,417	6,777
매출총이익	1,408	2,387	1,978	2,134	2,382
매출총이익률 (%)	20.6	29.1	24.3	25.0	26.0
판매비와관리비	1,102	1,369	1,362	1,414	1,496
영업이익	306	1,018	616	720	886
영업이익률 (%)	4.5	12.4	7.6	8.4	9.7
비영업손익	-53	-78	-37	-29	-25
순금융비용	55	77	64	58	53
외환관련손익	3	-16	-7	-7	-7
관계기업투자등 관련손익	8	7	8	8	8
세전계속사업이익	254	940	579	691	862
세전계속사업이익률 (%)	3.7	11.5	7.1	8.1	9.4
계속사업법인세	76	255	172	167	209
계속사업이익	177	685	407	523	653
중단사업이익	0	0	251	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	177	685	658	523	653
순이익률 (%)	2.6	8.4	8.1	6.1	7.1
지배주주	162	656	637	502	632
지배주주귀속 순이익률(%)	2.37	8.01	7.82	5.87	6.9
비지배주주	16	29	21	21	21
총포괄이익	40	660	703	569	698
지배주주	29	630	678	543	673
비지배주주	11	30	26	26	26
EBITDA	937	1,754	1,472	1,586	1,780

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	134	198	-0.7	5.1	7.1
영업이익	1,155.0	232.5	-39.5	16.9	23.1
세전계속사업이익	690.3	270.9	-38.4	19.3	24.8
EBITDA	48.1	87.3	-16.1	7.8	12.2
EPS(계속사업)	999.7	305.7	-41.2	30.2	25.8
수익성 (%)					
ROE	3.8	14.5	12.4	8.8	10.0
ROA	2.3	8.4	7.5	5.6	6.5
EBITDA마진	13.7	21.4	18.1	18.6	19.4
안정성 (%)					
유동비율	101.0	140.5	178.2	195.0	212.7
부채비율	79.3	74.8	61.2	57.7	51.8
순차입금/자기자본	46.2	24.4	7.4	2.4	-3.8
EBITDA/이자비용(배)	14.2	19.5	17.4	19.3	21.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,084	8,457	4,970	6,472	8,144
BPS	54,531	62,126	69,872	76,871	85,540
CFPS	10,211	17,946	19,242	17,638	19,660
주당 현금배당금	750	1,000	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	53.7	19.3	23.6	18.2	14.4
PER(최저)	24.2	10.5	17.0	13.1	10.4
PBR(최고)	2.1	2.6	1.7	1.5	1.4
PBR(최저)	0.9	1.4	1.2	1.1	1.0
PCR	9.8	5.8	5.7	6.3	5.6
EV/EBITDA(최고)	11.4	7.8	6.5	5.9	5.0
EV/EBITDA(최저)	6.4	4.6	4.8	4.3	3.6

SK COMPANY Analysis



Analyst

이동주

natelee@sk.co.kr

02-3773-9026

Company Data

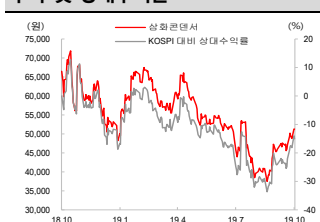
자본금	10 십억원
발행주식수	1,040 만주
자사주	13 만주
액면가	1,000 원
시가총액	533 십억원
주요주주	
오영주(외3)	28.15%

외국인지분률	8.30%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(19/10/11)	51,300 원
KOSPI	2046.25 pt
52주 Beta	2.14
52주 최고가	71,900 원
52주 최저가	37,500 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.5%	7.5%
6개월	-13.3%	-6.4%
12개월	-22.9%	-15.0%

삼화콘덴서 (001820/KS | 매수(유지) | T.P 55,000 원(유지))

인고의 끝자락을 향해

- 3Q19 매출액 600 억원(QoQ -2.2%, YoY -18.8%), 영업이익 94 억원(QoQ -12.5%, YoY -63.7%) 추정
- 미미한 모바일 매출 비중으로 업황 개선 대비 다소 더딘 회복 속도
- 다만, 경쟁사 모바일 범용 수급이 Tight 해지면 동사에도 반사 효과. 차량 전정화 모멘텀도 여전

3Q19 Preview

3분기 매출액 600 억원(QoQ -2.2%, YoY -18.8%), 영업이익 94 억원(QoQ -12.5%, YoY -63.7%)으로 부진할 전망. 계절적 성수기 진입에도 전분기 대비 실적이 부진한 이유는 전방의 MLCC 수요 회복이 더딘 가운데 고객사향 가격 인하가 지속되었기 때문. 출하량 QoQ +5.2%, 가격 QoQ -12.6% 가정

경쟁사 대비 회복은 조금 slow 할 수도

MLCC 경쟁사들의 최근 동향은 재소 소진 이후 가동률 회복 추세. 그러나 동사의 경우 2 분기와 유사한 70% 수준 유지. 모바일 매출 비중에 기인. 동사는 모바일향 매출 비중이 거의 미미하기 때문. 경쟁 MLCC 업체들의 수요 회복의 이유가 하반기 모바일 출하량 증가와 5G 스마트폰임을 감안하면 동사에 미치는 효과는 다소 미미한 것으로 판단

