

2021년 다시 한번 5G

..... (())
폭증하는 5G폰, 인프라도 더 필요하다

전기전자·핸드셋. 이동주, 3773-9026
스몰캡. 나승두, 3773-8891





Analyst
이동주
nateleee@sk.co.kr
02-3773-9026



Analyst
나승두
nsdoo@sk.co.kr
02-3773-8891

2021년, 다시 한번 5G

2020-10

폭증하는 5G폰, 인프라도 더 필요하다

- 세계 최대 통신 시장인 미국의 트럼프&바이든 대선 후보, 두 후보의 공통분모는 미국 전역의 초고속 유/무선 네트워크 구축
- 북미/동북아시아/서부 유럽 지역을 중심으로 5G 보급률 크게 증가할 것으로 예상, 2009년 4G 초기보다 가입 속도 빠를 것
- 고주파수 대역 5G 늘어날수록 장비 및 부품의 설계/제작/관리 난이도 높아져, 관련 기술력 보유한 소수 업체 집중 수혜 예상
- 5G폰 출하량은 2019년 1,900만대에서 2020년 2.5억대로 급증. 속도와 성능 차이보다는 가격 이점에 기인
- 5G폰 제조사 Bom cost 가중에도 필수불가결한 부품 주목. RF 및 안테나 관련 부품 수혜
- 통신 부품에서는 비에이치와 와이팜을 최선호, 통신 장비에서는 서진시스템, RFHIC, 오이솔루션에 주목

▶ 미국을 중심으로 열리는 5G 시장, 연말 놓치면 안될 포인트

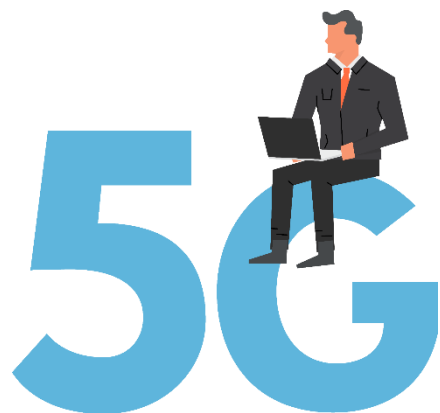
미 대선을 약 보름여 앞둔 시점에서 두 후보의 공통적인 공약인 미국 전역의 초고속/유무선 네트워크망 구축 추진에 주목한다. 세계에서 가장 큰 통신 시장을 보유하고 있는 미국의 통신사들은 올 연말부터 5G 관련 투자를 재개할 것으로 예상되며, 기지국/중계기 등을 연결하기 위한 초고속 광통신 네트워크망 구축도 지속될 것으로 보인다. 미국을 중심으로 한 북미, 우리나라를 중심으로 한 동북아시아, 영국/프랑스/독일 등을 비롯한 서부 유럽 지역이 5G 성장을 견인할 것으로 예상된다. 특히 중국 화웨이가 글로벌 제재 영향을 받는 가운데 통신장비 시장 점유율 경쟁에서 우위를 점하는 기업과 주변 협력 업체들에 대한 관심을 높일 시점이다.

▶ 폭증하는 5G폰, 속도보다는 가격

2019년 1,900만대에 불과했던 5G폰은 2020년 2.5억대로 20%의 판매 비중을 기록할 것으로 추정한다. 여전히 부족한 인프라에도 5G폰의 판매 속도가 가파른 이유는 속도와 성능에서 오는 차이보다는 가격에 기인한다. 5G폰 평균 ASP는 400달러 내외까지 하락했고 중국에서는 100달러대의 5G폰까지 출시가 됐다. 인프라가 구축이 덜 됐음에도 가격이 주는 이점이 상당하다는 점이다. 반대로 BOM cost에 대한 제조사 부담은 가중될 수 있다는 의미이지만 5G폰에서 필수불가결한 부품을 주목할 필요가 있다. 이번 자료에서는 RF와 안테나 관련 부품에 대해 재조명하고자 한다.

▶ 2021년, 다시 한번 5G에 올라타자

2021년에는 통신장비와 통신부품이 함께 부각될 수 있는 해가 될 것으로 전망한다. 통신 부품에서는 5G폰 출하량 급증에 따라 RF 및 안테나 관련 부품에 대한 수혜가 크게 예상된다. 5G용 안테나 케이블 FPCB를 담당하는 '비에이치'와 RF부품 중 PA(전력증폭기)를 담당하는 '와이팜'을 최선호주로 제시한다. 통신 장비에서는 통신 장비 업황의 바로미터 역할을 할 것으로 기대되는 '서진시스템'과, 국내 통신 장비 업체의 핵심 Vendor로 손꼽히는 'RFHIC'와 '오이솔루션'에 주목한다.

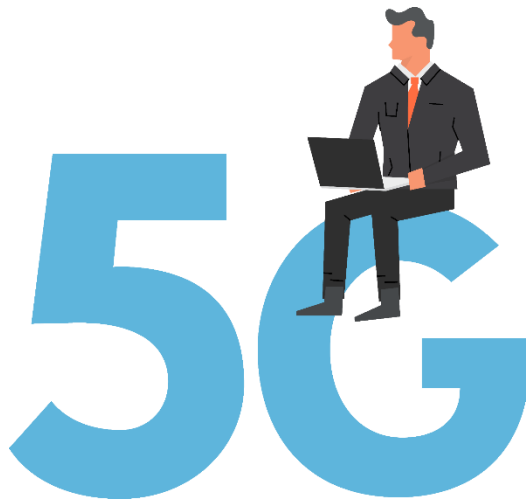


Contents

Chapter 1	통신 장비	4
Chapter 2	통신 부품	13
Chapter 3	Appendix	27
Chapter 4	기업분석	39

Compliance Notice

- 작성자는 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 투자 의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도



Chapter 1. 통신 장비

트럼프 vs 바이든, 미국 대선 공약 차이점과 공통점

- 미국 여론조사 결과 전국 지지율, 바이든 민주당 후보가 트럼프 공화당 후보보다 **9.0%pt** 앞서 있어
- 반면 미국 대선(11/3) 약 보름여 앞둔 상황에서 경합지역 지지율 격차 좁혀지는 상황
- 바이든 - 법인세 및 부자 증세, 청정에너지 관련 투자 확대 부각, 오바마케어 확대 및 개선
- 트럼프 - 중국에서 회귀하는 기업에 대한 세금 공제, 우주군 창설 및 유인 임무 발굴, 전국 초고속 무선 인터넷 네트워크 구축
- 공통분모 - 거대 IT 기업에 대한 규제 강화, 미국 전역 초고속 유/무선 인터넷 브로드밴드 구축**

구분	바이든	트럼프
통상정책	- 트럼프 행정부의 미중 통상 갈등, 미국인 일자리와 산업에 피해 - 대중 관세 철폐 가능성도 대두되지만, 단기간 내 철회 힘들 것 - 동맹국과의 연대 강화를 통한 대중 압박 - 미국 기업에 대한 사이버공격 대응 제재 조치 시행	- 중국 의존 100만개 제조 일자리 회복 - 중국에서 회귀하는 기업에 대한 세금 공제 - 미국산 제품 세금 공제, 일자리 보호 위한 공정무역거래 제정 - 오퍼튜니티존(Opportunity Zone) 확대
경제정책	- 법인세 및 개인소득세 인상 통해 국내 투자 활성화 - 기후 변화 대응 위한 예산 마련 - 2조달러 규모 청정에너지 계획 자금 조달 - 전기자동차, 경량 소재, 5G, AI 등 혁신기술 연구개발 투자 확대	- 세계 최고 인프라 시스템 구축 - 우주군 창설 및 달/화성에 보낼 유인 임무 발굴 - 5G 경쟁에서의 승리, 전국 초고속 무선 인터넷 네트워크 구축
헬스케어 및 기후변화 정책	- 코로나19에 대한 연방정부 차원 일관적 대응 및 재정지원 확대 - WHO와 관계 복원, 팬데믹 대응 다자협력 및 미국 리더십 강조 - 오바마케어 다시 확대 및 개선 계획	- 2020년 말까지 백신 개발, 2021년부터 정상으로의 복귀 - 의료보험료 인하, 헬스케어 시스템 활용 - 사회보장 및 메디케어 보호 - 재향 군인을 위한 세계적 의료 서비스 제공
※ 공통사항 - 거대 IT 기업에 대한 규제 강화 동의 - 미국 전역에서의 초고속 인터넷 브로드밴드 사용 가능 정책 추진		

자료 : 한국무역협회, 대외경제정책연구원, SK증권

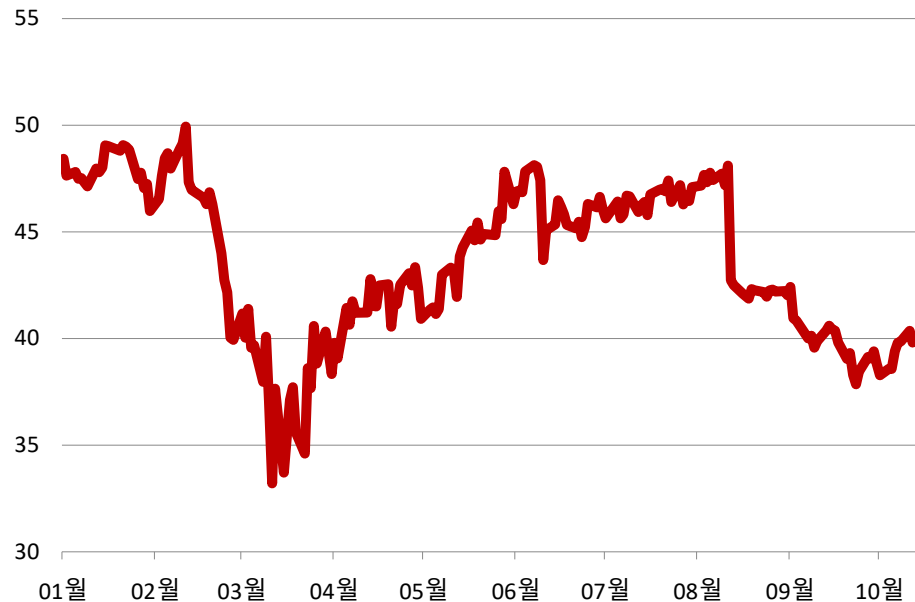
디지털 인프라 구축에 대한 견해는 두 후보 모두 다르지 않다

Industry Analysis

- 바이든 vs 트럼프 ≠ 친환경 vs 5G, 각 후보별 핵심 공약 차이점 있지만 공통분모 찾는 것도 중요
- 미국 전역에 대한 초고속 유/무선 네트워크 구축 추진
- 무선 - 고(高)주파수 대역 5G 서비스 추진 + 저(低)주파수 대역 주파수 경매를 통한 현실적 5G 실현 추진
- 유선 - 초고속 유선네트워크 구축, 초고속 인터넷 브로드밴드 사용 가능 정책 추진
- 유/무선 네트워크 장비 관련 사업 영위 중인 미국 내 주요 기업 관심 증가

