



INDUSTRY ANALYSIS

핸드셋·전기전자(비중확대)

자세히 보아야 보인다

- 1) 국내 Tech 추가 변동성 확대. 시나리오별 대응 전략 수립
- 2) 삼성전자 모바일 내년에도 성장세 유지. 관련 supply chain 조정시 비중 확대
- 3) Apple chain은 리스크 해소 국면. 단기 투자 전략 유효

핸드셋·전기전자. 이동주, 3773-9026

SK INDUSTRY Analysis



Analyst

이동주

natelee@sk.com

02-3773-9026

휴대폰/전기전자

자세히 보아야 보인다

- 최근 대외 환경 변화에 따른 Tech 주가 변동성 확대. 시나리오 수립을 통한 단기 대응 전략 제시 및 중장기 산업 방향성 면밀히 분석
- 스마트폰 산업, 카메라, MLCC, RF 부품, 기판, 반도체, TV 7 개로 구성
- 당사의 기본 가정은 미국의 Huawei 제재 유지와 일본 수출 규제 완화
- 삼성 스마트폰 최대 수혜 관점 유지. 관련 supply chain 조정시 비중 확대. Apple 은 리스크 해소 국면, valuation 부담 없는 supply chain 적극 매수 관점 제시

불확실성이 커지고 있는 국내 Tech, 대응 전략은

미중 무역 분쟁을 시작으로 Huawei 제재, 일본의 반도체 핵심 소재 수출 규제까지 국내 Tech 가 웃다가 울다가를 반복하고 있다. 이해관계가 복잡하게 얽혀 있는 만큼 어떠한 이슈도 단기간에 완전히 해소되기 어렵다라고 보면 하반기 Tech Industry 수요도 약하다는 점은 확실해 보인다. 단기는 상황 변화에 따라 시나리오별 수혜 진영을 파악하여 shift 하는 대응이 필요하다. 중장기는 5G, AI 등 필연적인 산업의 방향성에 기반을 둔 투자 전략을 수립해야 한다.

기본 가정은 미국의 Huawei 제재 유지와 일본 수출 규제 완화

Huawei 에 대한 제재가 완전히 철회된다면 중국 정부가 5G, AI 부터 6G 까지 기술 패권을 선점하는 그림으로 전개된다. 미국이 쉽사리 Huawei 제재를 풀 수 없는 이유도 이 때문이다. 일본의 핵심 소재 수출 규제가 금지까지 간다면 국내는 물론 글로벌 Tech 전체에 미치는 영향이 막대하다. 반도체의 일부 chain 은 독점으로 바뀌고 가격 상승, 산업의 진화 둔화 등 부정적 여파가 너무 크기 때문에 일본이 규제는 하되 수출 금지까지 가기는 쉽지 않아 보인다.

삼성전자 스마트폰 2019 년 3.15 억대, 2020 년 3.45 억대로 우뚝

위 시나리오대로라면 삼성전자의 스마트폰이 독보적인 시장 1 위로 올라서는 데에는 큰 무리가 없어 보인다. 특히 중저가 라인업 매출 비중이 높은 업체에 대해 지속적인 관심이 필요하다. 최근 Tech 변동성 확대로 조정을 겪고 있지만 산업 섹터먼트 회복 시 가장 좋은 퍼포먼스를 보일 수 있다고 판단한다. 관련 업체로 대덕전자를 최선호하며 파트론, 엠씨넥스, 와이솔을 관심 종목으로 제시한다.

Apple 은 2019 년 출하량 역성장 & 낮은 신모델 기대감. 위기를 기회로

Apple 은 미중 무역 분쟁에 따른 우려가 상대적으로 컸지만 다행히 관세 위기는 넘겼다. 9 월 출시 예정인 신모델에 대한 낮은 기대감도 시장에 공유되어 있다. 내년은 5G 제품 출시로 반등을 노려볼 만 하다. 국내 Tech 섹터먼트 좋지 않은 상황에서 해외 Tech 업체들이 상대적으로 부각된다. 단기 투자 전략으로 Apple supply chain 에 대한 투자 전략이 유망하다. 관련 업체로 비에이치를 최선호한다.

Contents

1. 현황의 현수준 파악부터	6
2. 시나리오별 Tech Industry 변화 및 방향성	14
3. 세부 업종별 check point – 스마트폰 편	16
4. 세부 업종별 check point – 카메라 편	24
5. 세부 업종별 check point – MLCC 편	32
6. 세부 업종별 check point – RF 편	37
7. 세부 업종별 check point – PCB/FPCB 편	43
8. 세부 업종별 check point – 반도체 편	46
9. 세부 업종별 check point – TV 편	54
10. Valuation	58
11. 기업 분석	

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 기관투자자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자조건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 8일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

이 페이지는 편집상 공백입니다.

끊이지 않는 Noise, 깊어지는 대응 전략에 대한 고민

- 1) 미중 무역 분쟁이 시작된 건 2018 년 3 월 트럼프가 중국산 수입품 500 억 달러에 관해서 관세를 부과하면서부터이다. 중국 역시 다음달인 4 월 곧바로 미국산 돈육 등 8 개 품목에 25%, 120 개 품목에 15% 관세 부과를 발표했다. 이후 공방전은 계속되었고 상황은 악화일로로 치달았다.
- 2) 2019 년 5 월 미국 정부가 Huawei 를 자국 기업과의 거래 제한 명단에 올렸다. Google, Intel, Qualcomm, Broadcom, ARM 등 핵심 ICT 업체들이 동참했다. Huawei 가 급격하게 무너지는 그림으로 전개되면서 삼성전자 모바일과 통신장비가 최대 수혜로 부각됐다. 삼성전자 비메모리 역시 Huawei 의 빈자리를 채울 수 있을 것으로 기대됐다. 반면, Apple 에 대해서는 우려가 불거졌다.
- 3) 2019 년 6 월 29 일, G20 정상 회담에서 미중 무역 분쟁은 진정되는 분위기가 만들어졌다. 미국은 3,000 억 달러 추가 관세에 대해서 취소를 결정했고 Huawei 제재 완화 가능성을 시사했다. 삼성전자에 대한 position 과 Apple 에 대한 position 이 급격히 shift 되었다.
- 4) 2019 년 6 월 30 일, 일본 정부가 한국에 반도체 및 디스플레이 공정에 필요한 핵심 소재 3 가지에 대해 수출 규제를 언급했다. 해당 소재는 대부분이 일본이 과점화하고 있기 때문에 수출 규제시 한국 기업에 타격이 불가피하다. 비메모리는 EUV 용 PR 수급에 차질이 우려가 생겼고 IT H/W 는 부품 가격 상승으로 이어질 수 있다.
- 5) 2019 년 7 월 3 일, 미국 나바로 무역제조 정책 국장이 Huawei 제재 완화는 보안 이슈가 없는 일부 제품에 한해서라고 선을 그었다. 이번 제재 완화는 10 억 달러 수준으로 언급했다. 참고로 2018 년 Huawei 의 미국산 부품 수입액이 110 억 달러임을 감안하면 제재는 여전히 강한 수준이다. 삼성전자 모바일/통신장비에 대한 우려를 불식시켰다.
- 6) 2019 년 7 월 6 일, 일본 마이니치 신문에 따르면 일본 정부가 반도체 소재 규제에 이은 추가적인 대항조치를 검토하고 있다며 장기전을 각오한 상태라고 보도했다. 한국 정부와 관련 업체는 아직까지 대응 방안에 대해 구체적인 설명은 없는 상태이며 상황을 예의주시하고 있다. 현실화시에는 국내 Tech 는 물론 다른 산업군에도 우려가 커질 수 있다.

Tech 투자 전략: 단기는 시나리오별로 대응, 중장기는 필연적인 방향성에 베팅

시장에서 노이즈가 끊이지 않고 있기 때문에 투자 전략을 짜기가 쉽지는 않은 상황이다. 일단, 단기는 상황 변화에 따라 시나리오별 종목군을 shift 하는 대응이 필요하다. Huawei 제재/무역 분쟁 제재 유지는 국내 모바일/통신장비 positive, Apple/국내 메모리 negative 이다. 일본의 핵심 소재 수출 규제 완화는 해외 메모리 /반도체 소재 positive, 국내 메모리/비메모리 negative 이다.

중장기 투자 전략은 산업 변화의 필연적인 방향성에 주안점을 두어야 한다. 5G, AI 등이 그렇다. 미국이 Huawei 제재를 완전히 풀어주지 못할 거라고 보는 이유도 이 때문이다. 풀어주게 되면 5G 부터 AI, 6G 까지 중국 정부가 Huawei 를 통해 기술 패권을 선점하는 그림으로 간다. 그렇다면 Huawei 제재는 지속되고 삼성전자 모바일/통신장비 수혜는 중장기적으로 확실하다. 미국에 있는 핵심 부품 업체 역시 단기 실적 타격은 불가피하지만 중장기적인 매력도는 상당히 높다. 일본의 핵심 소재 수출 규제도 국내 Tech 타격이 가장 크겠지만 전체 Industry 에 미치는 파장도 상당하기 때문에 규제는 완화(제재는 풀지 않되 핵심 품목 수출 허가)될 것으로 예상된다. 국내 비메모리, IT H/W 에 대한 중장기センチ먼트도 개선될 것으로 예상된다.

Huawei 제재 여부에 따른 시나리오 - 제재 유지에 무게

	제재 완화	제재 유지
Positive	Industry Apple 국내 반도체	국내 모바일 국내 통신장비
Negative	국내 모바일 국내 통신장비	Industry Apple 국내 반도체

자료: SK 증권

일본 핵심 소재 규제 여부에 따른 시나리오 - 규제 완화에 무게

	규제 완화	규제 유지
Positive	Industry 국내 반도체 국내 IT H/W	해외 반도체 반도체 소재 해외 IT H/W
Negative	해외 반도체 반도체 소재 해외 IT H/W	Industry 국내 반도체 국내 IT H/W

자료: SK 증권

1. 업황의 현수준 파악부터

(1) 4Q18~2Q19 수요 급감과 재고 증가, 2H19 Huawei shock

지난 4 분기부터 올해 1 분기까지 우리는 급격한 IT 수요 급감을 경험했다. 전통 비수기 시즌임을 감안해도 미중 무역 분쟁과 중국 내수 경기 침체로 전반적인 소비 센터먼트가 얼어 붙은 가운데 2018 년 모바일 출하량은 연간 첫 역성장을 기록했다. 여기에 Apple 의 유례 없는 가이던스 하향 공시로 모바일 수요에 대한 시장의 불안감을 가중시켰다. 데이터센터향 서버 수요도 부진했다. 클라우드 업체와 인터넷 기업들은 2017 년 하반기부터 2018 년 상반기까지 공격적으로 증설을 하며 메모리 시장의 호황을 이끌었지만 2018 년 하반기부터는 증설보다 효율성을 높이는 데에 집중하면서 IT 업황에 영향을 미쳤다. 여기에 인텔 CPU 공급 부족 사태까지 터지면서 4Q18 부터 IT 수요는 급감하기 시작했고 곧 재고 증가로 이어졌다. 1Q19 주요 부품 재고는 여전히 높은 수준이었고 2Q19 에도 큰 차이가 없는 것으로 파악 중이다. 1Q19 IT 세트/부품 업체의 평균 재고일수는 전년 동기 대비 모두 증가했고 메모리와 수동부품 업체가 각각 12.5 일, 10.1 일씩 증가하며 가장 큰 폭의 증가세를 보였다.

그러면 하반기는 조금 나아질까? 쉽지 않아 보인다. 미국의 Huawei 제재는 우려를 더욱 가중시키고 있다. Huawei 도태로 전체 시장 수요의 총합은 줄어 들기 때문이다. 여기에 일본의 한국향 3 대 소재 수출 규제는 반도체/디스플레이 재고를 소진시켜 industry 단기 수급 개선에는 도움이 되겠지만 중기 관점에서는 인텔 CPU 사태처럼 전체 수요를 끌어 내릴 수 있다. 하반기에는 부품 별로 재고 level 은 달라질 것으로 예상된다. 단, 공급 단에서의 차질에 따른 이슈로 수요는 여전히 negative 한 시각으로 접근해야 한다고 판단한다.

스마트폰 & 가전 재고일수 추이

(단위 : 일)

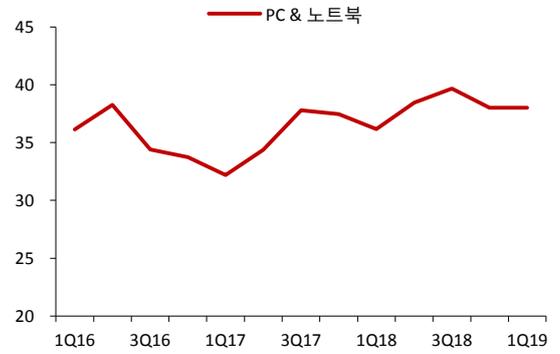


자료 : Bloomberg, SK 증권

Note: 삼성전자, LG 전자, Apple, Whirlpool, Electrolux, Sony, Panasonic

PC & 노트북 재고일수 추이

(단위 : 일)

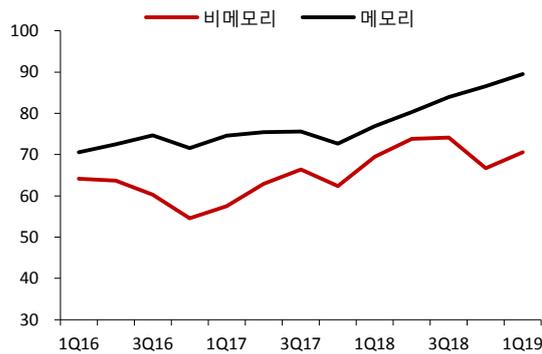


자료 : Bloomberg, SK 증권

Note: Lenovo, HP

메모리 & 비메모리 재고일수 추이

(단위 : 일)

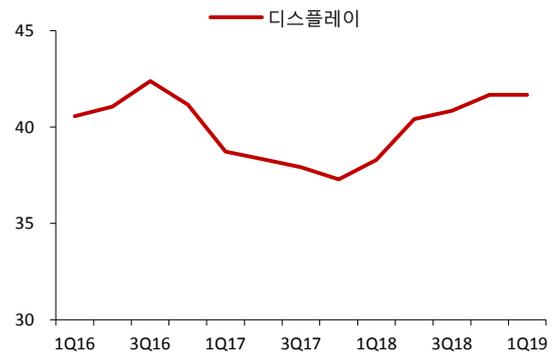


자료 : Bloomberg, SK 증권

Note: Qualcomm, TSMC, Mediatek, 삼성전자, SK 하이닉스, Micron

디스플레이 재고일수 추이

(단위 : 일)



자료 : Bloomberg, SK 증권

Note: LG 디스플레이, AUO, Innolux, Sharp

수동부품 재고일수 추이

(단위 : 일)



자료 : Bloomberg, SK 증권

Note: 삼성전기, Murata, TDK, Taiyo Yuden, Yageo, Walsin

카메라 모듈 재고일수 추이

(단위 : 일)



자료 : Bloomberg, SK 증권

Note: 삼성전기, LG 이노텍, 파트론, 엠씨넥스

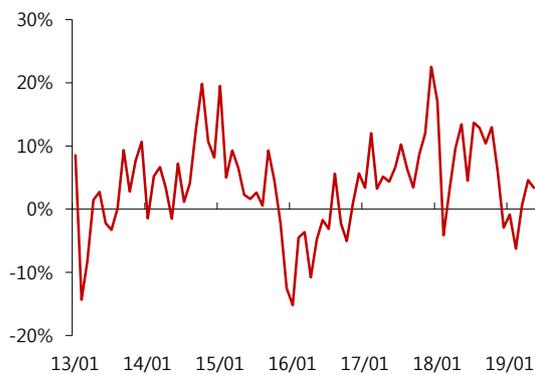
(2) 대만 Tech 매출액 보합권 지속, 하반기 수요도 약세

대만 Tech 업체 월별 trend 를 확인해 보면, 3 월 MoM +34.2%, YoY +0.6% 상승 반전한 이후 4 월 MoM -1.3%, YoY +4.6%, 5 월 MoM +2.3%, YoY +3.4%로 보합세를 유지하고 있다. 2 분기 국내외 주요 업체의 실적도 뚜렷한 개선 포인트가 없었음을 시사한다. 오히려 무역 분쟁 영향으로 QoQ 개선도 힘들 것으로 보인다.

한편, 미국의 Huawei 에 대한 제재 효과가 5 월 중순부터 점차 나타나고 있는 것으로 파악하고 있다. 하반기 부품 업체에 대한 오더 컷이 불가피해 보인다. 공급 차질 이슈로 반도체 단기 가격은 다른 방향성을 보일 수 있겠지만 내년 상반기까지 메모리, 패널 등 주요 부품 가격은 낙폭을 이어갈 전망이다. 대만 주요 업체들이 대부분 Huawei 와 Apple Supply chain 인 점을 고려하면 하반기 데이터는 시장의 부정적인 영향을 반영할 것으로 추정한다. 주요 가격 지표도 이를 반영하고 있다.

대만 Tech 업종 월별 매출액 MoM 증감률

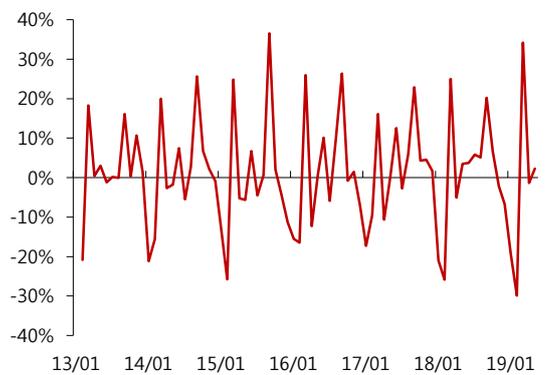
(단위 : %)



자료 : emops, SK 증권

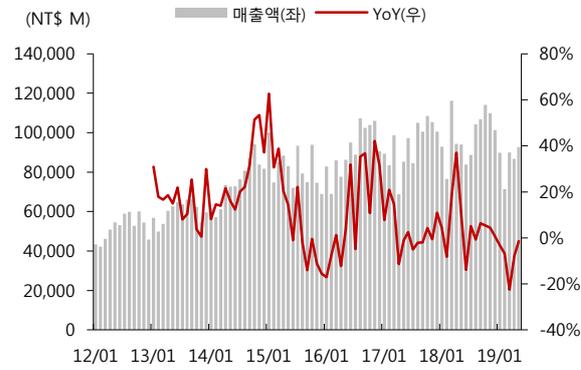
대만 Tech 업종 월별 매출액 YoY 증감률

(단위 : %)



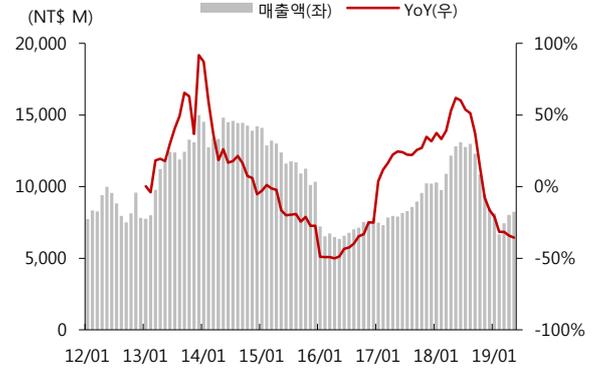
자료 : emops, SK 증권

대만 Foundry 월별 매출액 및 YoY 증감률



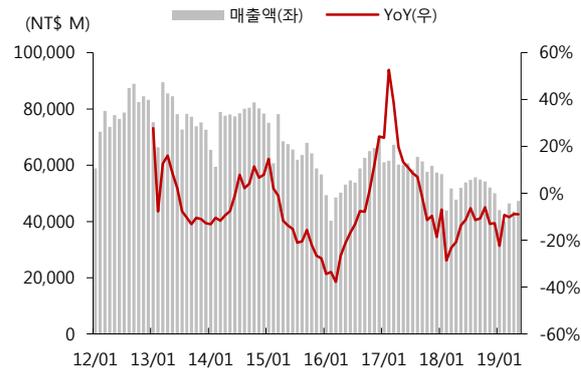
자료 : emops, SK 증권

대만 DRAM 월별 매출액 및 YoY 증감률



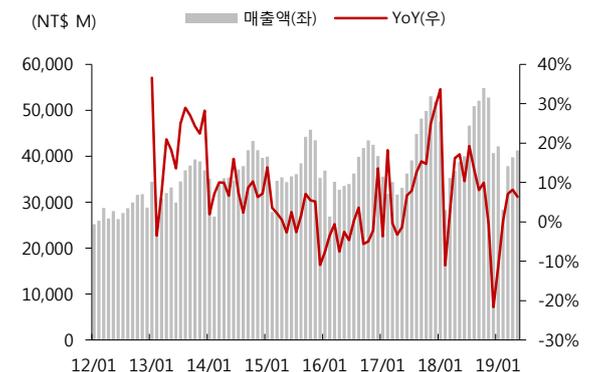
자료 : emops, SK 증권

대만 Panel 월별 매출액 및 YoY 증감률



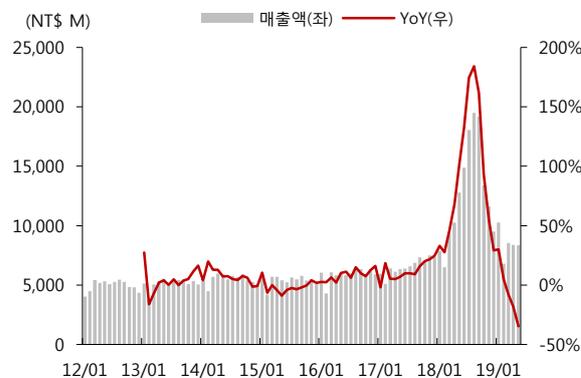
자료 : emops, SK 증권

대만 FPCB 월별 매출액 및 YoY 증감률



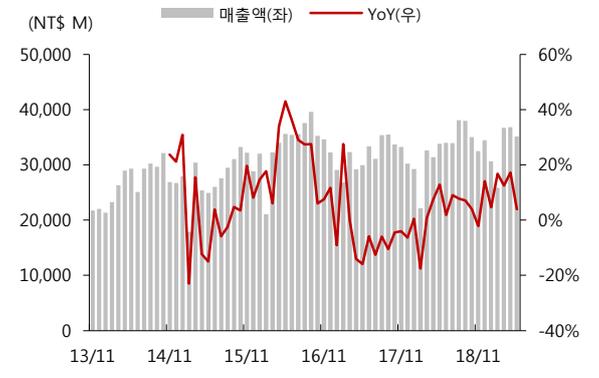
자료 : emops, SK 증권

대만 Passive 부품 월별 매출액 및 YoY 증감률



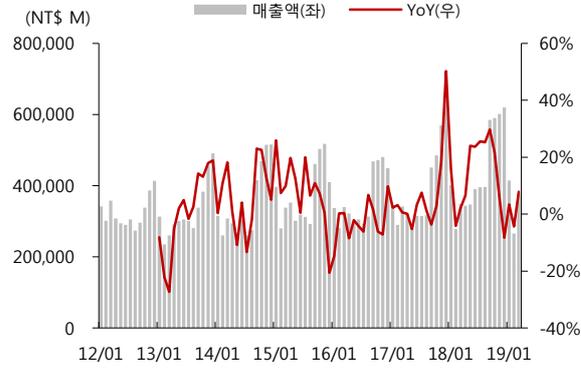
자료 : emops, SK 증권

대만 Fabless 월별 매출액 및 YoY 증감률



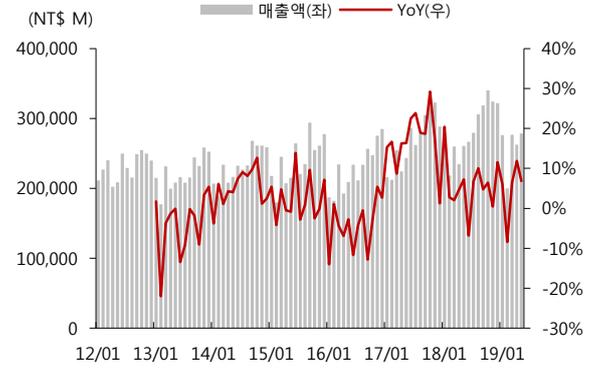
자료 : emops, SK 증권

대만 Mobile OEM 월별 매출액 및 YoY 증감률



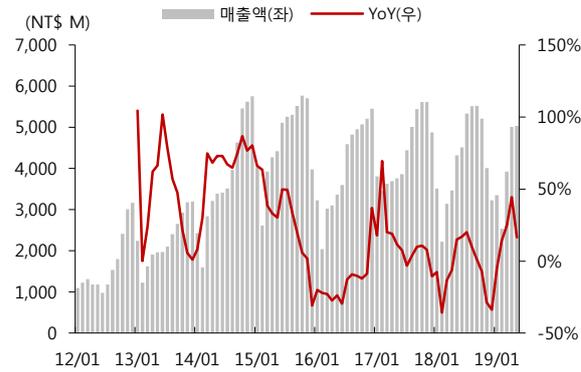
자료 : emops, SK 증권

대만 NBPC OEM 월별 매출액 및 YoY 증감률



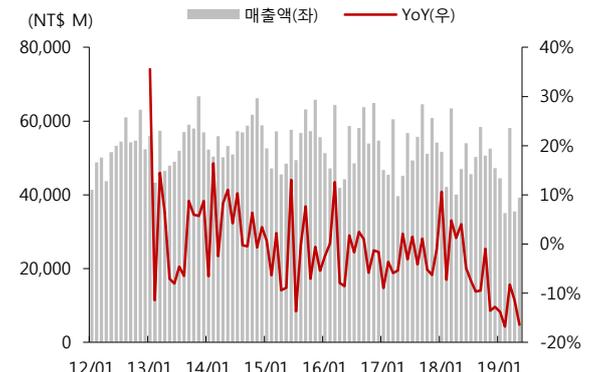
자료 : emops, SK 증권

대만 Camera(Largan) 월별 매출액 및 YoY 증감률



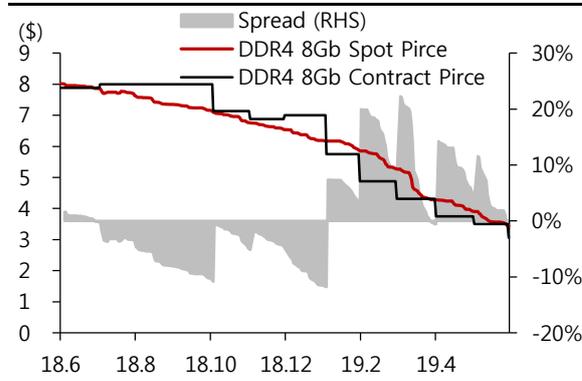
자료 : emops, SK 증권

대만 Mainboard 월별 매출액 및 YoY 증감률



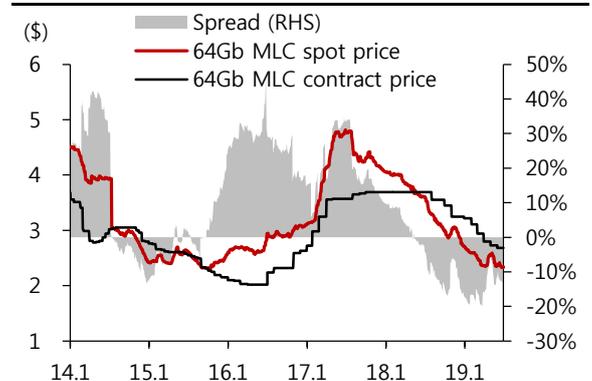
자료 : emops, SK 증권

DRAM Price Trend



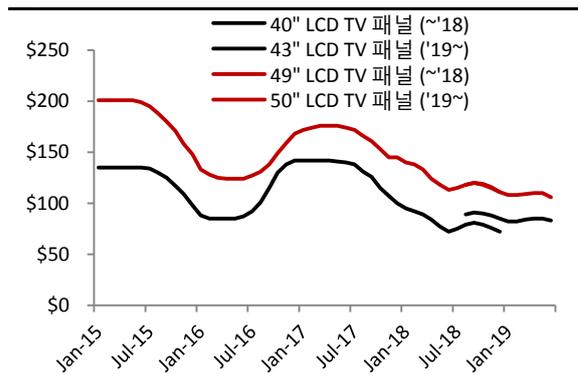
자료 : DRAMexchange, SK 증권

NAND Price Trend



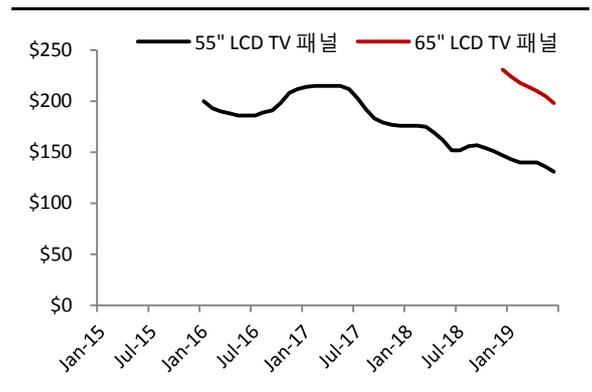
자료 : DRAMexchange, SK 증권

중형 Panel Price Trend



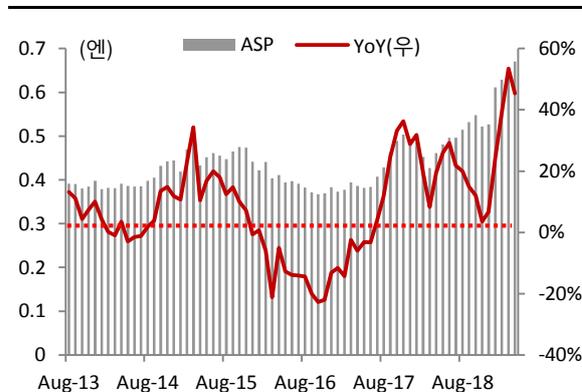
자료 : IHS, SK 증권

대형 Panel Price Trend



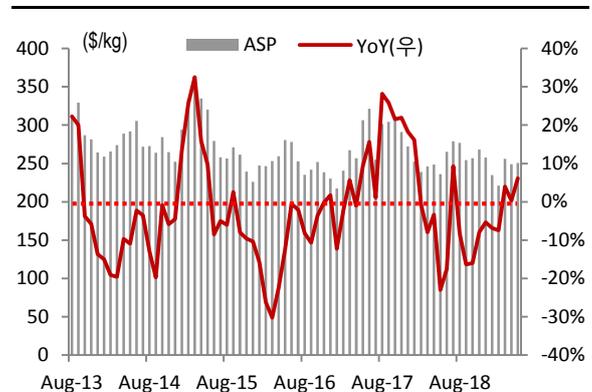
자료 : IHS, SK 증권

일본 MLCC Price Trend



자료 : METI, SK 증권

국내 MLCC Price Trend



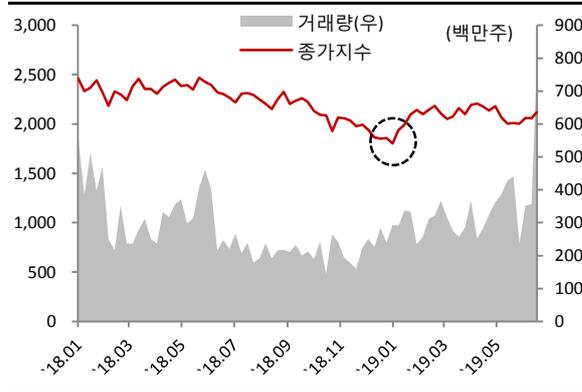
자료 : KITA, SK 증권

(3) 6월까지 상대적으로 견조했던 국내 Tech, 쉽지 않을 3분기

앞선 주요 데이터 지표와는 다르게 국내 Tech 업종의 주가지수는 19년 1월 이후 상승세를 유지하고 있다. Huawei 이슈 본격적으로 터진 5월부터 주요 글로벌 Tech 업체의 주가는 크게 하락한 반면, 국내 Tech 업체 주가는 상대적으로 견조했다. 업황이 부진함에도 한국이 반사 수혜를 본다는 시장에서의 시각이 지배적으로 작용하고 있기 때문이다. 6월을 지나면서 국내 모바일향 반사 수혜 효과가 데이터로 확인되고 있다. 5G 기지국 설치도 활발히 진행 중이다. 하반기에는 모바일과 통신장비 관련 업체 실적에는 온기가 반영될 전망이다.