범용의 Tight 한 공급의 반사 효과와 차량 전정화 모멘텀 여전

다만, 경쟁 업체들의 모바일 범용의 공급이 tight 해진다면 동사의 IT 향 범용 제품에도 긍정적인 반사 효과 기대. 이와 함께 전기차 시장의 개화와 차량 전정화 투자 포인트는 변함 없음. 제품군 역시 인포테인먼트에서 컨트롤박스, ADAS 등 고부가 아이템 매출 확대에 노력 중. DCLC 역시 3분기 신규 모델 진입과 함께 다양한 프로젝트 진행으로 향후 실적 기여 가시성 높음. 투자의견 BUY, 목표주가 5.5 만원 유지

영업실적 및 투자지표

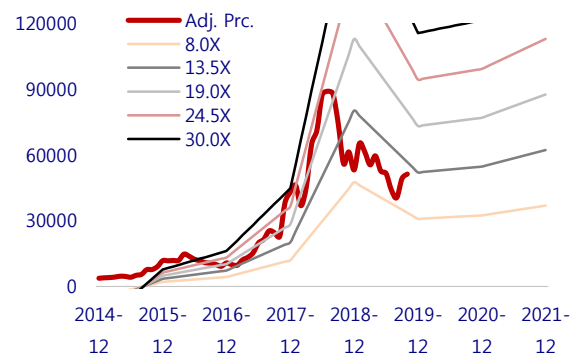
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	172	199	274	257	274	302
yoy	%	8.6	15.6	37.7	-6.5	6.9	10.0
영업이익	십억원	9	22	81	50	55	62
yoy	%	75.3	132.8	268.9	-38.2	8.7	13.3
EBITDA	십억원	17	28	88	66	79	89
세전이익	십억원	7	20	81	51	56	63
순이익(지배주주)	십억원	6	16	62	40	42	48
영업이익률%	%	5.5	11.1	29.6	19.6	19.9	20.5
EBITDA%	%	9.7	13.8	32.1	25.7	28.7	29.6
순이익률	%	3.3	7.8	22.6	15.7	15.4	15.9
EPS(계속사업)	원	539	1,493	5,945	3,856	4,052	4,613
PER	배	19.9	28.8	9.0	13.3	12.7	11.1
PBR	배	2.1	6.6	4.4	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	배	8.5	16.8	6.1	7.7	6.1	5.0
ROE	%	11.3	25.7	63.5	27.9	23.3	21.5
순차입금	십억원	22	8	-18	-30	-57	-90
부채비율	%	128.0	99.6	72.8	52.4	48.6	43.7

삼화콘덴서 사업부별 실적 전망

(십억 원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	70.6	61.4	60.0	64.6	64.1	62.8	71.4	76.2	172.5	199.3	274.4	256.6	274.4
QoQ	-11.4%	-13.0%	-2.2%	7.5%	-0.8%	-1.9%	13.7%	6.6%					
YoY	26.7%	-5.6%	-18.8%	-19.0%	-9.3%	2.2%	18.9%	18.0%	8.6%	15.6%	37.7%	-6.5%	6.9%
MLCC	39.2	32.4	29.8	32.1	31.5	32.7	39.5	42.2	72.1	87.1	163.3	133.6	145.8
FC	8.5	9.0	8.5	9.7	8.5	9.0	8.5	9.8	30.1	32.8	31.4	35.7	35.8
DCLC	3.1	3.0	5.1	4.4	4.0	3.9	6.7	5.7	8.6	13.8	15.3	15.7	20.4
기타	19.8	17.0	16.6	18.3	20.0	17.2	16.8	18.5	61.7	65.6	64.4	71.7	72.4
영업이익	18.6	10.8	9.4	11.5	11.3	11.6	14.9	16.9	9.5	22.0	81.3	50.3	54.6
QoQ	-10.7%	-41.9%	-12.5%	21.3%	-1.5%	2.7%	28.5%	13.6%					
YoY	41.5%	-49.6%	-63.7%	-45.0%	-39.3%	7.3%	57.6%	47.6%	75.3%	132.8%	268.9%	-38.2%	8.7%
영업이익률	26%	18%	16%	18%	18%	18%	21%	22%	5%	11%	30%	20%	20%