시스코(Cisco) 주가 추이 (2020년)

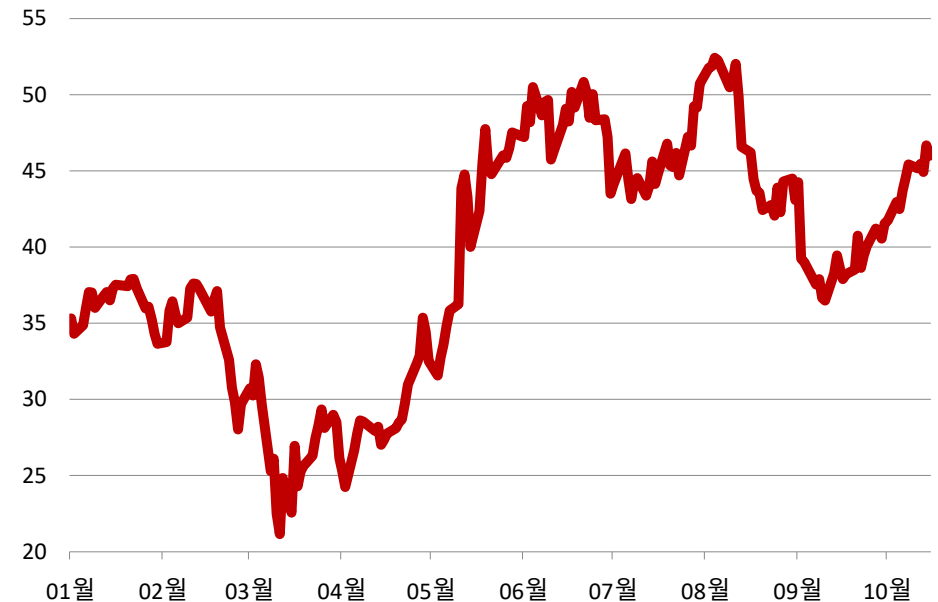
(단위 : 달러)



자료 : Bloomberg, SK증권

투식스(II-VI) 주가 추이 (2020년)

(단위 : 달러)



자료 : Bloomberg, SK증권

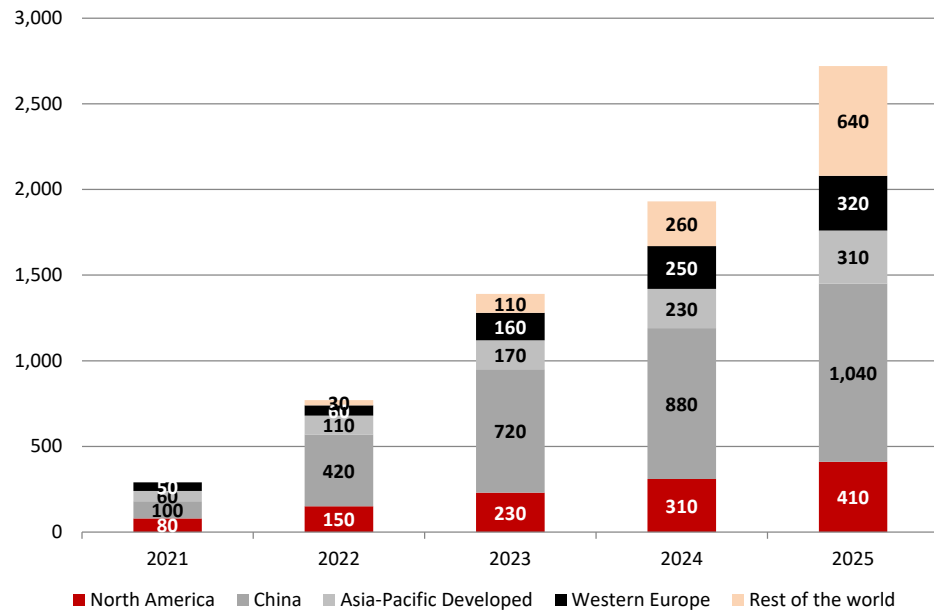
미국 시장에 주목해야 하는 이유

Industry Analysis

- 미국은 중국을 제외하고 전 세계적으로 가장 큰 통신 시장을 보유
- 대선이라는 큰 이벤트를 제외하더라도 글로벌 통신장비 기업들이 집중할 수 밖에 없는 중요한 시장
- 북미지역의 5G 통신 점유율은 올해 약 4% 미만 수준에서 2025년 46%까지 가파르게 성장할 것으로 전망
- 미국 내 5G 통신 연결 디바이스 개체 수도 2021년 대비 2025년까지 약 5배 증가할 것으로 예상

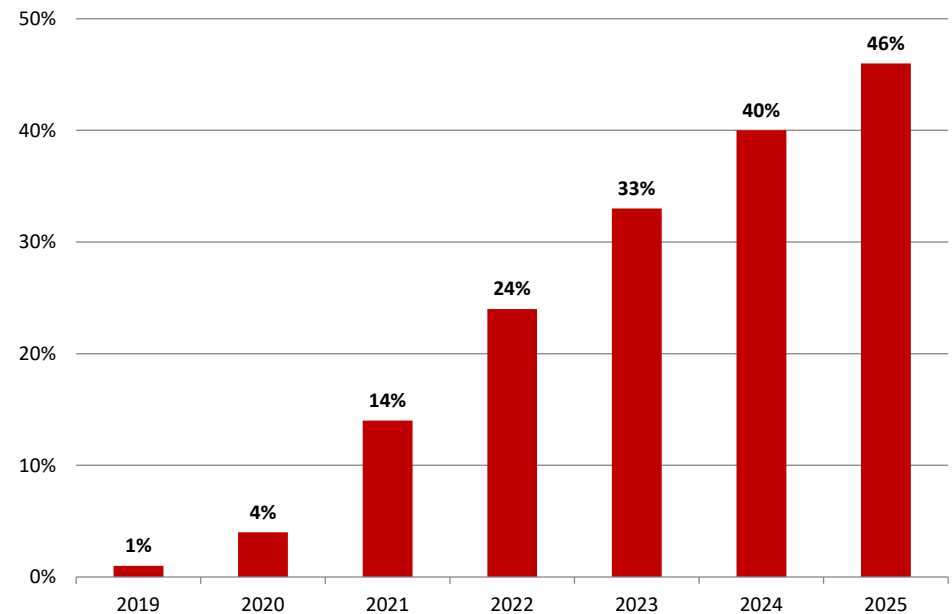
글로벌 지역별 5G 연결 수 전망

(단위 : 백만)



자료 : Worldwide, CCS Insight, Statista estimates 2019, SK증권

북미지역 5G 통신 점유율 전망



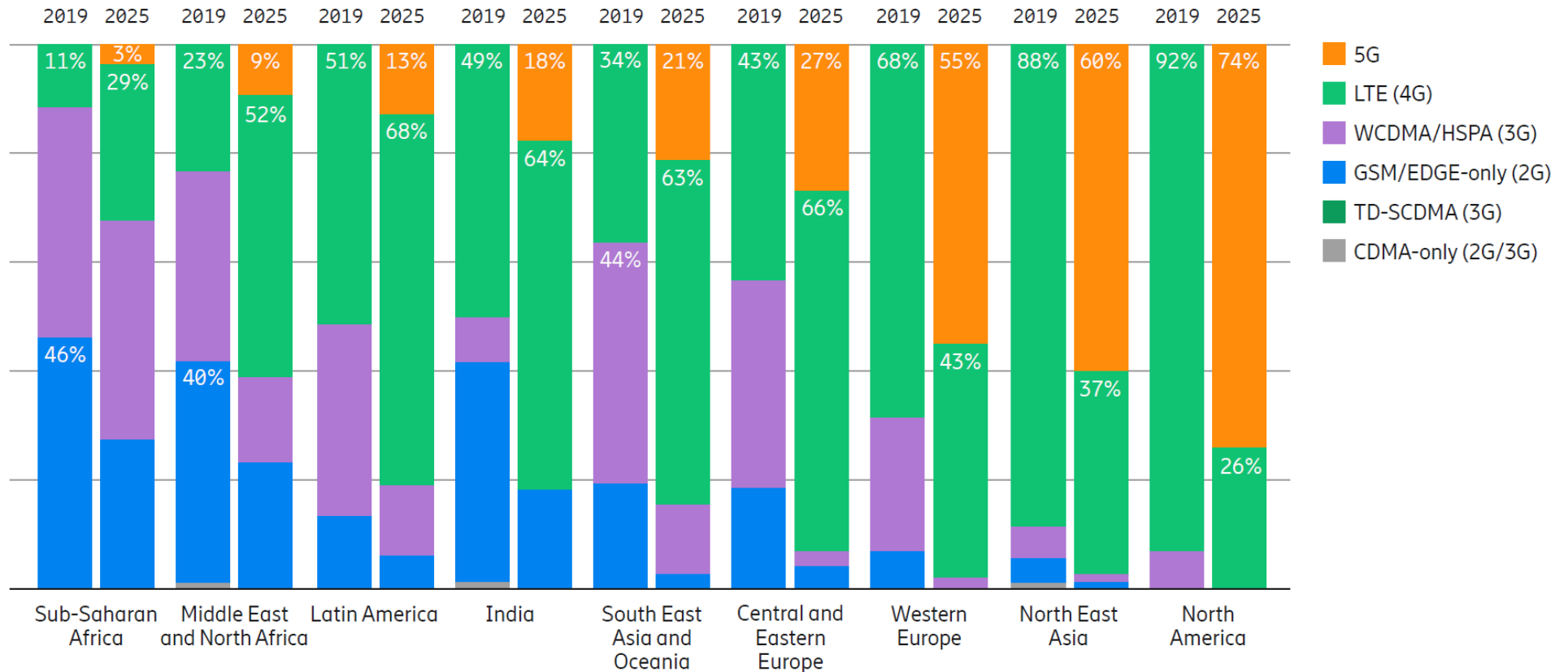
자료 : GSMA 2019, SK증권

글로벌 5G의 가파른 성장 - 지역별 5G 보급 전망

Industry Analysis

- 글로벌 통신장비 기업들은 북미 시장의 5G 보급률이 2025년 74%까지 급격하게 증가할 것으로 예상
- 미국을 비롯한 북미 지역, 우리나라를 비롯한 동북아시아 지역, 영국/프랑스/독일 등을 비롯한 서부 유럽 지역 중심의 성장 전망