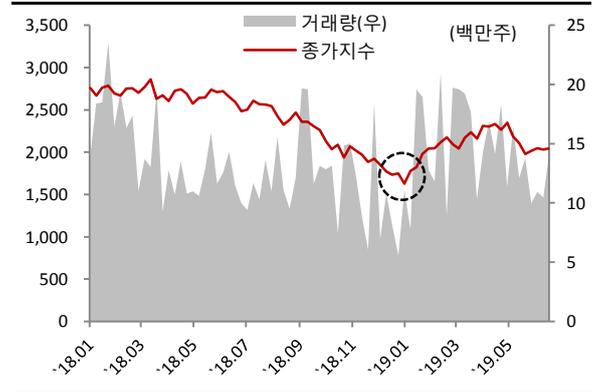
그러나 주가 측면에서는 하반기에 조금 조심스러운 접근이 필요해 보인다. Huawei 이슈, 일본 소재 규제에 따라 국내 Techセンチ먼트가 좋은 상황은 아니기 때문이다. 반도체, 디스플레이가 안되는 상황에서 IT H/W 주가가 강하게 반응하기 쉽지 않다. 다만, 우리의 기본 가정이 Huawei 제재 유지와 일본 규제 완화인 만큼 모바일, 통신장비, 반도체까지 점진적으로 나아지는 그림은 유효하다. 단기 전략은 시나리오별로 빠른 Shift를 통한 대응, 중장기적으로는 삼성전자 모바일 및 통신장비 chain에 대한 지속적인 매수 관점이 필요하다.

국내 Tech 업종 증가지수 추이



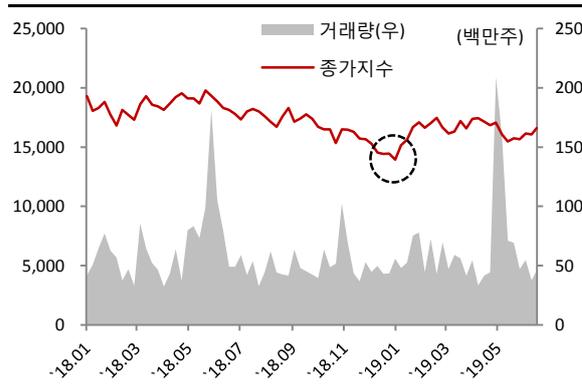
자료 : Dataguide, SK 증권

국내 반도체 증가지수 추이



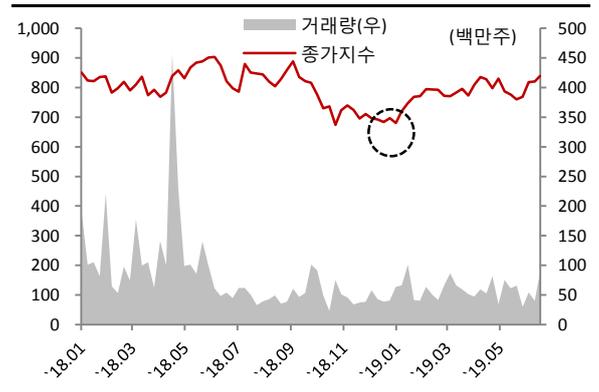
자료 : Dataguide, SK 증권

국내 전기전자 증가지수 추이



자료 : Dataguide, SK 증권

국내 IT 부품 증가지수 추이



자료 : Dataguide, SK 증권

2. 시나리오별 Tech Industry 변화 및 방향성

(1) 미국의 Huawei 제재 유지/완화

Huawei, worst case. 통신 장비/스마트폰 시장에서 배제되는 그림이다. Huawei 를 앞 세워 5G 패권, 더 나아가 6G, AI 등 차세대 산업까지 선점하려던 중국의 계획 역시 무산될 가능성이 상당히 크다. 일부 제재 완화(90일 면허권 부여)는 큰 의미가 없어 보인다.

삼성전자, good case. 유럽, 중동 지역에서 안드로이드 수요 회복은 이미 확인되고 있다. 5G 스마트폰, 폴더블폰 선점 가능성도 커지고 있다. IM 사업부가 이 시점에 적극적으로 나서지 않을 이유가 없어 보인다. 모바일 부품 단에도 결국 호재이다. 반면, 반도체와 디스플레이는 Industry 수요 약화로 좋지 않은 상황이지만 글로벌 경쟁사 대비 상대적으로 견조하다.

Apple, bad case. 경험상 안드로이드와 iOS 수요의 shift 는 크지 않다. 그런 점에서 Huawei 반사 수혜는 일단 제한적이다. 여기에 불매 운동 우려 등 미중 무역 분쟁 여파가 Apple 에 영향을 주고 있는 점 감안하면 Apple 에게는 부정적이다. 그래도 관세를 피한 것은 다행스러운 부분이다.

미국 핵심 ICT 업체는 단기 bad, 중장기 not bad. 이번 제재로 가장 큰 타격을 받는 업체는 단연 Huawei 이지만 그 다음은 Micron, Qualcomm, Broadcom 등 미국의 핵심 부품 업체이다. 대부분의 업체 대중국 매출은 50%에 달하면 Micron 의 경우 Huawei 단일 고객 매출 비중이 13%이다. 일부 부품 공급을 재개하긴 했지만 통상적인 수준과는 차이가 많이 나는 것으로 파악된다. 다만, 이번 제재로 오히려 미국 핵심 ICT 업체의 월등한 기술 경쟁력이 우회적으로 확인되었다. 중장기 미국 업체에 대한 글로벌 의존도는 확대될 전망이다.

Industry, bad case. Huawei 가 배제된다면 시장 수요의 총합은 좋을 리가 없다. 시장 자유 경제의 논리가 왜곡될 뿐만 아니라 시장에서 drive 를 가장 강하게 결단 업체가 Huawei 이기 때문이다. 반도체/디스플레이/모바일/부품 역시 수요 둔화 우려가 커진다. 5G 시장 개화는 지속되겠지만 속도와 강도는 다소 더뎠을 수 있음을 염두해야 한다.

(2) 미국의 Huawei 제재 전면 철회

Huawei, best case. 통신 장비 글로벌 점유율 확대와 스마트폰 점유율 1 위 달성도 시간 문제이다. Huawei 를 앞세워 5G 패권, 더 나아가 6G, AI 등 차세대 산업까지 선점하려던 중국의 계획도 재차 탄력을 받게 된다.

삼성전자, not bad. 모바일 경쟁이 재차 심화된다는 측면에서 삼성전자 IM 에게 좋은 그림은 아니다. 다만, worst case 까지 간다고는 볼 수 없다. 이미 5G, 폴더블 등이 이번 제재로 출시가 delay 되고 있고 유럽 지역에서 점유율 격차가 벌어지고 있기 때문이다. Huawei 회복에도 시간이 필요해 보인다. 반면, Industry 수요 회복으로 반도체/디스플레이 사업부에는 긍정적이다.

Apple, neutral or good case. Huawei 반사 수혜가 제한적이었던 것처럼 그 반대도 마찬가지다. Apple 에 더 중요한 부분은 미중 무역 분쟁 갈등의 해소 여부이다. Huawei 제재 철회가 미중 무역 분쟁의 해소를 의미한다면 Apple 에게 다행스러운 소식이다.

미국 핵심 ICT 업체는 best case. Huawei 를 포함한 대중 수출 비중이 큰 만큼 Huawei 제재 해소는 미국 핵심 ICT 업체에 큰 호재이다. 더욱이 이번 제재로 존재감은 더욱 커졌다. 단기는 물론, 중장기 미국 업체에 대한 글로벌 의존도는 확대될 전망이다.

Industry, good case. Huawei 는 통신장비/스마트폰에서 drive 를 가장 강하게 거는 업체이다. 가격 경쟁력을 무기로 한 통신장비와 스마트폰은 교체 수요를 빠르게 이끌어낸다. 경쟁사 역시 공격적인 가격 정책을 가져가고 신제품 출시로 빨라진다. 전체 시장 수요에 긍정적이다. 반도체/디스플레이 수요 회복뿐 만 아니라 모바일 역시 5G 시장 개화 속도와 강도도 다시금 속도가 붙게 된다. .

Huawei 제재 시나리오에 따른 영향 정리

	Huawei	Samsung	Apple	미국 ICT 업체	Industry
제재 유지/완화					
제재 전면 철회					
대표 관련 업체	삼성전자, SK하이닉스	삼성전자, 삼성SDI, 삼성전기	LGI노텍, 비에이치	Qualcomm, Micron, Broadcom, Xilinx	

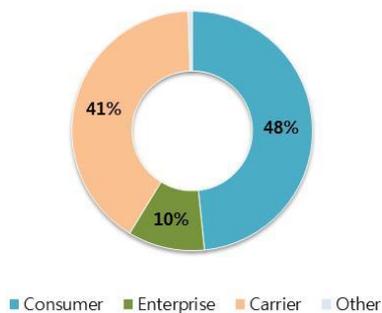
자료 : SK 증권

3. 세부 업종별 check point - 스마트폰 편

(1) 스마트폰 시장 구도 변화

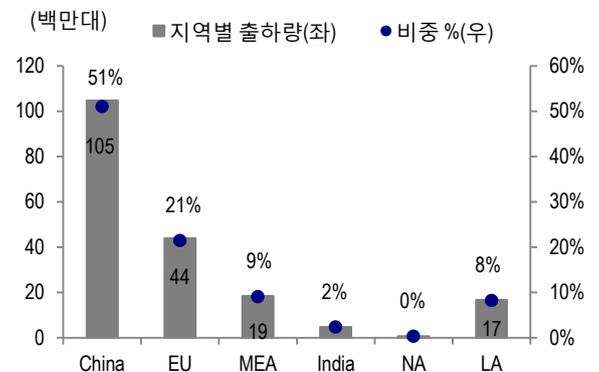
트럼프 대통령, ‘정보통신 기술 및 서비스 공급망 확보’ 행정명령에 서명 이후 Huawei 에대한 제재가 본격화되었다. Qualcomm, Google, Intel, Xilinx 등 미국 핵심 ICT 업체 들이 동참하면서 Huawei 는 통신장비, 기업용 솔루션, 스마트폰, PC 등 모든 분야에서 사면초가에 놓였다. Huawei 매출 비중의 48%에 달하는 스마트폰은 부품 재고 비축에 도 불구하고 올해 하반기를 시작으로 내년 출하량이 급격하게 줄어들 것으로 보인다. 당장 3 분기부터 해외 수출용 제품 생산이 차질을 받게 되고 5G 스마트폰 역시 핵심 부품 조달이 불가해짐에 따라 생산이 불가능하다. 향후 중국 내수에서도 M/S 를 잃을 가능성이 크다. 이에 따른 최대 수혜는 단연 삼성전자 모바일이다. Huawei 와 주요 경쟁 지역인 동유럽, 서유럽, 중동에서 점유율 회복이 데이터로도 확인되고 있다. 5G 스마트폰, 폴더블폰 시장 선점에도 문제가 없어 보인다. Apple 은 중국 내 M/S 우려로 올해 출하량 성장은 없겠지만 내년 5G 스마트폰 출시와 함께 Huawei 의 빈자리를 일부 꺾찰 수 있을 것으로 추정한다.

Huawei 사업 부문별 매출 비중



자료 : Huawei, SK 증권

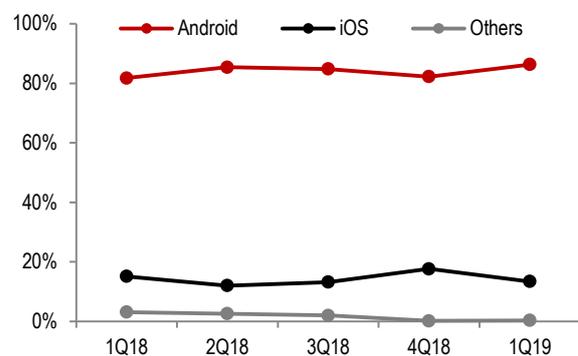
Huawei 스마트폰 지역별 출하량 및 매출 비중



자료 : Counterpoint, SK 증권

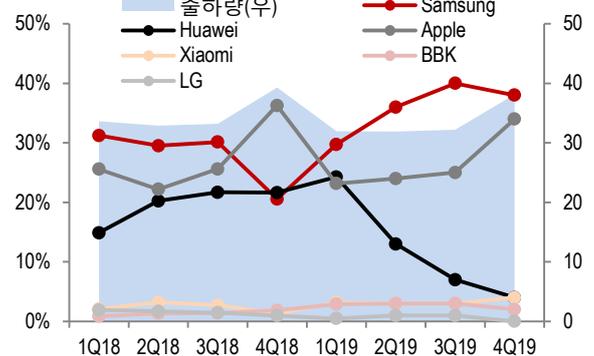
Huawei 가 스마트폰 시장에서 점유율을 넓혀왔던 지역은 중국, 유럽, 그리고 기타 해외 지역이다. 그렇다면 Huawei 반사 수혜는 중국과 유럽 지역에서의 경쟁사로 압축된다. 경험적으로 Android와 iOS 간의 shift 가 많지 않음을 고려하면 Apple 의 반사 수혜는 일단 제한적이다. Huawei 제재 효과는 5 월 중순부터 나타나고 있다. 서유럽과 동유럽 지역에서 Huawei 점유율은 절반 가까이 하락했고 대부분의 Huawei MS 를 삼성전자가 흡수한 것으로 파악하고 있다. Xiaomi 를 제외한 대부분의 2nd tier 업체는 통신사 판매망 부족으로 반사 수혜는 제한적이다. 중국 내수에서의 Huawei 점유율도 하반기로 가면서 점진적으로 줄어들 전망이다. 중국 내수 지역에서는 Oppo, Vivo 에게 수혜이다.

Huawei 사업 부문별 매출 비중



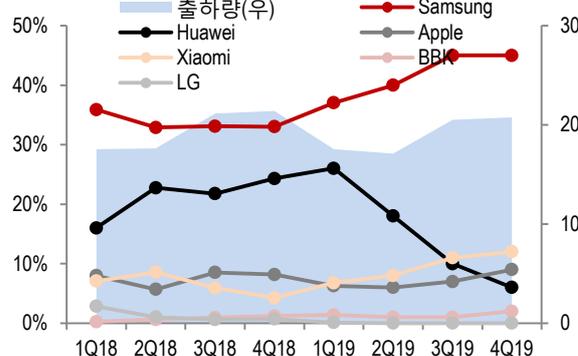
자료 : Huawei, SK 증권

W. Europe 제조사별 점유율 추이



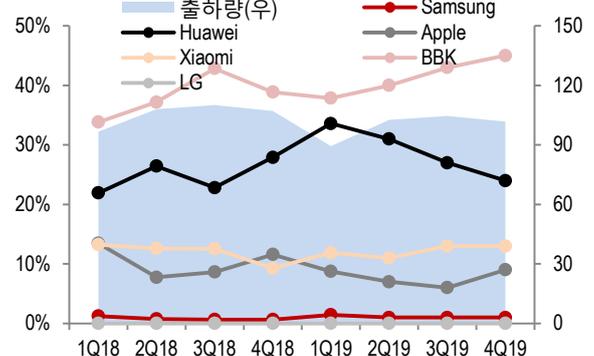
자료 : SK 증권

C&E. Europe 제조사별 점유율 추이



자료 : SK 증권

China 제조사별 점유율 추이



자료 : SK 증권

(2) 단연 수혜는 삼성전자, 2019년 3.15억대, 2020년 3.45억대

2019년 Huawei가 전체 출하량은 전년 대비 2,000만대 가량 축소에 그칠 전망이다. 이는 상반기 중국을 포함한 해외 지역에서 이미 상당한 출하량을 기록했기 때문이다. 2020년에 파급 효과는 더욱 커질 전망이다. 중국 내수 1,500만대, 해외 7,000만대 감소를 예상한다.

5월 중순부터 유럽과 중동 지역에서 Huawei 점유율 하락을 이미 목격했다. 해당 지역의 최대 경쟁사인 삼성전자 모바일의 반사 수혜가 나타나고 있다. 삼성전자는 최대 반사 수혜로 2019년 2,300만대, 2020년 3,000만대 증가할 것으로 추정한다. 투자 관점에서는 삼성전자 모바일 value chain에 대한 long position이 유효하다. 특히 Flagship항보다 중저가형 제품 비중이 높은 부품 업체에 대한 수혜가 강도가 클 전망이다. 대덕전자, 와이솔, 파트론, 엠씨넥스가 선호 종목군이다.

반면, Android와 iOS 간의 shift가 크지 않은 점을 고려하면 Apple향 반사 수혜는 제한적이다. Apple은 상반기 저조했던 출하량과 신모델에 대한 낮은 기대감으로 2019년은 전년 대비 1,400만대 감소를 예상하지만 2020년 5G 스마트폰 출시로 재차 회복하는 그림이 예상된다. Apple에 대해서도 9월 신모델 출시 이후 리스크 해소라는 관점에서 관심이 필요하다. Apple value chain에서는 비에이치를 선호한다.

Xiaomi는 인도 시장과 유럽 진출 활로 개척으로 2nd-tier 업체 중 가장 견조한 성장세가 예상된다. Oppo와 Vivo는 해외 지역에서의 영향력은 다소 약하지만 2020년 중국 내수 5G 스마트폰 개화와 함께 Huawei의 빈자리를 채워나갈 것으로 생각한다. LG전자는 V50 ThingQ 5G 출시 후 한달 만에 30만대 가까이 판매되면서 예상을 상회했다. 다만, 국내와 북미 지역에 편중된 매출 비중 특성상 Huawei 반사 수혜는 제한적이다.

2018년 → 2019년 Huawei 출하량 감소에 따른 제조사별 수혜 강도 추정

Huawei 지역별 출하량 변화

(백만대)	2018년	2019년	change	YoY %
China	105	114	10	9%
Europe	44	27	(17)	-39%
Others	57	44	(13)	-22%
Total	205	185	(20)	-10%

제조사별 Breakdown

Total				
(백만대)	2018년	2019년	change	YoY %
Samsung	292	315	23	8%
Huawei	205	185	(20)	-10%
Apple	206	192	(14)	-7%
Xiaomi	122	127	5	4%
BBK	221	231	10	4%
LG	41	42	1	3%

지역별 Breakdown

China				
(백만대)	2018년	2019년	change	YoY %
Samsung	3	4	1	29%
Huawei	105	114	10	9%
Apple	43	30	(13)	-30%
Xiaomi	50	49	(1)	-3%
BBK	162	166	4	2%
LG	0	0	0	-

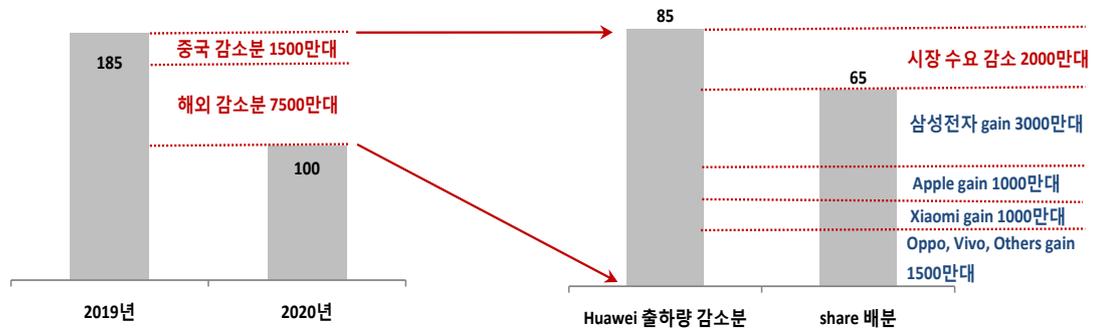
Europe				
(백만대)	2018년	2019년	change	YoY %
Samsung	64	80	16	25%
Huawei	44	27	(17)	-39%
Apple	45	41	(3)	-7%
Xiaomi	8	11	3	40%
BBK	3	5	2	83%
LG	3	3	(0)	-16%

Others				
(백만대)	2018년	2019년	change	YoY %
Samsung	224	230	6	3%
Huawei	57	44	(13)	-22%
Apple	118	120	2	1%
Xiaomi	64	67	3	5%
BBK	57	61	4	6%
LG	38	39	2	4%

자료 : SK 증권

2019년 → 2020년 Huawei 출하량 감소에 따른 제조사별 수혜 강도 추정

(단위: 백만대)

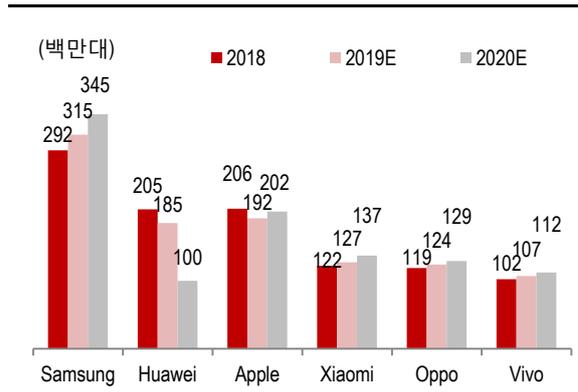


자료 : SK 증권

(3) Industry 에는 negative. 업황 회복은 2021 년

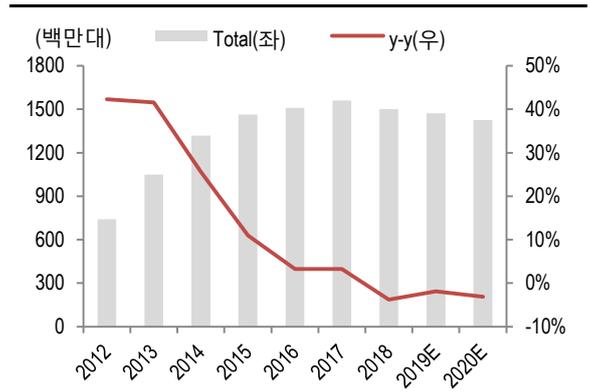
다만, Huawei 도태는 업황에는 분명 negative 한 요인이다. 2020 년 Huawei 에서 빠지는 8,500 만대 물량 중 실제 다른 제조사가 나눠 가지는 물량은 6,500 만대 수준으로 추정한다. 올해 기존 forecast 가 2.7 억대였을 만큼 굉장히 공격적인 출하량을 예고하고 있었고 5G 스마트폰도 2019 년 600 달러대, 2020 년 300 달러대에 출시를 준비 중에 있었다. 모바일 시장에서 drive 를 가장 강하게 거는 업체였다. Huawei 가 없다면 시장 수요는 약해질 수 밖에 없다. Industry 측면에서 시각은 조금 약해질 수 밖에 없다. 글로벌 스마트폰 출하량은 2019 년, 2020 년 각각 -1.9%, -3.1%를 기록할 전망이다. 모바일 시장의 반등은 2021 년 5G 스마트폰 보급이 본격화되는 시점으로 예상된다.

제조사별 스마트폰 출하량 전망



자료 : SK 증권

글로벌 스마트폰 시장 전망



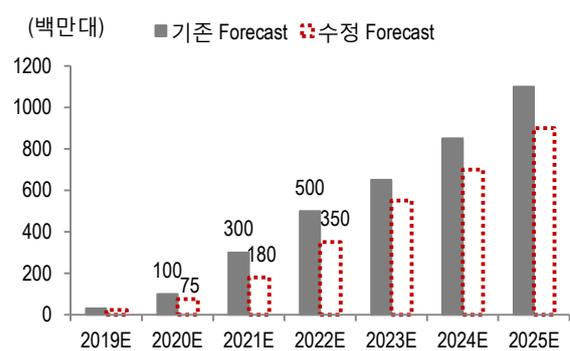
자료 : SK 증권

(4) 5G 스마트폰으로의 교체 주기는 반드시 온다

5G 통신망 구축을 위한 각 국가별 투자가 시작되고 있다. 아직까지 비 Coverage 영역이 많은 것은 사실이지만 시간 상의 문제이며 서비스 제공을 위한 디바이스 출현은 결국 필연적이다. 통신사는 CAPEX 회수를 위해 5G 디바이스 판촉에 적극적으로 나설 것이고 제조사 입장에서는 5G 탑재는 하나의 마케팅 포인트이다. 5G 스마트폰이 4G 스마트폰과 ASP 차이가 나지 않는 수준까지 내려온다면 5G 를 선택하지 않을 이유가 없게 되며 성장기에 본격 진입하게 되는 시점이 될 것이다.

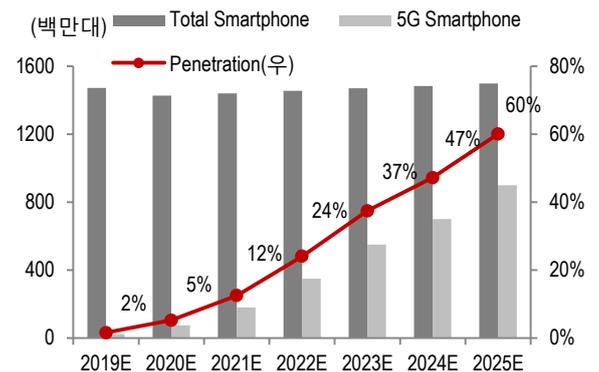
Huawei 이의 도태는 시장 측면에서는 굉장히 아쉽다. 초반 시장의 개화 강도와 속도 면에서 약해질 수 밖에 없다. 그럼에도 5G 스마트폰은 2021 년 1.8 억대를 시작으로 2022 년 3.5 억대 출하되며 모바일 교체 수요를 이끌어 낼 전망이다. 삼성전자는 5G 스마트폰 선점을 위해 연내 A 시리즈에 탑재하는 것도 고려 중이며 2nd-tier 업체들도 Huawei 빈자리를 채우기 위해 5G 도입을 서두를 것이기 때문이다.

5G 스마트폰 출하량 전망(Huawei 제재 이전 vs 이후)



자료 : SK 증권

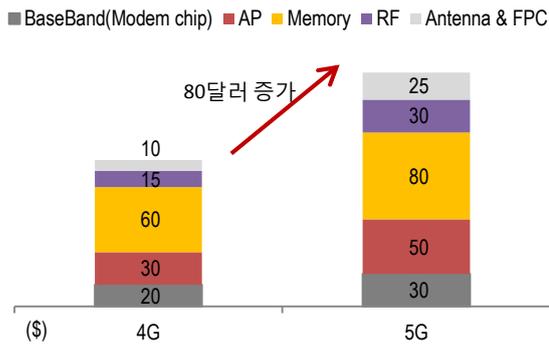
5G 스마트폰 침투율 전망



자료 : SK 증권

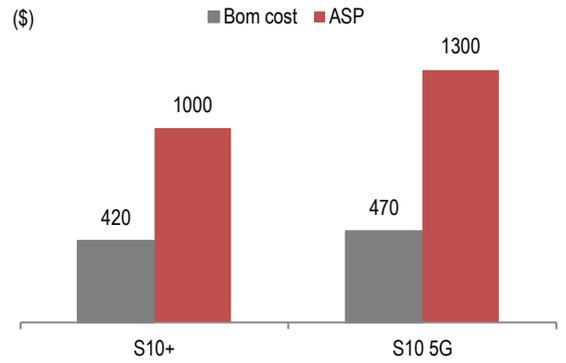
5G 스마트폰에 핵심적인 부품은 모뎀칩, AP, RF 이다. 그리고 안정적인 구동 환경을 위해 메모리, 배터리, 안테나, MLCC 등의 Spec 상향도 필요하다. 4G 대비 5G bom cost 는 80 달러 정도 증가하며 호환 대역폭과 기타 부품에 따라 100 달러 이상까지도 상승하게 된다. 판매 가격에는 대략 200 달러 전이된다고 보면 아직까지 Bom cost 에 대한 부담이 있는 것은 사실이다. 그러나, 1) 모뎀칩과 AP 의 원칩화 2) 메모리를 포함한 부품 가격 하락세 지속 3) 출하량 증가에 따른 규모의 경제 달성으로 향후 bom cost 는 50 달러 이하까지 하락될 수 있다. 중저가 제품까지도 충분히 탑재 가능하다. Huawei 는 연내 600 달러, 내년 300 달러 5G 모바일 출시를 예고했었고 삼성전자 역시 최근 언론 보도에 따른 A90 모델에 5G 탑재 가능성이 있는 것으로 보인다. 결국 5G 스마트폰 개화 속도는 중저가 라인업에 얼마나 빨리 적용하는가에 달렸다. 그 의미는 Flagship 판가에 큰 차이가 없고 중저가를 통해 교체 수요를 빠르게 이끌어 낼 수 있음이다. 2020 년을 시작으로 2021 년부터 본격적인 출하가 이루어지며 모바일 업황 회복에도 기여를 할 수 있을 것으로 추정한다.

5G 핵심 부품 탑재에 따른 bom cost 변화



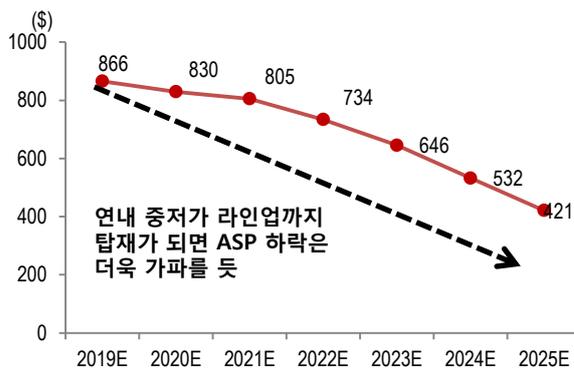
자료 : SK 증권

S10+, S10 5G bom cost & ASP 비교



자료 : IHS, SK 증권

5G 스마트폰 ASP 전망



자료 : Counterpoint, SK 증권

갤럭시 A90 연내 5G 탑재 가능성



자료 : 91mobiles

4. 세부 업종별 check point - 카메라 편

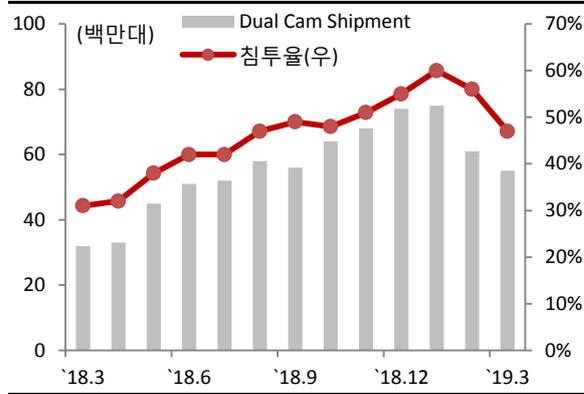
(1) Camera 의 역할 확장, 기록에서 인지로

스마트폰 카메라는 업황 부진 속에서 제조사의 차별화 포인트로 자리 잡으며 진화를 거듭했다. 화소수 경쟁을 시작으로 최근에는 멀티 카메라 탑재가 대세이다. 멀티 카메라는 플래그쉽은 물론 중저가 라인업에도 빠르게 보급되며 기본 사양으로 자리 잡았다. 카메라의 Spec 상향과 함께 카메라의 역할에도 변화가 생기고 있다. 단순 사진 촬영을 통한 기록 영역에서 카메라를 통해 대상을 인식하고 판단하는 인지의 영역으로 확장되고 있다. Apple 은 아이폰 X 부터 전면부에 3D 카메라로 안면 인식을 통한 잠금해제 기능을 적용하고 있다. 삼성전자 역시 갤럭시 S10 5G 모델에 3D Sensing 카메라를 도입해 심도 촬영뿐 만 아니라 대상의 길이 측정 등에 활용하고 있다. 향후 AR 시장 개화와 함께 향후 3D Sensing 카메라는 멀티 카메라 시대에 핵심 중에 하나로 자리잡을 가능성이 크다.