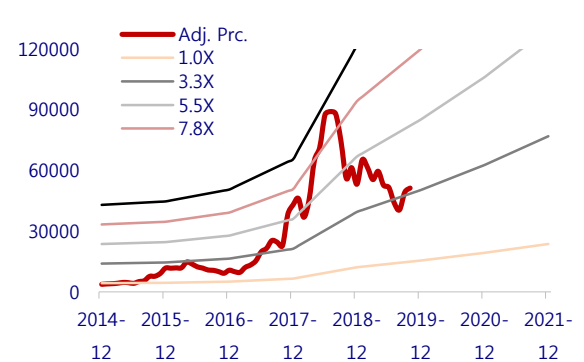
자료: 삼화콘덴서, SK 증권

12M Forward PER Band



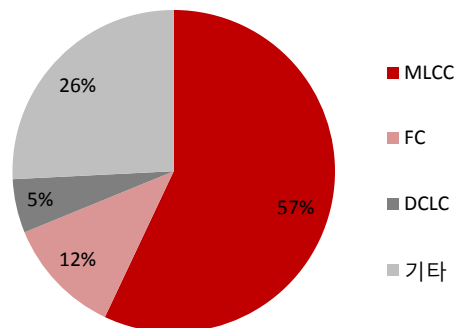
자료: 삼화콘덴서, SK 증권

12M Forward PBR Band



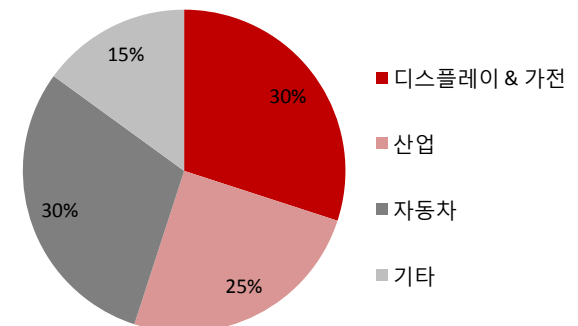
자료: 삼화콘덴서, SK 증권

제품별 매출 비중



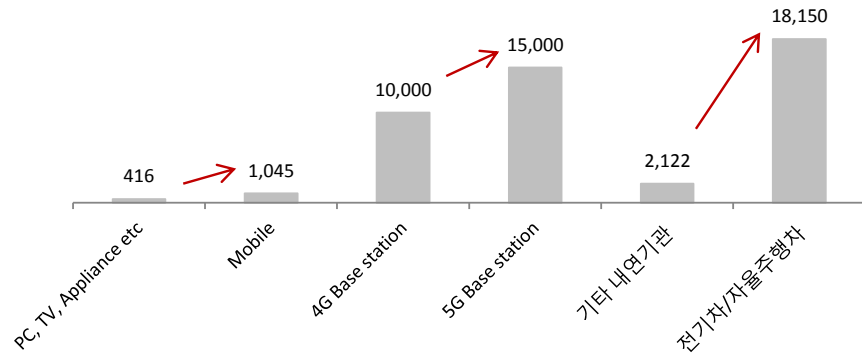
자료: 삼화콘덴서, SK 증권

Application 별 매출 비중



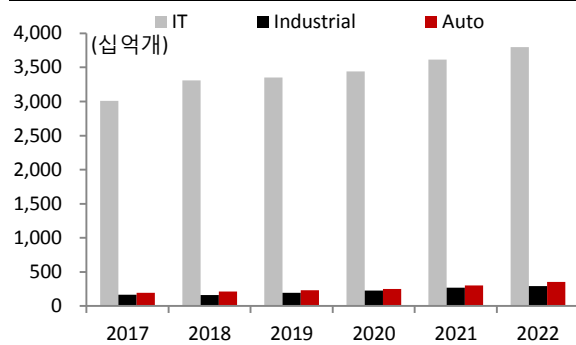
자료: 삼화콘덴서, SK 증권

Application 별 대당 MLCC 채용량



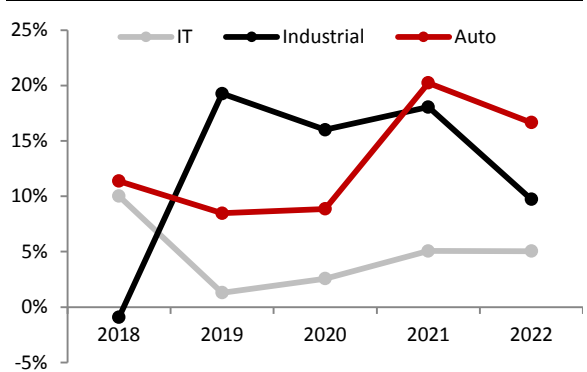
자료 : SK 증권

MLCC Application 별 수요 전망



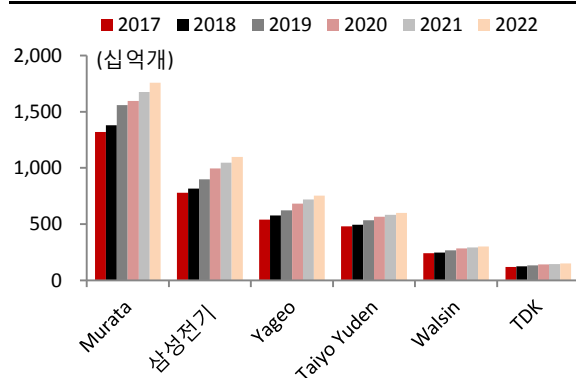
자료 : SK 증권

MLCC Application 별 YoY 성장률 전망



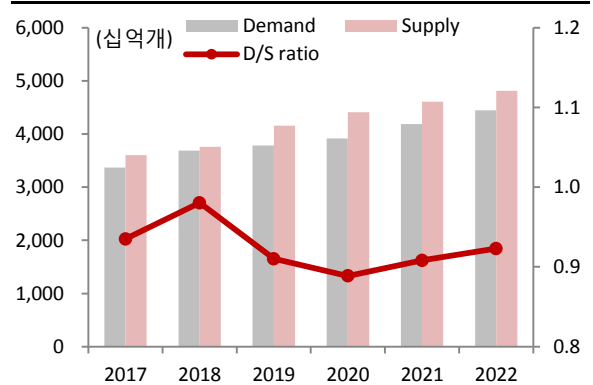
자료 : SK 증권

MLCC 제조사별 CAPA 전망



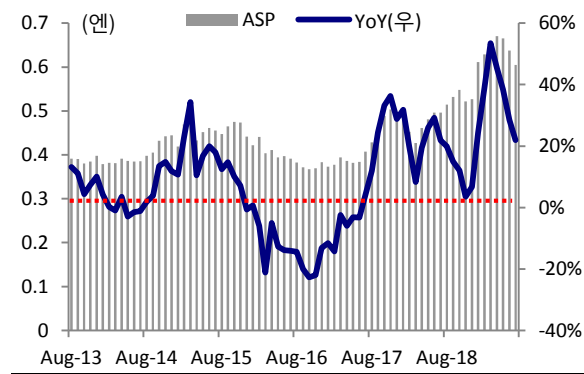
자료 : SK 증권

MLCC 수급 전망



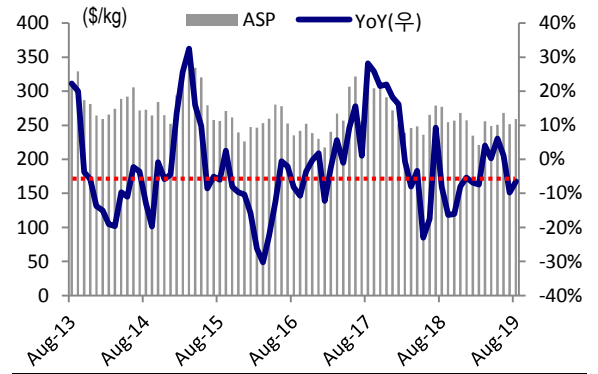
자료 : SK 증권

일본 MLCC ASP 추이



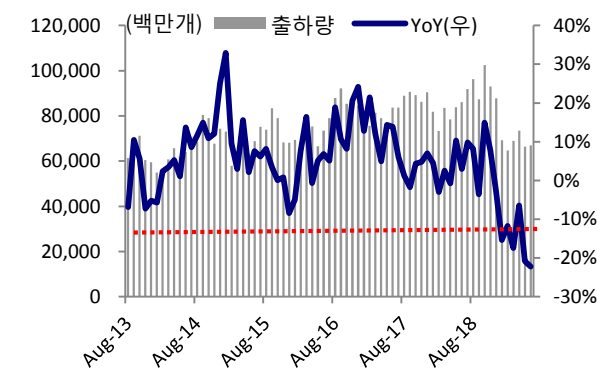
자료 : METI, SK 증권

국내 MLCC ASP 추이



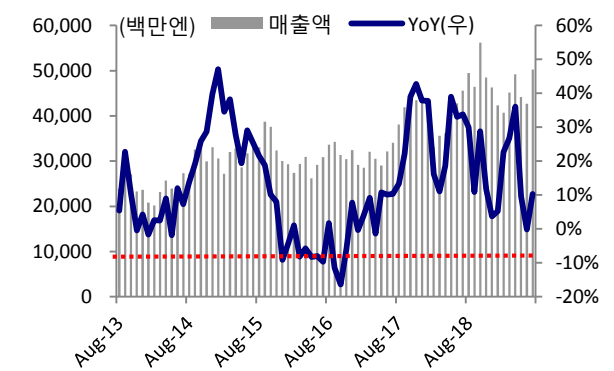
자료 : KITA, SK 증권

일본 MLCC 출하량 추이



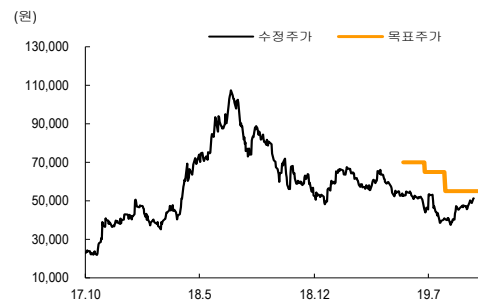
자료 : METI, SK 증권

일본 MLCC 매출액 추이



자료 : METI, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.14	매수	55,000원	6개월		
2019.08.16	매수	55,000원	6개월	-18.64%	-6.73%
2019.07.09	매수	65,000원	6개월	-30.21%	-17.69%
2019.05.30	매수	70,000원	6개월	-25.38%	-21.57%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 14일 기준)

매수	91.18%	중립	8.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	81	139	132	174	216
현금및현금성자산	10	24	46	73	105
매출채권및기타채권	45	69	56	66	73
재고자산	22	29	24	28	31
비유동자산	57	81	115	126	139
장기금융자산	11	12	12	12	12
유형자산	44	65	100	111	123
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	138	220	247	300	356
유동부채	60	85	73	83	89
단기금융부채	19	20	20	20	20
매입채무 및 기타채무	37	47	38	45	50
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	8	7	12	16	19
장기금융부채	1	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	1	0	1	1	2
장기충당부채	1	0	0	0	1
부채총계	69	93	85	98	108
지배주주지분	68	126	161	201	246
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	5	5	5	5	5
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	47	106	143	185	233
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	69	127	162	202	248
부채외자본총계	138	220	247	300	356