지역별 모바일 서비스 이용 전망



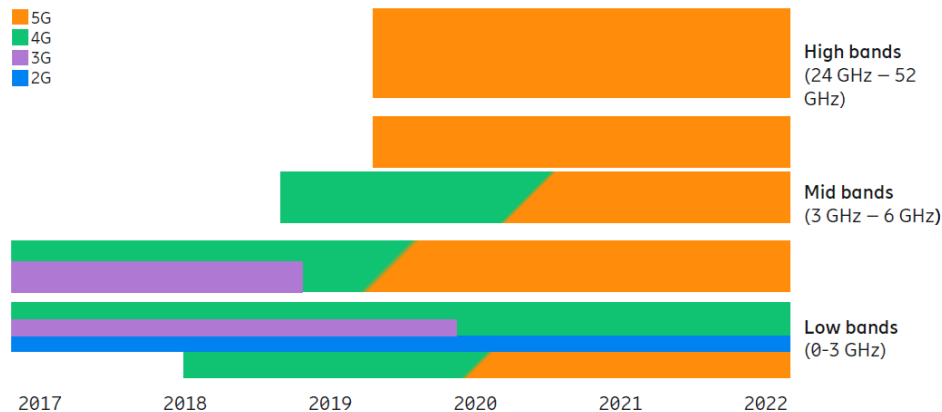
자료 : Ericsson Mobility Report, SK증권

글로벌 5G의 가파른 성장 - 고(高)주파수 대역으로의 진전

Industry Analysis

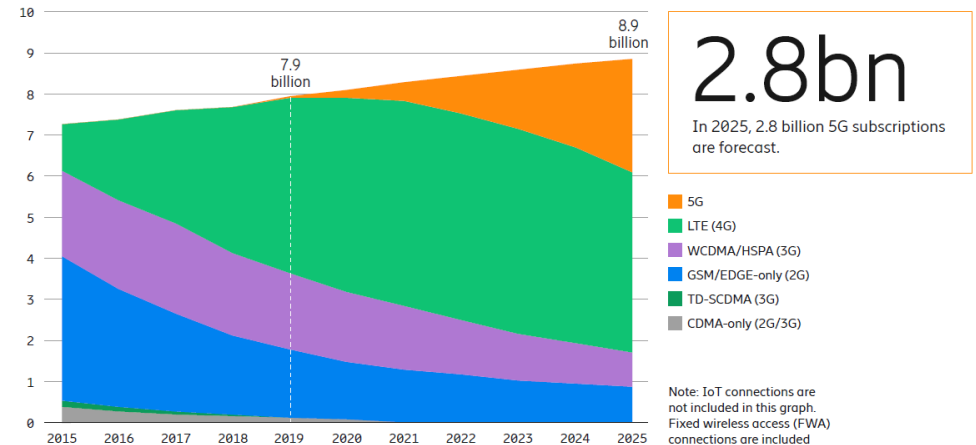
- 코로나19 확산으로 불확실성이 확대되었지만, 글로벌 75개 이상의 통신사업자가 5G 서비스 출시 계획 발표
- 2020년말까지 5G 가입 수(Subscription) 1억 9천만 건 도달 전망, 이후 추정치 상향 조정되는 중
- 특히 3~6GHz 중대역을 비롯, 24GHz 이상 고주파수 대역의 본격적인 도입 시점 2021년 전망
- 2009년 출시된 4G 초기 가입 속도보다 5G 가입 속도가 더 빠를 것으로 예상, 2025년 말까지 28억 건 가입 예상
- LTE 가입은 2022년 51억 건을 정점으로 2025년 44억 건까지 감소세 접어들 전망

통신 세대 및 주파수 대역별 서비스 구현 시점 전망



자료 : Ericsson, SK증권

통신 세대별 가입 전망



자료 : GSMA, Ericsson Mobility Report, SK증권

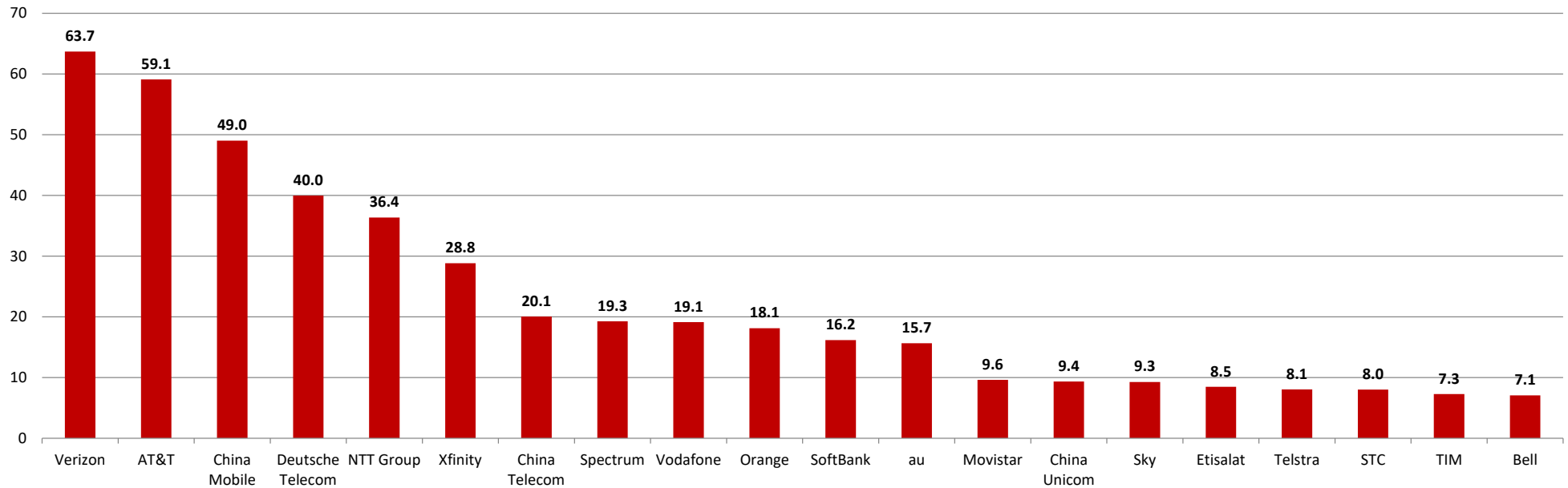
통신사별 5G 경쟁은 더욱 심화된다

Industry Analysis

- 삼성전자, 미국 Verizon으로부터 7조 9천억원 수준의 무선통신 솔루션 공급 계약 공시(9월 7일)
- T-Mobile과 Sprint의 합병 이후 미국 내 3위 사업자로 밀려난 AT&T와 합병법인 T-Mobile까지 5G 주파수 확보 위한 경쟁 심화
- 안정적인 5G 네트워크 송수신을 위해 광케이블에 대한 투자 확대 계획, 기지국/중계기 등을 연결하는 초고속 네트워크망
- 우리나라 이동통신 3사, 5G 전국망 구축 위해 2022년까지 총 25조원 투자 계획

통신사업자 브랜드 가치 순위 (2020년)

(단위 : 십억달러)



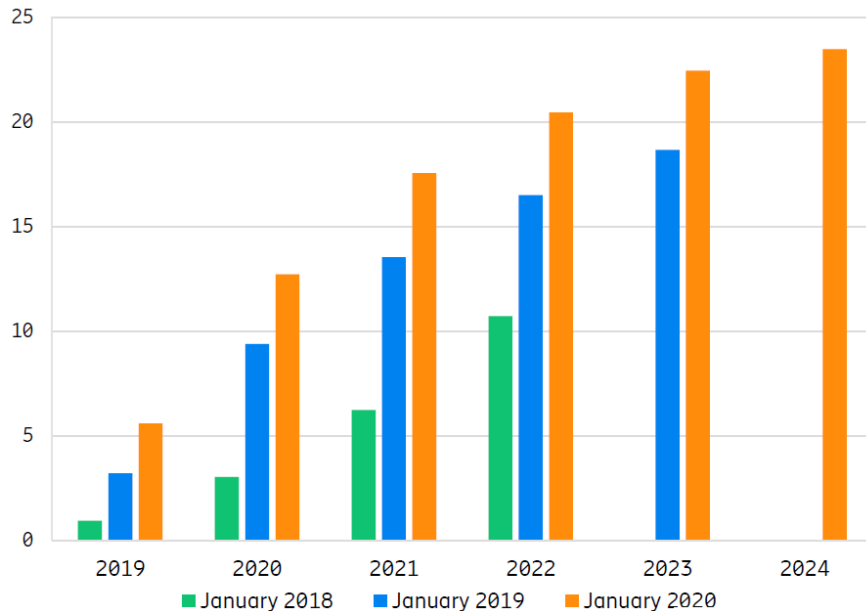
자료 : Statista 2020, SK증권

통신장비 기업들의 경쟁도 심해진다

Industry Analysis

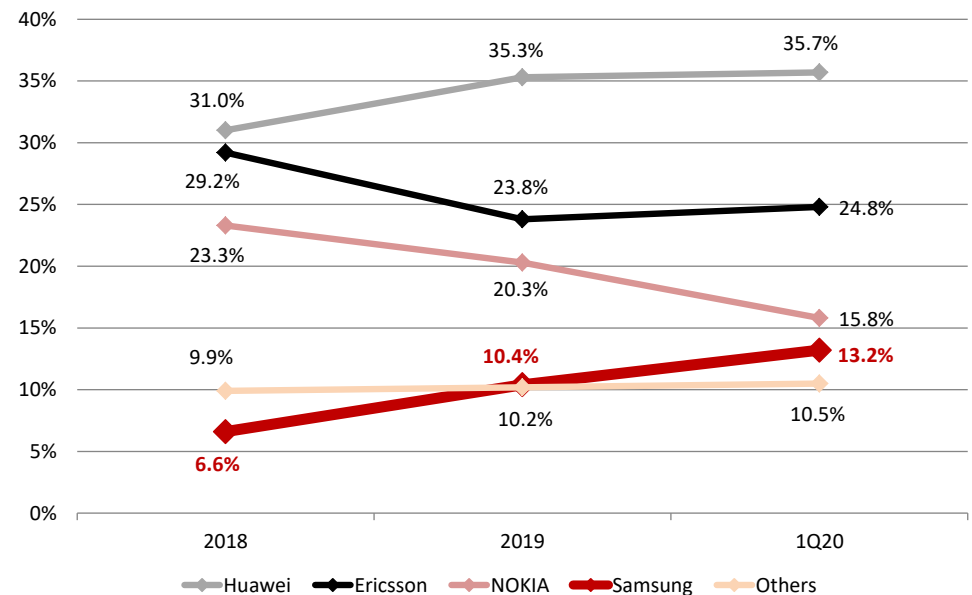
- 5G 관련 시장 추정/전망치는 해를 거듭할수록 더욱 증가하는 상황, 5G 보급 속도 더욱 빨리질 것으로 예상
- 20GHz 이상 주파수 대역을 활용한 완전한 5G 구축을 위해서는 통신장비 수요도 그만큼 폭발적으로 늘어날 것으로 전망
- 글로벌 통신장비 기업들의 경쟁 치열해지는 가운데 중국 화웨이에 대한 글로벌 제재는 경쟁 업체들에게는 기회로 작용할 전망
- 삼성전자 통신장비 M/S 점진적 우상향 중, 점유율 경쟁에서 우위 점하는 통신장비 기업의 협력 업체들에 대한 관심 높일 필요