(2) 3D Sensing 카메라, 그 중에서 ToF 를 주목

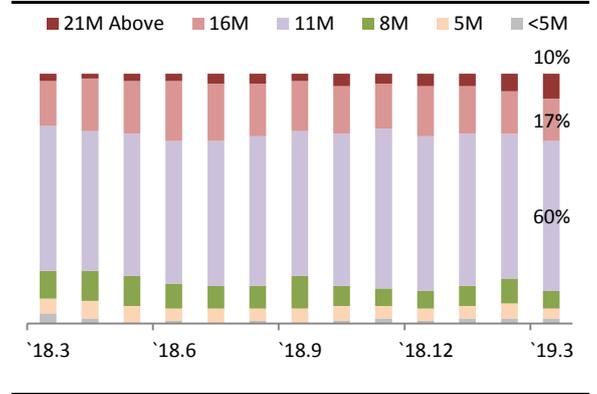
3D Sensing 은 피사체 또는 공간의 거리를 측정하여 대상의 입체감을 표현할 수 있는 기술을 의미한다. Apple 아이폰 X 에 적용한 방식은 SL 이다. SL 방식은 패턴 레이저를 피사체에 방사하여 나타나는 패턴의 왜곡을 분석하는 방법이다. 반면 삼성전자 갤럭시 S10 5G 에서 채용한 방식은 ToF 이다. ToF 방식은 송신부에서 적외선 레이저를 방사하여 피사체에 반사되어 수신부까지 돌아오는 시간을 계산하여 거리를 측정하는 방법이다. 근거리에서는 SL 방식이 우수한 것으로 알려져 있지만 원거리 측정에 있어서는 ToF 가 유리하다. 심도 촬영이나 AR 활용도 면에서 ToF 가 기대되는 이유이다. ToF 는 송신부인 IR 프로젝터와 수신부인 IR 센서로 구분된다. 송신부에 들어가는 VCSEL, DOE 등 핵심 부품은 대부분 해외에서 조달한다. 삼성전자향 모듈화는 파트론, Sunny Optical 에서 담당했다. 이외 나무가와 엠씨넥스 역시 공급을 준비 중인 것으로 파악 중이다.

듀얼 카메라 침투율 추이



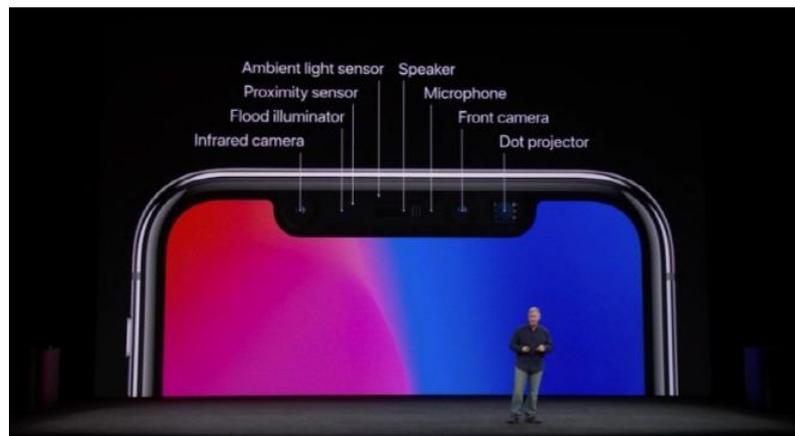
자료 : Counterpoint, SK 증권

카메라 화소별 출하 비중 추이



자료 : Counterpoint, SK 증권

아이폰X 전면 3D SL 카메라



자료 : Apple

갤럭시 S10 5G ToF 카메라(3D 심도 카메라)



자료 : 삼성전자

SL 방식 vs ToF 방식 비교

(단위 :)

Time of Flight(ToF)	Structured Light
<p>송신부에서 레이저를 방사하여 피사체에 반사되어 수신부까지 돌아오는 시간을 계산하여 거리를 측정. 이후 카메라로 찍은 사진과 합성하여 3D 이미지 확보</p> $\text{Measured distance} = \text{Photon travel time}/2 \times \text{Speed of light}$	<p>패턴 레이저를 피사체에 방사하여 나타나는 패턴의 왜곡을 분석. 이후 카메라로 찍은 사진과 합성하여 3D 이미지 확보</p>
<p>Microsoft(Kinect II), Google(Tango), SONY(Softkinetic), Panasonic(Camera), Heptagon, STMicro</p>	<p>Microsoft(Kinect I), Intel(RealSense), PrimeSense(Apple), STMicro</p>

자료 : STMicro, Heptagon, SK 증권

(3) 카메라 개수는 계속 늘어날까? 이제는 수량보다는 효율

공간적 제약이 있는 스마트폰 특성상 카메라 기능을 높이기 위해서는 모듈 개수를 늘리는 방법이 최선이다. 개수를 늘리면 여러 개의 화각으로 촬영이 가능하고 단일 모듈로는 구현하기 힘든 특수한 기능을 탑재할 수 있다. 이러한 장점으로 제조사들은 카메라 탑재 수를 공격적으로 늘리기 시작했다. 갤럭시 S10 5G 모델만 하더라도 전면 2개, 후면 4개로 한 대의 스마트폰에 총 6개의 카메라를 탑재했다. 중저가 제품에도 후면 듀얼이나 트리플 카메라를 흔치 않게 볼 수 있다. 갤럭시 A 80, 70, 60 등에는 후면 트리플 카메라가, 저가형인 M 시리즈의 30 모델에도 트리플 카메라가 탑재되어 있다. 그렇다면 카메라의 개수는 얼마나 더 늘어날 수 있을까?

하나보단 둘이 낫고 둘보단 셋이 낫다. 멀티 카메라가 고화소와 다양한 기능을 탑재하는 데에 유리한 것은 사실이다. 그러나 4개 이상으로 가면서부터는 물리적 공간 한계를 언급할 수 밖에 없다. 스마트폰의 고사양화로 대당 부품 탑재량은 증가하고 배터리 용량도 커져야 한다. 원활한 구동 환경을 위해 카메라 이외의 부품이 늘어나야 되는 부분을 Default 값이라고 보면 카메라 개수 증가는 선택적인 부분이다. 제조사 입장에서는 분명 개수를 계속해서 증가시키는 것보다 개수를 최소화하되 카메라의 배치나 모듈의 Spec을 업그레이드 시키는 효율성에 관심이 클 것으로 생각한다.

(4) 효율성의 높이는 방법: rotating, Folded 모듈

삼성전자 중가 시리즈인 A80 에 rotating 카메라가 탑재됐다. 그간 pop-up 카메라는 오폭과 비보를 중심으로 출시된 라인업이 적지 않게 있지만 rotating 카메라는 한 단계 더 진화된 형태이다. Pop-up 카메라가 갖는 1) 풀스크린 구현의 장점에 2) 제조원가 절감, 3)효율적인 공간 활용 4)전후면 카메라 Spec 동일화를 통한 만족감 향상까지 이루어냈다. A80 은 후면부에 위치한 트리플 카메라가 회전하면서 하나의 카메라로 전후면 촬영이 다 가능하다. 제조원가 측면에서 전면 2 개와 후면 3 개의 카메라를 탑재했을 때보다 25% 가량 원가 절감을 이루어낸 것이다. 전면, 후면 카메라를 위한 각각의 자리도 필요 없게 되면서 space 면에서도 효율적이다. 그리고 전후면 spec 에 차이가 없게 되면서 self 촬영의 만족감도 끌어 올렸다. USC(Under Screen Camera)에 대한 연구가 한창이지만 1~2 년의 시간이 더 필요한 것을 고려하면 rotating 카메라는 중저가를 중심으로 채택 확산 가능성이 상당히 높다고 판단한다.

삼성전기는 지난 5 월 광학 5 배줌 Folded 카메라 모듈을 개발하고 양산에 들어갔다. 광학줌은 여러 개의 렌즈를 물리적으로 움직여 피사체를 확대, 축소하는 기능이다. 디지털줌이 소프트웨어를 사용해 확대하기 때문에 화질이 떨어지는 반면, 광학줌은 선명함을 유지한다. 광학줌은 이미지센서와 렌즈의 거리가 멀수록 고배율 구현이 가능한데 모듈을 세로로 적층할 경우 이 거리를 늘리는 데에 한계가 있다. 그런데 5 배줌 Folded 모듈은 가로로 적층을 한 뒤 프리즘을 이용해 빛을 직각으로 굴절시킨다. 2 배줌에 비해 2.5 배의 거리를 더 확보하면서도 모듈 두께는 오히려 1mm 를 감소시켰다.

PoP-up 카메라(Vivo X27 Pro)



자료 : Vivo

Rotating 카메라(A80)



자료 : 삼성전자

5 배줌 Folded 모듈 구조

(단위 :)



자료 : 삼성전기

(5) 카메라 진화는 지속, 다만 Q 보단 P의 효과

스마트폰 카메라의 진화가 계속된다는 데에 이견은 없다. 인식과 판단의 영역까지도 진입함에 따라 카메라의 정교함과 세밀함에 대한 니즈도 커진다. 뿐만 아니라 5G 도입에 따라 8K 콘텐츠 촬영에도 스마트폰이 적극 활용될 수 있다. 다만 그 방향성에 있어서는 카메라 모듈수의 증가분의 최소화시키되 개별 모듈의 Spec을 올리는 것이 향후 핵심 과제가 될 것이다.

Q 보단 P의 증가는 카메라 모듈 업체에 효과는 덜하다. 카메라 사양에 따라 다르긴 하지만 대개 싱글이 10 달러, 듀얼(싱글+싱글)이 20 달러, 트리플(싱글+싱글+싱글)이 40 달러라고 보면 Q의 1개 증가분이 2배의 매출 성장을 견인한다. 그러나 싱글 하나의 Spec을 올려 듀얼(싱글+싱글)을 역할을 대신하게 된다면 그 효과는 1.5 배 정도이다.

(6) 투자 전략: 단일 카메라 비즈니스보다 ToF, FoD, 전장 등 비즈니스 다각화한 업체 성장 모멘텀 여전

중소형 카메라 모듈 업체는 멀티 카메라 트렌드와 삼성 모바일 Huawei 반사 수혜로 부각되면서 연초 대비 큰 폭의 주가 상승을 이어나가고 있다. 2019년 컨센서스 기준 대부분의 업체들의 PER은 10x를 상회 중이다. 올해 실적의 상향 조정이 대부분 이루어졌다는 점을 감안하면 내년 추가적인 실적 성장에 대한 고민이 필요한 시점이다. 당사는 제조사의 향후 전략은 모듈 개수의 증가는 최소화하면서 모듈의 효율을 높이는 데에 투자를 할 것으로 생각한다. 단일 카메라 모듈 비즈니스보다는 향후 시장 성장성이 높은 ToF, FoD, 전장 등에 비중을 높여가고 있는 업체에 대한 투자가 유망하다. 중소형 카메라 모듈 업체 중에서는 엠씨넥스와 파트론을 선호한다. 하반기 ToF 신규 진입이 점쳐지는 나무가에 대한 관심도 필요하다.

삼성전자 카메라 supply chain



자료 : SK 증권

주요 카메라 업체 사업 현황 및 valuation

업체	주요 사업부	2019E PER	2020E PER
파트론	일반 카메라 모듈(70%), FoD(8%), 지문인식(5%), ToF(5%), 전장(2%), 기타(11%)	13.5	12
엠씨넥스	일반 카메라 모듈(75%), FoD(5%), ToF(준비중), 전장(20%)	10.1	8.3
나무가	일반 카메라 모듈(90%), ToF(5%), 기타(5%)	-	-
파워로직스	일반 카메라 모듈(80%), BMS(20%)	9	7.7
옵트론텍	광학필터(80%), 렌즈(8%), 가변조리개(8%), ToF용필터(준비중), 기타(4%)	15	12.7
세코닉스	모바일 렌즈(45%), 차량 렌즈(45%), 기타(10%)	15.5	9.8

자료 : 각 사, Fnguide, SK 증권

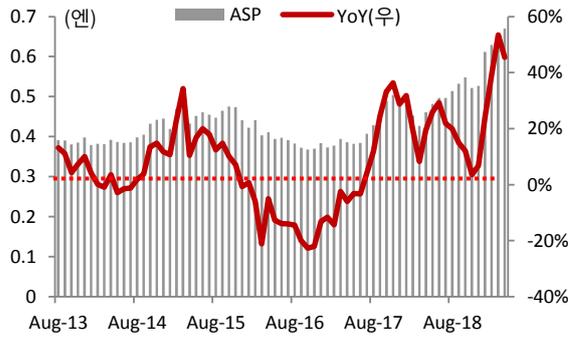
주: 2019년 기준

5. 세부 업종별 check point - MLCC 편

(1) IT 범용 ASP 하락세 지속, 산업 및 전장 mix 개선으로 blended ASP 는 점진적인 개선

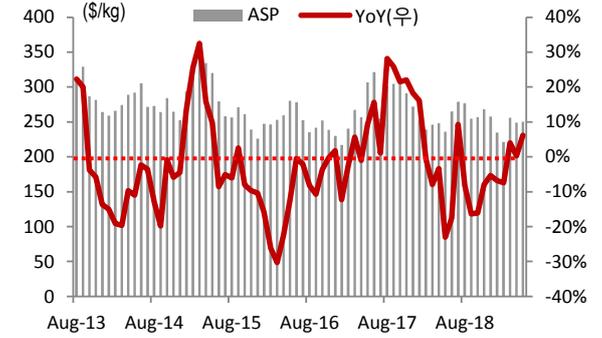
MLCC 는 2017 년 하반기 급격한 Shortage 를 경험한 이후 2018 년 하반기부터 가격은 급락세를 이어왔다. 아직까지 출하량 기준 IT 용 제품이 90%에 달하는 만큼 모바일 수요에 따른 공급 영향이 큰 가운데 미중 무역 분쟁 지속, Huawei 이슈 등으로 올해 하반기에도 수요가 급반전하는 그림은 없어 보인다. 당연히 IT 범용 MLCC 가격 상승을 기대하기 힘들다. Huawei 이슈가 완만히 해결되지 못한다면 2020 년에도 수요는 좋지 않을 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 중장기 전망에 대해서는 낙관적이다. 5G 도입으로 산업용 MLCC 수요가 늘어나고 있으며 전기차 시장 개화로 전장용 MLCC 수요도 점진적으로 증가하고 있기 때문이다. Mix 개선 효과로 MLCC 업황 역시 점진적인 회복세를 보일 전망이다.

일본 MLCC ASP 추이



자료 : METI, SK 증권

국내 MLCC ASP 추이



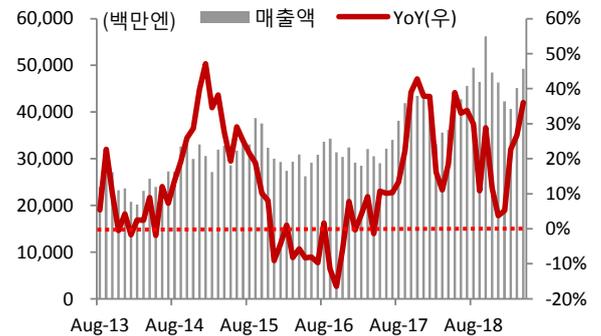
자료 : KITA, SK 증권

일본 MLCC 출하량 추이



자료 : METI, SK 증권

일본 MLCC 매출액 추이



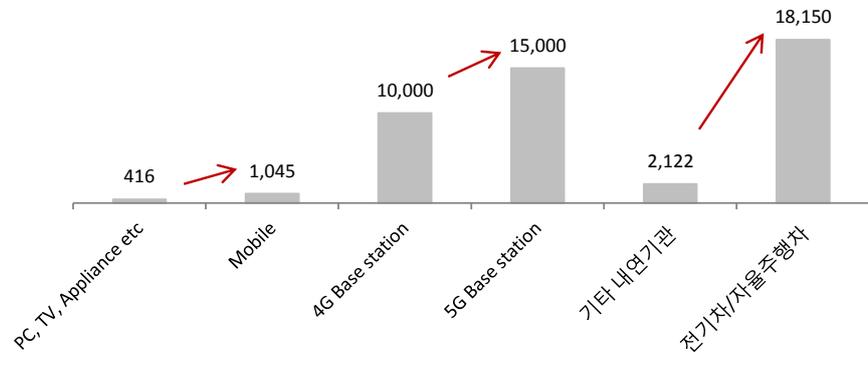
자료 : METI, SK 증권

(2) 수요와 공급 전망

수요 비중은 IT 용 90%, 산업용 5%, 전장용 5% 정도이다. 아직까지 IT 용의 수요 강도가 MLCC 수요의 가장 중요한 부분이다. 대당 채용량은 매년 상승하는 트렌드를 보이고 있지만 전방 모바일 시장이 역성장 중이다. MLCC 단기 수요가 좋을 수가 없다. 그러나 중장기 수요는 밝다. 5G 기지국의 경우 4G 대비 대당 채용량이 50% 많으며 전기차 대당 MLCC 채용량 역시 내연기관 대비 8배 가량 많다. 2022년 산업용과 전장용 비중은 각각 7%, 8%에 달할 전망이다. 평균 판가가 IT 용 대비 2~10배 달하는 점을 고려하면 non-IT 비중을 늘려가고 있는 MLCC 제조사 수익성에도 긍정적이다.

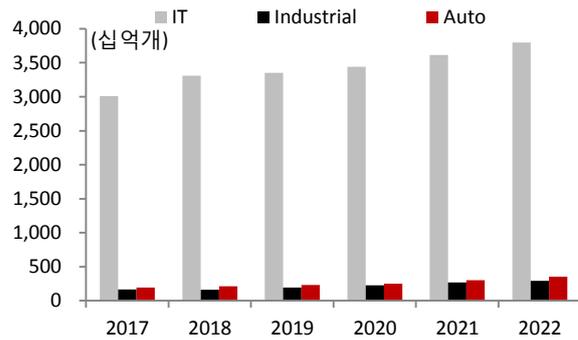
공급의 경우 일본, 한국, 대만 업체가 글로벌 시장을 주도하고 있다. 다행스러운 점은 주요 업체들이 IT 용 증설에는 나서지 않고 기존 CAPA도 산업 및 전장용으로 전환 투자를 진행 중이다. IT 수요가 좋지 않은 가운데 공급도 늘지 않기 때문에 수급이 현 상황보다 더욱 악화될 가능성은 낮다. Murata, 삼성전기, Taiyo Yuden 등 선두 업체는 산업 및 전장용에 매년 10% 정도 증설을 계획하고 있다. 생산성 기준으로는 5% 증가에 그친다. 특히 전장용의 경우, 장밋빛 전망에도 제품의 신뢰성이 가장 우선인 만큼 무리하게 증설에 나서지 못하는 점도 over supply에 대한 우려를 해소시켜주는 요인이다. MLCC의 전반적인 수급 상황은 2020년을 저점으로 점진적인 회복세를 보일 것으로 예상된다.

Application 별 대당 MLCC 채용량



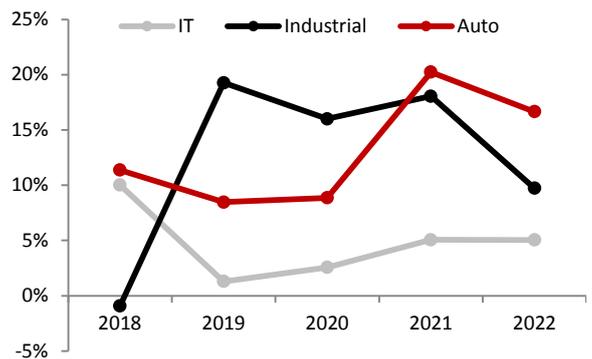
자료 : SK 증권

MLCC Application 별 수요 전망



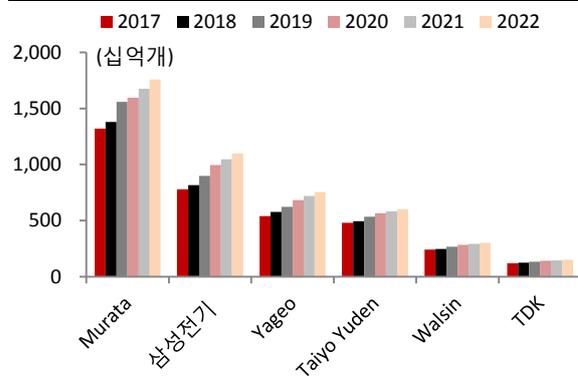
자료 : SK 증권

MLCC Application 별 YoY 성장률 전망



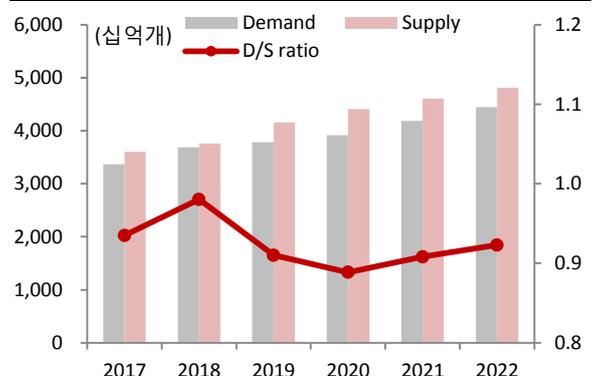
자료 : SK 증권

MLCC 제조사별 CAPA 전망



자료 : SK 증권

MLCC 수급 전망



자료 : SK 증권

(3) 투자 전략: 전장 비중 높은 업체 선호: Murata > TDK > 삼성전기 > 삼화콘덴서 > 대만

MLCC 업체에 대한 선호도는 명확하게 갈린다. 중장기 MLCC 의 의존도는 산업과 전장에서 크게 확대되는데 IT 용 수요 성장은 5%에 그치는 반면 산업과 전장용은 20% 수준을 유지할 것으로 예상된다. 산업과 전장용 투자를 통해 비중을 늘려가고 있는 MLCC 업체가 실적 개선 가시성이 높다. 전장 MLCC 매출 비중이 25%, 17%에 달하는 Murata 와 TDK 중장기 성장 잠재력을 가장 높게 본다. 삼성전기 역시 중국 천진 공장 CAPA 확장을 통해 전장용 MLCC 에 적극 대응할 준비를 갖추고 있다. 공정에 필요한 핵심 원재료 및 장비 역시 부산 공장을 통해 대부분 내재화 체제를 갖춰 대외 환경 변화에도 안정성을 높여가고 있는 점 또한 긍정적이다. 삼성전기에 대한 중장기 투자도 유효하다고 판단한다. 삼화콘덴서 제품은 범용에 가깝긴 하지만 전장 매출 비중은 이미 30%에 수준에 달한다는 점이 대만 업체보다 훨씬 매력적인 부분이다. 삼화콘덴서 역시 단기보다 중장기 성장이 기대되는 업체이다.

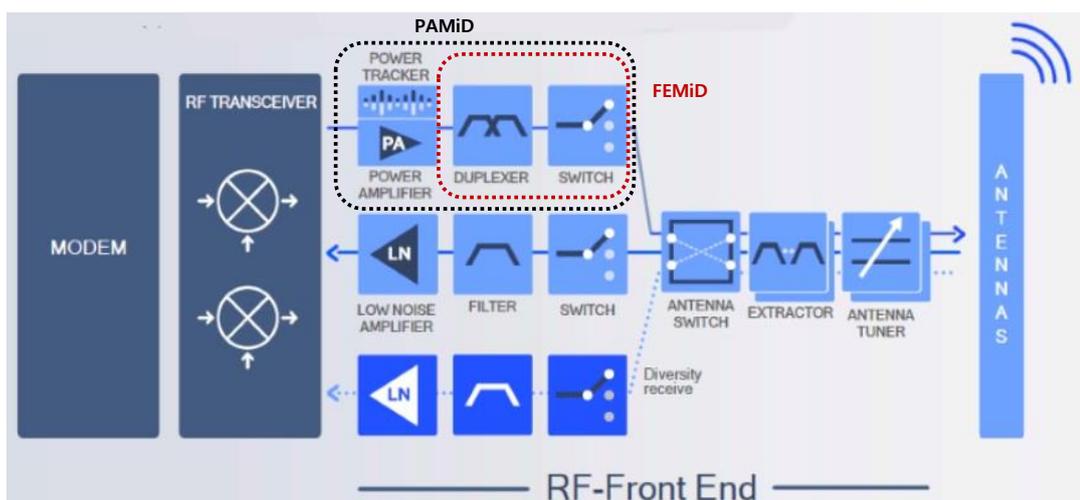
6. 세부 업종별 check point - RF 편

(1) 5G 에서 재조명될 RF 부품

수동 부품의 하나로 비메모리에 비해 역할이 간과되는 경우가 많다. 그러나 2017 년 MLCC 가 급격한 Shortage 를 경험했던 것처럼 28GHz 에 대응하는 5G 스마트폰에서 RF 부품은 크게 재조명될 가능성이 높다. RF(Radio Frequency) 부품은 통신의 핵심 칩 인 modem 못지 않게 중요한 역할을 한다. Modem 이 아날로그 신호를 디지털 신호로 변환하는 중심부라고 하면 그 신호를 원활하고 시의적절하게 송수신할 수 있게 도와주는 역할을 RF 가 담당한다. 사실상 Modem 의 성능은 RF 가 좌우한다고 해도 과언이 아니다. 5G 에서는 주파수 대역이 높아지고 복잡해지면서 잡음이 더욱 많아지기 때문에 RF 부품의 역할은 더욱 증대될 것이다.

RF 는 안테나 Tuner 부터 RF Transceiver 이전까지를 말하며 FEM(Front End Module)이라고도 불린다. FEM 는 Tuner, 스위치, 필터, PA, LNA 로 구성된다. 부품별 조합에 따라 FEMiD Module(필터 or 듀플렉서 + 스위치), PAMiD Module(FEMiD + PA) 등으로도 공급된다. 주파수 대역이 많아지고 물리적인 공간적 제약 때문에 모듈화 트렌드는 향후 지속될 전망이다.

RF 부품 구성

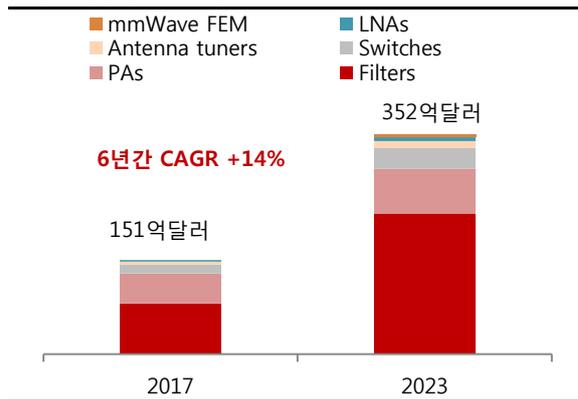


자료 : Qualcomm

(2) RF 시장: 2017~2023년 CAGR +14%, 352억달러

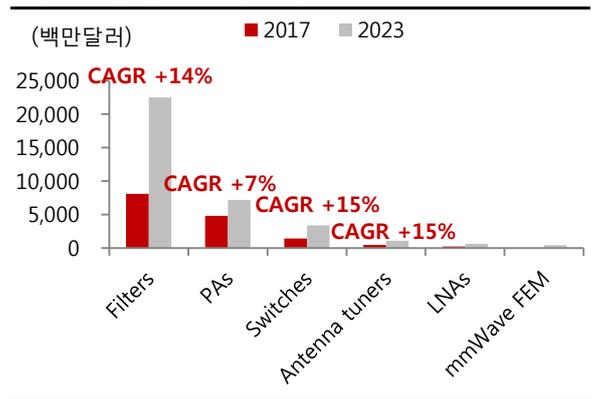
5G 도입으로 통신망 고도화가 진행되면서 RF 부품 전반 시장은 고성장세 보일 전망이다. RF Front End 시장은 2017년 151억달러에서 2023년 352억달러로 연평균 14% 성장이 예상되며 그 중에서도 Filter가 시장 확대를 주도한다. Baw Filter 채용량 확대로 P와 Q 모두 증가하며 전체 RF 시장에서 64% 비중 차지할 전망이다. Switch, tuner 등 전반적인 부품 채용 개수 및 Spec 상향으로 고른 성장을 보이는 가운데 PA는 다른 부품 대비 시장 성장률이 다소 저조하다. 공간 확보에 대한 니즈에 따라 대역별 PAMiD 통합 추세로 이에 따른 수량 감소가 있으나 UHB, mmWave가 일부 상쇄하며 저성장 기조를 보일 것으로 예상된다.

RF 부품 시장 규모 및 전망



자료 : Yole, SK 증권

RF 부품별 시장 규모 및 연평균 성장률

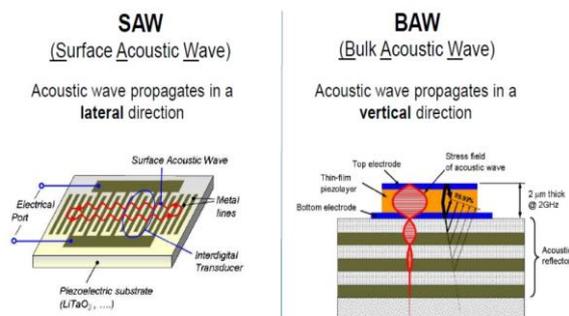


자료 : Yole, SK 증권

(3) 5G Module 의 핵심 부품은 BAW Filter

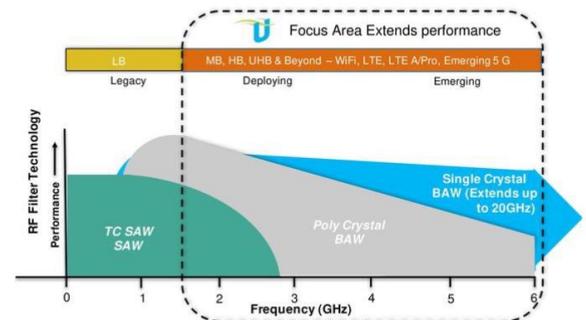
BAW 필터는 FEM 중 시장 규모가 가장 크고 성장률이 높은 부품이다.(2023년 시장 규모 225억달러, 6년간 CAGR +19%). SAW 필터는 전극이 압전체 좌우로 배치되어 음향파가 수평으로 진행되면서 신호를 전달한다. BAW 필터는 전극이 압전체 상부와 하부에 배치되는 샌드위치 구조를 가져 신호 진행 방향이 수직이다. BAW는 SAW보다 공정이 까다롭고 가격이 비싸지만 모듈 수신감도, 송신 전력 효율이 좋다. 무엇보다 SAW 필터의 주파수 대역폭은 2.5GHz까지인 반면, BAW 필터는 그 이상의 주파수 대역에 대응이 가능하다. 5G Sub 6GHz와 mmWave 대역에서 필수적인 부품이다. 현재 BAW 필터를 설계 가능한 업체는 Broadcom과 Qorvo, Qualcomm, Taiyo Yuden 정도이며 이 중 Ultra High Band까지 대응 가능한 업체는 Broadcom과 Qorvo로 파악 중이다

SAW 필터와 BAW 필터 비교



자료: Resonant

주파수 대역별 대응 필터



자료: Akoustis

(4) 가장 중요한 건 최종 Module 화. 미국 업체의 텃밭

모바일 내 IC 칩 채용량 증가로 효율적인 공간 배치에 대한 고민은 더욱 커지고 있다. RF 역시 이런 트렌드로 모듈화가 빠르게 진행 중이다. RF FEM 중 Highend 스마트폰에 가장 전형적으로 많이 쓰이는 모듈은 PAMiD 이다. 향후 스마트폰의 Spec 이 지속적으로 향상된다 라고 보면 PAMiD 수요는 더욱 증가하게 된다. 그 중에서도 5G 로 인해 High Band to Ultra High Band 비중이 확대될텐데 시장에서 HB to UHB PAMiD 제작이 가능한 업체는 Broadcom, Qorvo, Skyworks 뿐이다. Murata 와 Qualcomm 은 low to mid Band PAMiD 정도까지 가능하다. 참고로 Qualcomm 은 2016 년 TDK 의 필터 사업부를 인수하면서 RF 에 본격적으로 뛰어들었고 기존 Modem 과의 시너지를 노리며 향후 시장 지배력을 빠르게 강화시킬 것으로 예상된다. 반면, 일본 업체들 역시 RF 에서 뼈대가 굵지만 Murata 를 제외하고 발을 빼는 모양새이다. 2016년 TDK 가 사업부 양도를 했고 Taiyo Yuden 역시 애매한 상황이다. 공룡급 업체들이 적극적인 투자로 사업부를 키워가는 가운데 가운데 Taiyo Yuden 은 단일 필터 사업만 영위하고 있기 때문이다.