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	21	61	64	62	72
당기순이익(손실)	16	62	40	42	48
비현금성항목등	13	29	29	36	41
유형자산감가상각비	5	6	16	24	27
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	3	3	2	-1	-1
운전자본감소(증가)	-7	-27	15	-5	-3
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-16	-27	11	-10	-7
재고자산감소(증가)	-4	-8	6	-4	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	16	14	-2	7	5
기타	-3	-6	0	3	2
법인세납부	-1	-3	-20	-12	-14
투자활동현금흐름	-11	-43	-39	-34	-39
금융자산감소(증가)	0	-15	10	0	0
유형자산감소(증가)	-11	-27	-50	-35	-40
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	0	1	1	1
재무활동현금흐름	-6	-4	-4	0	0
단기금융부채증가(감소)	-5	-1	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-2	-3	0	0
기타	-1	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	4	14	21	27	33
기초현금	7	10	24	46	73
기말현금	10	24	46	73	105
FCF	17	33	11	25	31

자료 : 삼화콘덴서, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	199	274	257	274	302
매출원가	159	173	186	196	212
매출총이익	41	102	71	78	89
매출총이익률 (%)	20.4	37.1	27.7	28.6	29.6
판매비와관리비	19	20	21	24	27
영업이익	22	81	50	55	62
영업이익률 (%)	11.1	29.6	19.6	19.9	20.5
비영업손익	-2	0	1	1	2
순금융비용	1	1	0	0	0
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	20	81	51	56	63
세전계속사업이익률 (%)	10.1	29.6	19.9	20.3	21.0
계속사업법인세	5	19	11	14	15
계속사업이익	16	62	40	42	48
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	16	62	40	42	48
순이익률 (%)	7.8	22.6	15.7	15.4	15.9
지배주주	16	62	40	42	48
지배주주귀속 순이익률(%)	7.79	22.52	15.62	15.35	15.89
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	16	60	38	40	46
지배주주	16	60	38	40	45
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	28	88	66	79	89

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	156	37.7	-6.5	6.9	10.0
영업이익	132.8	268.9	-38.2	8.7	13.3
세전계속사업이익	177.0	304.9	-37.0	9.0	13.8
EBITDA	63.9	219.4	-25.0	19.2	13.4
EPS(계속사업)	177.2	298.2	-35.1	5.1	13.8
수익성 (%)					
ROE	25.7	63.5	27.9	23.3	21.5
ROA	12.0	34.6	17.2	15.5	14.7
EBITDA마진	13.8	32.1	25.7	28.7	29.6
안정성 (%)					
유동비율	133.7	162.9	180.6	210.1	242.8
부채비율	99.6	72.8	52.4	48.6	43.7
순차입금/자기자본	11.7	-14.4	-18.8	-28.5	-36.5
EBITDA/이자비용(배)	33.1	114.2	95.9	123.0	139.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,493	5,945	3,856	4,052	4,613
BPS	6,555	12,163	15,484	19,297	23,670
CFPS	2,022	6,583	5,366	6,360	7,239
주당 현금배당금	150	300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	28.8	18.1	17.5	16.7	14.6
PER(최저)	6.3	5.9	9.7	9.3	8.1
PBR(최고)	6.6	8.8	4.4	3.5	2.9
PBR(최저)	1.4	2.9	2.4	1.9	1.6
PCR	21.3	8.1	9.6	8.1	7.1
EV/EBITDA(최고)	16.8	12.6	10.2	8.3	6.9
EV/EBITDA(최저)	4.1	4.0	5.5	4.3	3.4

SK COMPANY Analysis



Analyst

이동주

natelee@sk.co.kr

02-3773-9026

Company Data

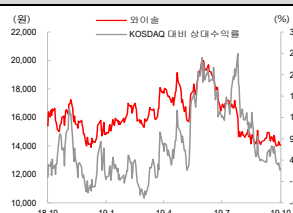
자본금	12 십억원
발행주식수	2416 만주
자사주	51 만주
액면가	500 원
시가총액	396 십억원
주요주주	
대덕전자(외3)	33.94%

외국인지분률	9.70%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(19/10/11)	14,050 원
KOSDAQ	632.95 pt
52주 Beta	0.85
52주 최고가	20,100 원
52주 최저가	13,900 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.8%	-2.2%
6개월	-20.6%	-3.9%
12개월	-8.8%	2.0%

와이솔 (122990/KQ | 매수(신규편입) | T.P 19,000 원(신규편입))

5G 는 RF 가 핵심이다

- 3Q19 매출액 1,192 억원(QoQ -4.9%, YoY -0.4%), 영업이익 124 억원(QoQ +24.1%, YoY -42.6%) 추정

- 5G 모바일에서는 RF 변화가 핵심. 이와 관련해 TC-SAW, BAW 필터 공급으로 수혜 전망

- 투자의견 BUY, 목표주가 1.9 만원으로 커버리지 개시

3Q19 Preview

3Q19 매출액 1,192 억원(QoQ -4.9%, YoY -0.4%), 영업이익 124 억원(QoQ +24.1%, YoY -42.6%) 추정. 신규 사업 적자 지속에도 삼성전자와 중화권 세트사의 출하량 회복으로 전분기 대비 개선