Dell'Oro 그룹의 5G 시장 추정치 변화



자료 : Dell'Oro, Ericsson, SK증권

글로벌 통신장비 점유율 추이



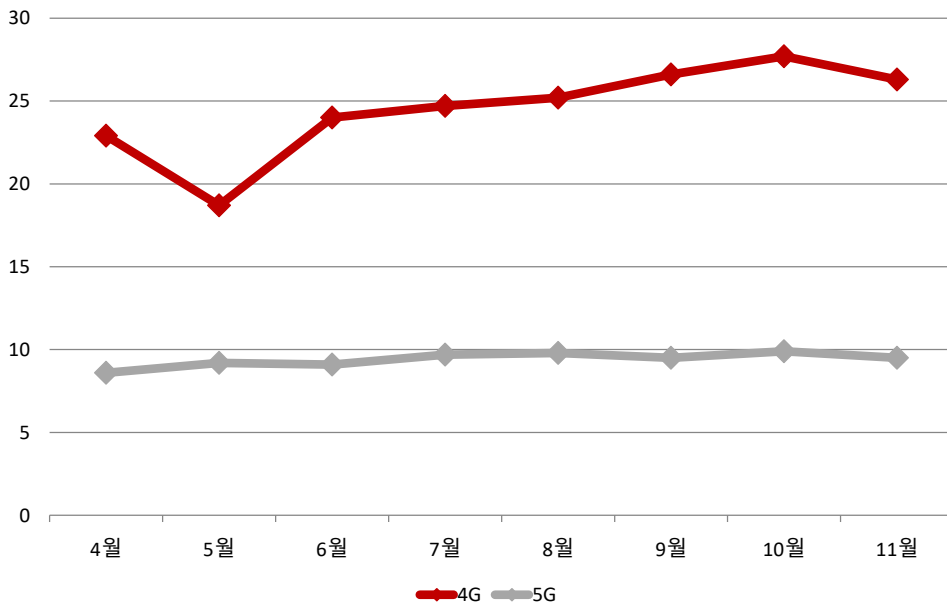
자료 : IHS Markit, Dell'Oro, SK증권

5G, 통신장비 성능이 중요한 이유

Industry Analysis

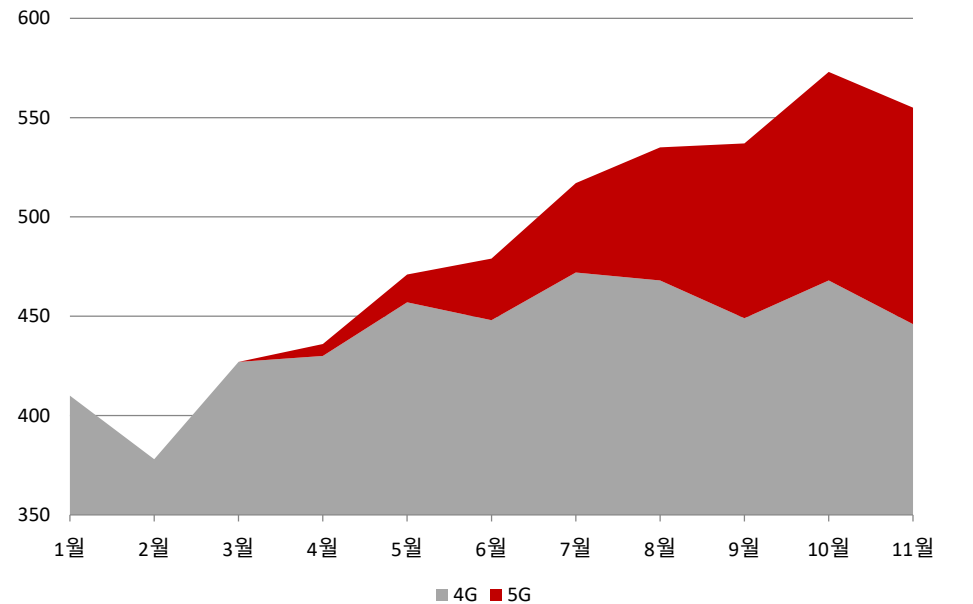
- 4G 대비 주파수 도달 거리 짧은 5G, 훨씬 더 많은 기지국 및 장비 수요 유발
- 이상적인 5G 통신 조건을 충족하기 위해서는 28GHz 내외의 고(高)주파수 대역 사용이 필수
- 아직 3~6GHz의 중대역 주파수를 사용하고 있음에도 불구하고 우리나라 기준 월별 데이터 사용량은 2배 이상 증가
- 그만큼 장비 및 부품에 가해지는 부하는 더욱 강해짐
- 장비/부품에 적용할 소재부터 설계, 제작, 사후 관리까지 난이도 높아져, 관련 기술력 보유한 소수 업체에 집중 수혜 예상

우리나라 4G와 5G 월별 데이터 사용량 추이(2019년) (단위 : GB/월)

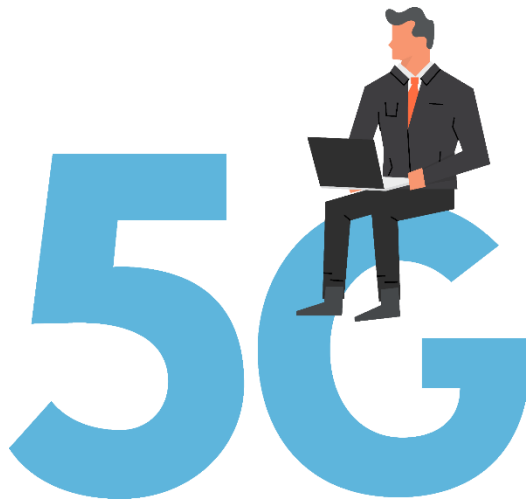


자료 : 과기정통부, Ericsson, SK증권

우리나라 4G와 5G 월별 데이터 트래픽 추이 (단위 : PB/월)



자료 : 과기정통부, Ericsson, SK증권



Chapter 2. 통신 부품

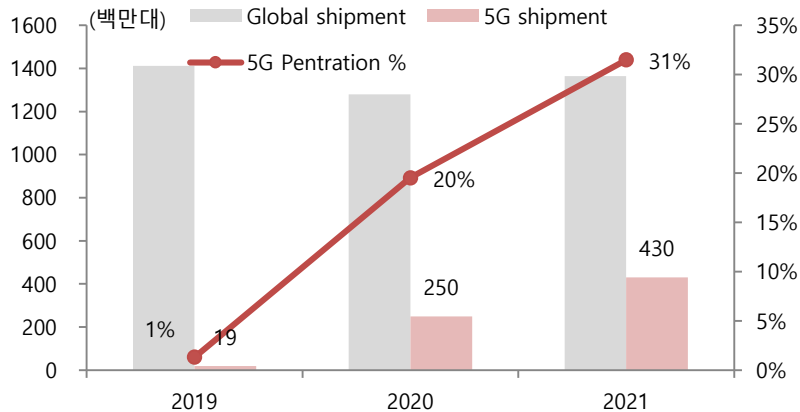
기지국보다 훨씬 빠른 5G 모바일 보급, 2021년 전체 1/3 가량을 차지

Industry Analysis

2020년 2.5억대에서 2021년 4.3억대 추정

- 5G 통신은 2019년 일부 선진 국가에서 상용화로 출발. 인도, 동남아, 중남미 지역에서는 여전히 4G 투자가 한창
- 기지국의 높은 CAPEX 부담. 5G의 궁극적 목표 대역인 mmWave는 Consumer보다는 Enterprise 영역과 밀접하고, Sub 6Ghz는 커버리지 확대에 시간이 필요
- 451 Research 시장 조사에 응한 통신사업자의 4%만이 2023-2025 100% 커버 구축 계획. 2022년까지는 50% 커버리지 확보도 쉽지 않음
- 그럼에도 불구하고 5G폰 판매 속도는 상당히 가파른 추세. 2019년 1,900만대에 불과했던 5G폰은 2020년 2.5억대로 20%의 판매 비중을 기록할 것으로 추정. 2021년에는 5G폰이 전체 판매의 1/3 가량을 차지

5G 스마트폰 출하량 전망



자료: SK증권

통신 사업자 5G 커버 계획 Survey

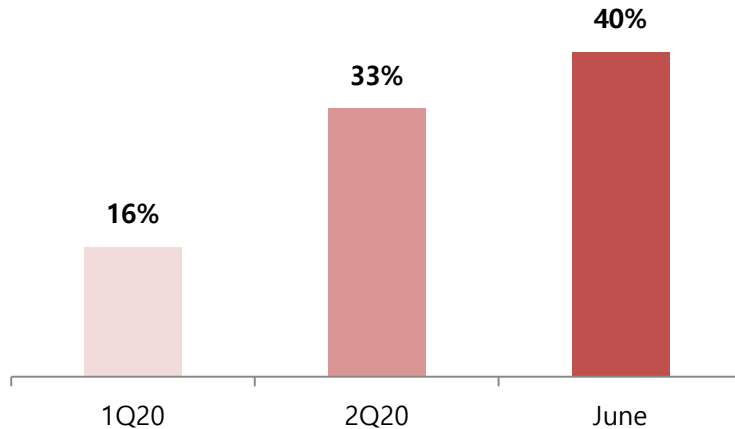


자료: 451 Research

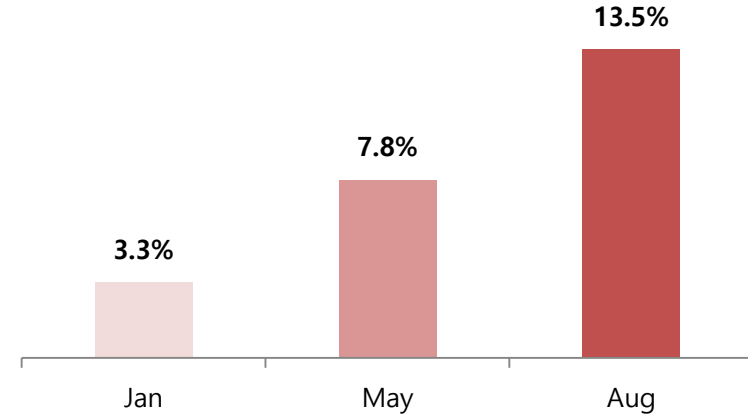
스마트폰 수요 위축 우려에도 가파르게 올라가는 5G폰 판매 - ASP 하락이 이유

Industry Analysis

중국 내 5G 스마트폰 판매 비중 추이



미국 내 5G 스마트폰 판매 비중 추이



모델명	가격	카메라 성능
Vivo S6 5G	2,698위안 (약 46만원)	전면: 32MP 후면: 48MP, 8MP, 2MP, 2MP
Xiaomi 10 Lite 5G	350유로 (약 46만원)	전면: 16MP 후면: 48MP, 8MP, 5MP, 2MP
ZTE Axon 11 5G	350유로 (약 46만원)	전면: 20MP 후면: 64MP, 8MP, 2MP, 2MP
OPPO Realme X50 5G	2,499위안 (약 43만원)	전면: 16MP / 8MP 후면: 64MP, 12MP, 8MP, 2MP
Huawei Honor 30S	310유로(약 41만원)	전면: 16MP 후면: 64MP, 8MP, 8MP, 2MP
Samusng Galaxy A51	57만 2,000원	전면: 32MP 후면: 48MP, 12MP, 5MP, 5MP