RF 업체별 Road Map

RF Companies	Introduction and RF Roadmap
	<ul style="list-style-type: none"> - Broadcom은 네트워크 장비용 칩 부문 글로벌 1위 업체. 하이엔드 RF FEM 시장에서도 리더 - SAW 필터와 Tuner 외부 조달, 나머지 부품은 in-house 설계. 위탁 생산 비중은 높음 - 부품 중에서도 BAW 필터에 강점 - Apple의 대표적인 High Band PAMiD 공급자로 iPhone 8, X 등에 탑재 - 5G Sub 6GHz 시장도 선도. mmWave에서는 연구개발 지속
	<ul style="list-style-type: none"> - Broadcom과 양대 산맥을 이루는 RF 부품 업체 - Qorvo의 매출 비중 중 50% 이상이 상위 OEM 3사 - High Band PAM에서는 Broadcom과 Low Band PAM에서는 Skyworks와 경쟁 - 모든 부품 in-house 설계 및 생산. 일부 부품 위탁 생산 - BAW 쪽에서 관련 특허도 많이 성숙. 항상 잠재력 높음 - 5G Sub 6GHz에서는 가장 먼저 PAMiD를 공개
	<ul style="list-style-type: none"> - 2016년부터 급성장한 대표 RF 부품 업체 - Huawei, Oppo, Xiaomi 등 중화권 OEM 내 점유율이 높음 - BAW 필터를 제외하고 모든 부품 설계 및 생산 가능. BAW의 경우 Taiyo Yuden으로부터 조달 받는 것으로 추정. 향후 Taiyo Yuden 사업 포기시 유력 인수 가능 업체 중에 하나로 생각 - IP 확보에 적극적인 회사 중 하나 - 5G Sub 6GHz에서도 SKY5TM 플랫폼 보유
	<ul style="list-style-type: none"> - Murata는 SAW 필터 시장에 점유율이 가장 높은 업체. 고주파 대역 시대에 대응하기 위해 개량 형태의 IHP SAW 필터를 가지고 있지만 단일 필터 시장은 축소 - 향후 전략은 BAW 필터를 포함한 필터 시장에 집중하기보다는 IHP SAW 필터를 PAMiD하여 High Band까지 대응. 한계점은 HB는 Broadcom과 Qorvo와 경쟁을 해야 하고 UHB PAMiD에서도 아직 후발 주자
	<ul style="list-style-type: none"> - 모뎀칩, AP의 강자로 아날로그 RF 영역에서는 후발 업체 - 그러나 2016년 TDK 필터 사업 인수 후 RF 사업에 적극적. 다른 RF 업체 대비 강점은 모뎀칩부터 AP 그리고 RF부품까지 End to End 솔루션을 보유 - 향후 비용 절감과 원스탑 솔루션을 OEM 업체에게 제공하면서 시장 점유율을 끌어 올릴 계획. Sony는 이미 XZ2에 솔루션을 적용했고 중화권 OEM을 타겟으로 진행 중 - 파운드리나 패키징 업체를 통한 생산도 다른 업체보다 유리 - 비록 후발 업체이긴 하지만 차별화된 장점을 바탕으로 RF에서도 부각 가능성 높음

자료 : 각 사, SK 증권

RF Supply chain



자료 : SK 증권

(5) 투자 전략: RF 대표 3사에 대한 시장 의존도 확대

RF 시장이 미국 업체 주도의 시장으로 재편되고 있다. 5G에서는 기술 난이도가 더욱 올라가면서 신규 진입자가 들어올 수 있는 여력은 크지 않아 보인다. mmWave 인 28GHz 대역에서 솔루션을 가지고 있는 업체는 3사가 유일하다. RF 대표 3사인 Broadcom, Qorvo, Skyworks에 대한 의존도가 더욱 커질 것으로 생각된다. 와이슬은 국내 유일 RF 부품 업체로 필터 사업을 영위하고 있다. 회사 계획에 따르면 올해 연말을 목표로 BAW 필터 런칭을 기대하고 있다. BAW 필터가 양산까지 가게 된다면 분명 주가 rerating 요소이다. 다만, 공정 난이도가 상당한 만큼 양산 단계까지는 충분한 시간을 두고 지켜볼 필요가 있다고 판단한다.

7. 세부 업종별 check point -PCB/FPCB 편

(1) 키워드: SLP, Y-Octa 용 FPCB, 카메라용 FPCB, 고다층 MLB

스마트폰 개화와 함께 호황을 겪은 이후 경쟁 심화로 몇 년 간에 걸쳐 업계 구조 조정 과정을 거쳐왔다. Apple 향 공급선을 새롭게 확보했던 비에이치를 제외하고는 별 다른 분위기가 감지되고 있지 않았다. 그러나 향후에는 업계 전반에 대한 수혜 강도는 다른 업종 대비 다소 약할 것으로 생각되지만 주요 테마별로는 지속적인 관심이 필요해 보인다.

모바일에서는 SLP 채용 확대가 기대된다. 모바일 내 IC 실장 개수 증가와 물리적 공간 한계가 상충되면서 Space 효율화에 대한 고민이 커지고 있다. 부품의 모듈화 트렌드 뿐만 아니라 기판의 다층화를 통한 면적 축소 요구도 많아질 것이다. 따라서 주기판 내 SLP 채용 증수는 더욱 늘어날 추정한다. 뿐만 아니라 중저가 라인업에도 SLP에 대한 요구가 확대될 수 있다. 향후에는 5G 안테나에 대한 적용도 검토 중인 것으로 파악하고 있다.

2020년 Apple의 SDC Y-Octa 패널 채용이 접쳐지고 있다. Y-Octa 채용으로 디스플레이 FPCB와 TSP FPCB가 통합되어 하나의 FPCB가 다기능을 담당한다. 제조사 입장에서는 부품 원가 절감을 이룰 수 있다. 통합 FPCB 공급선에도 호재이다. ASP는 이전 대비 20% 이상 상승하며 실적 개선에 보탬이 될 전망이다.

앞서 언급했던 멀티 카메라 트렌드로 카메라용 FPCB도 면적 증가 혹은 ASP 상승 효과가 크다. ToF, 5배줌 등 카메라 내 고기능화가 이루어질수록 FPCB 회로 설계도 복잡해짐에 따라 적어도 향후 ASP 측면에서는 긍정적인 효과가 있을 것으로 예상된다.

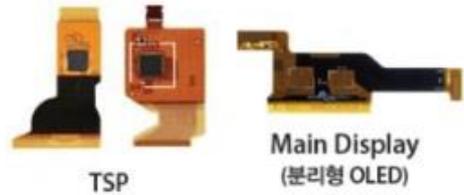
5G로 기지국향 Massive MIMO 제품 출하가 집중하고 있다. 스위치, 라우터 등 백본망 내 장비 역시 고도화 작업이 이루어지면서 20층 이상의 고다층 MLB에 대한 요구가 늘어나고 있다. 5G 기지국 장비 설치가 올해를 시작으로 2~3년 간 늘어나는 점 감안하면 고다층 MLB에 대한 수요도 중장기적일 것으로 판단한다.

Y-Octa FPCB(디스플레이와 TSP 통합)



자료: 디케이티

기존 TSP 와 디스플레이 FPCB 는 분리



자료: 디케이티

싱글 카메라 vs 듀얼 카메라 기판 크기 비교



자료 : fixit

기판 Trend 별 관련 업체 정리

Trend	제품군	관련 업체
모바일 부품 고기능화	SLP	삼성전기, 대덕전자, 코리아씨키트, 이수페타시스, LG이노텍
	카메라 FPCB	삼성전기, 대덕전자, 인터플렉스, LG이노텍
Apple의 Y-Octa	Y-Octa FPCB	삼성전기, 비에이치
5G 기지국	고다층 MLB	이수페타시스, 대덕전자

자료 : SK 증권

(2) 투자 전략: 키워드별 관련 업체 주목

기판 업계에는 구조 조정을 거쳤음에도 불구하고 전세계적으로 여전히 경쟁이 심한 산업 중에 하나이다. 따라서 향후 기술과 제품 변화 트렌드에 따른 선별적인 투자 전략이 유효하다. 모바일 부품 고기능화 trend 에 따른 수혜로 SLP 와 카메라용 FPCB chain 에 대한 접근이 필요하다. Apple 의 Y-Octa 채용과 관련해서는 삼성전기와 비에이치의 수혜가 유력하다. 5G 기지국 설치 확대와 관련해서는 이수페타시스와 대덕전자의 수혜가 예상된다.

8. 세부 업종별 check point - 반도체 편

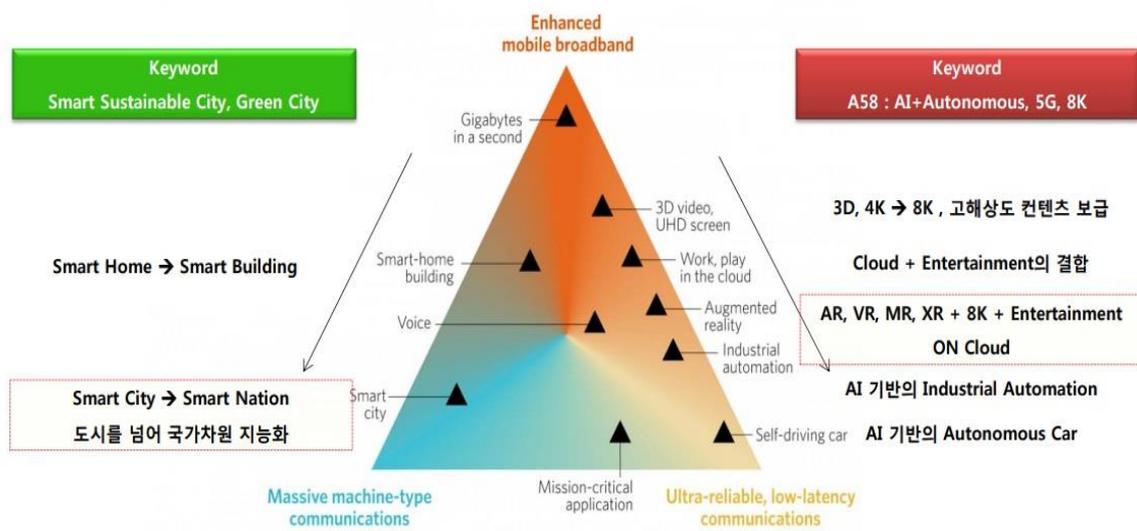
(1) 키워드: 단기 “공급조절”, 중장기 “5G + AI + RPA”

중국의 강력한 5G 망 확대 정책은 인공지능(AI) 굴기에 대한 인프라를 확보하려는 전략이기도 하다. 인공지능의 자연어처리 평가지표로 사용되는 SQuAD(Stanford Question Answering Dataset) 순위에서도 10 위권 기업/기관은 거의 전부 미국과 중국이 휩쓸고 있으며, 중국 하얼빈공대와 iFlytek의 공동연구팀은 전체 순위 1위를 차지하기도 하였다. 이러한 인공지능의 핵심은 Computing Power와 양질의 Dataset을 기반으로 한, 현실에서의 적용 능력이다. 따라서 고성능 AI Processor와 Big Data 수집 및 분석 능력, 그리고 Algorithm 고도화가 중요해지는 것이다.

미국은 향후 미래에 대한 가장 중요한 기술적 이슈인 인공지능 분야에서, 중국에 대한 절대적인 우위를 유지해야 한다. 인공지능에 대한 패권이 중국으로 넘어가게 될 경우, 장기적으로 모든 부문에서 중국의 부상은 막을 수 없는 대세가 될 것이다. 미국의 각성으로 시작된 중국의 Huawei에 대한 강력한 제재로, 2분기 반도체 업계는 전반적으로 어려운 시기를 보냈다. 실제로 삼성전자를 제외한 스마트폰 시장은 정체되었으며, Hyper-scale Operator들의 설비투자는 위축되었다. 이는 하반기에도 미국과 중국의 패권전쟁이 지속될 경우, 수요의 강한 반전이 나타나기는 쉽지 않다는 것을 암시해준다. 따라서, 하반기에는 공급 조절을 통한 재고 축소 및 수급의 안정화가 필요한 시점으로 판단된다.

장기적 관점에서 보면, 반도체 시장의 미래는 대단히 긍정적이다. 소프트뱅크의 손정의 회장은 1998년 김대중 대통령 당선인이 한국의 경제위기를 극복할 해결책을 물었을 때, “첫째도, 둘째도, 셋째도 브로드밴드(초고속인터넷)”라고 조언한 바 있다. 지난 7월 4일, 문재인 대통령을 만난 손 회장은 “한국이 향후 집중해야 할 것은 첫째도, 둘째도, 셋째도 인공지능(AI)”이라고 답했다. 실제로 손정의 회장은 인공지능이 가져올 미래의 거대한 변화 때문에, 자신의 은퇴까지 반복한 바 있다. 당초 60살 생일이 되는 날 자리를 물려주려고 했던 손 회장은, 향후 5~10년간의 거대한 변화를 위해 자신의 생각들을 더 실행해보고 싶다는 은퇴계획을 반복했다. 5G 네트워크와 결합할 인공지능(AI)이 로봇 소프트웨어를 통해 자동화하는 솔루션으로 연결되는 RPA(Robotic Process Automation)의 시대는 이제 막 시작 단계에 접어들고 있다.

반도체의 미래 방향성은 "5G + AI + RPA"



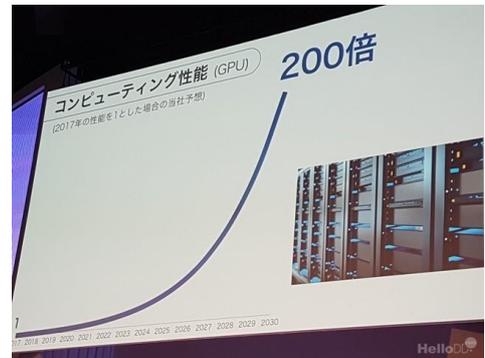
자료 : Stratfor 2018, Forbes, SK 증권

'이매진 도쿄 2019' 기조 연설에서 RPA와 AI 결합한 'RPAI' 언급



자료: 언론 보도, Softbank

손정의, 컴퓨팅 성능이 200 배 커져야 AI 시대 도래 언급



자료: Softbank, HelloDD

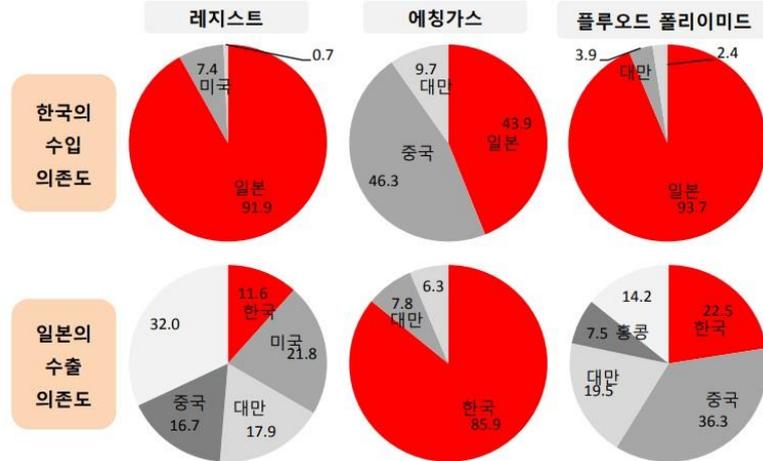
(2) 일본의 수출 규제에 대한 우려와 파장

지난 7월 1일, 일본 경제산업성(經産省)은 반도체/디스플레이 산업에서 사용하는 1) 감광액(Photoresist), 2) 에칭가스, 3) 플루오린 폴리이미드(Fluorine Polyimide)에 대한 수출을 허가제로 전환시킨다고 발표하였다. 일본은 향후 한국을 안전 보장을 위해 신뢰를 쌓아온 국가 목록(White List)에서 제외하고, 모든 품목에 대해 경산성의 판단에 따라 개별 심사를 받도록 요구하는 catch-all-control로 방향을 정할 가능성도 제기된다.

이번에 일본이 발표한 수출 규제에 따른 메시지는 다분히 정치적으로 해석되는 가운데, 가장 큰 문제가 될 수 있는 것은 EUV 노광 공정에 사용되는 JSR Corporation의 Photoresist이다. 이는 한국 정부와 삼성전자가 공을 들이고 있는 시스템 반도체 육성 및 High-end Foundry 부문에서 차질이 발생할 가능성이 높아질 것이기 때문이다. EUV에 사용되는 Photoresist는 일본 기업으로부터의 구매가 100%이고, 국산화 자체가 상당히 어렵기 때문이다. 삼성전자의 7nm Foundry가 본격적으로 가동되는 시점까지 공급 차질이 지속될 경우, 이는 삼성전자 Foundry의 고객사인 NVidia, IBM, Qualcomm 등으로 피해가 확대될 것이다. Fluorine Polyimide의 경우, 일본 Sumitomo사의 제품이 갤럭시 폴드에 적용되고 있다. 만약 기대했던 만큼 갤럭시 폴드가 인기를 끌었다면, 일본의 수출 규제는 판매에 크게 영향을 주었을 것이다. 그러나 불행인지 다행인지, 갤럭시 폴드는 금년에 기대치를 큰 폭으로 하회하는 소량만 판매가 될 것으로 전망된다. 따라서 삼성전자 IM 사업부는 국산 폴리이미드 기판 및 Foldable Glass 등으로 대체할 시간은 충분할 것으로 전망된다.

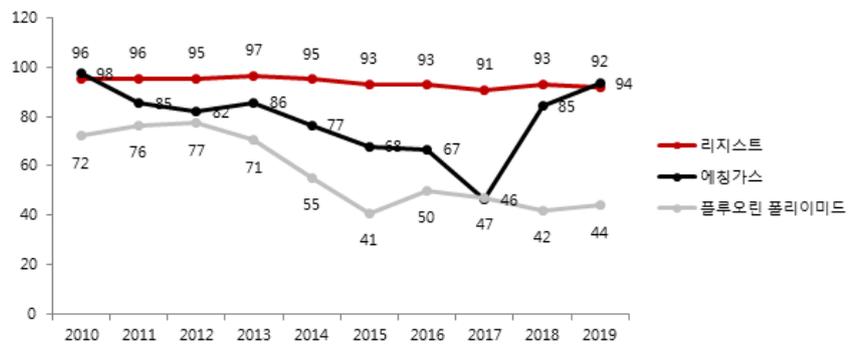
일본의 이러한 규제는 단기적으로는 7/21 참의원 선거를 의식한 것으로 언론에 보고되고 있으나, 좀 더 자세히 보면 강제징용 배상 관련 전범기업들의 한국내 자산 매각에 선제적으로 대응하기 위한 과시적 규제 정책으로 파악된다. 아울러 일본 자민당내 유력 인사들이 일본내 주요 소재 및 부품들이 북한으로 들어가고 있다는 식의 인터뷰를 하고 있어, 이슈를 좀 더 일본의 안보 동맹국들 사이에서 키우려는 모습도 나타나고 있다. 현재 한국 강제동원 피해자의 대리인단은 신일본제철, 미쯔비시 등 일본기업의 한국내 JV 기업들의 주식을 압류하고, 배상 협의에 나선 상황이다. 주식매각이 이루어져 현금화되기까지는 최소 6개월 이상이 예상되는 만큼, 장기적인 변화에도 대비를 해야만 할 상황으로 판단된다.

일본의 반도체 부문 3개 품목 수출 제한 조치



자료 : SK 증권

반도체 주요 소재 연간 수입 의존도 추이



자료 : 한국무역협회, 일본 재무성, SK 증권

(3) 일본은 삼성전자를 좌절시킬 수 있을까

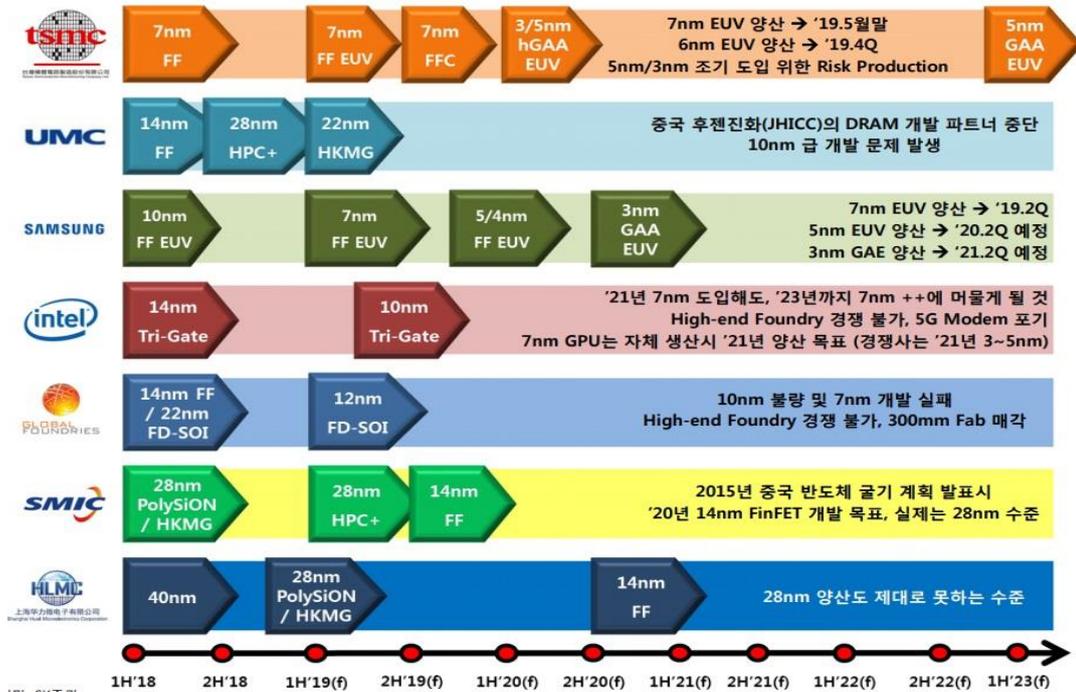
앞서 언급한 바와 같이, 향후 일본의 규제에서 가장 크게 문제가 될 수 있는 것은 EUV 노광 공정에 사용되는 JSR Corporation의 Photoresist이다. 현재 삼성전자의 EUV에 사용되는 Photoresist는 100% 일본산에 의존하고 있으며, 국내 Photoresist 업체들이 단기에 대체할 수 있는 것도 아니다. 가장 공정 미세화가 빠르게 진행되고 있는 분야가 Foundry 분야인 만큼, 핵심 공정소재들의 중요성도 가장 높아지게 된다. 바로 이런 분야에서 문제가 발생할 수 있는 것이다.

그런데 삼성전자가 정말로 일본으로부터의 공정소재 수급 문제로 EUV Fab의 가동 및 양산 일정에 차질을 빚게 된다면, 이는 곧 글로벌 Tech에서의 공급 대란으로 이어질 수 있게 된다. 2020년 기준, 7nm EUV 노광장비를 통한 High-end Foundry 제품을 양산할 수 있는 업체는 대만의 TSMC와 삼성전자 두 업체 외에는 없다. INTEL은 빨라야 2021년에 자사 CPU 생산에 7nm를 적용하는 것이 목표이며, Global Foundries는 7nm 공정 개발을 이미 포기했다. 그나마 INTEL은 자사 제품 생산 적용이 목표이며, Fabless 업체들로부터의 Foundry 수주는 사실상 중단된 상태이다.

이는 5G 시대를 열어가기 위한 5G 모뎀, CPU, GPU, FPGA, AP 등 향후 수요를 TSMC라는 한 개의 업체에 의존해야 한다는 것을 의미한다. 예정되어 있던 삼성전자의 Foundry 투자 및 생산이 지연된다면, 미국 위주의 글로벌 주요기업들도 타격을 받을 수 밖에 없음을 의미한다. 한편, 삼성전자 System LSI 사업부의 제품군도 자사의 Foundry를 이용하고 있다는 사실도 중요하다. 삼성전자의 Foundry가 타격을 입게 되면, 현재 개발하고 있던 중장기 프로젝트들의 협력선도 모두 바뀌어야 한다. Huawei의 자회사인 Hi-Silicon의 사실상 5G 모뎀 및 AP에서의 퇴출에 이어, 삼성전자까지 난처한 상황에 처하게 된다면 Qualcomm의 반사 수혜도 커지게 될 것이다.

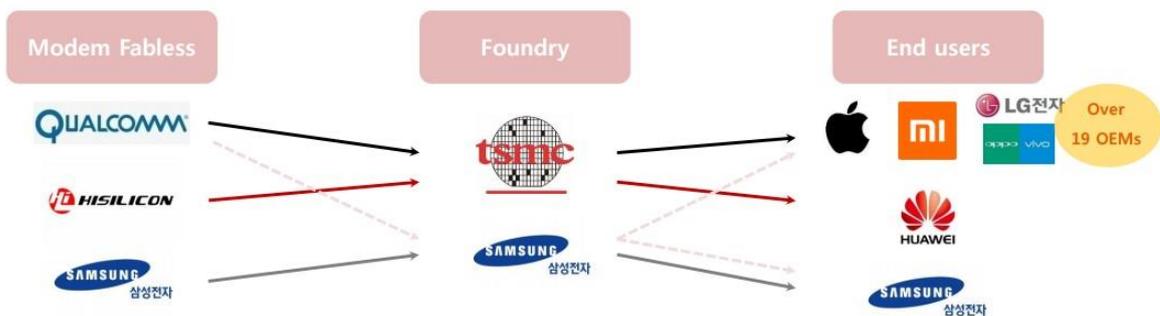
High-end Foundry는 TSMC에만 의존하고, 5G 모뎀과 AP 시장은 Qualcomm이 석권하는 독과점화된 시장의 출현은, 다분히 극단적인 일본 핵심소재들의 수출 금지 시나리오에 기반한 것이다. 그리고 이러한 공급망 축소에 따른 충격은, 제품 가격의 충격으로 이어지게 될 것이다. 따라서 이러한 글로벌 경제의 충격은 현실화될 가능성이 매우 낮은 것으로 판단된다. 실제로 많은 글로벌 Fabless 기업들은 삼성전자의 EUV Foundry 로드맵과, 2021년 이후부터 시작될 GAA(Gate All Around) 기술에 주목하고 있다. 고성능, 초저전력의 부품들의 공급이 없다면, “5G+AI+RPA”의 미래도 차질을 빚을 수 밖에 없다. 결국 일본이 중장기적으로 커다란 비난에 직면할만한 상황을 스스로 만들 가능성은 매우 낮다. 단기엔 품목과 분야를 확대하며 한국을 압박하되, 실제로 수출금지를 통해 삼성전자의 Fab이 멈출만한 상황까지 만들지는 않을 것으로 전망된다.

High-end Foundry는 삼성전자와 TSMC 양강. TSMC 혼자서는 고성능, 초저전력 전방 수요 대응 불가



자료: 각 사 전망, SK 증권

5G Modem, AP 도 Qualcomm 과 양강 구도. 수출 금지 영향은 Fabless 부터 Set 까지로 파장이 크다



자료: SK 증권

(4) 반도체 산업에 미칠 영향

현재 메모리 반도체 산업의 키워드는 공급 조절이다. 미중무역전쟁의 여파로 Huawei에 대한 강력한 제재가 지속되면서, 스마트폰 시장이 정체되고 Hyper-scale Operator들의 투자는 위축되어 있다. 글로벌 수요가 부진함에 따라, 미국의 Micron은 DRAM -5%, NAND -10% 수준의 감산을 진행하고 있는 실정이다.

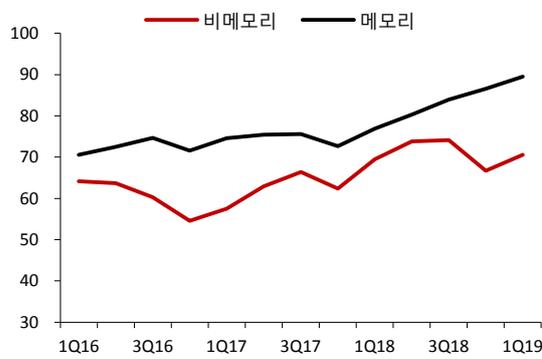
삼성전자는 2020년 하반기 메모리 업황의 반전을 기대하며, 1z nm DRAM 및 LPDDR5의 양산 체제를 구축할 전망이다. 또한 2021년부터 EUV 노광장비를 사용한 DRAM 생산 공정도 도입하기 위해, R&D에 여러 라인을 배정하여 사실상의 감산 효과를 노릴 것으로 예상된다. SK Hynix는 금년 하반기에 도입될 예정이던 1y nm DRAM과 96단 4D NAND의 전환을 최대한 지연시켜, 생산량 조절에 나설 것으로 전망된다. 현재 글로벌 시장에서의 재고 수준은 DRAM 2달 이상, NAND 3달 이상이다. 지난 5월말까지 훨씬 심각했던 NAND 부문의 글로벌 재고 수준은, 도시바 메모리(TMC)의 정전 사태 여파가 길어지면서 최악의 시나리오에서 벗어나고 있다.

만약 일본의 수출 규제가 사실상의 수출 금지로 이어지게 된다면, 단기에는 오히려 재고 축소 및 향후 불확실성에 따라 메모리 가격은 폭등할 수 있다. 이런 결과는 일본 정부가 원하는 그림은 아닐 것이다. 물론 재고 소진 이후에도 장기적으로 이어진다면 이는 Micron의 최대 수혜와, 한국 메모리 반도체 업체들의 시장점유율 하락, 그리고 일본 반도체/디스플레이 소재 업체들의 가격 협상력 약화로 이어지게 될 것이다.

앞으로 일본 정부는 더 많은 분야에서, 더 많은 규제 품목을 만들어 낼 가능성이 높다. 그러나, 수출 규제와 수출 금지는 분명히 다르다. 수출 품목에 대한 불허(不許)가 실제로 발생한다면, '산업의 쌀'이라 불리는 반도체 산업의 타격을 포함해 글로벌 Tech 산업의 독과점화 및 타격은 불가피하다. 또한 혹시라도 발생할 수 있는 부품 및 소재에 대한 관세 부과시, 일본에서 생산되는 부품 및 소재의 가격 경쟁력 약화 및 메모리 반도체 등의 가격 인상으로 귀결될 수 있다. 이 또한 일본정부가 원하는 그림은 아닐 것이다.

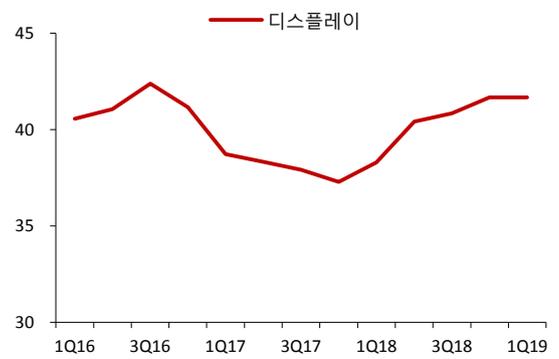
글로벌 어느 국가도 한 국가에서 모든 Supply Chain 을 다 갖추기는 어렵다. 삼성전자와 SK Hynix 는 장기적으로 핵심소재의 국산화를 추진해야 하지만, 이는 말처럼 쉬운 일은 아니다. 다만 삼성전자의 시스템 반도체 및 Foundry 에 대한 잠재적인 위험이 표출된 만큼, 향후 삼성전자는 미국 내 공장설립을 적극 검토할 필요가 있다. 특히 High-end 제품을 생산할 Foundry 부문을, 중요 Fabless 고객들이 포진해 있는 미국에 확대할 필요성이 있는 것이다. 가장 바람직한 것은 Foundry 분사 후 미국 Nasdaq 에 상장하는 것이며, IPO 를 통해 조달된 자금은 Global M&A 재원으로 활용하는 모습을 기대해 본다.