단기 실적보다는 5G 에서의 변화를 주목할 때

2019 년 영업이익은 381 억원으로 YoY -28.8% 감소할 전망. 이는 상반기 미중 무역 분쟁 영향으로 중화권 세트 출하가 부진했고 신규 사업이 초기 수주 단계로 적자가 지속되었음. 여기에 IoT 사업 철수 관련 비용이 상반기에 반영. 하반기에도 실적 회복의 가시성은 떨어지지만 내년부터 본격화되는 5G 스마트폰에서의 변화를 주목. 5G 모바일에서 바뀌는 대표 핵심 부품은 주파수를 제어하는 RF. 5G 통신을 위해서는 PAMiD 혹은 FEMiD 당 탑재되는 필터, LNA, PA 등 개별 부품 수가 증가. mmWave 에서는 추가적인 신규 모듈도 필요. 동사는 이와 관련해 TC-SAW, BAW 필터 공급으로 수혜 전망. BAW 필터는 빠르면 내년 하반기 신모델에 공급 가능성

투자의견 BUY, 목표주가 1.9 만원으로 커버리지 개시

단기 실적 부진에도 내년부터 본격적으로 열리는 5G 모바일 시장 개화로 중장기 성장 기대감은 여전. 5G 관련 핵심 부품 수혜 가능성. 목표주가는 12M EPS 에 LTE 개화 초기 3 개년 평균 PER 13.7x 에서 15% 할인한 12x 적용. 동사에 대한 지속적인 관심 및 업데이트 필요

영업실적 및 투자지표

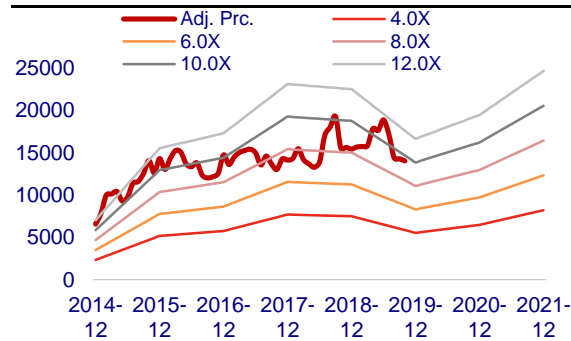
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	436	446	434	429	423	481
yoy	%	22.8	2.4	-2.8	-1.1	-1.4	13.8
영업이익	십억원	43	53	54	38	48	62
yoy	%	18.0	22.1	2.0	-28.9	25.0	30.1
EBITDA	십억원	77	90	97	91	105	122
세전이익	십억원	37	50	55	44	54	69
순이익(지배주주)	십억원	32	45	45	35	41	52
영업이익률%	%	9.9	11.8	12.4	8.9	11.3	12.9
EBITDA%	%	17.7	20.3	22.3	21.1	24.7	25.4
순이익률	%	7.3	10.0	10.5	8.2	9.7	10.8
EPS(계속사업)	원	1,443	1,928	1,878	1,389	1,623	2,057
PER	배	10.2	7.3	8.2	10.1	8.7	6.8
PBR	배	2.1	1.6	1.4	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	배	4.7	3.7	3.8	3.9	3.2	2.5
ROE	%	22.2	23.6	18.9	12.8	13.2	14.6
순차입금	십억원	31	-10	-10	-48	-63	-92
부채비율	%	88.8	56.5	42.8	37.7	34.4	31.3

와이솔 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	'16	'17	'18	'19E	'20E
부문별 매출액													
SAW 제품	80.1	99.4	102.3	78.9	76.8	104.2	108.9	85.1	350.0	348.3	360.6	374.9	422.9
RF 모듈	21.5	16.3	17.4	17.8	17.5	21.1	10.3	5.1	85.7	97.8	73.0	54.0	0.0
Total	101.6	115.7	119.7	96.6	94.3	125.3	119.2	90.1	435.7	446.1	433.6	428.9	422.9
QoQ	-3.4%	13.9%	3.4%	-19.3%	-2.4%	32.9%	-4.9%	-24.4%					
YoY	-13.7%	15.1%	-2.5%	-8.1%	-7.2%	8.3%	-0.4%	-6.7%	22.7%	2.4%	-2.8%	-1.1%	-1.4%
영업이익													
Total	11.7	14.3	21.5	6.0	6.6	10.0	12.4	9.2	43.0	52.6	53.6	38.1	47.7
QoQ	-38.7%	22.5%	50.5%	-71.9%	9.5%	50.5%	24.1%	-25.6%					
YoY	0.8%	45.2%	79.0%	-68.3%	-43.4%	-30.4%	-42.6%	52.1%	18.0%	22.1%	2.0%	-28.8%	25.0%
영업이익률													
	11.5%	12.4%	18.0%	6.3%	7.0%	7.9%	10.4%	10.2%	9.9%	11.8%	12.4%	8.9%	11.3%