중국 내 5G 스마트폰 판매 비중 가파르게 상승. 1Q20 16%에서 2Q20에는 33%까지 올랐음. 5G폰 판매량은 전체의 1/3 수준. 6월에는 40%까지 상승하였고 올해 하반기에는 50%를 넘을 것으로 추정
미국 내에서도 지난 1월 3.3% 이후 최근 8월 13.5%까지 급증. 4Q20 아이폰12 출시로 판매 비중은 30%까지 증가할 것으로 예상

미국 내 5G폰 평균 ASP는 2Q19 \$1,075에서 최근 7월 \$730까지 하락. A71 5G와 A51 5G가 각각 \$600, \$500로 가격 하락을 주도. 중국 내에서는 \$100대 저가형 5G까지 출시. Global 5G폰 평균 ASP는 \$300-400에 형성 추정

100달러대 5G폰 시대 - Realme V3 5G 출고가 ¥999(=\$140)



5G폰 판매량 증가세가 가파른 이유는 속도와 성능에 대한 만족감보다는 제품의 가격에 기인. 지난 9월, Realme에서는 100달러대의 5G폰 출시. 낮은 가격에도 6GB DRAM과 Triple 카메라 장착, Notch형 디스플레이 구현

Realme V3 5G

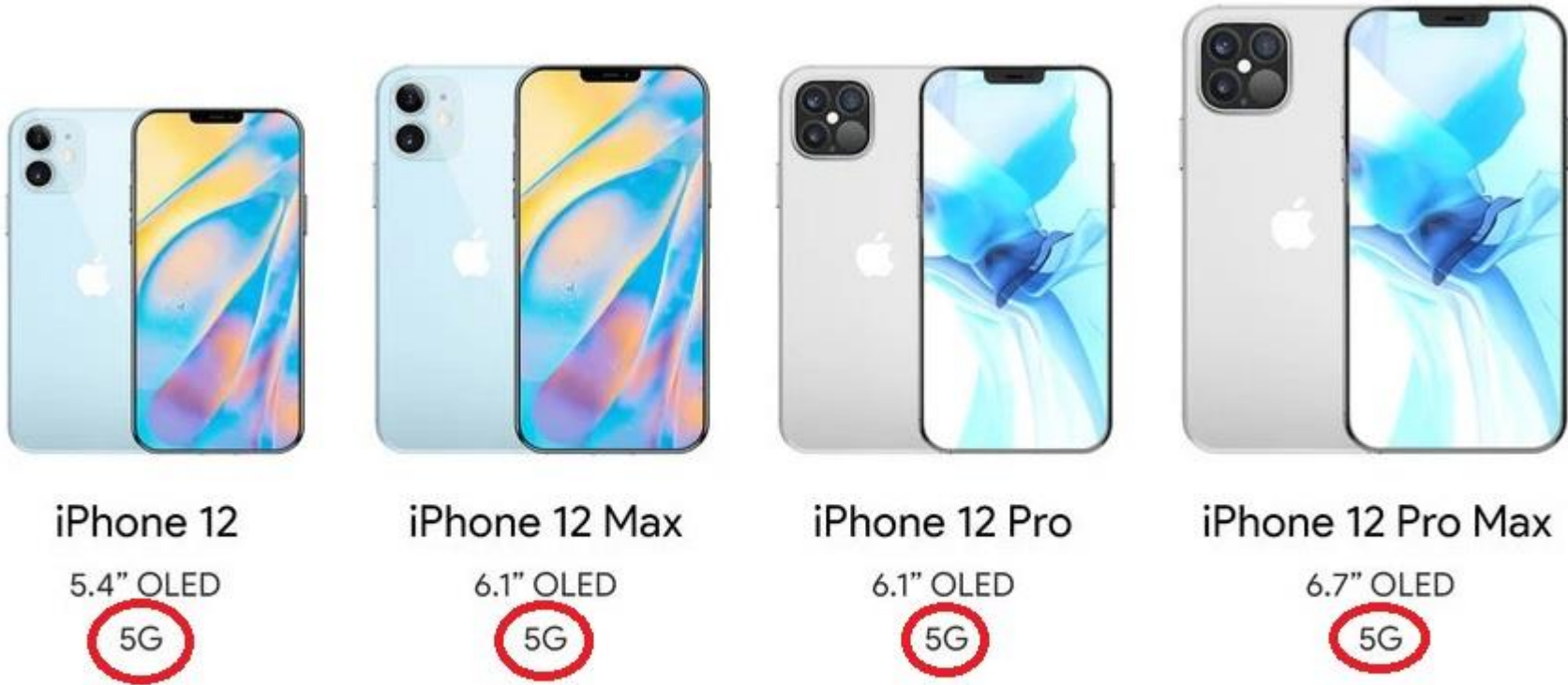
goes official

- 6.5-inch HD+ display
- MediaTek **Dimensity 720**
- Up to **8GB** RAM
- **13MP** triple cameras
- **5,000mAh** battery (18W fast-charging)



Apple iPhone 12 Series 전 라인업 5G 탑재. 미국향은 mmWave까지 지원

Industry Analysis



<Source: PhoneArena>

Apple iPhone 12 Series Spec

Industry Analysis

	아이폰12 Mini	아이폰12	아이폰12 Pro	아이폰12 Pro Max
				
AP	Apple A14	Apple A14	Apple A14	Apple A14
DRAM(GB)	4	4	6	6
NAND(GB)	64/128/256	64/128/256	128/256/512	128/256/512
Display(ratio)	5.4"(85.1%)	6.1"(85.1%)	6.1"(86%)	6.7"(87.4%)
Panel Type	OLED	OLED	OLED	OLED
Rear Camera(MP)	12 + 12	12 + 12	12 + 12+ 12 + ToF	12 + 12+ 12 + ToF
Front Camera(MP)	12	12	12	12
Announced	`20.10	`20.10	`20.10	`20.10
Released	`20.11	`20.10	`20.10	`20.11
Price(lowest basis, dollar)	699	799	999	1,099
Features	5G	5G	5G, Rear ToF	5G, Rear ToF

중국 내 사전 예약 강세. 아이폰12와 아이폰12 프로, 중국 최대 규모 전자상거래인 징둥닷컴에서 선주문 130만개 돌파하면 시작과 동시에 매진
아이폰12 128GB 실버 모델은 11월로 배송 연기. 아이폰12 64GB 화이트는 일주일 가량 배송 연기

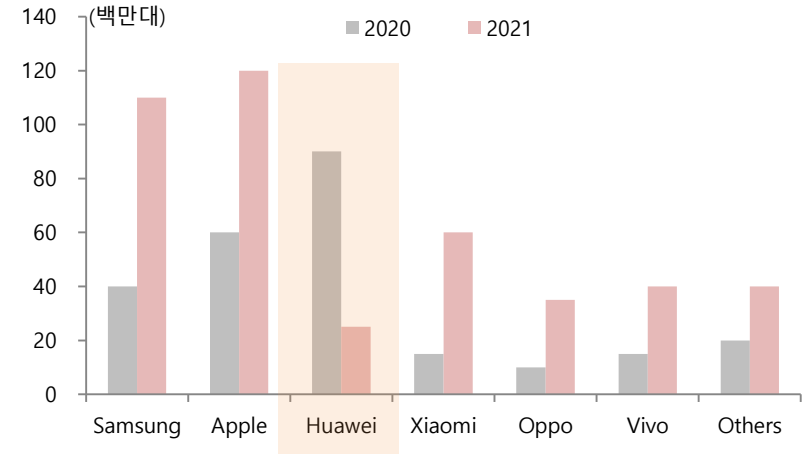
Huawei발 스마트폰 지각 변동, 5G 시장에서도 나타나는 구도 변화

Industry Analysis

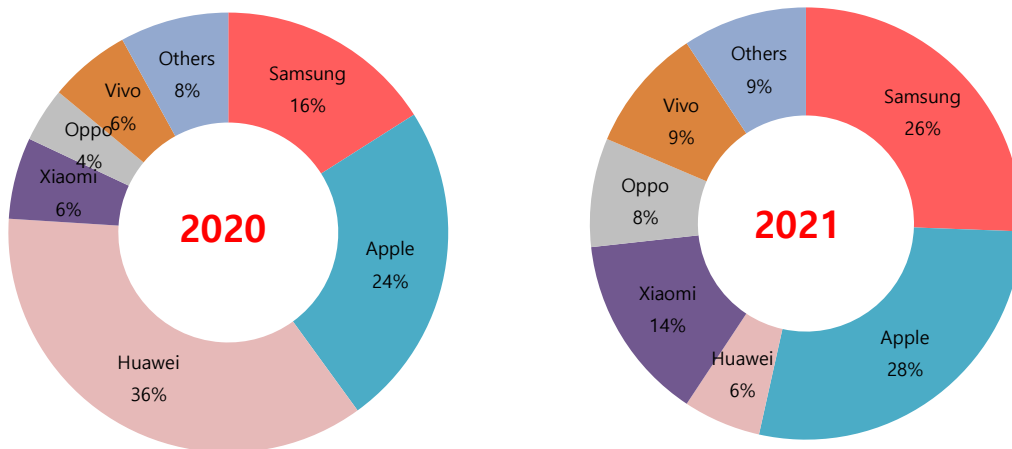
스마트폰 제조사 연간 출하량 추정

Mobile Set	2019	2020E	2021E		2021 YoY	2021 M/S
SAMSUNG	295	271	320		18%	23%
HUAWEI	241	193	40		-79%	3%
	115	108	148		37%	11%
	107	103	134		30%	10%
	125	130	164		27%	12%
	197	199	224		12%	16%

제조사별 연간 5G 출하량 추정



5G 스마트폰 시장 점유율



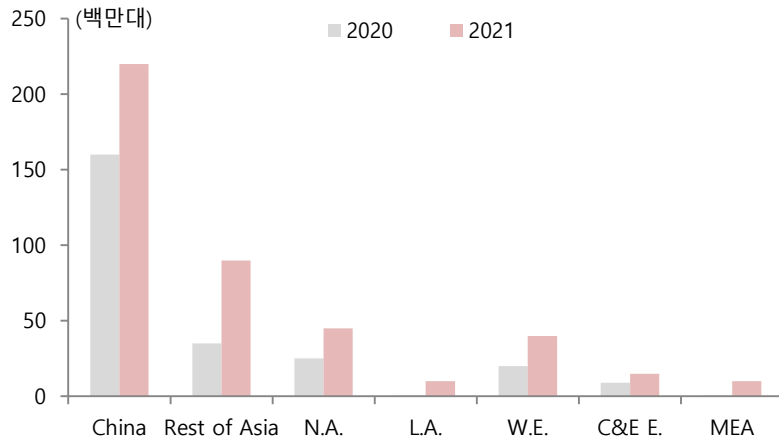
미국의 Huawei 제재로 2021년 스마트폰 업계 강한 지각 변동 예고. Huawei 스마트폰 출하량은 2021년 4천만대 수준으로 3% M/S로 급감할 가능성