메모리 & 비메모리 재고일수 추이 (단위: 일)



자료: Bloomberg, SK 증권
 Note: Qualcomm, TSMC, Mediatek, 삼성전자, SK 하이닉스, Micron

디스플레이 재고일수 추이 (단위: 일)



자료: Bloomberg, SK 증권
 Note: LG 디스플레이, AUO, Innolux, Sharp

**삼성전자 미국 연구소(SSIC) - AI, 5G, 자동차 등 미래 산업 발굴의 허브
 미국이 핵심 ICT 업체의 거점 지역임을 상기할 필요**



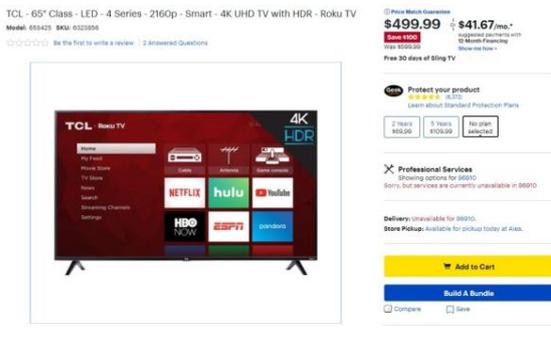
자료: 삼성전자

9. 세부 업종별 check point -TV 편

(1) 대면적 TV Shift 가속화. 치열해지는 대면적 TV 시장

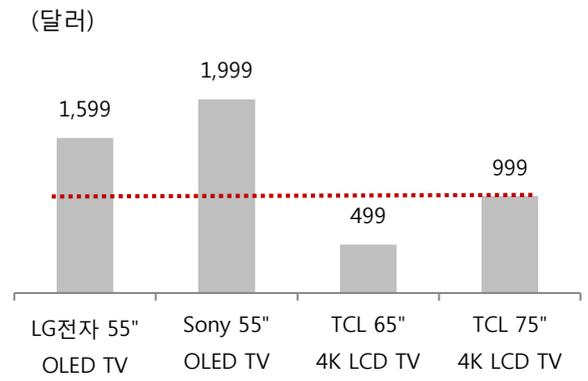
Bestbuy 에서 TCL 65 인치 4K TV 가 499 달러, 75 인치가 999 달러에 판매 중이다. 65 인치 4K TV 평균 가격이 620 달러, 75 인치가 1200 달러로 경쟁사 대비 최저가 수준이다. 상대적으로 수익성이 좋은 고인치대에서도 가격 경쟁이 치열해지고 있다. OLED 와 비교해보면 그 차이가 더욱 확연하다. TCL 의 65" 가격은 LG 전자 OLED 55"의 1/3, SONY OLED 55"의 1/4 수준. TCL 의 75 인치 역시 SONY 55" 대비 절반 가격 수준 이다. OLED 만의 장점이 있긴 하지만 대면적 TV 추세에서 TCL 의 65 인치와 75 인치의 가격은 상대적인 단점을 상쇄할 만큼 저렴해졌다.

TCL 65 인치 4K TV 가격은 499 달러



자료: Bestbuy

55" OLED TV vs 65", 75" 4K LCD TV 가격 비교

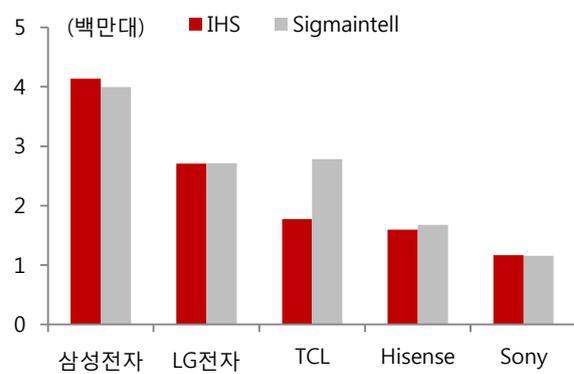


자료: Bestbuy, SK 증권

(2) 중화권 TV의 공습 - 점유율로 나타나는 가격 효과

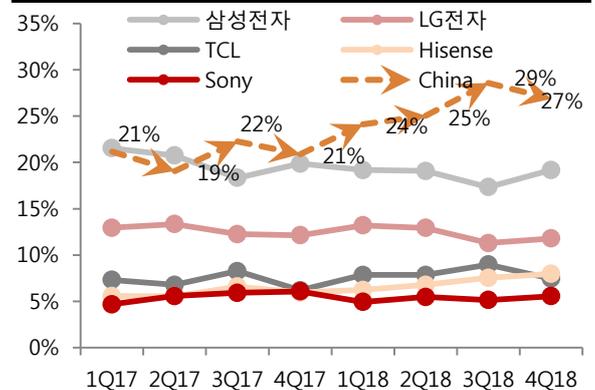
시장 조사 기관별로 출하량의 차이가 있다. 중국의 시장조사기관 중 하나인 Sigmaintell 에서는 2018 년 TCL 이 2,785 만대를 출하하며 전세계 2 위를 기록했다고 발표했다. 반면, IHS 에서는 TCL 이 1,771 만대를 출하하며 3 위로 집계했다. 조사 기관별 데이터 가 상이하기 때문에 데이터 신뢰성에 대해서 재확인 이 필요하다. 그러나 한 가지 확실한 것은 TCL 을 포함한 중화권 TV 제조사의 점유율이 빠르게 올라오고 있다는 것이다. 중국 상위 5 개사 합산 점유율은 지난 1Q17 21%에서 4Q18 27%까지 급격히 증가했다. 중화권 패널 업체 양산성 확보와 정부 보조금 정책 기반의 공격적인 SET 가격 정책에 기인한다.

2018 년 제조사별 TV 출하량 비교



자료: IHS, Sigmaintell, SK 증권

전세계 TV 출하량 점유율 추이



자료: IHS, SK 증권

Note: China 는 TCL, Hisense, Xiaomi, Skyworth, Haier 합산

(3) OLED 와 QLED 커지는 고민

CSOT T6 10.5G는 2019년 연말 Full capa 90K/월 가동 체제에 들어간다, BOE는 기존 120K/월에 2020년 120K/월 추가 CAPA 확보했다. 2019년 기준 중화권 패널 업체 합산 210K/M이다. 면취율이 높은 65인치만 생산한다고 가정하면 연간 2000만대 패널 생산 가능하다. 2020년 BOE 신공장 가동까지 포함하면 연간 3000만대 이상(65인치 이상 TV 시장 판매량은 1700만대 수준)이다. 참고로 10.5세대는 65인치 패널 면취율 최적화되어 기판 1장당 65인치 패널이 정확하게 8대 생산이 가능하다. 그렇기 때문에 6G나 8.5G와 비교해서 65인치 이상 패널 양산성에 큰 차이 난다. 중화권 패널 업체는 양산성이 좋고 수익성이 좋은 65인치 이상 패널 위주로 생산할 계획이다. 반면, 국내 패널 업체는 10.5세대 LCD 라인 부재하다.

중화권 10.5세대 가동으로 대면적 패널 가격 하락은 65인치 이상 LCD TV 가격의 하락세를 부추길 것으로 예상된다. 특히 TCL은 CSOT를 자회사로 두고 있기 때문에 향후 가격 정책은 더욱 매서워질 가능성 크다. 전반적인 중화권 Set 제조사 가격 경쟁력 강화되고 국내 TV 업체는 수익성에 큰 압박을 느낄 수 있다.

OLED와 QLED에 대한 고민도 커진다. 65인치 4K LCD TV 평균 가격은 55" OLED와 QLED보다 확실한 가격 경쟁력 보유하고 있다. 향후 가격 하락폭이 대형 LCD가 더욱 커진다고 보면, 대면적 LCD TV의 boom은 지속되는 가운데 OLED나 QLED와 같은 프리미엄 제품군의 출하량 증가 속도는 예상보다 둔화될 수 있다. QLED가 OLED보다는 조금 나은 상황이긴 하다. 작년 3분기부터 출하량 역전되었다. 그러나 QLED 진영인 TCL과 Hisense가 LCD와 같은 가격 정책을 펼친다면 프리미엄급 판도 변화에 대해서도 고민이 필요해 보인다.

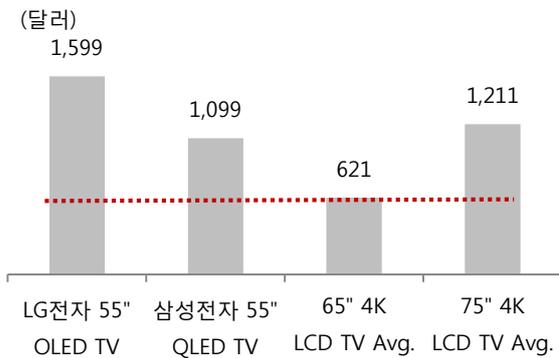
올해 상반기 삼성전자와 LG 전자 TV 사업부는 고전을 했다. 우려스러운 점은 하반기가 경쟁이 더욱 심화된다는 부분이다. TV 업황에 대해서는 보수적인 관점을 유지할 필요가 있다.

중화권 10.5 세대 LCD 라인 가동 계획

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
CSOT T6	Phase 1 (45K)	PO	Install			MP							
	Phase 2 (45K)	PO				Install			MP				
BOE Hefei B9	Phase 1 (40K)	MP											
	Phase 2 (40K)	Install	MP										
	Phase 3 (40K)	Install		MP									
BOE Wuhan B17	Phase 1 (60K)		PO				Install			MP			
	Phase 2 (60K)				PO			Install			MP		

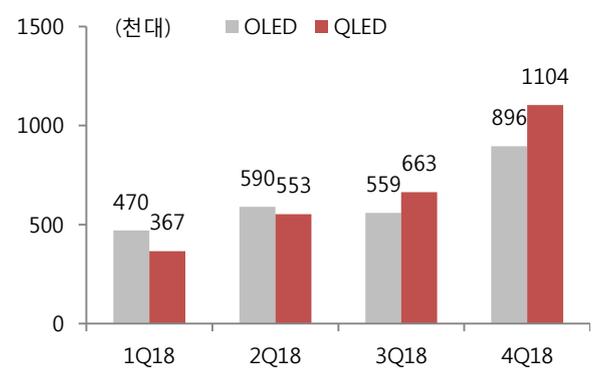
자료: IHS, SK 증권

TV 제품별 가격 비교(Bestbuy 최저가 기준)



자료: Bestbuy

OLED TV와 QLED TV 분기별 출하량 추이



자료: IHS, SK 증권

10. Global Tech Valuation

Global Tech Valuation

		1W	1M	3M	6M	YTD	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)		
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	
반도체	삼성전자	(4.61)	0.57	(4.72)	16.67	14.86	13.65	10.73	1.18	1.11	8.59	10.23	3.33	2.69	
	SK하이닉스	(4.57)	2.14	(14.25)	12.84	10.41	17.26	11.08	0.99	0.92	5.95	8.81	4.09	3.28	
	INTEL	1.31	4.45	(13.65)	0.71	2.45	11.22	10.71	2.67	2.32	24.11	23.16	7.20	6.65	
	QUALCOMM	1.63	11.60	32.72	37.02	34.70	20.25	15.04	13.37	13.54	123.72	100.08	14.88	11.38	
	MICRON	3.55	15.98	(8.11)	16.83	24.24	6.41	14.89	1.27	1.20	20.53	7.73	3.23	4.96	
	TOSHIBA	(0.44)	(2.01)	(8.81)	6.06	10.16			18.28	1.34	1.27	(3.45)	7.39	7.85	6.82
	MEDIATEK	(0.32)	3.92	8.33	43.70	39.01	21.92	17.77	1.75	1.67	8.21	9.82	12.57	9.97	
TSMC	(2.01)	4.96	(3.75)	15.40	7.98	19.26	16.98	3.54	3.32	19.54	21.04	8.61	7.46		
LCD 디스플레이	LG디스플레이	(4.86)	0.00	(19.76)	(11.90)	(7.76)			26.54	0.43	0.42	(2.35)	1.73	4.32	3.17
	BOE	(4.50)	8.73	(6.96)	33.21	37.26	30.08	20.28	1.33	1.27	4.49	6.33	10.25	9.22	
	AUO	0.11	3.53	(18.43)	(22.80)	(23.74)			0.47	0.49	(3.75)	(3.75)	5.73	5.11	
	INNOLUX	(0.68)	2.80	(27.94)	(25.68)	(24.38)			0.30	0.31	(2.72)	(3.51)	2.58	3.03	
	SHARP	8.93	31.03	5.14	18.64	20.69	11.37	11.08	1.81	1.63	18.35	17.09	7.13	6.69	
	JAPAN DISPLAY	11.27	36.21	(11.24)	11.27	9.72			1.35	1.34	(101.69)	0.45	26.72	3.51	
	CORNING	1.14	9.91	(3.09)	14.01	11.25	17.05	15.13	2.17	2.07	13.49	14.96	9.20	8.68	
장비	AMAT	(1.59)	5.95	2.47	33.64	34.33	14.79	11.90	5.00	4.64	36.68	38.02	11.44	9.85	
	LAM RESEARCH	(1.34)	(1.63)	(5.13)	34.11	34.86	12.78	12.59	5.41	4.73	39.14	41.97	9.14	9.01	
	KLA-TENCOOR	0.14	7.75	(5.47)	29.38	31.75	14.13	13.21	7.08	6.59	61.93	57.57	11.32	10.38	
	TOKYO ELECTRON	5.68	8.81	(3.82)	30.37	33.76	16.86	13.91	2.93	2.68	17.09	20.13	10.31	8.40	
PC	MICROSOFT	2.17	4.31	14.28	33.33	34.94	29.91	26.88	10.97	8.88	39.74	36.97	18.50	16.30	
	HP	2.03	7.36	6.12	(0.24)	3.42	9.72	9.27			(505.49)	1451.75	6.62	6.43	
	LENOVO	1.16	8.70	(11.94)	19.30	15.69	12.08	10.33	2.05	1.85	18.56	19.11	5.25	4.83	
휴대폰	APPLE	2.25	7.40	2.06	35.48	29.47	17.83	16.06	10.51	12.83	57.31	75.49	11.34	11.08	
	HTC	7.19	13.02	(3.42)	6.76	11.74			0.83	1.12	(20.36)	(25.28)			
	ZTE	0.67	13.22	(3.81)	48.56	53.38	19.61	14.79	2.74	2.40	14.57	17.54	16.45	13.49	
가전	LG전자	(8.21)	(10.09)	(7.85)	13.73	13.00	8.31	6.56	0.80	0.72	9.97	11.17	3.86	3.44	
	WHIRLPOOL	1.65	12.37	4.92	21.85	35.36	9.83	8.80	3.09	2.55	29.38	32.60	6.92	6.38	
	ELECTROLUX	1.10	8.11	(0.04)	22.68	28.22	14.51	12.16	2.92	2.58	20.03	22.67	7.04	6.01	
	SONY	3.27	14.17	24.25	11.05	12.09	13.98	12.65	1.78	1.58	13.25	12.89	5.65	4.96	
	PANASONIC	2.32	8.65	(3.47)	(6.70)	(4.63)	10.47	10.06	1.08	1.01	10.58	10.57	4.20	3.77	
PCB / PKG	삼성전기	(9.51)	(5.34)	(16.68)	(2.90)	(12.66)	11.18	8.81	1.29	1.14	12.39	13.86	4.44	3.63	
	JABIL	1.45	19.20	6.99	34.73	27.23	10.53	9.30	2.84	2.56	24.83	28.10	4.04	3.64	
	IBIDEN	(2.77)	5.08	7.01	21.54	20.28	29.72	15.82	0.92	0.89	3.03	5.62	5.62	3.68	
	SHINKO	(0.32)	4.77	5.36	35.24	34.86	25.85	16.27	0.92	0.89	2.85	5.34	3.58	2.83	
	KINSUS	1.60	3.39	(14.96)	(3.63)	(5.50)	1144.44	17.71	0.67	0.65	0.47	3.74	3.32	2.65	
	NANYA PCB	(4.51)	30.90	(19.18)	17.33	22.19	72.84	21.71	0.90	0.87	1.43	5.30	6.79	5.14	
수동부품	MURATA	(1.14)	12.93	(15.44)	6.74	0.74	15.92	13.75	1.84	1.68	12.27	12.77	8.00	6.90	
	KYOCERA	(0.43)	5.99	5.52	28.22	29.83	18.84	16.70	1.08	1.04	5.87	6.34	9.27	7.93	
	TDK	(3.03)	14.42	(9.42)	13.82	12.05	12.81	11.23	1.16	1.08	9.39	10.07	5.45	4.94	
	TAIYO YUDEN	(5.74)	13.99	(11.40)	32.44	32.52	10.51	9.48	1.21	1.09	12.43	12.69	4.24	3.75	
LED	LG이노텍	(4.39)	15.71	(6.84)	29.76	26.16	16.56	11.52	1.13	1.03	7.05	9.26	4.65	3.99	
	서울반도체	(4.89)	(8.38)	(17.84)	(5.41)	(9.56)	15.25	14.67	1.44	1.34	9.92	10.05	6.63	6.14	
	CREE	1.52	4.29	(4.99)	34.25	39.29	84.39	66.72	2.99	2.91	(2.25)	2.90	24.34	21.53	
	PHILIPS	3.40	11.45	11.67	31.53	27.66	21.65	18.57	2.89	2.72	12.96	14.53	11.78	10.53	
	EPISTAR	1.99	6.89	(9.06)	6.67	0.00			0.57	0.58	(3.66)	(0.33)	9.23	6.15	

자료 : Bloomberg, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
이동주
natelee@sk.com
02-3773-9026

Company Data

자본금	904 십억원
발행주식수	18,083 만주
자사주	77 만주
액면가	5,000 원
시가총액	11,881 십억원
주요주주	
(주)엘지(외4)	33.67%
국민연금공단	10.01%
외국인지분률	34.50%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(19/07/05)	72,600 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	1.18
52주 최고가	82,600 원
52주 최저가	59,400 원
60일 평균 거래대금	54 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.4%	-8.3%
6개월	16.7%	11.2%
12개월	-6.7%	-0.2%

LG 전자 (066570/KS | 매수(신규편입) | T.P 85,000 원(신규편입))

가전 DNA가 다른 사업부에도 필요

- 글로벌 가전 업계 선두 지위 여전히 공고, 신성장 제품은 내수 침투율 확대. 해외 초반 확대시 성장 여력 잔존
- TV, 모바일, 전장은 단기 모멘텀 부재. 전반적인 시장 침체 속에서 경쟁 심화로 수익성 개선이 쉽지 않은 상황
- 모바일 원가절감 효과 → OLED TV 확판 → 전장 수익화 확인 이후 순차적인 주가 Rerating 기대. 단기 Band play 전략 추천

가전 업계 최고, 시장 침체에도 차별화된 수익성

치열한 가전 업계에서 LG 전자는 독보적인 위치에 있다. Whirlpool, Electrolux, 삼성전자 CE 의 2018 년 이익률이 5% 미만이었던 반면 LG 전자는 8%를 기록했다. 최근 1 분기에서는 13%를 달성하며 차별화된 경쟁력을 다시 한 번 증명했다. 공기청정기, 스타일러 등 신성장 제품의 국내 판매 호조가 두드러지는 가운데 본격적인 해외 진출이 가시화된다면 H&A 의 추가적인 성장 여력도 남아 있다.

아쉬운 다른 SET

가전 호조에도 다른 set 사업부의 부진으로 효과가 반감되고 있다. TV는 시장 침체 속에서 중국 패널 업체의 10.5G 본격 가동으로 65 인치, 75 인치 TV 의 가격이 가파르게 하락하고 있다. LCD TV 에 대한 우려가 클 수 밖에 없다. OLED TV 도 이에 따른 영향으로 시장 개화에 시간이 필요해 보인다. 모바일은 V50 ThingQ 5G 가 국내에서만 한달 간 30 만대 가까이 팔리며 좋은 출발을 보였으나 비용 통제를 이루어내지 못했다. 시장 수요 약세와 더딘 원가절감 개선 효과로 하반기 실적 개선은 힘들어 보인다. VS 도 비용 지출이 많고 아직 사업화 단계에 진입하기까지는 이른다.

투자의견 매수, 목표주가 8.5 만원 제시

12M FWD BPS 에 Target multiple 0.9x 를 적용했다. 모바일 적자가 극에 달하고 패널 가격 상승이 컸던 2016 년 Bottom line 이 0.7x 이다. 가전이 최고의 performance 를 보여주고 있기 때문에 최악의 국면은 아니라고 판단한다. 다만 추가적인 주가 rerating 을 위해서는 모바일 원가절감 효과 → OLED TV 확판 → 전장 수익화를 순차적으로 증명해 보일 필요가 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	55,367	61,396	61,342	61,958	63,948	66,448
yoy	%	-2.0	10.9	-0.1	1.0	3.2	3.9
영업이익	십억원	1,338	2,469	2,703	2,680	2,938	3,176
yoy	%	12.2	84.5	9.5	-0.9	9.6	8.1
EBITDA	십억원	3,081	4,236	4,703	5,173	5,770	6,088
세전이익	십억원	722	2,558	2,009	2,065	2,746	3,167
순이익(지배주주)	십억원	77	1,726	1,240	1,344	1,855	2,174
영업이익률%	%	2.4	4.0	4.4	4.3	4.6	4.8
EBITDA%	%	5.6	6.9	7.7	8.4	9.0	9.2
순이익률	%	0.2	3.1	2.4	2.5	3.3	3.6
EPS	원	425	9,543	6,858	7,435	10,256	12,022
PER	배	121.4	11.1	9.1	9.8	7.1	6.0
PBR	배	0.8	1.5	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	5.3	6.2	4.2	4.2	3.5	3.1
ROE	%	0.7	13.7	9.0	9.1	11.4	11.9
순차입금	십억원	5,577	6,062	6,613	6,201	4,666	2,921
부채비율	%	183.4	180.9	171.8	167.1	153.0	142.1

LG 전자 사업부별 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
부문별 매출액 (십억원)													
HE	4,142	3,846	3,735	4,590	4,024	3,714	4,042	4,377	15,536	16,433	16,312	16,156	16,308
MC	2,134	2,049	2,017	1,675	1,510	1,702	1,688	1,643	11,722	11,158	7,876	6,544	6,633
H&A	4,924	5,258	4,852	4,328	5,466	5,555	4,948	4,413	16,775	18,515	19,362	20,381	20,779
VS(VC)	840	873	1,176	1,399	1,347	1,338	1,367	1,417	2,687	3,439	4,288	5,468	5,835
BS(B2B)	643	588	577	598	626	655	685	717	2,118	2,362	2,406	2,682	3,063
기타	980	1,200	1,011	962	756	1,120	1,041	991	2,007	3,272	4,152	3,907	4,025
LG이노텍	1,721	1,518	2,313	2,431	1,369	1,426	2,444	2,870	5,755	7,641	7,982	8,110	8,727
내부거래 조정	-260	-313	-254	-210	-182	-247	-413	-449	-1,233	-1,324	-1,036	-1,291	-1,423
Total	15,123	15,019	15,427	15,772	14,915	15,263	15,802	15,977	55,367	61,496	61,342	61,958	63,948
영업이익 (십억원)													
HE	573	405	323	206	347	223	242	198	962	1,337	1,507	1,010	993
MC	-132	-184	-144	-319	-204	-289	-219	-181	-1,260	-737	-778	-893	-773
H&A	558	462	413	113	728	667	495	221	1,218	1,449	1,545	2,110	2,151
VS(VC)	-17	-32	-43	-27	-15	-18	-12	-9	-77	-107	-120	-54	7
BS(B2B)	79	39	35	15	55	49	45	46	237	152	168	196	215
기타	39	81	48	-18	0	27	14	5	164	122	150	45	44
LG이노텍	17	13	130	104	-11	5	144	147	105	293	263	284	317
내부거래 조정	-9	-13	-13	3	1	-6	-6	-6	-12	-43	-32	-16	-16
Total	1,108	771	749	76	901	657	702	421	1,338	2,465	2,703	2,680	2,938
영업이익률													
HE	13.8%	10.5%	8.6%	4.5%	8.6%	6.0%	6.0%	4.5%	6.2%	8.1%	9.2%	6.3%	6.1%
MC	-6.2%	-9.0%	-7.1%	-19.0%	-13.5%	-17.0%	-13.0%	-11.0%	-10.8%	-6.6%	-9.9%	-13.6%	-11.6%
H&A	11.3%	8.8%	8.5%	2.6%	13.3%	12.0%	10.0%	5.0%	7.3%	7.8%	8.0%	10.4%	10.4%
VS(VC)	-2.0%	-3.7%	-3.6%	-2.0%	-1.1%	-1.3%	-0.9%	-0.7%	-2.9%	-3.1%	-2.8%	-1.0%	0.1%
BS(B2B)	12.3%	6.6%	6.1%	2.5%	8.9%	7.5%	6.5%	6.5%	11.2%	6.4%	7.0%	7.3%	7.0%
기타	4.0%	6.7%	4.7%	-1.8%	0.0%	2.4%	1.3%	0.5%	8.2%	3.7%	3.6%	1.2%	1.1%
LG이노텍	1.0%	0.9%	5.6%	4.3%	-0.8%	0.3%	5.9%	5.1%	1.8%	3.8%	3.3%	3.5%	3.6%
Total	7.3%	5.1%	4.9%	0.5%	6.0%	4.3%	4.4%	2.6%	2.4%	4.0%	4.4%	4.3%	4.6%

자료 : LG 전자, SK 증권

12M Forward PBR Band



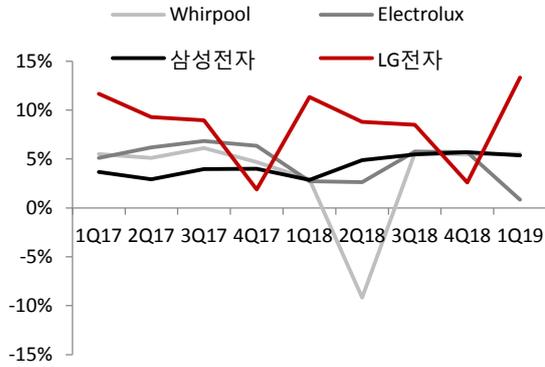
자료 : LG 전자, SK 증권

12M Forward EV/EBITDA Band



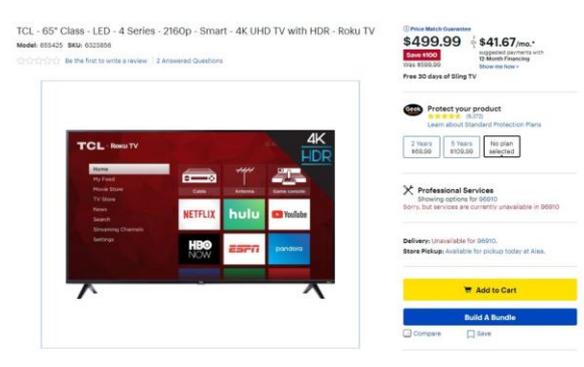
자료 : LG 전자, SK 증권

가전 업체 분기별 이익률 비교



자료 : 각 사, SK 증권

TCL 65 인치 4K TV 가격은 499 달러



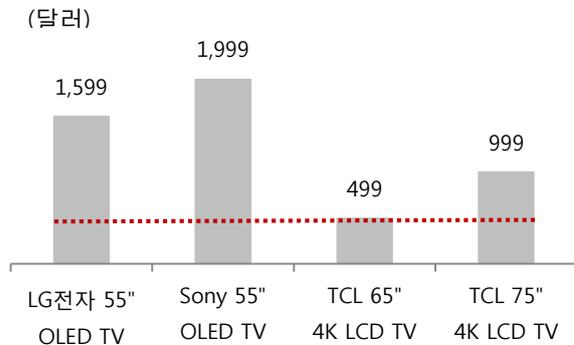
자료 : Bestbuy

중화권 10.5 세대 LCD 라인 가동 계획

기업	제품	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
CSOT T6	Phase 1 (45K)	PO	Install			MP							
	Phase 2 (45K)	PO				Install		MP					
BOE Hefei B9	Phase 1 (40K)	MP											
	Phase 2 (40K)	Install	MP										
	Phase 3 (40K)	Install		MP									
BOE Wuhan B17	Phase 1 (60K)		PO				Install		MP				
	Phase 2 (60K)							Install				MP	

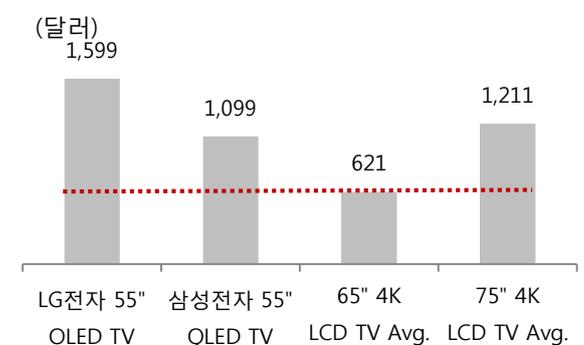
자료 : IHS, SK 증권

55" OLED TV vs 65", 75" 4K LCD TV 가격 비교



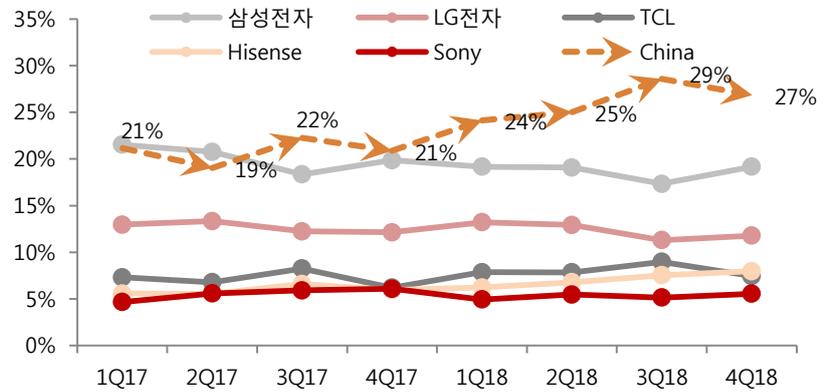
자료 : 각 사, SK 증권

TV 기술별 제품별 가격 비교



자료 : Bestbuy

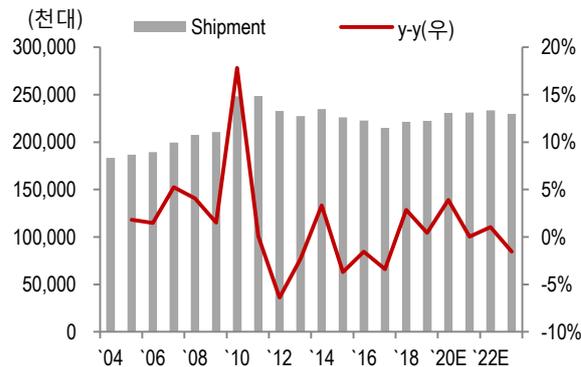
전세계 TV 출하량 점유율 추이



자료 IHS, SK 증권

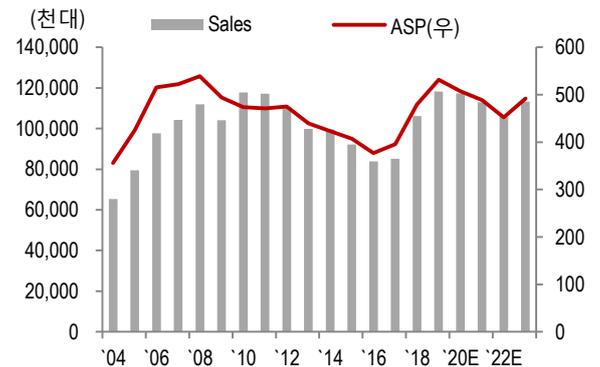
주: China 는 TCL, Hisense, Xiaomi, Skyworth, Haier 합산