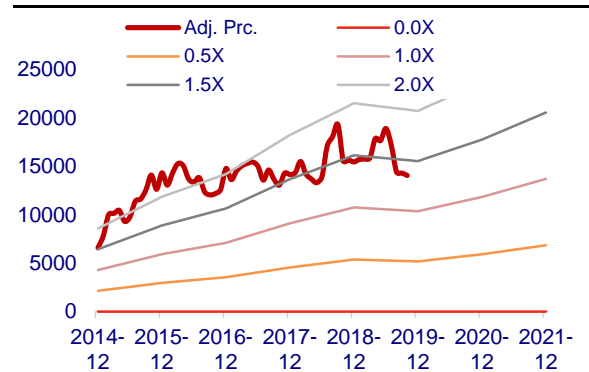
자료 : 와이솔 SK 증권

12M FWD PER Band



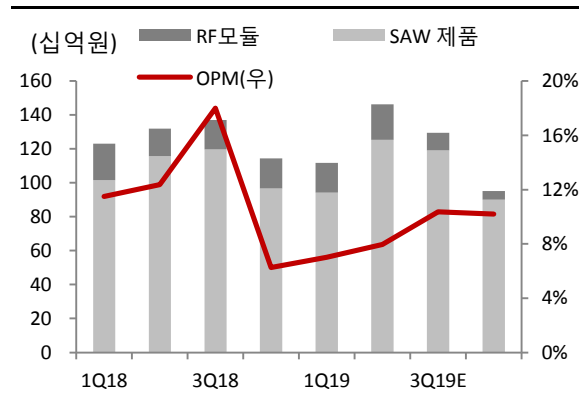
자료 : 와이솔 SK 증권

12M FWD PBR Band



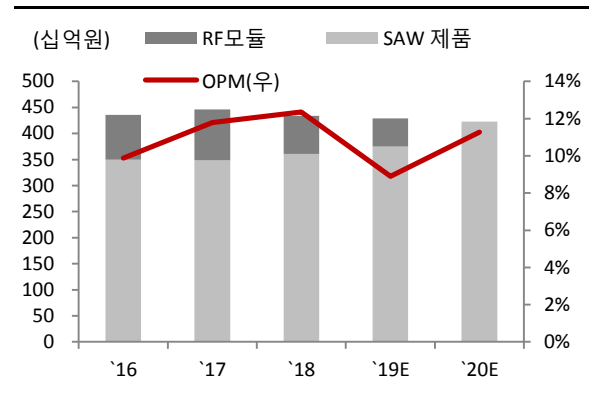
자료 : 와이솔 SK 증권

분기 실적 추이



자료 : 와이솔 SK 증권

연간 실적 추이



자료 : 와이솔 SK 증권

Galaxy S10+와 Galaxy S10 5G Spec 및 제조원가 비교

Specifications

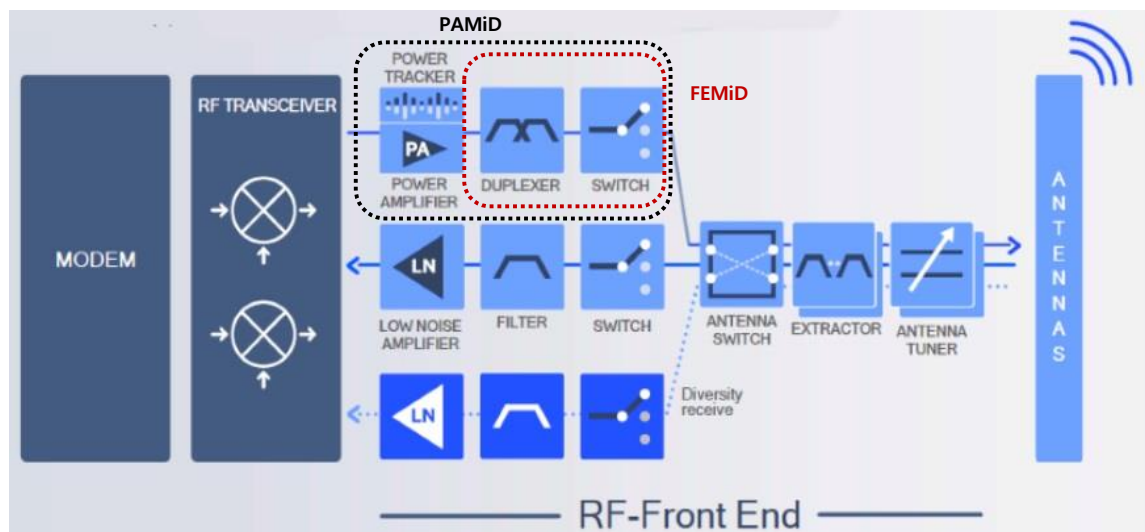
	Modem & AP	DRAM	NAND	Camera	Display	RF	Battery	기타
S10+	Exy. 9820 (SoC) SD 855 (SoC)	8GB	128GB	F: Dual R: Triple	6.4"	RF 5500 17개 + Front end	4,100mAh	-
S10 5G	Exy. 9820 + Exy. 5100 SD 855 + X50	8GB	256GB	F: Dual R: Quad	6.7"	RF 5500 27개 + Front end	4,500mAh	-

Bill of Materials

(\$)	Modem & AP	DRAM	NAND	카메라	디스플레이	RF	Battery	기타
S10+	70.5	39.0	11.5	56.5	86.5	31.0	10.5	88.5
S10 5G	102.6	37.5	18.0	62.5	90.0	46.0	11.5	107.9
차이	32.1	-1.5	6.5	6	3.5	15	1	19.4