5G폰 시장에서도 구도 변화 일맥상통. 2020년 Huawei 5G폰 출하량 9천만대로 점유율 36%를 가져갈 것으로 예상되나 2021년 출하량 유일하게 감소하며 6% 수준으로 추정

지역별 5G 스마트폰 Data

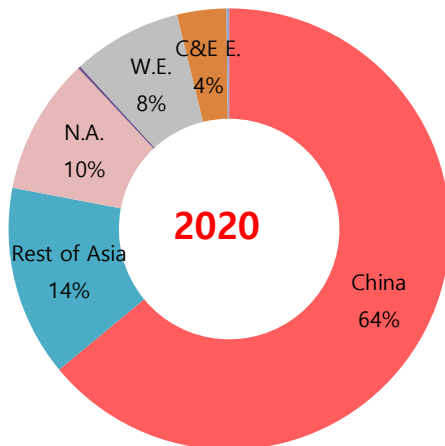
Industry Analysis

지역별 5G 스마트폰 출하량 추정



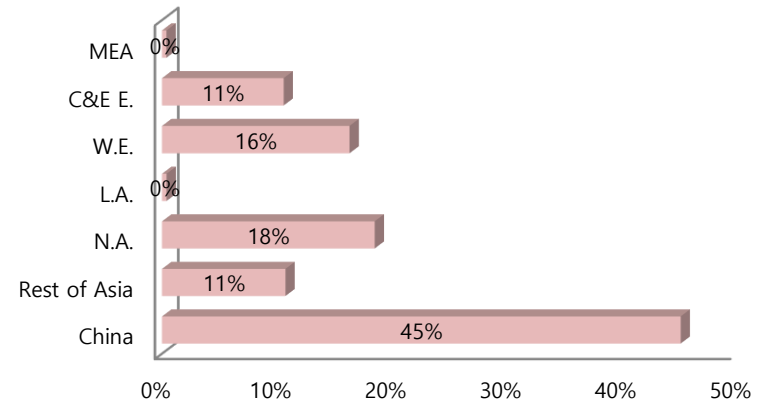
자료: SK증권

지역별 5G 스마트폰 출하 점유율



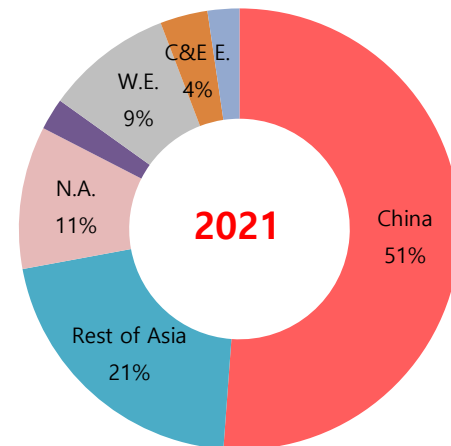
자료: SK증권

지역별 5G 스마트폰 Penetration 비중 추정 (2020년)



자료: SK증권

지역별 5G 스마트폰 출하 점유율

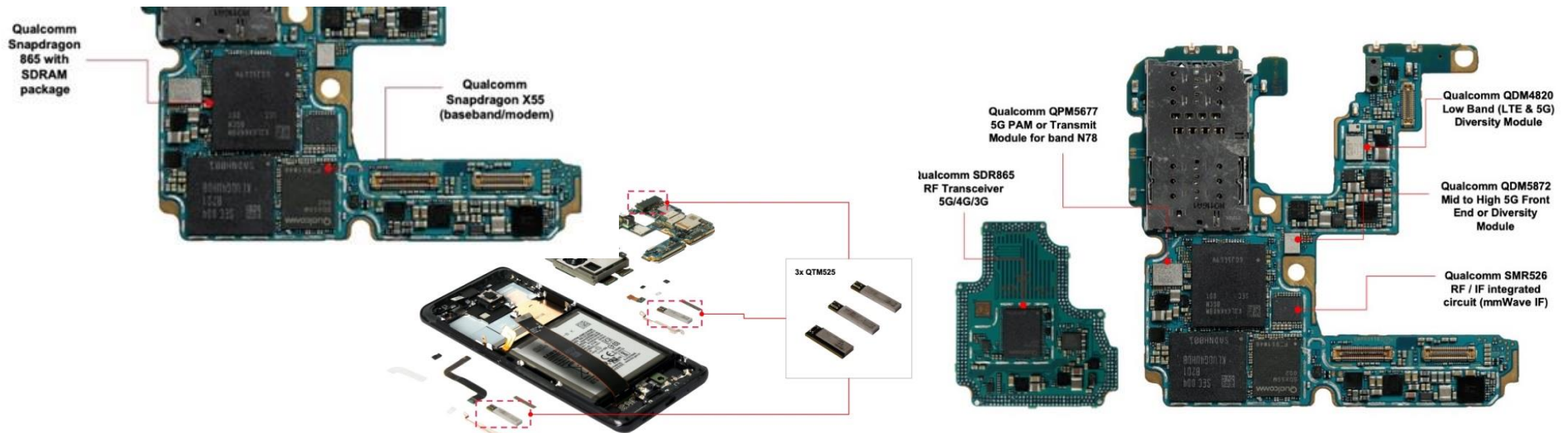


자료: SK증권

▪ 5G폰에서 핵심은 Modem, AP, RF, Substrate 그리고 기타 수동부품

- Modem은 통신칩으로 음성 및 데이터 교류를 위한 송수신 신호 변환을 담당. 5G에서도 통신을 위한 중추 역할. Qualcomm X55 modem은 6GHz 이하 및 mm대역과 NSA 및 SA 모두 호환
- AP는 모바일 기기의 두뇌 역할로 5G로 실현되는 방대한 양의 정보 처리, 속도 제어, 전력 효율 관리 등을 담당. S20 Ultra 5G의 SD865는 Modem과 개별 탑재인 반면, Note20 Ultra 5G의 SD865+는 SoC 형태로 탑재
- RF는 신호의 송수신을 담당하여 Modem 역할 지지. 주파수 대역 확대에 따라 신규 부품 채용 및 탑재량 증가
- Substrate는 5G 고주파 대응에 필요한 AiP용 기판. 대당 1-3개까지 탑재. 이를 Modem과 연결하는 케이블 및 케이블용 FPCA 필요

Galaxy S20 Ultra 5G Teardown



5G폰 BOM(Bill of Materials) Anaylsis

Industry Analysis

Specifications

	AP	Modem	RF	NAND	카메라	디스플레이	DRAM	Battery	Substrate	기타
S10+ 4G	SD 855	4G	4G	128GB	F: Dual R: Triple	6.4"	8GB	4,100mAh	-	-
S10 5G Sub 6Ghz	SD 855	X50	5G 6GHz	256GB	F: Dual R: Quad	6.7"	8GB	4,500mAh	-	-
S20 Ultra 5G Sub 6Ghz	SD 865	X55 5G	5G 6GHz	256GB	F: Dual R: Quad	6.9"	12GB	5,000mAh	-	-
S20 Ultra 5G mmWave	SD 865	X55 5G	5G mmWave	256GB	F: Dual R: Quad	6.9"	12GB	5,000mAh	AiP	-

Bill of Materials

(\$)	AP	Modem	RF	NAND	카메라	디스플레이	DRAM	Battery	Substrate	기타
S10+ 4G	55.0	15.5	31.0	11.5	56.5	86.5	39.0	10.5	12.5	76.0
S10 5G Sub 6Ghz	55.0	47.6	46.0	18.0	62.5	90.0	37.5	11.5	26.0	81.9
S20 Ultra 5G Sub 6Ghz	81.0	26.5	33.0	23.5	107.5	67.0	44.0	7.5	12.5	98.5
S20 Ultra 5G mmWave	81.0	26.5	46.7	23.5	107.5	67.0	44.0	7.5	27.5	100.0

BOM cost Difference

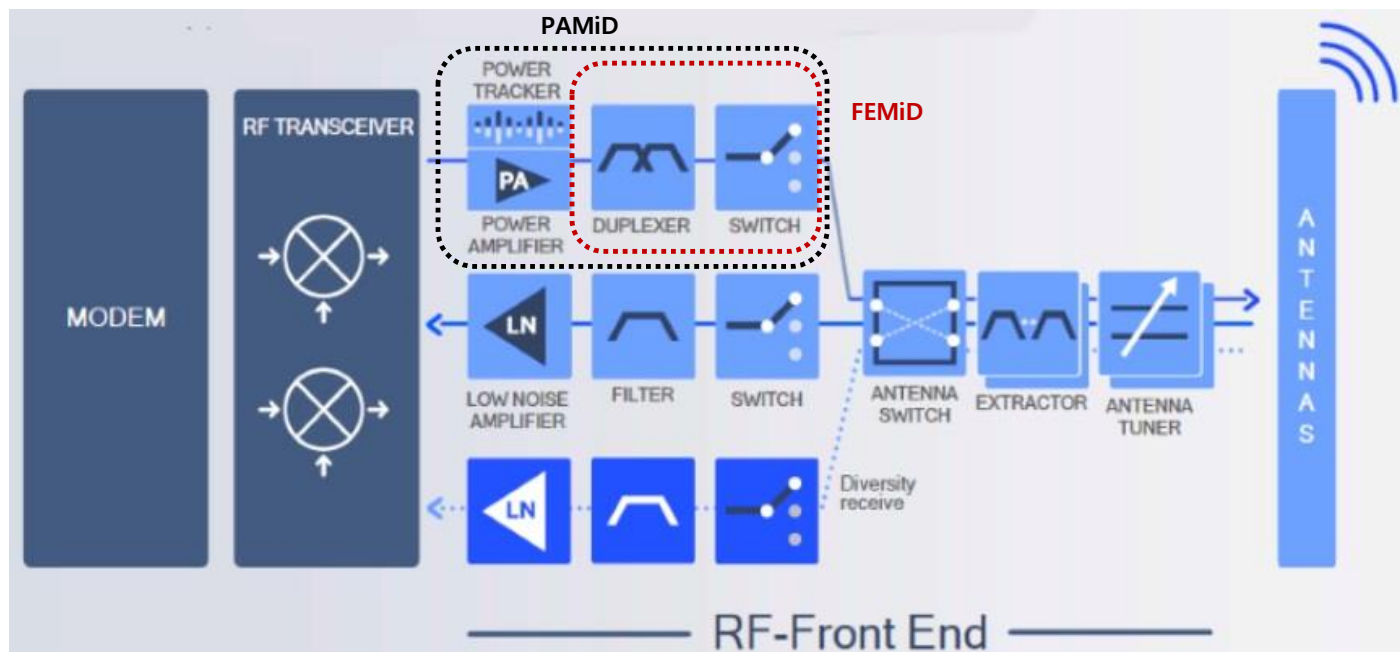
	전체 원가 차이(\$)	증감률 %		핵심부품 차이(\$)	증감률 %
4G → 5G Sub 6Ghz	82	21%		67	35%
5G Sub 6Ghz → 5G mmWave	30	6%		30	12%