전세계 TV 출하량 및 YoY 성장률



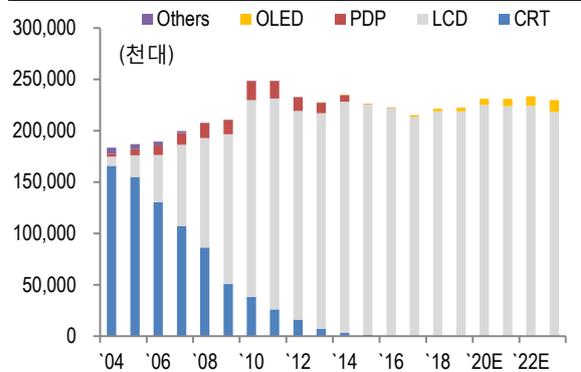
자료 IHS, SK 증권

전세계 TV 매출액 및 ASP 추이



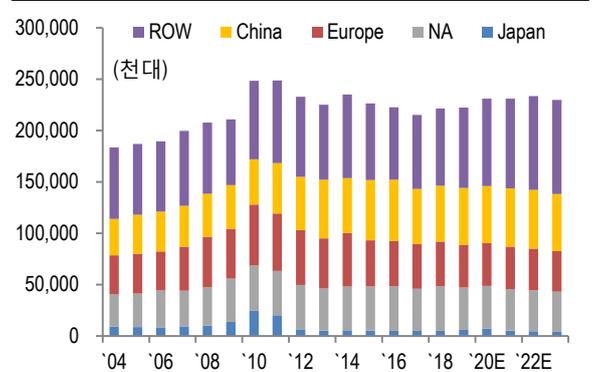
자료 IHS, SK 증권

디스플레이 Tech 별 TV 출하량 추이



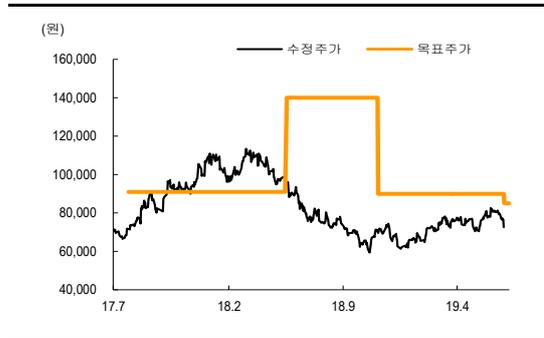
자료 IHS, SK 증권

지역별 TV 출하량 추이



자료 IHS, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.09	매수	85,000원	6개월		
2019.05.27	담당자변경 매수	90,000원	6개월	-19.39%	-8.22%
2018.11.14	매수	90,000원	6개월	-21.01%	-13.11%
2018.05.28	매수	140,000원	6개월	-45.98%	-31.36%
2017.08.07	매수	91,000원	6개월	6.21%	24.73%



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 7월 9일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	19,195	19,363	20,643	22,305	24,720
현금및현금성자산	3,351	4,270	5,352	6,687	8,433
매출채권및기타채권	8,472	6,653	6,740	6,886	7,186
재고자산	5,908	6,021	6,100	6,232	6,503
비유동자산	22,026	24,966	26,536	27,498	28,605
장기금융자산	193	211	139	139	139
유형자산	11,801	13,334	14,758	15,218	15,664
무형자산	1,855	3,001	3,095	3,170	3,232
자산총계	41,221	44,328	47,180	49,803	53,326
유동부채	17,536	17,135	17,586	17,837	18,552
단기금융부채	1,363	1,408	1,649	1,549	1,549
매입채무 및 기타채무	10,814	9,962	10,091	10,310	10,759
단기충당부채	650	673	688	708	745
비유동부채	9,011	10,887	11,927	12,280	12,751
장기금융부채	8,158	9,585	9,994	9,894	9,894
장기매입채무 및 기타채무	5	16	24	31	39
장기충당부채	298	344	345	348	359
부채총계	26,547	28,022	29,513	30,118	31,303
지배주주지분	13,224	14,253	15,388	17,178	19,286
자본금	904	904	904	904	904
자본잉여금	2,923	2,923	2,923	2,923	2,923
기타자본구성요소	-45	-45	-45	-45	-45
자기주식	-45	-45	-45	-45	-45
이익잉여금	10,964	12,075	13,230	15,085	17,259
비지배주주지분	1,449	2,054	2,279	2,507	2,736
자본총계	14,674	16,307	17,667	19,685	22,023
부채외자본총계	41,221	44,328	47,180	49,803	53,326

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,401	4,798	4,851	5,185	5,406
당기순이익(손실)	1,870	1,473	1,571	2,081	2,401
비현금성항목등	4,139	4,572	3,944	3,688	3,687
유형자산감가상각비	1,335	1,586	1,961	2,252	2,320
무형자산상각비	433	414	533	579	592
기타	2,082	1,611	427	51	51
운전자본감소(증가)	-3,071	-752	-158	157	162
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,926	1,997	321	-146	-300
재고자산감소(증가)	-1,197	-157	5	-132	-271
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2,128	-998	-357	219	449
기타	-2,076	-1,595	-127	217	284
법인세납부	-537	-495	-507	-742	-844
투자활동현금흐름	-2,433	-4,251	-3,203	-3,209	-3,227
금융자산감소(증가)	-18	9	-14	0	0
유형자산감소(증가)	-1,947	-3,019	-2,634	-2,712	-2,767
무형자산감소(증가)	-642	-675	-654	-654	-654
기타	174	-566	100	158	194
재무활동현금흐름	456	393	-608	-641	-433
단기금융부채증가(감소)	0	0	-100	-100	0
장기금융부채증가(감소)	958	942	-72	-100	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-117	-123	-136	0	0
기타	-384	-426	-435	-441	-433
현금의 증가(감소)	335	920	1,082	1,335	1,745
기초현금	3,015	3,351	4,270	5,352	6,687
기말현금	3,351	4,270	5,352	6,687	8,433
FCF	607	718	1,239	1,696	1,908

자료 : LG전자, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	61,396	61,342	61,958	63,948	66,448
매출원가	46,738	46,261	46,368	47,735	49,622
매출총이익	14,659	15,081	15,590	16,212	16,826
매출총이익률 (%)	23.9	24.6	25.2	25.4	25.3
판매비와관리비	12,190	12,378	12,910	13,274	13,650
영업이익	2,469	2,703	2,680	2,938	3,176
영업이익률 (%)	4.0	4.4	4.3	4.6	4.8
비영업손익	90	-695	-616	-192	-9
순금융비용	272	299	329	292	248
외환관련손익	-81	-128	-50	-50	-50
관계기업투자등 관련손익	674	-97	-149	200	341
세전계속사업이익	2,558	2,009	2,065	2,746	3,167
세전계속사업이익률 (%)	4.2	3.3	3.3	4.3	4.8
계속사업법인세	689	536	493	664	766
계속사업이익	1,870	1,473	1,571	2,081	2,401
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,870	1,473	1,571	2,081	2,401
순이익률 (%)	3.1	2.4	2.5	3.3	3.6
지배주주	1,726	1,240	1,344	1,855	2,174
지배주주귀속 순이익률(%)	2.81	2.02	2.17	2.9	3.27
비지배주주	144	233	227	227	227
총포괄이익	1,434	1,332	1,508	2,018	2,338
지배주주	1,310	1,098	1,279	1,789	2,109
비지배주주	124	234	229	229	229
EBITDA	4,236	4,703	5,173	5,770	6,088

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	10.9	-0.1	1.0	3.2	3.9
영업이익	84.5	9.5	-0.9	9.6	8.1
세전계속사업이익	254.5	-21.5	2.8	33.0	15.3
EBITDA	37.5	11.0	10.0	11.5	5.5
EPS(계속사업)	2,144.8	-28.1	8.4	38.0	17.2
수익성 (%)					
ROE	13.7	9.0	9.1	11.4	11.9
ROA	4.7	3.4	3.4	4.3	4.7
EBITDA마진	6.9	7.7	8.4	9.0	9.2
안정성 (%)					
유동비율	109.5	113.0	117.4	125.0	133.3
부채비율	180.9	171.8	167.1	153.0	142.1
순차입금/자기자본	41.3	40.6	35.1	23.7	13.3
EBITDA/이자비용(배)	11.5	11.4	11.4	12.9	13.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,543	6,858	7,435	10,256	12,022
BPS	73,129	78,820	85,096	94,991	106,652
CFPS	19,318	17,918	21,222	25,914	28,127
주당 현금배당금	400	750	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.2	16.6	11.1	8.1	6.9
PER(최저)	5.4	8.7	8.3	6.0	5.2
PBR(최고)	1.5	1.4	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
PCR	5.5	3.5	3.4	2.8	2.6
EV/EBITDA(최고)	6.2	6.1	4.5	3.8	3.4
EV/EBITDA(최저)	4.0	4.1	3.8	3.2	2.8

SK COMPANY Analysis



Analyst

이동주

natelee@sk.com

02-3773-9026

Company Data

자본금	388 십억원
발행주식수	7,760 만주
자사주	205 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,991 십억원
주요주주	
삼성전자(주)(외5)	23.98%
국민연금공단	10.67%
외국인지분률	17.30%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(19/07/05)	93,600 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	1.77
52주 최고가	163,000 원
52주 최저가	92,000 원
60일 평균 거래대금	94 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.9%	-4.8%
6개월	1.7%	-3.1%
12개월	-34.6%	-30.0%

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

Non-IT MLCC 로 주가 재평가

- MLCC 업황은 수요 약세로 침체 국면. IT 범용 MLCC 가격 하락 지속
- 그럼에도 중장기 전망 여전히 밝음. 산업 및 전장용 시장 비중 확대. Mix 개선 기대
- 멀티 카메라 확대 및 모듈 효율화 노력으로 카메라 모듈 수익성 기반 안정적
- PLP 사업 양도로 실적 개선 및 투자 자원 확보. 중장기 성장 동력 투자에 활용
- 투자의견 매수, 목표주가 13 만원 제시

MLCC 단기보다는 중장기 수요 회복 및 mix 개선 효과에 주목

MLCC는 당사 이익의 90% 이상을 기여하기에 단연 주가에도 key point 이다. MLCC 매출 비중 중 스마트폰이 60%를 차지하는 가운데 모바일 업황은 Huawei 이슈로 하반기에도 좋은 상황은 아니다. MLCC 가격 반등을 논하기에는 아직 이르다. 그러나 중장기 전망은 나쁘지 않다. 공급 단에서 동사를 포함한 일본 업체의 증설은 연간 +10% 수준(생산성 기준 +5%)인 반면, 전통 IT 용 수요는 한자리수 초반 성장, 전장 및 산업 용은 +15% 수준이다. Non-IT 비중을 늘려가는 업체는 mix 효과로 Blended ASP 가 하반기를 저점으로 안정화될 것으로 생각한다. 동사 역시 Murata, TDK 에 이어 천진 및 부산 공장을 통해 전장 Capa 확대에 주력하고 있다. 올해 연말 기준 전장 MLCC 매출 비중은 mid-teen 까지 늘어날 것으로 추정한다.

모듈과 기판은 개선세 지속

멀티 카메라 및 개별 모듈 Spec 강화로 모듈 솔루션 실적은 올해와 내년에도 안정적인 성장 기반을 마련했다. 기판도 PLP 양도로 감가상각비 및 추가적인 투자에 대한 부담을 덜어냈다. 양도대금 8,000 억원으로 전장용 MLCC 나 카메라 모듈에 필요한 투자 자원을 확보했다는 점도 긍정적이다.

투자의견 매수, 목표주가 13 만원 제시

목표주가는 12M FWD BPS 에 Target multiple 1.8x 를 적용했다. MLCC 호황 진입 이전 PBR 은 1.7x 수준이다. 모듈과 기판도 당시보다 호황 국면을 경험하고 있는 점도 감안했다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	6,033	6,838	8,193	8,284	8,540	8,710
yoy	%	-2.3	13.4	19.8	1.1	3.1	2.0
영업이익	십억원	24	306	1,018	867	1,048	1,175
yoy	%	-91.9	1,155.0	232.5	-14.8	20.9	12.1
EBITDA	십억원	633	937	1,754	1,762	1,974	2,117
세전이익	십억원	32	254	940	820	1,009	1,144
순이익(지배주주)	십억원	15	162	656	597	737	840
영업이익률%	%	0.4	4.5	12.4	10.5	12.3	13.5
EBITDA%	%	10.5	13.7	21.4	21.3	23.1	24.3
순이익률	%	0.4	2.6	8.4	7.5	9.0	10.0
EPS	원	190	2,084	8,457	7,688	9,499	10,822
PER	배	268.0	48.0	12.2	12.2	9.9	8.7
PBR	배	0.9	1.8	1.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	8.4	10.4	5.3	4.6	3.8	3.3
ROE	%	0.4	3.8	14.5	11.8	13.1	13.2
순차입금	십억원	1,338	2,002	1,209	854	216	-498
부채비율	%	76.7	79.3	74.8	72.7	65.6	57.6

삼성전기 사업부별 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,018.8	1,809.8	2,366.3	1,998.1	2,130.5	1,953.9	2,205.3	1,993.8	6,033.0	6,838.4	8,193.0	8,283.5	8,539.6
QoQ	17.6%	-10.4%	30.8%	-15.6%	6.6%	-8.3%	12.9%	-9.6%					
YoY	28.5%	5.8%	28.5%	16.4%	5.5%	8.0%	-6.8%	-0.2%	-2.6%	13.3%	19.8%	1.1%	3.1%
모듈 솔루션(DM)	899.8	611.9	885.1	687.3	951.2	818.0	928.6	719.7	2,791.2	3,016.8	3,084.1	3,417.6	3,442.9
컴포넌트 솔루션(LCR)	753.0	868.6	1,026.8	896.1	836.3	799.4	823.0	830.7	1,912.6	2,347.2	3,544.5	3,289.3	3,390.3
기관 솔루션(ACI)	357.1	299.5	432.4	381.8	328.9	336.4	453.7	443.5	1,329.2	1,458.0	1,470.8	1,562.5	1,706.3
영업이익	150.5	206.8	405.0	252.3	190.3	185.5	278.3	213.4	24.6	305.8	1,014.6	867.4	1,048.4
QoQ	40.9%	37.4%	95.8%	-37.7%	-24.6%	-2.5%	50.1%	-23.3%					
YoY	490.7%	193.0%	293.7%	136.1%	26.4%	-10.3%	-31.3%	-15.4%	-91.8%	1144.2%	231.8%	-14.5%	20.9%
모듈 솔루션(DM)	10.0	9.2	31.0	16.2	66.6	40.9	55.7	20.5	66.3	102.8	66.3	183.7	202.3
컴포넌트 솔루션(LCR)	155.1	238.9	395.8	286.7	184.0	175.9	214.0	211.8	147.2	272.0	1,076.6	785.6	878.3
기관 솔루션(ACI)	-14.6	-41.2	-21.8	-50.6	-60.3	-31.3	8.6	-19.0	-119.6	-68.6	-128.3	-101.9	-32.1
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	7%	11%	17%	13%	9%	9%	13%	11%	0%	4%	12%	10%	12%
모듈 솔루션(DM)	1%	2%	4%	2%	7%	5%	6%	3%	2%	3%	2%	5%	6%
컴포넌트 솔루션(LCR)	21%	28%	39%	32%	22%	22%	26%	26%	8%	12%	30%	24%	26%
기관 솔루션(ACI)	-4%	-14%	-5%	-13%	-18%	-9%	2%	-4%	-9%	-5%	-9%	-7%	-2%

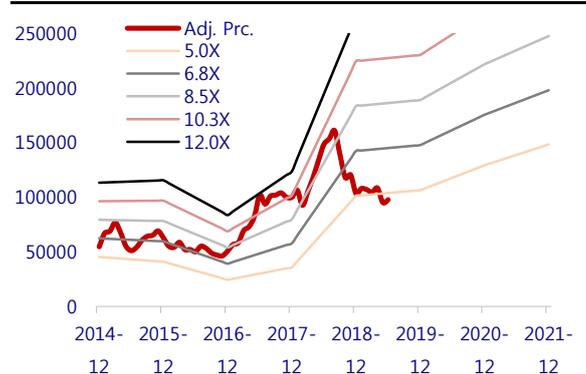
자료: 삼성전기, SK 증권

12M Forward PBR Band



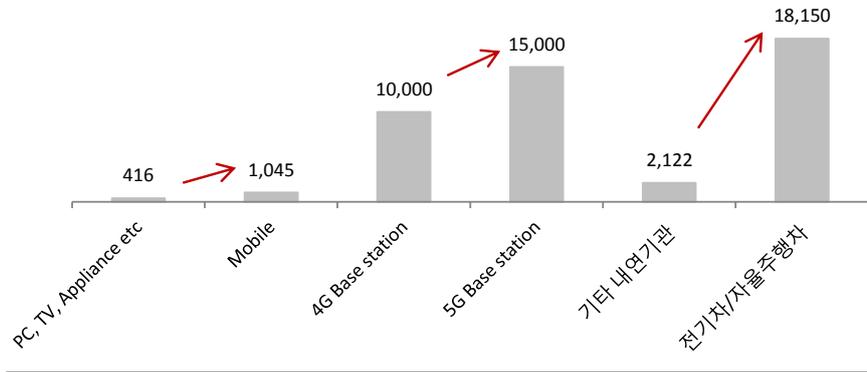
자료: 삼성전기, SK 증권

12M Forward EV/EBITDA Band



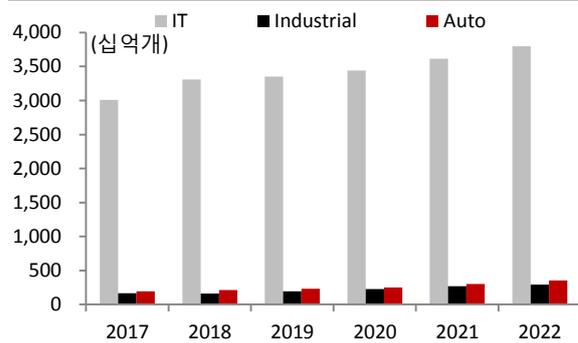
자료: 삼성전기, SK 증권

Application 별 대당 MLCC 채용량



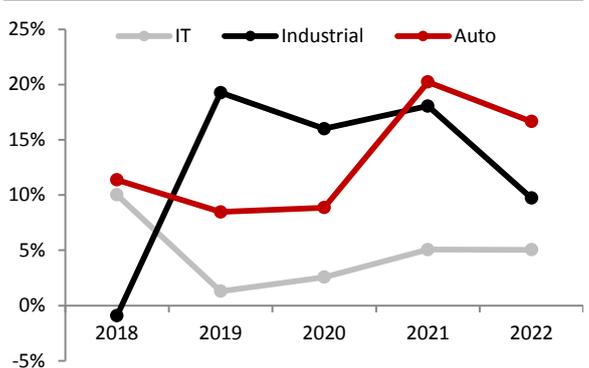
자료 : SK 증권

MLCC Application 별 수요 전망



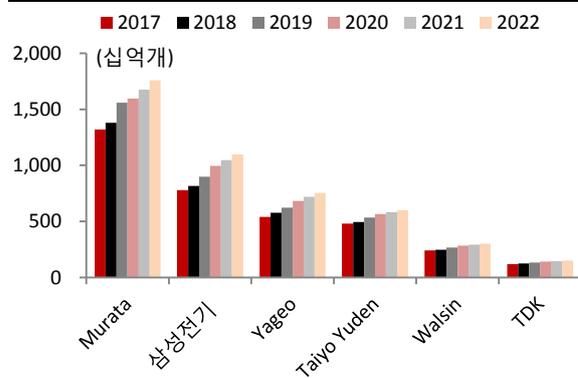
자료 : SK 증권

MLCC Application 별 YoY 성장률 전망



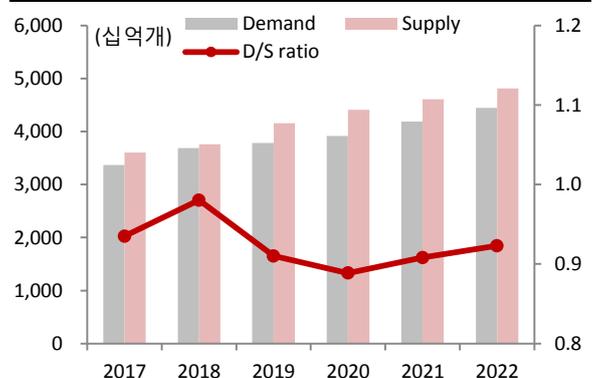
자료 : SK 증권

MLCC 제조사별 CAPA 전망



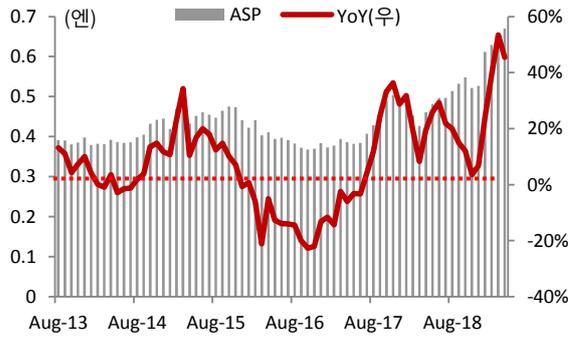
자료 : SK 증권

MLCC 수급 전망



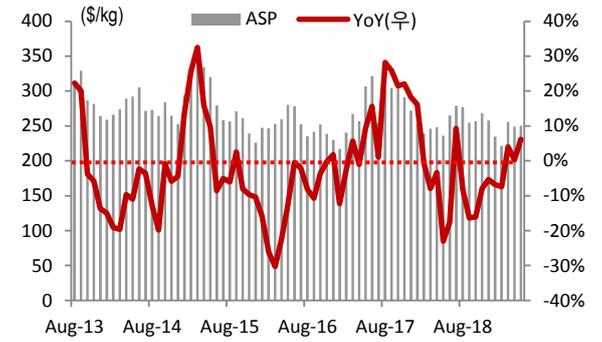
자료 : SK 증권

일본 MLCC ASP 추이



자료 : METI, SK 증권

국내 MLCC ASP 추이



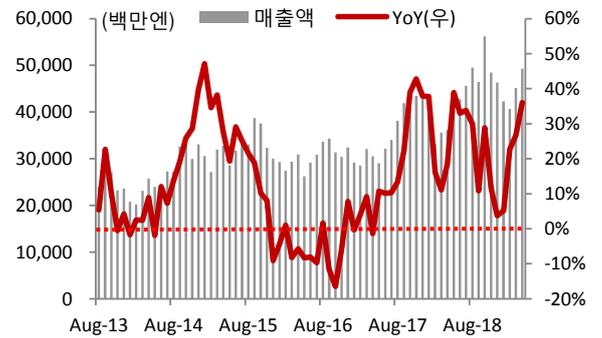
자료 : KITA, SK 증권

일본 MLCC 출하량 추이



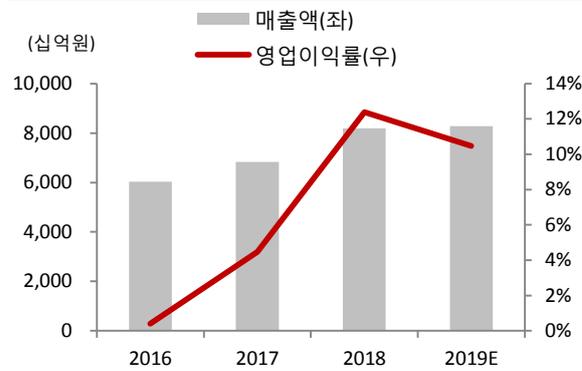
자료 : METI, SK 증권

일본 MLCC 매출액 추이



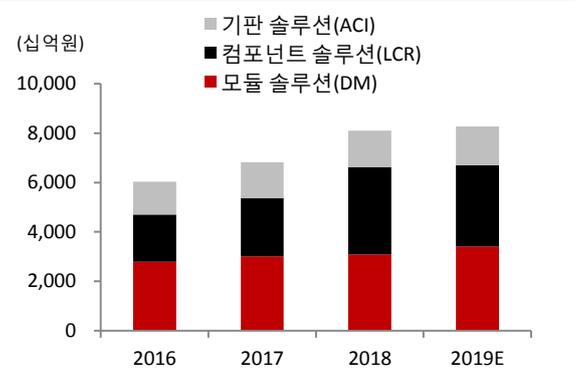
자료 : METI, SK 증권

연간 실적 전망



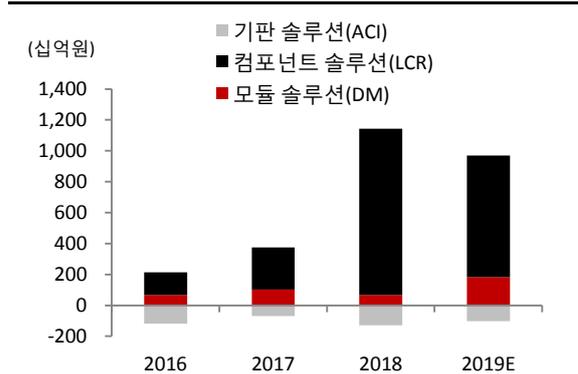
자료: 삼성전기, SK 증권

사업부별 매출 전망



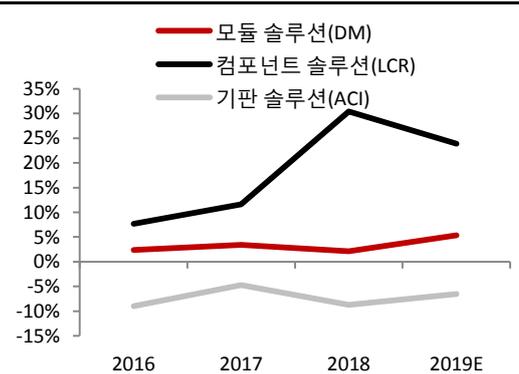
자료: 삼성전기, SK 증권

사업부별 영업이익 전망



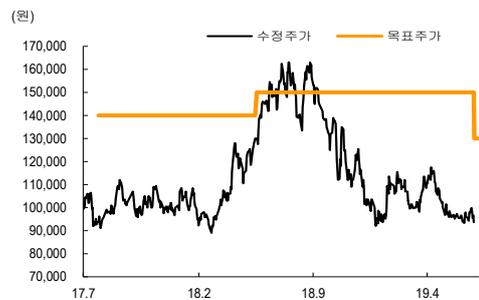
자료: 삼성전기, SK 증권

사업부별 영업이익률 전망



자료: 삼성전기, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.09	매수 담당자변경	130,000원	6개월		
2019.05.27	매수	150,000원	6개월	-19.43%	8.67%
2018.11.14	매수	150,000원	6개월	-17.46%	8.67%
2018.05.28	매수	150,000원	6개월	-4.11%	8.67%
2017.08.07	매수	140,000원	6개월	-25.70%	-7.14%



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 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 7월 9일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,479	3,525	4,050	4,759	5,434
현금및현금성자산	445	1,002	1,732	2,370	2,984
매출채권및기타채권	913	1,061	1,059	1,092	1,120
재고자산	919	1,116	1,113	1,148	1,178
비유동자산	5,289	5,120	5,340	5,420	5,532
장기금융자산	728	153	166	166	166
유형자산	4,155	4,558	4,749	4,817	4,915
무형자산	149	162	153	135	120
자산총계	7,767	8,645	9,390	10,180	10,966
유동부채	2,454	2,510	2,564	2,549	2,529
단기금융부채	1,671	1,394	1,451	1,401	1,351
매입채무 및 기타채무	522	577	576	594	610
단기충당부채	6	3	3	4	4
비유동부채	982	1,189	1,388	1,484	1,479
장기금융부채	898	1,060	1,178	1,228	1,178
장기매입채무 및 기타채무	2	2	2	2	2
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,436	3,698	3,952	4,033	4,008
지배주주지분	4,232	4,821	5,283	5,963	6,745
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	3,699	4,437	5,276
비지배주주지분	100	125	155	184	213
자본총계	4,331	4,947	5,438	6,147	6,958
부채외자본총계	7,767	8,645	9,390	10,180	10,966

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	701	1,535	1,537	1,680	1,796
당기순이익(손실)	177	685	624	765	867
비현금성항목등	864	1,325	1,204	1,210	1,250
유형자산감가상각비	611	711	865	899	918
무형자산감가상각비	20	26	30	27	24
기타	120	265	18	-27	-27
운전자본감소(증가)	-271	-382	-75	-27	-22
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-202	-164	17	-33	-28
재고자산감소(증가)	-76	-276	-30	-35	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-99	2	20	18	15
기타	106	57	-81	23	21
법인세납부	-68	-93	-216	-266	-299
투자활동현금흐름	-1,221	-687	-823	-950	-990
금융자산감소(증가)	216	463	199	0	0
유형자산감소(증가)	-1,385	-1,164	-1,038	-968	-1,016
무형자산감소(증가)	-67	-11	-9	-9	-9
기타	15	24	24	26	35
재무활동현금흐름	201	-224	-8	-93	-193
단기금융부채증가(감소)	70	-518	7	-50	-50
장기금융부채증가(감소)	245	444	101	50	-50
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-48	-61	-76	0	0
기타	-66	-89	-116	-93	-93
현금의 증가(감소)	-351	558	730	638	613
기초현금	796	445	1,002	1,732	2,370
기말현금	445	1,002	1,732	2,370	2,984
FCF	-777	346	508	708	777

자료 : 삼성전기, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,838	8,193	8,284	8,540	8,710
매출원가	5,430	5,806	6,068	6,078	6,051
매출총이익	1,408	2,387	2,216	2,461	2,659
매출총이익률 (%)	20.6	29.1	26.8	28.8	30.5
판매비와관리비	1,102	1,369	1,348	1,413	1,484
영업이익	306	1,018	867	1,048	1,175
영업이익률 (%)	4.5	12.4	10.5	12.3	13.5
비영업손익	-53	-78	-48	-40	-31
순금융비용	55	77	74	66	58
외환관련손익	3	-16	-7	-7	-7
관계기업투자등 관련손익	8	7	7	7	7
세전계속사업이익	254	940	820	1,009	1,144
세전계속사업이익률 (%)	3.7	11.5	9.9	11.8	13.1
계속사업법인세	76	255	196	244	277
계속사업이익	177	685	624	765	867
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	177	685	624	765	867
순이익률 (%)	2.6	8.4	7.5	9.0	10.0
지배주주	162	656	597	737	840
지배주주귀속 순이익률(%)	2.37	8.01	7.2	8.63	9.64
비지배주주	16	29	27	27	27
총포괄이익	40	660	568	709	811
지배주주	29	630	539	680	782
비지배주주	11	30	29	29	29
EBITDA	937	1,754	1,762	1,974	2,117

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	13.4	19.8	1.1	3.1	2.0
영업이익	1,155.0	232.5	-14.8	20.9	12.1
세전계속사업이익	690.3	270.9	-12.9	23.1	13.4
EBITDA	48.1	87.3	0.4	12.1	7.3
EPS(계속사업)	999.7	305.7	-9.1	23.6	13.9
수익성 (%)					
ROE	3.8	14.5	11.8	13.1	13.2
ROA	2.3	8.4	6.9	7.8	8.2
EBITDA마진	13.7	21.4	21.3	23.1	24.3
안정성 (%)					
유동비율	101.0	140.5	158.0	186.7	214.9
부채비율	79.3	74.8	72.7	65.6	57.6
순차입금/자기자본	46.2	24.4	15.7	3.5	-7.2
EBITDA/이자비용(배)	14.2	19.5	19.0	21.3	22.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,084	8,457	7,688	9,499	10,822
BPS	54,531	62,126	68,085	76,842	86,922
CFPS	10,211	17,946	19,212	21,430	22,961
주당 현금배당금	750	1,000	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	53.7	19.3	15.3	12.4	10.9
PER(최저)	24.2	10.5	12.0	9.7	8.5
PBR(최고)	2.1	2.6	1.7	1.5	1.4
PBR(최저)	0.9	1.4	1.4	1.2	1.1
PCR	9.8	5.8	4.9	4.4	4.1
EV/EBITDA(최고)	11.4	7.8	5.7	4.7	4.1
EV/EBITDA(최저)	6.4	4.6	4.6	3.8	3.2

SK COMPANY Analysis



Analyst

이동주

natelee@sk.com

02-3773-9026

Company Data

자본금	118 십억원
발행주식수	2,367 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,698 십억원
주요주주	
엘지전자(주)(외4)	40.79%
국민연금공단	11.46%
외국인지분률	27.40%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(19/07/05)	114,000 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	1.35
52주 최고가	164,000 원
52주 최저가	81,300 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	20.3%	17.9%
6개월	40.2%	33.6%
12개월	-21.7%	-16.2%

LG 이노텍 (011070/KS | 매수(신규편입) | T.P 140,000 원(신규편입))

리스크 해소 중

- 미중 무역 분쟁 분위기 완화로 관세 리스크는 해소
- 그럼에도 하반기 모바일 시장 수요는 약세. 아이폰 2019년 출하량 1.9 억대로 역성장
- 하반기 트리플 카메라 채용으로 ASP는 안정적. 다만, 전방 수요 둔화로 효과 일부 상쇄
- 2020년 북미 고객사 수요 회복과 트리플 확대, ToF 및 5G 신규 채용 모멘텀을 기대

Huawei 반사 수혜는 제한적인 가운데 미중 갈등 완화는 다행

Huawei 반사 수혜는 북미, 중동 지역에서 Android 진영임에 따라 북미 고객사 출하량 영향에는 제한적이다. 미중 무역 갈등 심화로 아이폰에 대한 관세 부과 시나리오를 시장에서 반영 중이었지만 다행히도 관련 리스크는 해소된 것으로 판단한다.