자료 : Techinsights, GSMArena, SK 증권

RF 부품 구조도



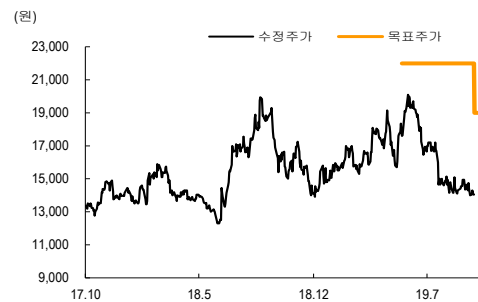
자료 : Qualcomm, SK 증권

RF Supply chain: Sub 6GHz에서는 PAMiD 당 탑재 부품 수 증가, mmWave에서는 신규 PAMiD 필요



자료 : SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.14	매수	19,000원	6개월		
2019.05.30	매수	22,000원	6개월	-25.82%	-8.64%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 14일 기준)

매수	91.18%	중립	8.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	143	131	167	187	224
현금및현금성자산	60	58	94	109	138
매출채권및기타채권	50	37	35	38	42
재고자산	29	34	31	34	37
비유동자산	200	239	234	259	281
장기금융자산	5	5	7	7	7
유형자산	173	214	208	229	246
무형자산	6	6	5	4	3
자산총계	343	371	401	447	505
유동부채	113	106	106	111	117
단기금융부채	46	45	50	50	50
매입채무 및 기타채무	56	51	48	52	57
단기충당부채	4	3	3	3	3
비유동부채	11	5	4	3	3
장기금융부채	8	3	2	2	2
장기매입채무 및 기타채무	2	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	124	111	110	114	120
지배주주지분	220	260	292	333	386
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	69	70	70	70	70
기타자본구성요소	-6	-6	-6	-6	-6
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	148	186	218	260	312
비지배주주지분	0	0	-1	-1	-1
자본총계	219	259	291	332	384
부채외자본총계	343	371	401	447	505

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	86	89	115	92	106
당기순이익(손실)	45	45	35	41	52
비현금성항목등	49	56	68	64	70
유형자산감가상각비	36	41	50	55	59
무형자산감가상각비	2	2	3	2	1
기타	2	0	11	-5	-5
운전자본감소(증가)	1	-6	21	-1	-1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-7	12	15	-3	-4
재고자산감소(증가)	3	-4	25	-3	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	-4	-23	4	5
기타	8	-9	5	0	1
법인세납부	-8	-8	-9	-11	-15
투자활동현금흐름	-56	-79	-72	-76	-75
금융자산감소(증가)	4	2	-4	0	0
유형자산감소(증가)	-58	-82	-69	-76	-76
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0	0
기타	0	1	1	1	1
재무활동현금흐름	-15	-12	-7	-2	-2
단기금융부채증가(감소)	-13	-5	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-18	-1	0	0	0
자본의증가(감소)	24	1	0	0	0
배당금의 지급	-5	-6	-6	0	0
기타	-2	-2	-2	-2	-2
현금의 증가(감소)	18	-2	37	15	29
기초현금	42	60	58	94	109
기말현금	60	58	94	109	138
FCF	31	2	13	15	30

자료 : 와이슬, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	446	434	429	423	481
매출원가	350	328	338	321	359
매출총이익	97	106	91	102	122
매출총이익률 (%)	21.7	24.4	21.2	24.2	25.3
판매비와관리비	44	52	53	55	60
영업이익	53	54	38	48	62
영업이익률 (%)	11.8	12.4	8.9	11.3	12.9
비영업손익	-3	2	6	6	7
순금융비용	2	1	1	1	1
외환관련손익	-6	1	3	3	3
관계기업투자등 관련손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업이익	50	55	44	54	69
세전계속사업이익률 (%)	11.1	12.8	10.4	12.8	14.3
계속사업법인세	5	10	9	13	17
계속사업이익	45	45	35	41	52
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	45	45	35	41	52
순이익률 (%)	10.0	10.5	8.2	9.7	10.8
지배주주	45	45	35	41	52
지배주주귀속 순이익률(%)	10.01	10.44	8.23	9.76	10.87
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	43	45	35	41	52
지배주주	43	45	36	41	52
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	90	97	91	105	122

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	24	-2.8	-1.1	-1.4	13.8
영업이익	22.1	2.0	-28.9	25.0	30.1
세전계속사업이익	33.0	11.7	-19.9	21.6	26.9
EBITDA	17.6	6.8	-6.2	15.3	17.1
EPS(계속사업)	33.6	-2.6	-26.0	16.9	26.7
수익성 (%)					
ROE	23.6	18.9	12.8	13.2	14.6
ROA	13.9	12.7	9.1	9.7	10.9
EBITDA마진	20.3	22.3	21.1	24.7	25.4
안정성 (%)					
유동비율	126.6	124.0	157.2	168.9	191.5
부채비율	56.5	42.8	37.7	34.4	31.3
순차입금/자기자본	-4.5	-3.9	-16.5	-18.9	-24.0
EBITDA/이자비용(배)	40.5	60.4	57.6	66.4	77.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,928	1,878	1,389	1,623	2,057
BPS	9,114	10,750	10,361	11,834	13,698
CFPS	3,566	3,663	3,455	3,860	4,429
주당 현금배당금	250	250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.4	10.6	14.5	12.4	9.8
PER(최저)	6.6	6.6	10.1	8.6	6.8
PBR(최고)	1.8	1.9	1.9	1.7	1.5
PBR(최저)	1.4	1.1	1.4	1.2	1.0
PCR	4.0	4.2	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA(최고)	3.9	4.9	4.8	4.1	3.2
EV/EBITDA(최저)	-0.1	3.0	3.2	2.7	2.0

memo