<Source: Techinsights, mmWave 버전은 SK증권 추정>

RF(Radio Frequency)

- FEM/FEMiD – Switch, Filters(Duplexers)
- PAMiD – Switch, Duplexers, PA
- MMB PA – Multi Mode Multi Band PA
- LPAMiF – PA, LNA, Filters
- PAMiF – PA, Filters

RF 구조도

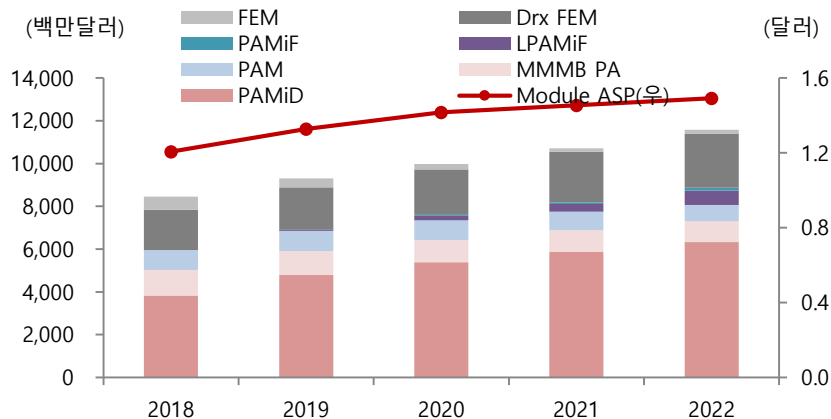


5G로 신규 하이엔드 부품 및 대당 탑재량 증가

Industry Analysis

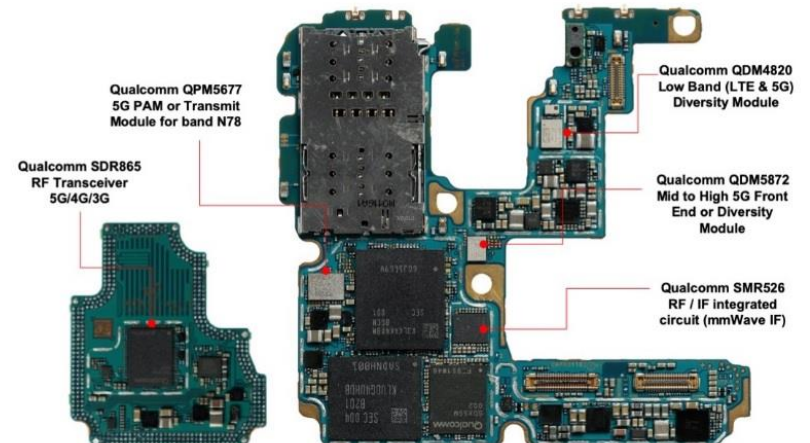
- 5G용 PAMiD 1-2개 신규 탑재. S20 Ultra 5G에서는 Qualcomm PAM 2개 탑재. 참고로 Qualcomm 5G PAM 구성은 switch, PA, LNA, Filter로 일반 PAMiD 구성 대비 더욱 부품 집약적. 신규 하이엔드 부품 및 부품 탑재량 증가로 모바일 대당 ASP 상승 수반
- 5G 스마트폰 성장기 아래 RF Module 업체 수혜는 명확. RF Module 수혜(Qualcomm, Qorvo, Skyworks, Broadcom)
- PA 설계 난이도는 개별 부품 중에서 가장 높은 수준. 현존하는 업체가 수혜 및 시장을 주도(Qualcomm, Qorvo, Skyworks, Broadcom, Murata, 와이팜)
- Discrete 시장에서는 Filter류가 시장 주도. 28GHz 대역을 대응을 위한 BAW 필터 채용량 확대 (Taiyo Yuden, 와이솔)
- RF Module 2020년 100억달러 시장 돌파. 2018-2022 CAGR +8%
- RF Discrete 2020년 61억달러 시장 형성. 2018-2022 CAGR +12%

RF Module 시장 규모 및 ASP 전망



자료: Yole, SK증권

Galaxy S20 Ultra 5G RF Front end



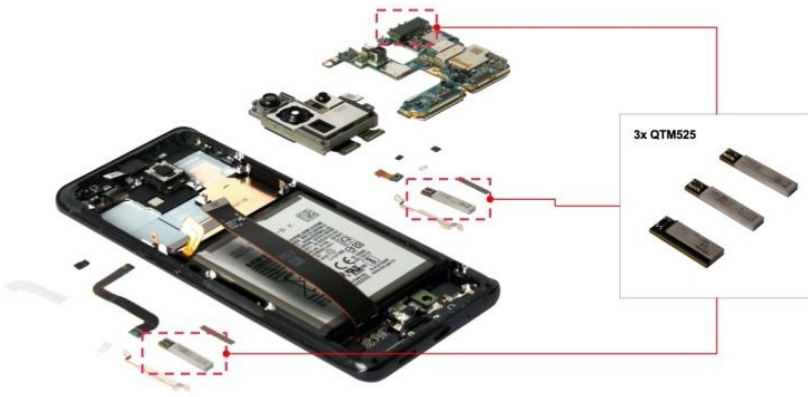
자료: omdia



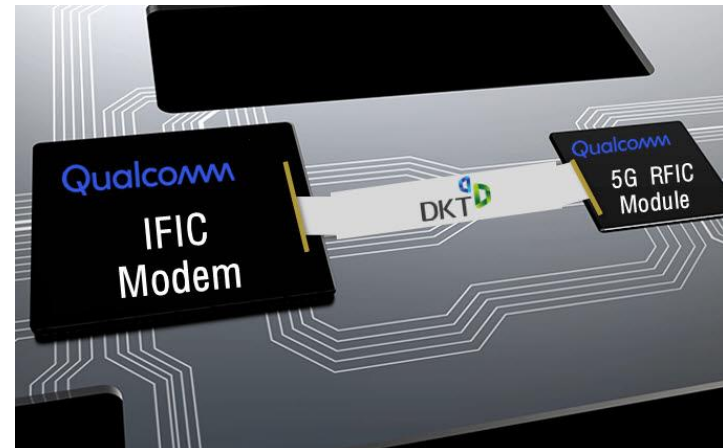
5G 안테나 RF모듈로 파생되는 AiP Substrate와 안테나 케이블

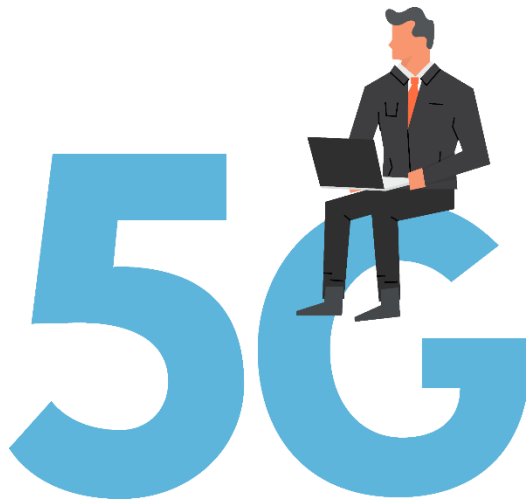
- mmWave 특성상 주파수 파장이 짧아 방향별로 5G 전용 안테나 탑재로 1-3개 추가적으로 실장
- 4G에서는 LDS 안테나 1개, 5G Sub 6GHz에서는 LDS + 5G 안테나 1개, 5G mmWave에서는 LDS + 5G 안테나 3개
- 5G 전용 안테나 RF 모듈은 AiP(Antenna in Package) Substrate 적용
- Modem과 안테나까지 연결을 위한 별도의 안테나 케이블 필요. 안테나 케이블은 MPI(FPCB 소재)의 FPCA와 LCP 소재로 구분. 케이블은 안테나 모듈당 2개. 스마트폰 대당 최대 6개 탑재
- 아이폰12 mmWave 1개 모델 적용시 AiP 기판 3,000억 시장 규모 추정. 2021년 mmWave 5G폰 비중 확대시 관련 업체 수혜
- AiP 관련 업체로는 삼성전기, LG이노텍, Kinus. 안테나 케이블 관련 업체로는 비에이치와 디케이티

Galaxy S20 Ultra 5G 안테나 모듈(Qualcomm QTM 525)



5G 안테나 RF모듈 구조도





Chapter 3. Appendix

✓ **Base Scenario: 2020년 12.8억대(YoY -9%), 2021년 13.7억대(YoY +7%)**

- 조건 1: China 3월 기점 수요 회복. 기타 지역 5-6월 바닥 형성
- 조건 2: 신흥 시장(India, L.A., MEA), 11월-12월 정상화
- 조건 3: 선진 시장(N.A., Europe), 8-10월 정상화
- 조건 4: 시장의 normalized 총 수요는 13억대

✓ **Scenario I: 2020년 12.6억대(YoY -11%), 2021년 13.4억대(YoY +6%)**

- 조건 1: China 3월 기점 수요 회복. 기타 지역 5-6월 바닥 형성
- 조건 2: 신흥 시장(India, L.A., MEA), 12월-1월 정상화
- 조건 3: 선진 시장(N.A., Europe), 10-12월 정상화
- 조건 4: 시장의 normalized 총 수요는 13억대

✓ **Scenario II: 2020년 12.6억대(YoY -11%), 2021년 14.2억대(YoY +12%)**

- 조건 1: China 3월 기점 수요 회복. 기타 지역 5-6월 바닥 형성
- 조건 2: 신흥 시장(India, L.A., MEA), 12월-1월 정상화
- 조건 3: 선진 시장(N.A., Europe), 10-12월 정상화
- 조건 4: 시장의 normalized 총 수요는 14억대

8월 Sell-in 1.1억대 / Sell-through 1.2억대 / Inventory ↓

- 8월 스마트폰 Sell-in 1.1억대(MoM +5.1%, YoY -2.4%) / Sell-through 1.2억대(MoM -0.6%, YoY +4.6%)
- 중국 수요 회복이 여전히 더딘 상황에 아이폰12 출시 지연으로 출하량은 전월 대비 소폭 개선에 그침
- 반면, 중화권을 제외한 기타 지역에서는 2Q20 대비 건조한 출하량 기록 추정. 채널 재고도 건전한 수준
- 9월 출하 동향 MoM +3% 로 소폭 개선에 그칠 것으로 예상. 3Q20 출하 성수기 시즌임에도 불구하고 인도와 유럽 중심으로 확진자가 재차 확산 추세에 있어 일부 전자 매장 폐쇄 우려. 아이폰12 출시도 10-11월로 예견됨에 따라 3Q20 수요가 4Q20로 지연