2019년보다는 2020년을 기대

2019년 북미 고객사 하반기 신제품에도 트리플 카메라 2종 채용이 예상됨에 따라 동사 광학솔루션 ASP 전년 대비 상승한다. 다만, 모바일 시장 약세로 아이폰 연간 출하량은 2018년 2.06 억대에서 2019년 1.9 억대로 감소하여 P 상승에도 Q 감소로 실적 개선폭 제한적일 전망이다. 2020년 전방 시장의 점진적인 수요 회복과 더불어 아이폰 폼팩터 변화(트리플 카메라 채용 확대, 후면 ToF 신규 탑재, 5G 등)로 재차 성장 구간 진입한다. 기관 사업부 역시 주요 계열사의 모바일 OLED 확대가 예상되는 2020년이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 14만원 제시

12M FWD BPS에 Target multiple 1.4x 적용하였다. 북미 고객사의 듀얼 카메라 채용 이전 normal valuation 1.2x, bottom line 1.0x이다. 전방 시장 수요 둔화 감안하면 업사이드 여력은 크지 않지만 내년 하반기 신모델에 대한 기대감은 여전하다. 단기 투자 전략은 1.0x~1.4x band trading으로, 올해 신모델 출시 이후 리스크 해소 관점에서 내년 하반기 모멘텀을 기대한 매수 전략 유효하다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	5,755	7,641	7,982	8,110	8,727	8,989
yoy	%	-6.3	32.8	4.5	1.6	7.6	3.0
영업이익	십억원	105	296	264	284	317	326
yoy	%	-53.1	182.8	-11.1	7.6	11.7	3.0
EBITDA	십억원	456	652	782	861	959	1,128
세전이익	십억원	11	239	184	203	245	258
순이익(지배주주)	십억원	5	175	163	157	186	195
영업이익률%	%	1.8	3.9	3.3	3.5	3.6	3.6
EBITDA%	%	7.9	8.5	9.8	10.6	11.0	12.5
순이익률	%	0.1	2.3	2.0	1.9	2.1	2.2
EPS	원	209	7,385	6,891	6,629	7,838	8,257
PER	배	422.4	19.5	12.5	17.2	14.5	13.8
PBR	배	1.2	1.8	1.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	6.5	7.1	4.6	5.1	4.6	3.6
ROE	%	0.3	9.4	8.0	7.1	7.8	7.6
순차입금	십억원	740	1,133	1,505	1,660	1,697	1,402
부채비율	%	143.1	201.3	171.7	179.2	154.1	147.3

LG 이노텍 사업부별 실적 전망

(십억 원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,720.5	1,517.9	2,313.2	2,430.6	1,368.6	1,426.5	2,444.2	2,870.3	5,754.6	7,641.3	7,982.3	8,109.6	8,727.4
QoQ	-40.0%	-11.8%	52.4%	5.1%	-43.7%	4.2%	71.3%	17.4%					
YoY	4.6%	13.3%	29.4%	-15.3%	-20.5%	-6.0%	5.7%	18.1%	-6.2%	32.8%	4.5%	1.6%	7.6%
광학솔루션	1,014.1	813.8	1,595.2	1,673.8	666.1	691.2	1,692.1	2,107.0	2,870.8	4,678.6	5,096.9	5,156.4	5,663.1
기판소재	262.2	294.8	291.5	310.1	256.9	284.5	291.4	312.7	1,152.4	1,143.2	1,158.6	1,145.5	1,156.7
LED	124.8	117.2	120.4	94.3	104.4	117.3	115.1	92.0	694.8	651.8	456.7	428.8	410.0
차량부품	218.9	239.9	239.6	264.7	272.9	276.6	285.4	294.6	828.7	852.7	963.1	1,129.5	1,267.2
기타(전자부품)	100.6	52.3	66.6	87.7	71.9	57.8	61.2	65.4	304.6	382.1	307.1	256.3	236.3
내부거래	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-3.6	-0.9	-1.1	-1.4	-96.6	-67.0	-0.2	-7.0	-5.9
영업이익	16.8	13.4	129.7	103.6	-11.4	4.6	143.8	146.7	104.7	293.1	263.5	283.6	316.9
QoQ	-87.8%	-20.2%	867.7%	-20.1%	적전	-140.4%	3007.3%	2.0%					
YoY	-74.9%	-58.9%	133.2%	-25.0%	적전	-65.5%	10.8%	41.6%	-53.2%	179.9%	-10.1%	7.6%	11.7%
영업이익률	1%	1%	6%	4%	-1%	0%	6%	5%	2%	4%	3%	3%	4%

자료: LG 이노텍, SK 증권

12M Forward PBR Band



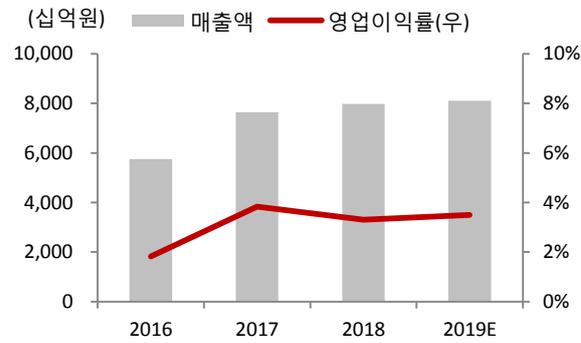
자료: LG 이노텍, SK 증권

12M Forward EV/EBITDA Band



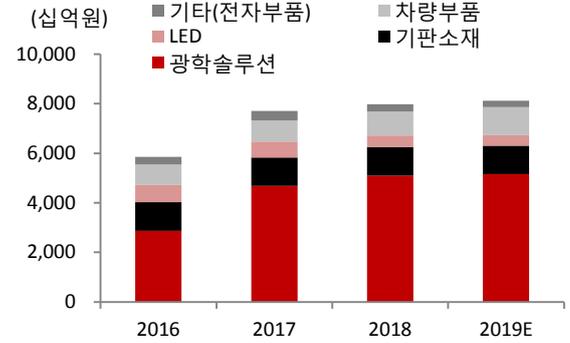
자료: LG 이노텍, SK 증권

연간 실적 전망



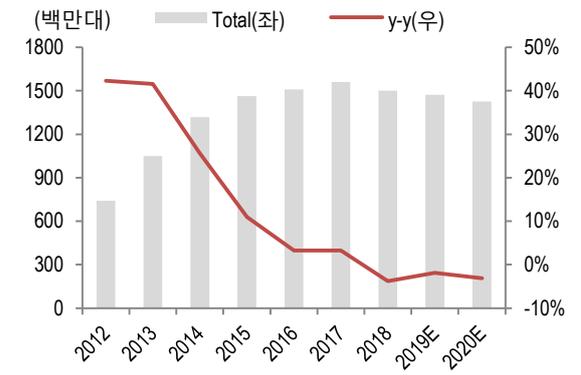
자료 : LG 이노텍, SK 증권

사업부별 매출 전망



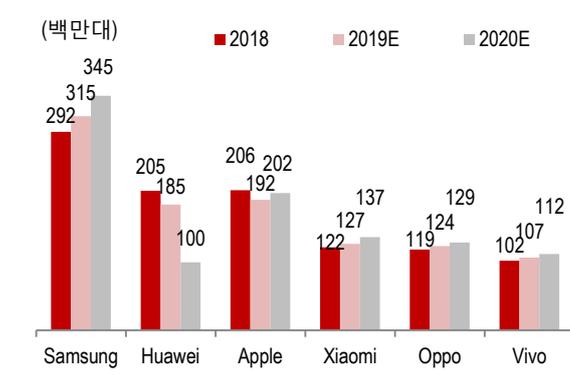
자료 : LG 이노텍, SK 증권

전세계 스마트폰 출하량 전망



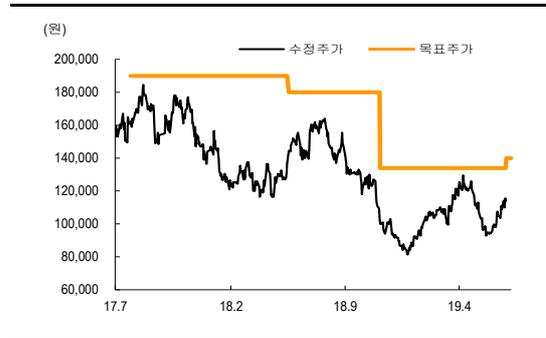
자료 : SK 증권

제조사별 스마트폰 출하량 전망



자료 : SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.09	매수	140,000원	6개월		
2019.05.27	담당자변경 매수	134,000원	6개월	-22.78%	-3.36%
2018.11.14	매수	134,000원	6개월	-22.57%	-3.36%
2018.05.28	매수	180,000원	6개월	-21.48%	-8.89%
2017.08.07	매수	190,000원	6개월	-22.76%	-2.89%



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 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 7월 9일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,734	2,233	2,571	2,287	2,634
현금및현금성자산	370	621	662	426	721
매출채권및기타채권	1,648	925	1,093	1,063	1,095
재고자산	641	520	614	598	616
비유동자산	3,143	3,523	3,782	3,985	3,973
장기금융자산	35	32	35	35	35
유형자산	2,600	2,927	3,117	3,269	3,196
무형자산	269	309	336	369	394
자산총계	5,877	5,756	6,353	6,272	6,607
유동부채	2,497	1,584	2,292	2,152	2,196
단기금융부채	241	331	812	712	712
매입채무 및 기타채무	1,962	966	1,141	1,110	1,144
단기충당부채	27	28	33	32	33
비유동부채	1,429	2,053	1,786	1,651	1,739
장기금융부채	1,262	1,796	1,511	1,411	1,411
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	3,927	3,638	4,077	3,803	3,935
지배주주지분	1,951	2,118	2,276	2,469	2,672
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134	1,134
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	741	907	1,051	1,236	1,432
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,951	2,118	2,276	2,469	2,672
부채외자본총계	5,877	5,756	6,353	6,272	6,607

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	474	1,108	825	853	1,108
당기순이익(손실)	239	184	142	186	195
비현금성항목등	486	673	728	773	932
유형자산감가상각비	307	470	523	582	734
무형자산상각비	48	48	54	59	67
기타	106	102	54	30	30
운전자본감소(증가)	-241	311	19	-25	43
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-405	706	-152	29	-32
재고자산감소(증가)	-245	123	-91	16	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	364	-552	265	-30	33
기타	45	34	-4	-40	59
법인세납부	-10	-61	-64	-81	-62
투자활동현금흐름	-830	-1,409	-902	-820	-749
금융자산감소(증가)	0	-1	0	0	0
유형자산감소(증가)	-751	-1,358	-822	-734	-661
무형자산감소(증가)	-87	-90	-92	-92	-92
기타	8	40	12	7	4
재무활동현금흐름	390	553	116	-270	-64
단기금융부채증가(감소)	0	0	200	-100	0
장기금융부채증가(감소)	428	610	-20	-100	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-6	-7	0	0
기타	-33	-51	-64	-70	-64
현금의 증가(감소)	28	252	41	-237	295
기초현금	341	370	621	662	426
기말현금	370	621	662	426	721
FCF	147	-759	-141	59	338

자료 : LG이노텍, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,641	7,982	8,110	8,727	8,989
매출원가	6,757	7,118	7,222	7,756	7,989
매출총이익	885	864	887	971	1,001
매출총이익률 (%)	11.6	10.8	10.9	11.1	11.1
판매비와관리비	588	600	604	655	674
영업이익	296	264	284	317	326
영업이익률 (%)	3.9	3.3	3.5	3.6	3.6
비영업손익	-58	-80	-81	-72	-69
순금융비용	28	49	58	63	60
외환관련손익	-11	2	21	21	21
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	239	184	203	245	258
세전계속사업이익률 (%)	3.1	2.3	2.5	2.8	2.9
계속사업법인세	64	21	46	59	62
계속사업이익	175	163	157	186	195
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	175	163	157	186	195
순이익률 (%)	2.3	2.0	1.9	2.1	2.2
지배주주	175	163	157	186	195
지배주주귀속 순이익률(%)	2.29	2.04	1.93	2.13	2.17
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	178	173	165	193	203
비지배주주	178	173	165	193	203
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	652	782	861	959	1,128

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	328	45	1.6	7.6	3.0
영업이익	1828	-11.1	7.6	11.7	3.0
세전계속사업이익	2,135.8	-22.9	10.3	20.6	5.4
EBITDA	43.0	20.0	10.1	11.4	17.6
EPS(계속사업)	3,428.7	-6.7	-3.8	18.2	5.4
수익성 (%)					
ROE	9.4	8.0	7.1	7.8	7.6
ROA	3.4	2.8	2.6	2.9	3.0
EBITDA마진	8.5	9.8	10.6	11.0	12.5
안정성 (%)					
유동비율	109.5	141.0	112.2	106.3	120.0
부채비율	201.3	171.7	179.2	154.1	147.3
순차입금/자기자본	58.1	71.1	73.0	68.7	52.5
EBITDA/이자비용(배)	19.6	14.4	13.5	13.7	17.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,385	6,891	6,629	7,838	8,257
BPS	82,426	89,501	96,157	104,321	112,905
CFPS	22,386	28,780	31,007	34,954	42,107
주당 현금배당금	250	300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	25.0	23.8	19.5	16.5	15.7
PER(최저)	11.6	12.2	12.3	10.4	9.9
PBR(최고)	2.2	1.8	1.4	1.2	1.2
PBR(최저)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
PCR	6.4	3.0	3.7	3.3	2.7
EV/EBITDA(최고)	8.5	6.9	5.5	4.9	3.9
EV/EBITDA(최저)	4.9	4.5	4.2	3.7	2.9

SK COMPANY Analysis



Analyst
이동주
natelee@sk.com
02-3773-9026

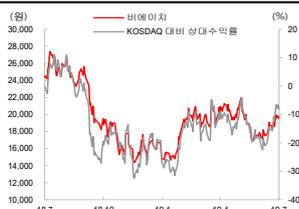
Company Data

자본금	16 십억원
발행주식수	3,200 만주
자사주	259 만주
액면가	500 원
시가총액	626 십억원
주요주주	
이경환(외5)	23.28%
비에이치 자사주	8.19%
외국인지분률	19.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/07/05)	19,550 원
KOSDAQ	694.17 pt
52주 Beta	1.26
52주 최고가	27,400 원
52주 최저가	14,350 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.2%	11.4%
6개월	31.7%	26.0%
12개월	-19.7%	-8.2%

비에이치 (090460/KQ | 매수(신규편입) | T.P 25,000 원(신규편입))

리스크 해소 국면, 4 분기가 매수 적기

- 대외 환경 변화로 전방 수요는 약세, 2019 년 아이폰 출하량 1.9 억대로 감소 예상
- 그럼에도 불구하고 2H19 실적은 전년과 유사, Huawei 반사 수혜로 삼성전자의 중저가 제품 물량이 증가하며 일부 상쇄, 또한, 북미 고객사향 신규 제품도 반영 예정
- 2020 년이 성장의 해, 주요 고객사 수요 회복, OLED 채용 확대, Y-Octa 등 성장 재료 풍부

2019 년 아이폰 출하량 감소, 시장도 아는 낮은 기대감

2019 년 아이폰 출하량은 1.9 억대 수준으로 전년 대비 1,500 만대 가량 감소될 전망이다. 미중 무역 분쟁, Huawei 이슈 등 대외 환경이 부정적인 영향을 미쳤고 하반기 출시 예정인 신작에 대한 기대감도 낮기 때문이다. 다만, 현 주가는 2020 년 PER 6.3x 로 부품 업체 중 가장 낮은 수준이다. 리스크는 주가에 반영되었다고 봐야 한다.

생각보다 나쁘지 않은 2H19, 밝은 2020 년

북미 고객사향 모바일 출하량이 감소함에도 삼성전자의 중저가향 제품 물량이 증가하며 부정적 영향을 일부 상쇄한다. 또한, 북미향 신규 제품이 3 분기부터 매출에 반영될 예정이다. 2020 년 전망은 밝다. 북미 고객사의 5G 모델 출시로 전방 수요가 회복되고 OLED 탑재 라인업도 1 종 추가될 것으로 보인다. 여기에 SDC 를 통한 Y-Octa 까지 적용된다면 가격 측면에서도 긍정적인 효과가 나타날 것으로 예상된다. 이 외에도 중장기 성장을 이끌 신규 아이টে에 대한 준비도 진행 중인 것으로 파악된다.

투자의견 매수, 목표주가 2.5 만원 제시

12M FWD EPS 에 Target multiple 9x 를 적용했다. 북미 고객사 진입 이후 역사적 하단은 PER 6.0x 수준이다. 현재 12M FWD PER 기준 7x 수준으로 downside 리스크는 크지 않다. 반면, 2020 년 산재된 성장 모멘텀을 감안하면 upside 여력은 충분하다. 북미 고객사 전략 플래그쉽 모델이 출시되는 9 월을 리스크 완전 해소 시점으로 보고 4 분기부터 적극 매수하는 전략이 필요하다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	372	691	768	784	983	1,038
yoy	%	2.0	85.9	11.1	2.1	25.4	5.6
영업이익	십억원	-26	76	91	85	120	126
yoy	%	적전	흑전	20.2	-6.4	40.3	5.2
EBITDA	십억원	-7	98	120	127	166	177
세전이익	십억원	-28	59	99	95	130	138
순이익(지배주주)	십억원	-25	46	82	76	99	105
영업이익률%	%	-6.9	11.0	11.9	10.9	12.2	12.1
EBITDA%	%	-1.9	14.2	15.6	16.2	16.9	17.0
순이익률	%	-6.6	6.7	10.6	9.7	10.0	10.1
EPS	원	-783	1,483	2,604	2,364	3,083	3,267
PER	배	N/A	18.4	6.5	8.3	6.3	6.0
PBR	배	2.5	5.6	2.8	2.3	1.7	1.3
EV/EBITDA	배	-58.5	10.1	5.1	5.3	3.7	3.2
ROE	%	-22.9	35.8	47.9	32.7	30.2	24.1
순차입금	십억원	137	118	70	26	-26	-88
부채비율	%	193.0	240.3	150.0	103.0	79.8	64.4

비에이치 사업부별 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E	2020E
부문별 매출액													
스마트폰	123.1	126.0	263.7	216.5	100.3	108.8	299.6	238.9	288.6	634.9	729.2	747.6	944.8
태블릿	1.7	1.8	0.9	0.7	0.5	1.7	0.9	0.7	14.4	13.1	5.1	3.7	3.5
기타	9.2	7.9	8.0	8.4	7.6	8.1	8.2	8.6	69.0	43.3	33.6	32.5	34.6
Total	134.0	135.7	272.6	225.6	108.4	118.5	308.7	248.2	372.0	691.3	767.9	783.8	982.9
YoY	30.6%	14.6%	43.4%	-19.5%	-19.1%	-12.6%	13.2%	10.0%	2.0%	85.9%	11.1%	2.1%	25.4%
영업이익													
Total	9.3	9.4	40.4	31.1	7.9	8.1	41.9	31.2	-25.8	75.7	90.1	89.1	119.6
YoY	324.7%	-6.4%	73.6%	-22.8%	-15.2%	-13.2%	3.7%	0.4%	적전	흑전	19.0%	-1.1%	34.1%
영업이익률													
	7.0%	6.9%	14.8%	13.8%	7.3%	6.9%	13.6%	12.6%	-6.9%	11.0%	11.7%	11.4%	12.2%

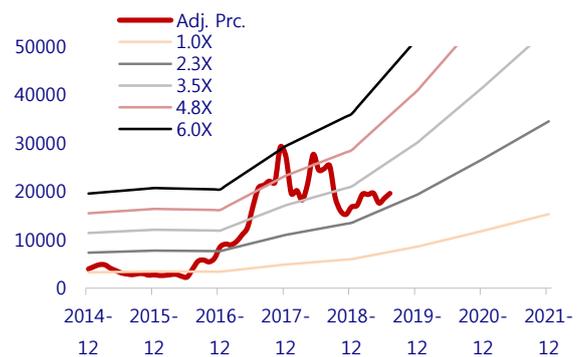
자료: 비에이치, SK 증권

12M Forward PER Band



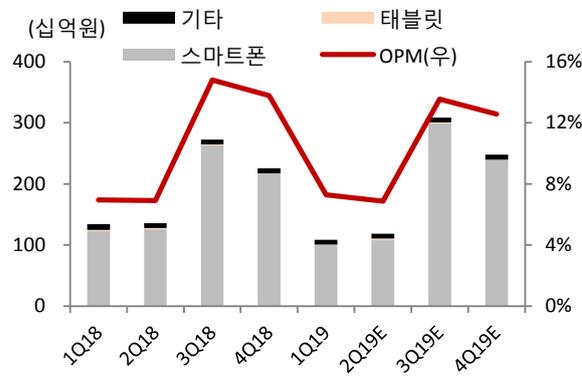
자료: 비에이치, SK 증권

12M Forward PBR Band



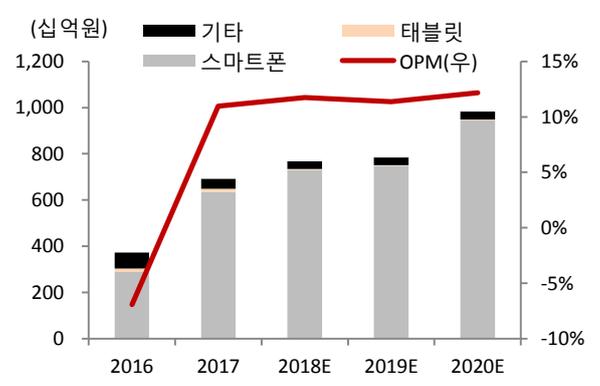
자료: 비에이치, SK 증권

분기별 실적 추이



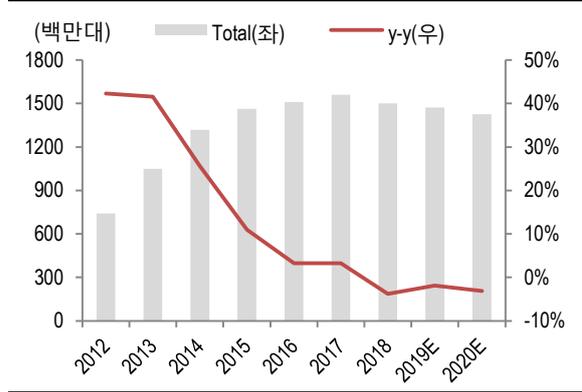
자료: 비에이치, SK 증권

연간 실적 추이



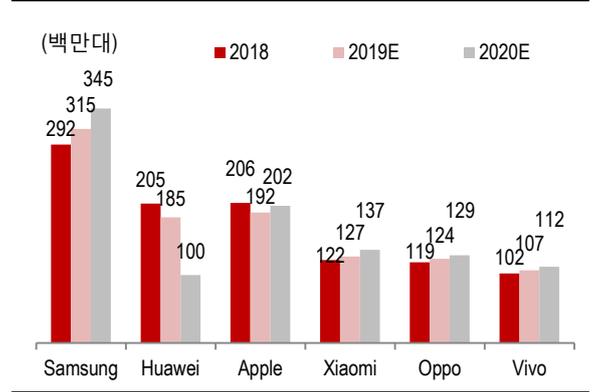
자료: 비에이치, SK 증권

전세계 스마트폰 출하량 전망



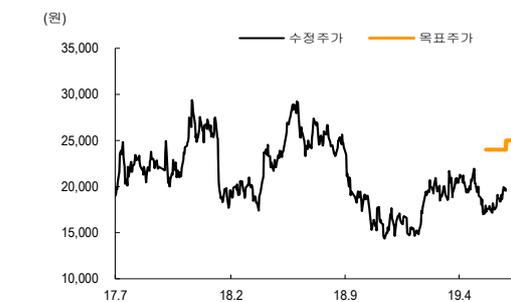
자료: SK 증권

제조사별 스마트폰 출하량 전망



자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.09	매수	25,000원	6개월		
2019.05.30	매수 담당자변경	24,000원	6개월	-23.46%	-16.88%



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 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 7월 9일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	336	242	290	372	448
현금및현금성자산	83	68	84	115	177
매출채권및기타채권	167	123	135	171	181
재고자산	59	25	27	34	36
비유동자산	184	228	268	310	357
장기금융자산	2	7	8	8	8
유형자산	164	196	216	233	254
무형자산	4	5	5	5	5
자산총계	520	470	557	682	805
유동부채	256	232	230	253	263
단기금융부채	106	119	106	96	96
매입채무 및 기타채무	121	57	63	80	85
단기충당부채	2	2	2	2	3
비유동부채	111	50	53	49	53
장기금융부채	98	21	20	10	10
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	367	282	283	303	315
지배주주지분	153	188	275	379	490
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	28	29	34	34	34
기타자본구성요소	1	-49	-49	-49	-49
자기주식	0	-50	-50	-50	-50
이익잉여금	105	187	262	361	465
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	153	188	275	379	490
부채외자본총계	520	470	557	682	805

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	64	165	105	119	138
당기순이익(손실)	46	82	76	99	105
비현금성항목등	66	63	56	67	72
유형자산감가상각비	22	29	41	46	51
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	25	7	-8	-9	-9
운전자본감소(증가)	-45	34	-3	-11	-1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-220	50	173	-36	-10
재고자산감소(증가)	-16	29	-3	-7	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	212	-68	-184	17	5
기타	-21	24	11	16	6
법인세납부	-4	-15	-23	-36	-37
투자활동현금흐름	-38	-65	-73	-62	-71
금융자산감소(증가)	2	-6	-15	0	0
유형자산감소(증가)	-39	-59	-58	-63	-72
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	0	-1	1	1	2
재무활동현금흐름	48	-115	-17	-26	-5
단기금융부채증가(감소)	8	-52	-11	-10	0
장기금융부채증가(감소)	40	-8	0	-10	0
자본의증가(감소)	5	-50	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-6	-4	-6	-6	-5
현금의 증가(감소)	73	-15	15	31	62
기초현금	10	83	68	84	115
기말현금	83	68	84	115	177
FCF	31	94	43	60	70

자료 : 비에이치, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	691	768	784	983	1,038
매출원가	581	615	652	804	850
매출총이익	110	153	132	179	188
매출총이익률 (%)	16.0	20.0	16.8	18.2	18.1
판매비와관리비	35	62	47	59	62
영업이익	76	91	85	120	126
영업이익률 (%)	11.0	11.9	10.9	12.2	12.1
비영업손익	-17	8	10	11	12
순금융비용	6	7	5	5	3
외환관련손익	-14	7	8	8	8
관계기업투자등 관련손익	7	-1	-2	-2	-2
세전계속사업이익	59	99	95	130	138
세전계속사업이익률 (%)	8.5	12.9	12.2	13.2	13.3
계속사업법인세	12	18	20	32	33
계속사업이익	46	82	76	99	105
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	46	82	76	99	105
순이익률 (%)	6.7	10.6	9.7	10.0	10.1
지배주주	46	82	76	99	105
지배주주귀속 순이익률(%)	6.71	10.63	9.65	10.04	10.07
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	43	84	82	105	111
지배주주	43	84	82	105	111
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	98	120	127	166	177

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	85.9	11.1	2.1	25.4	5.6
영업이익	흑전	20.2	-6.4	40.3	5.2
세전계속사업이익	흑전	69.1	-3.9	36.5	5.9
EBITDA	흑전	22.3	5.8	30.8	6.6
EPS(계속사업)	흑전	75.6	-9.2	30.4	5.9
수익성 (%)					
ROE	35.8	47.9	32.7	30.2	24.1
ROA	11.2	16.5	14.7	15.9	14.1
EBITDA마진	14.2	15.6	16.2	16.9	17.0
안정성 (%)					
유동비율	131.3	104.4	125.9	146.6	170.6
부채비율	240.3	150.0	103.0	79.8	64.4
순차입금/자기자본	77.3	37.3	9.3	-6.8	-18.0
EBITDA/이자비용(배)	15.2	14.7	19.7	26.2	33.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,483	2,604	2,364	3,083	3,267
BPS	4,885	5,988	8,579	11,853	15,309
CFPS	2,194	3,521	3,661	4,526	4,859
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.8	11.2	9.3	7.1	6.7
PER(최저)	5.3	5.5	6.2	4.8	4.5
PBR(최고)	6.0	4.9	2.6	1.9	1.4
PBR(최저)	1.6	2.4	1.7	1.2	1.0
PCR	12.4	4.8	5.3	4.3	4.0
EV/EBITDA(최고)	10.7	8.3	5.9	4.2	3.6
EV/EBITDA(최저)	1.3	4.5	4.0	2.7	2.2

SK COMPANY Analysis



Analyst
이동주
natelee@sk.com
02-3773-9026

Company Data

자본금	10 십억원
발행주식수	1,040 만주
자사주	13 만주
액면가	1,000 원
시가총액	514 십억원
주요주주	
오영주(외3)	28.15%

외국인지분률	7.60%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(19/07/05)	49,400 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	2.04
52주 최고가	107,500 원
52주 최저가	48,200 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.9%	-11.6%
6개월	2.5%	-2.4%
12개월	-45.3%	-41.5%

삼화콘덴서 (001820/KS | 매수(신규편입) | T.P 65,000 원(신규편입))

모바일 없고 Non-IT 많고

- 삼성전기와 국내 유일 MLCC 제조 업체
- 모바일 매출 비중이 거의 없다는 점이 특이점. Huawei 이슈에 따른 모바일 시장 감소 영향은 미미. 다만, 전체 Industry 수요 약세로 최근 MLCC 물량 및 가격 하락세 지속
- 동사의 전장 매출 비중은 30% 수준. 올해 초 시작된 증설로 인포테인먼트에 편중된 라인업을 고부가 제품으로 확대 계획. 중장기 성장 모멘텀 여전

모바일 비중 부재에도 Industry 전반 수요 약세로 MLCC 부진

삼성전기와 국내 유일 MLCC 제조 업체로 2017 년 Shortage 와 함께 크게 주목을 받았었다. 다른 MLCC 업체와 다른 점은 모바일향 매출 비중이 거의 없다는 부분이다. PC, TV, 가전, 산업, 전장 등에 고른 매출 비중을 가지고 있다. 그 중 산업 및 전장 비중은 50%에 달한다. 다만, 미중 무역 분쟁 이후 전반적인 수요 약세 속에서 동사 역시 올해부터 MLCC 물량과 가격은 조정을 겪고 있는 것으로 파악하고 있다.

전장용 MLCC 매출 비중 30%

하반기에도 글로벌 MLCC 가격은 반등을 보이기 힘들다. 그러나 전장 매출을 가지고 있는 업체부터 가격이 안정세를 보일 것으로 전망한다. 동사 역시 전장용 MLCC 매출 비중이 30%에 달한다. 주요 고객사는 LG 전자, 델파이, 리어 등이다. 주로 인포테인먼트향 제품이라 IT 범용처럼 여겨지는 약점이 있지만 Application 별 업황 전망이 다르다는 점을 상기할 필요가 있다. 또한, 올해 증설을 통해 전장용 고부가가치 제품까지 확대될 것으로 예상된다. DCLC 역시 전기차 시장 개화시에 중장기 실적 개선에 보탬이 되는 또 하나의 모멘텀이다.

투자의견 매수, 목표주가 6.5 만원 제시

12M FWD EPS 에 Target multiple 12.5x 를 적용했다. 단기 주가 trigger 는 부족하지만 Non-IT 매출 비중이 높은 만큼 가격 턴어라운드 는 상대적으로 이를 수 있다. 2020 년, 2021 년을 바라 본 긴 호흡의 접근이 필요하다.

영업실적 및 투자지표

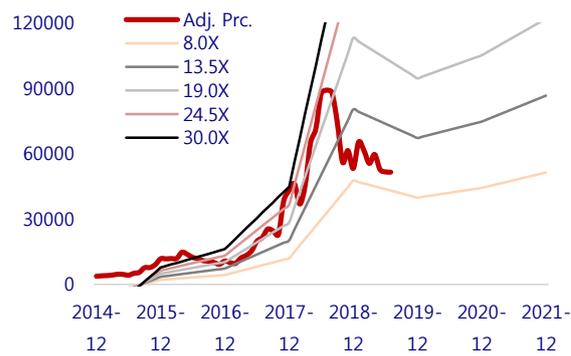
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	172	199	274	279	299	330
yoy	%	8.6	15.6	37.7	1.8	7.0	10.6
영업이익	십억원	9	22	81	68	76	87
yoy	%	75.3	132.8	268.9	-16.8	12.2	15.1
EBITDA	십억원	17	28	88	86	102	117
세전이익	십억원	7	20	81	67	76	88
순이익(지배주주)	십억원	6	16	62	52	57	67
영업이익률%	%	5.5	11.1	29.6	24.3	25.4	26.5
EBITDA%	%	9.7	13.8	32.1	31.0	34.3	35.3
순이익률	%	3.3	7.8	22.6	18.6	19.3	20.3
EPS	원	539	1,493	5,945	4,976	5,531	6,414
PER	배	19.9	28.8	9.0	9.9	8.9	7.7
PBR	배	2.1	6.6	4.4	3.0	2.3	1.8
EV/EBITDA	배	8.5	16.8	6.1	5.6	4.3	3.3
ROE	%	11.3	25.7	63.5	34.6	28.7	25.6
순차입금	십억원	22	8	-18	-29	-76	-130
부채비율	%	128.0	99.6	72.8	54.9	47.4	41.1

삼화콘덴서 사업부별 실적 전망

(십억 원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	55.7	65.0	74.0	79.7	70.6	63.9	72.2	72.6	172.5	199.3	274.4	279.2	298.7
QoQ	5.8%	16.7%	13.7%	7.7%	-11.4%	-9.5%	13.0%	0.5%					
YoY	19.1%	37.1%	41.1%	51.3%	26.7%	-1.8%	-2.4%	-8.9%	8.6%	15.6%	37.7%	1.8%	7.0%
MLCC	29.6	40.0	46.6	47.1	39.2	36.0	43.3	40.7	72.1	87.1	163.3	159.2	173.3
FC	6.4	6.5	7.7	10.8	8.5	7.0	7.8	9.7	30.1	32.8	31.4	32.9	33.1
DCLC	3.9	3.4	4.3	3.7	3.1	3.6	4.5	3.9	8.6	13.8	15.3	15.1	19.6
기타	15.7	15.1	15.4	18.1	19.8	17.3	16.6	18.3	61.7	65.6	64.4	72.0	72.7
영업이익	13.1	21.4	26.0	20.8	18.6	14.5	17.5	17.2	9.5	22.0	81.3	67.7	76.0
QoQ	150.6%	63.0%	21.5%	-20.0%	-10.7%	-22.2%	20.8%	-1.3%					
YoY	207.1%	363.5%	228.5%	297.2%	41.5%	-32.5%	-32.9%	-17.2%	75.3%	132.8%	268.9%	-16.8%	12.2%
영업이익률	24%	33%	35%	26%	26%	23%	24%	24%	5%	11%	30%	24%	25%

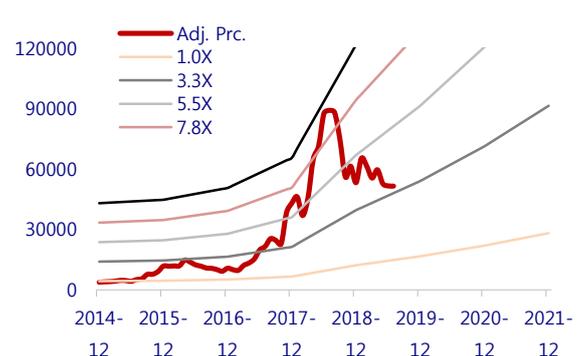
자료: 삼화콘덴서, SK 증권

12M Forward PER Band



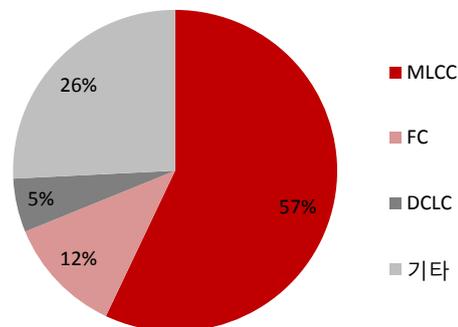
자료: 삼화콘덴서, SK 증권

12M Forward PBR Band



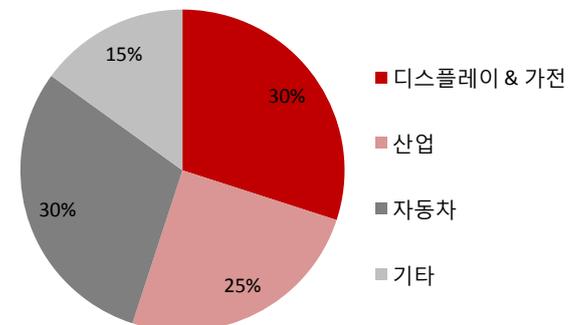
자료: 삼화콘덴서, SK 증권

제품별 매출 비중



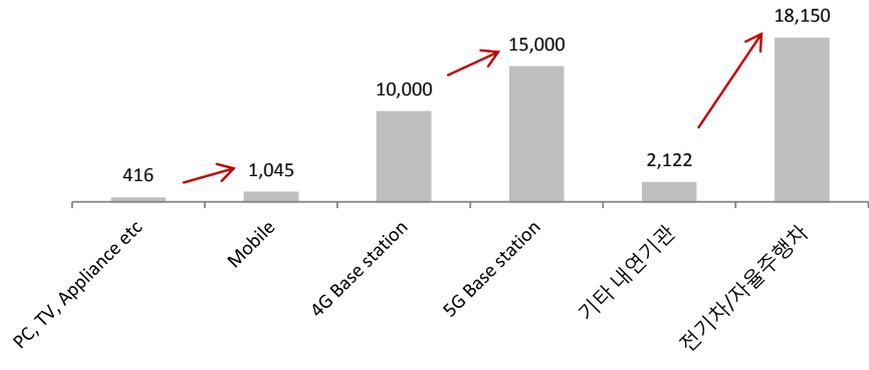
자료: 삼화콘덴서, SK 증권

Application 별 매출 비중



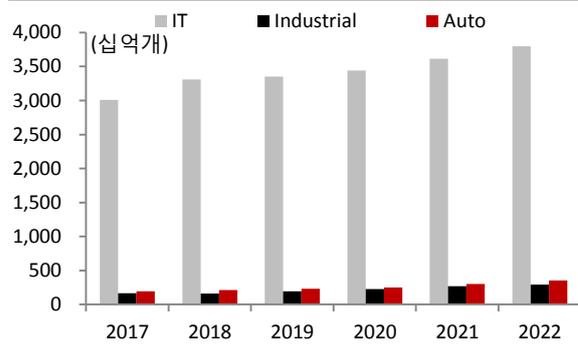
자료: 삼화콘덴서, SK 증권

Application 별 대당 MLCC 채용량



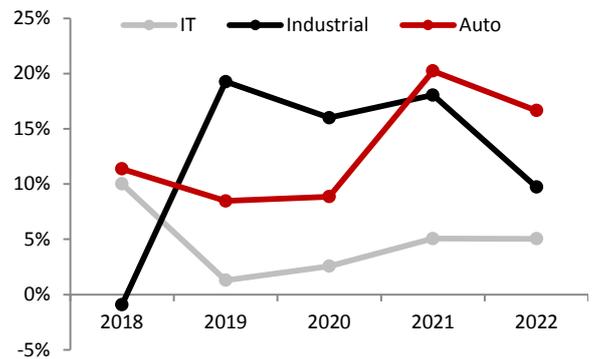
자료 : SK 증권

MLCC Application 별 수요 전망



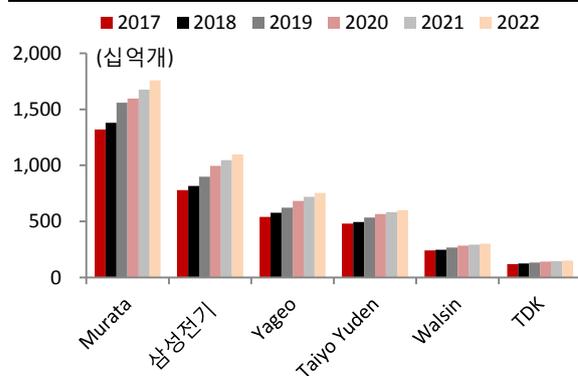
자료 : SK 증권

MLCC Application 별 YoY 성장률 전망



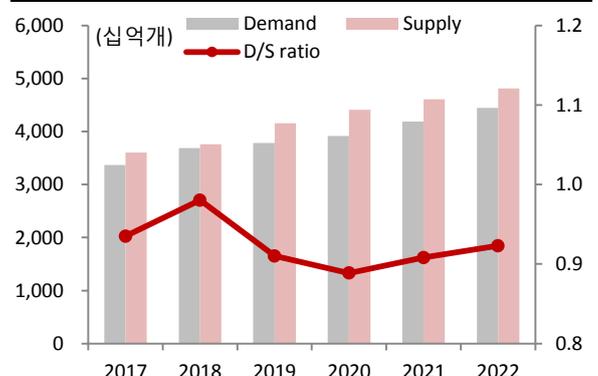
자료 : SK 증권

MLCC 제조사별 CAPA 전망



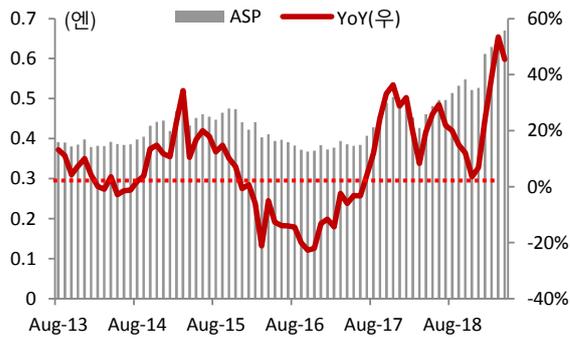
자료 : SK 증권

MLCC 수급 전망



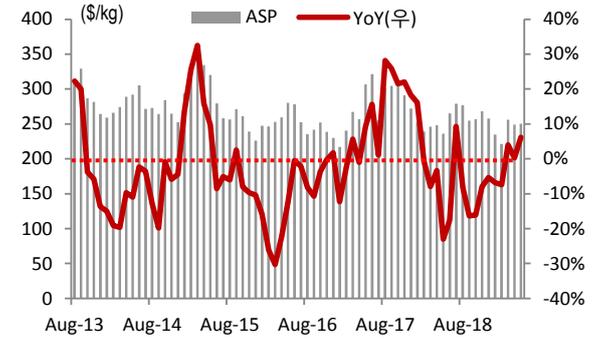
자료 : SK 증권

일본 MLCC ASP 추이



자료 : METI, SK 증권

국내 MLCC ASP 추이



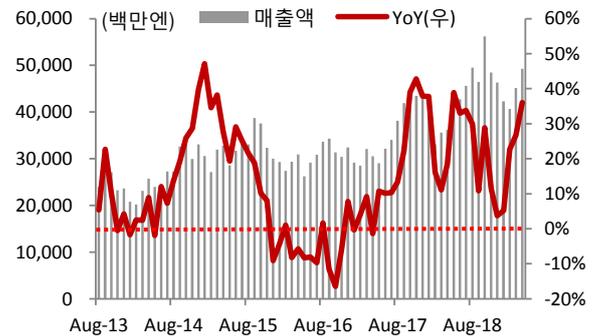
자료 : KITA, SK 증권

일본 MLCC 출하량 추이



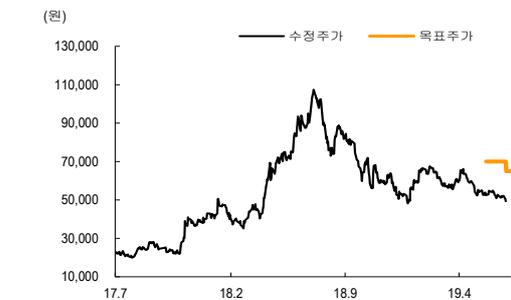
자료 : METI, SK 증권

일본 MLCC 매출액 추이



자료 : METI, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.09	매수	65,000원	6개월		
2019.05.30	매수 담당자변경	70,000원	6개월	-25.03%	-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 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 7월 9일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	81	139	146	206	271
현금및현금성자산	10	24	52	100	154
매출채권및기타채권	45	69	63	72	79
재고자산	22	29	27	30	34
비유동자산	57	81	123	132	143
장기금융자산	11	12	13	13	13
유형자산	44	65	107	115	126
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	138	220	269	338	414
유동부채	60	85	85	93	101
단기금융부채	19	20	26	26	26
매입채무 및 기타채무	37	47	43	49	54
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	8	7	10	15	20
장기금융부채	1	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	1	0	1	1	1
장기충당부채	1	0	0	1	1
부채총계	69	93	95	109	121
지배주주지분	68	126	173	228	292
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	154	212	279
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	69	127	174	229	294
부채외자본총계	138	220	269	338	414

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	21	61	76	82	94
당기순이익(손실)	16	62	52	58	67
비현금성항목등	13	29	34	45	50
유형자산감가상각비	5	6	19	26	29
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	3	3	0	0	0
운전자본감소(증가)	-7	-27	0	-4	-4
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-16	-27	10	-9	-8
재고자산감소(증가)	-4	-8	3	-4	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	16	14	-2	6	5
기타	-3	-6	-11	2	2
법인세납부	-1	-3	-10	-16	-19
투자활동현금흐름	-11	-43	-48	-34	-39
금융자산감소(증가)	0	-15	12	0	0
유형자산감소(증가)	-11	-27	-60	-35	-40
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	0	1	1	1
재무활동현금흐름	-6	-4	-1	-1	-1
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	-1	-1
현금의 증가(감소)	4	14	28	47	55
기초현금	7	10	24	52	100
기말현금	10	24	52	100	154
FCF	17	33	13	45	51

자료 : 삼화콘텐서, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	199	274	279	299	330
매출원가	159	173	191	199	215
매출총이익	41	102	88	100	115
매출총이익률 (%)	20.4	37.1	31.7	33.4	34.9
판매비와관리비	19	20	21	24	28
영업이익	22	81	68	76	87
영업이익률 (%)	11.1	29.6	24.3	25.4	26.5
비영업손익	-2	0	0	0	1
순금융비용	1	1	0	0	-1
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	20	81	67	76	88
세전계속사업이익률 (%)	10.1	29.6	24.2	25.5	26.7
계속사업법인세	5	19	16	18	21
계속사업이익	16	62	52	58	67
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	16	62	52	58	67
순이익률 (%)	7.8	22.6	18.6	19.3	20.3
지배주주	16	62	52	57	67
지배주주귀속 순이익률(%)	7.79	22.52	18.52	19.24	20.19
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	16	60	50	55	65
지배주주	16	60	49	55	64
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	28	88	86	102	117

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	15.6	37.7	1.8	7.0	10.6
영업이익	132.8	268.9	-16.8	12.2	15.1
세전계속사업이익	177.0	304.9	-16.9	12.8	15.9
EBITDA	63.9	219.4	-1.7	18.5	13.8
EPS(계속사업)	177.2	298.2	-16.3	11.1	16.0
수익성 (%)					
ROE	25.7	63.5	34.6	28.7	25.6
ROA	12.0	34.6	21.2	19.0	17.8
EBITDA마진	13.8	32.1	31.0	34.3	35.3
안정성 (%)					
유동비율	133.7	162.9	171.1	220.0	269.3
부채비율	99.6	72.8	54.9	47.4	41.1
순차입금/자기자본	11.7	-14.4	-16.5	-33.1	-44.4
EBITDA/이자비용(배)	33.1	114.2	95.9	110.7	125.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,493	5,945	4,976	5,531	6,414
BPS	6,555	12,163	16,621	21,930	28,123
CFPS	2,022	6,583	6,780	8,080	9,216
주당 현금배당금	150	300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	28.8	18.1	13.6	12.2	10.5
PER(최저)	6.3	5.9	9.7	8.7	7.5
PBR(최고)	6.6	8.8	4.1	3.1	2.4
PBR(최저)	1.4	2.9	2.9	2.2	1.7
PCR	21.3	8.1	7.3	6.1	5.4
EV/EBITDA(최고)	16.8	12.6	7.8	6.1	4.9
EV/EBITDA(최저)	4.1	4.0	5.5	4.2	3.2

SK COMPANY Analysis



Analyst
이동주

natelee@sk.com
02-3773-9026

Company Data

자본금	41 십억원
발행주식수	8,131 만주
자사주	1,356 만주
액면가	500 원
시가총액	846 십억원
주요주주	
김영재(외6)	17.65%
대덕전자 자사주	17.37%
외국인지분률	19.70%
배당수익률	2.80%

Stock Data

주가(19/07/05)	10,850 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	1.21
52주 최고가	12,650 원
52주 최저가	7,360 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.4%	-13.2%
6개월	17.6%	12.0%
12개월	33.3%	42.6%

대덕전자 (008060/KS | 매수(신규편입) | T.P 14,000 원(신규편입))

Safe Zone

- 대덕 GDS 흡수합병 이후 2Q19부터 안정적인 성장 단계에 진입
- 멀티 카메라 트렌드로 전방 카메라 모듈 초호황 국면. 동사 삼성전기, 파트론, 엠씨넥스 등 주요 업체 카메라 모듈 FPCB 담당
- 네트워크 장비 이설에 따른 안정화 작업 완료. 5월부터 정상 가동. 최근 통신장비/부품 업체 실적 흐름 고려하면 가파른 개선세 전망
- 다변화된 포트폴리오가 최대 장점. 최근 변동성 큰 업황 속에서 안정적인 성장

카메라 트렌드 변화의 수혜

삼성전자 멀티 카메라 채용이 증가해까지도 크게 확대되고 있다. 이에 따라 파트론, 엠씨넥스, 파워로직스 등이 차별화된 실적을 시현하면서 시장의 관심을 크게 받고 있다. 동사는 주요 카메라 모듈 업체에 FPCB 를 공급하는 1 차 벤더이다. 카메라향 매출 비중 30%로 모듈 업체 대비 단기 Swing 은 크지 않지만 전사 실적 개선의 중요한 축 중 하나이다. FoD 와 5G 용 안테나 모듈까지 본격 가세하면 매출 비중도 늘어날 것으로 예상된다.

패키지는 점진적, 네트워크는 Tight

반도체 PKG 는 전방 시장 침체와 가격 하락으로 1Q19 까지도 실적이 부진했다. 하반기는 조금 낮겠지만 상반기 대비 크게 개선 포인트는 없다. 반면, 네트워크용 MLB 는 5월 장비 이설에 완료된 이후 라인이 정상 가동되고 있으며 지속적인 물량 증가가 기대된다. 실적도 2 분기부터 크게 개선될 전망이다. Auto 부문과의 라인 sharing 으로 capa 도 탄력적으로 늘릴 수 있을 것으로 기대한다. HDI 도 모바일 내 SLP 채용 확대로 점진적인 실적 개선이 가능할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 1.4 만원 제시

12M FWD EPS 에 target multiple 13x 를 적용했다. 최근 시장에서 관심이 높은 카메라, 통신장비부품, 5G 등을 모두 품고 있다. 해당 주요 업체 multiple 에 비해 할인되어야 할 이유가 없어 보인다. 오히려 다변화된 포트폴리오로 변동성이 큰 현 시장 상황에서 안정적인 대안이 될 것으로 생각한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	491	512	592	1,088	1,188	1,230
yoy	%	-4.2	4.3	15.6	83.7	9.3	3.5
영업이익	십억원	29	31	35	90	106	116
yoy	%	7.3	6.3	13.8	158.0	18.6	9.1
EBITDA	십억원	73	71	82	110	129	140
세전이익	십억원	40	45	279	105	123	134
순이익(지배주주)	십억원	23	36	265	81	93	102
영업이익률%	%	5.9	6.0	5.9	8.3	9.0	9.4
EBITDA%	%	14.9	13.9	13.8	10.1	10.8	11.4
순이익률	%	4.8	7.0	44.7	7.4	7.9	8.3
EPS	원	479	730	5,152	990	1,148	1,251
PER	배	17.0	13.5	1.8	11.0	9.5	8.7
PBR	배	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	3.6	4.1	6.4	5.7	4.5	3.7
ROE	%	5.1	7.2	35.2	7.9	8.6	8.6
순차입금	십억원	-139	-192	-214	-255	-296	-359
부채비율	%	19.5	16.7	15.6	20.7	21.1	20.2

주: 2018년까지는 대덕전자 별도, 2019년부터는 대덕전자&대덕 GDS 합병 이후 실적

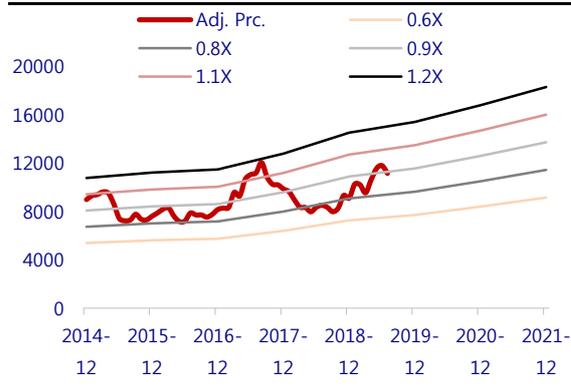
대덕전자 사업부별 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	249.6	231.2	231.9	251.0	248.1	272.7	281.4	280.8	955.7	963.7	1,083.0	1,188.3
QoQ	5.3%	-7.4%	0.3%	8.2%	-1.2%	9.9%	3.2%	-0.2%				
YoY	12.0%	0.5%	-12.8%	5.9%	-0.6%	18.0%	21.3%	11.9%	#REF!	0.8%	12.4%	9.7%
PKG	118.1	116.0	114.0	112.4	98.3	119.5	122.0	123.6	422.9	460.5	463.4	472.7
Auto	16.0	15.6	15.8	15.2	12.9	14.8	15.3	14.7	89.4	62.6	57.8	58.8
Network	24.5	25.5	24.0	24.4	27.2	32.0	36.0	36.0	89.2	98.4	131.2	198.0
FPCB	70.5	60.3	64.0	81.4	88.6	91.9	93.8	88.6	274.0	276.2	363.0	390.6
HDI	20.5	13.8	14.1	17.6	21.1	14.5	14.2	17.8	80.2	66.0	67.6	68.3
영업이익	17.7	7.6	5.3	8.0	9.1	27.3	31.0	22.5	60.7	38.6	89.8	106.5
QoQ	216.1%	-57.1%	-30.3%	50.9%	13.8%	199.6%	13.5%	-27.4%				
YoY	-12.8%	-46.1%	-74.4%	42.9%	-48.6%	258.9%	484.0%	180.8%	#REF!	-36.4%	132.6%	18.6%
영업이익률	7%	3%	2%	3%	4%	10%	11%	8%	6%	4%	8%	9%

자료 : 대덕전자, SK 증권

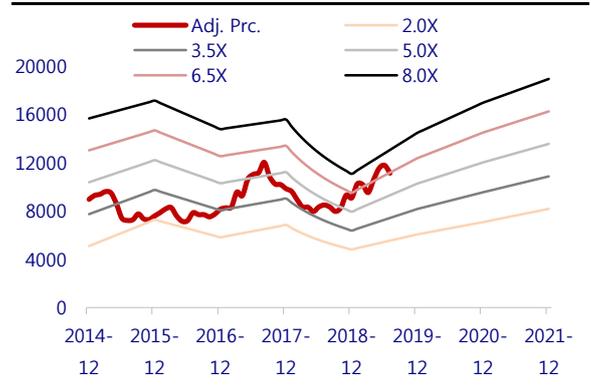
주 : 2017 년, 2018 년은 대덕전자와 대덕GDS 합산 실적

12M forward PBR Band



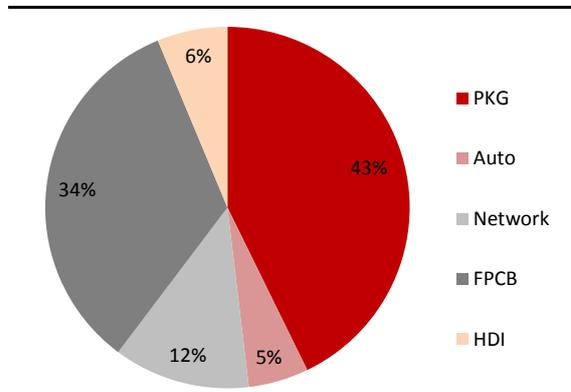
자료 : 대덕전자, SK 증권

12M forward EV/EBITDA Band



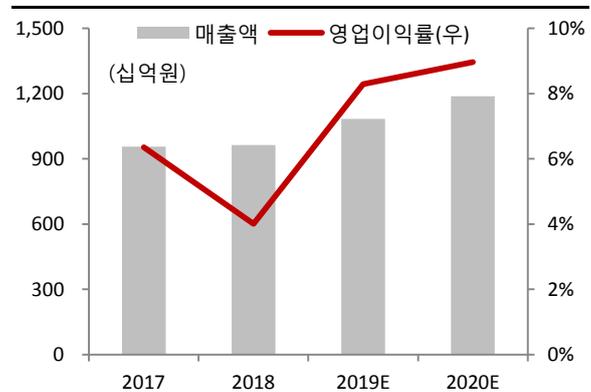
자료 : 대덕전자, SK 증권

제품별 매출 비중



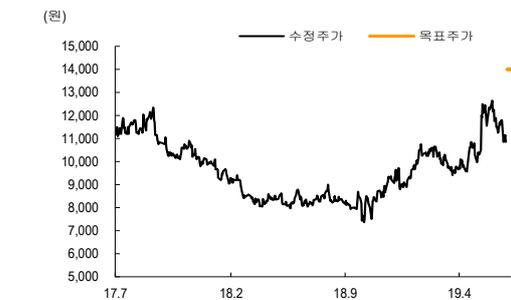
자료 : 대덕전자, SK 증권

연간 실적 전망



자료 : 대덕전자, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.09	매수	14,000원	6개월		



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 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 7월 9일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	310	531	623	699	770
현금및현금성자산	28	35	91	132	195
매출채권및기타채권	56	184	218	241	245
재고자산	49	102	112	123	126
비유동자산	297	606	637	679	720
장기금융자산	107	27	25	25	25
유형자산	185	492	518	546	572
무형자산	3	9	9	9	8
자산총계	607	1,137	1,260	1,379	1,490
유동부채	84	141	203	222	226
단기금융부채	6	13	16	16	16
매입채무 및 기타채무	43	81	104	114	117
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3	12	13	19	25
장기금융부채	0	0	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	6	0	0	0
부채총계	87	153	216	241	250
지배주주지분	520	984	1,044	1,138	1,240
자본금	24	41	41	41	41
자본잉여금	80	313	313	313	313
기타자본구성요소	-45	-44	-44	-44	-44
자기주식	-44	-43	-43	-43	-43
이익잉여금	433	676	736	829	931
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	520	984	1,044	1,138	1,240
부채외자본총계	607	1,137	1,260	1,379	1,490

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	70	37	83	88	110
당기순이익(손실)	36	265	81	93	102
비현금성항목등	42	-171	35	35	38
유형자산감가상각비	40	46	19	22	24
무형자산감가상각비	1	1	0	0	0
기타	-1	-218	4	-1	-1
운전자본감소(증가)	-8	-57	-14	-15	-1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	15	-7	-33	-22	-5
재고자산감소(증가)	-6	-19	-13	-11	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	2	23	11	2
기타	-10	-33	9	9	4
법인세납부	0	0	-19	-26	-29
투자활동현금흐름	-59	-15	-30	-47	-47
금융자산감소(증가)	-21	0	12	0	0
유형자산감소(증가)	-39	-27	-42	-50	-50
무형자산감소(증가)	0	-2	0	0	0
기타	2	15	0	3	3
재무활동현금흐름	-6	-15	3	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	-4	3	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	2	0	0	0
배당금의 지급	-12	-12	-21	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	4	7	56	41	63
기초현금	25	28	35	91	132
기말현금	28	35	91	132	195
FCF	33	-96	53	37	59

자료 : 대덕전자, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	512	592	1,088	1,188	1,230
매출원가	458	536	953	1,031	1,058
매출총이익	54	56	135	158	172
매출총이익률 (%)	10.6	9.4	12.4	13.3	14.0
판매비와관리비	24	21	45	51	56
영업이익	31	35	90	106	116
영업이익률 (%)	6.0	5.9	8.3	9.0	9.4
비영업손익	15	244	16	17	18
순금융비용	-4	-4	-2	-2	-3
외환관련손익	-6	3	3	3	3
관계기업투자등 관련손익	0	0	8	10	11
세전계속사업이익	45	279	105	123	134
세전계속사업이익률 (%)	8.9	47.2	9.7	10.4	10.9
계속사업법인세	10	14	25	30	32
계속사업이익	36	265	81	93	102
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	36	265	81	93	102
순이익률 (%)	7.0	44.7	7.4	7.9	8.3
지배주주	36	265	81	93	102
지배주주귀속 순이익률(%)	6.95	44.71	7.4	7.85	8.27
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	66	230	81	94	102
지배주주	66	230	81	94	102
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	71	82	110	129	140

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	4.3	15.6	83.7	9.3	3.5
영업이익	6.3	13.8	158.0	18.6	9.1
세전계속사업이익	12.7	515.0	-62.2	16.7	9.0
EBITDA	-2.6	14.7	34.3	17.6	8.8
EPS(계속사업)	52.4	606.0	-80.8	15.9	9.0
수익성 (%)					
ROE	7.2	35.2	7.9	8.6	8.6
ROA	6.1	30.4	6.7	7.1	7.1
EBITDA마진	13.9	13.8	10.1	10.8	11.4
안정성 (%)					
유동비율	369.1	377.8	307.4	315.5	341.1
부채비율	16.7	15.6	20.7	21.1	20.2
순차입금/자기자본	-37.0	-21.7	-24.4	-26.0	-28.9
EBITDA/이자비용(배)	3,042.0	3,464.7	2,824.3	2,882.3	3,136.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	730	5,152	990	1,148	1,251
BPS	10,658	12,100	12,844	13,996	15,252
CFPS	1,560	6,061	1,233	1,421	1,545
주당 현금배당금	300	300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.9	2.0	12.8	11.0	10.1
PER(최저)	10.9	1.4	9.0	7.8	7.1
PBR(최고)	1.2	0.8	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6
PCR	6.3	1.5	8.8	7.6	7.0
EV/EBITDA(최고)	5.8	6.6	6.9	5.6	4.7
EV/EBITDA(최저)	2.8	1.8	4.2	3.3	2.6

memo