지역별 분기 및 연간 출하량 전망 비교

By Region	2020			2021			2020 YoY			2021 YoY		
	Base	Scenario 1	Scenario 2	Base	Scenario 1	Scenario 2	Base	Scenario 1	Scenario 2	Base	Scenario 1	Scenario 2
Asia	682	665	665	737	717	759	-9%	-12%	-12%	8%	8%	14%
China	355	348	348	372	362	388	-7%	-9%	-9%	5%	4%	12%
India	126	123	123	149	147	160	-20%	-22%	-22%	19%	20%	30%
Others	201	194	194	215	207	211	-4%	-8%	-8%	7%	7%	8%
N.A.	136	134	134	140	138	146	-6%	-7%	-7%	3%	3%	9%
L.A.	126	126	126	132	132	141	-12%	-12%	-12%	5%	5%	12%
W.E.	123	124	124	133	135	144	-8%	-7%	-7%	8%	8%	16%
C&E E.	85	86	86	84	85	93	-11%	-10%	-10%	-2%	-2%	8%
MEA	128	125	125	139	136	132	-11%	-12%	-12%	8%	8%	5%
Global	1,280	1,261	1,261	1,365	1,342	1,415	-9%	-11%	-11%	7%	6%	12%

자료: SK증권

수면 위로 드러나는 Huawei 제재 효과. 반면 Xiaomi는 크게 약진

- Huawei Monthly M/S: 4월 25% → 5월 21% → 6월 16% → 7월 14% → 8월 13%
- 8월 Huawei 출하량은 1,420만대로 삼성전자에 이어 2위를 유지했으나 4월 대비 점유율은 큰 폭으로 감소
- 특히 이번 8월에서는 Xiaomi의 약진에 주목. 1,260만대를 기록하며 11% 점유율로 Huawei에 이어 3위로 상승
- Apple은 1,240만대를 기록하며 아이폰12 출시 연기에 따른 영향
- 3Q20 삼성전자 8,100만대 VS Apple과 Huawei 각각 3,900만대, 4,500만대

제조사별 분기 및 연간 출하량 전망 비교

By Vendor	2020			2021			2020 YoY			2021 YoY		
	Base	Scenario 1	Scenario 2	Base	Scenario 1	Scenario 2	Base	Scenario 1	Scenario 2	Base	Scenario 1	Scenario 2
Samsung	271	269	269	320	317	332	-8%	-9%	-9%	18%	18%	24%
Apple	199	197	197	224	220	233	1%	0%	0%	12%	12%	18%
Huawei	193	190	190	40	39	43	-20%	-21%	-21%	-79%	-80%	-78%
Xiaomi	130	128	128	164	162	172	4%	2%	2%	27%	26%	35%
Oppo	108	105	105	148	144	152	-6%	-8%	-8%	37%	37%	44%
Vivo	103	101	101	134	131	139	-3%	-6%	-6%	30%	30%	38%
Others	276	272	272	335	330	345	-17%	-18%	-18%	21%	22%	27%
Global	1,280	1,261	1,261	1,365	1,342	1,415	-9%	-11%	-11%	7%	6%	12%

자료: SK증권

중화권 수요 위축은 우려 요인, 그럼에도 기타 지역 회복과 삼성전자의 매서운 확판

Industry Analysis

- 3Q20 글로벌 스마트폰 출하량은 3.4억대로 QoQ +18%, YoY -9% 전망
- 중화권 프로모션 효과 제거와 홍수 피해는 우려 요인. 기타 지역에서 확진자가 재차 늘어나고 있지만 연초와 같은 락다운 가능성이 낮고 온라인 채널 판매 비중이 늘어나면서 수요는 점진적인 회복세
- Huawei 제재 효과로 EU 내에서 Xiaomi와 삼성전자 점유율 반사 수혜. 3Q20부터는 중국 내수에서 OVX 점유율 반사 수혜
- 삼성전자 3Q20 8,100만대로 매서운 확판. 중화권 세트사 중에서는 Xiaomi의 약진을 주목할 필요

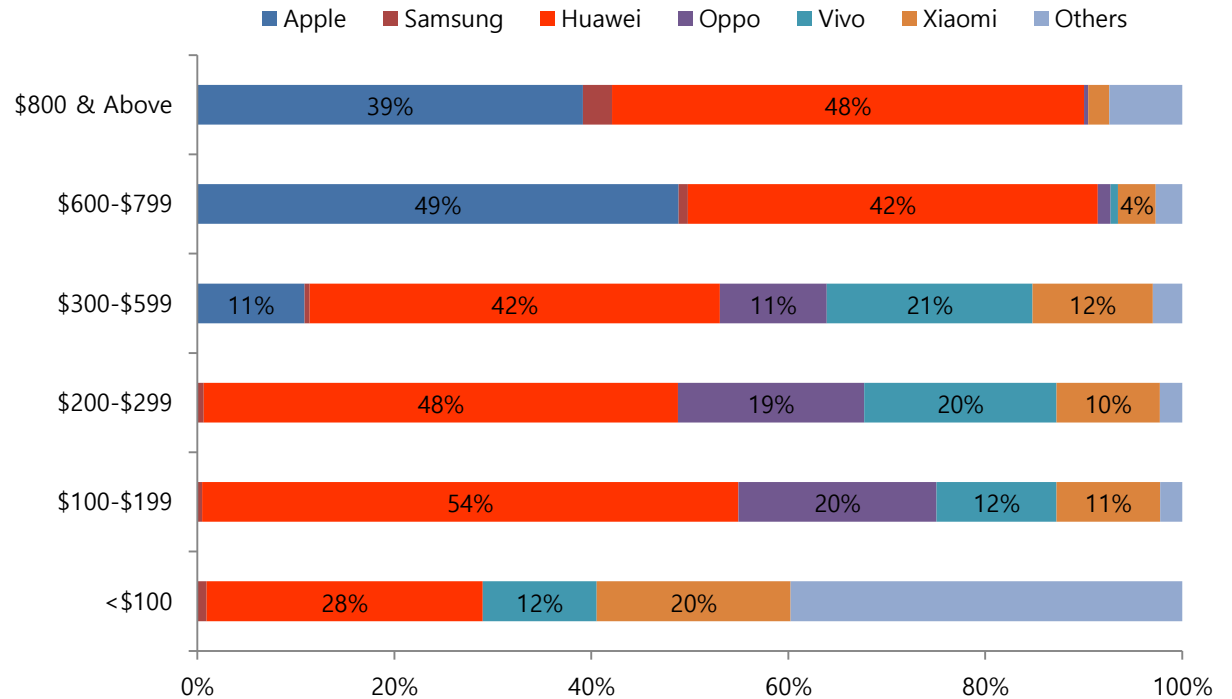
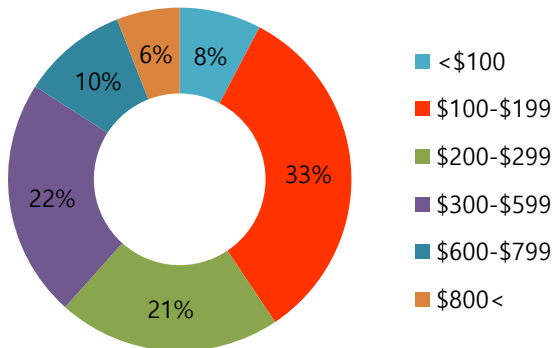
분기별 및 연간 출하량 전망 시나리오별 비교

(in million)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2019	2020	2021
Total Shipment											
Base	275	283	334	388	315	326	350	375	1,413	1,280	1,365
Scenario 1	275	283	327	376	312	320	342	369	1,413	1,261	1,342
Scenario 2	275	283	327	376	355	318	355	387	1,413	1,261	1,415
QoQ %											
Base	-27%	3%	18%	16%	-19%	3%	7%	7%			
Scenario 1	-27%	3%	15%	15%	-17%	3%	7%	8%			
Scenario 2	-27%	3%	15%	15%	-6%	-10%	12%	9%			
YoY %											
Base	-17%	-17%	-9%	4%	15%	15%	5%	-4%	-1%	-9%	7%
Scenario 1	-17%	-17%	-11%	0%	13%	13%	5%	-2%	-1%	-11%	6%
Scenario 2	-17%	-17%	-11%	0%	29%	12%	9%	3%	-1%	-11%	12%

자료: SK증권

2019년 China Smartphone Price Band

Industry Analysis



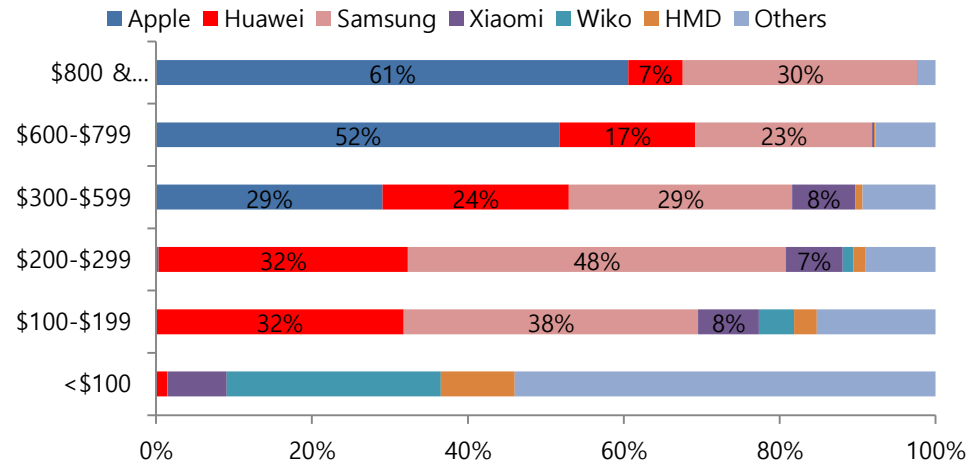
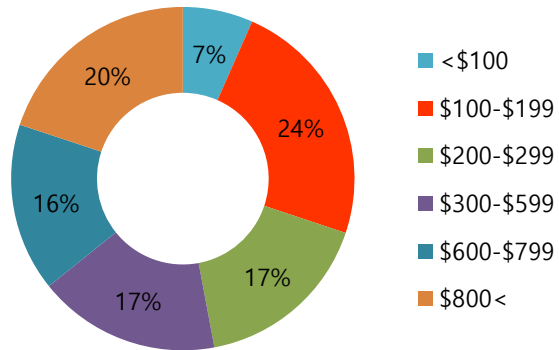
\$100-199 가격대가 전체 판매 비중의 1/3을 차지. 이 가격대에서 Huawei의 점유율도 가장 높았던 만큼 2nd tier 업체인 OVX 상당한 반사 수혜
\$200-299 가격대에서도 수혜 범주는 동일

Highend급으로 분류되는 \$600이상 가격대에서는 Apple과 Huawei가 시장을 양분. Huawei Flagship 출시 차질시, Apple 출하량 확대에 긍정적
Samsung의 경우, 중국 내 M/S 1%에 불과하나 Apple에 이어 중국 Flagship 시장 share 확보 여지는 충분

2019년 Europe Smartphone Price Band

Industry Analysis

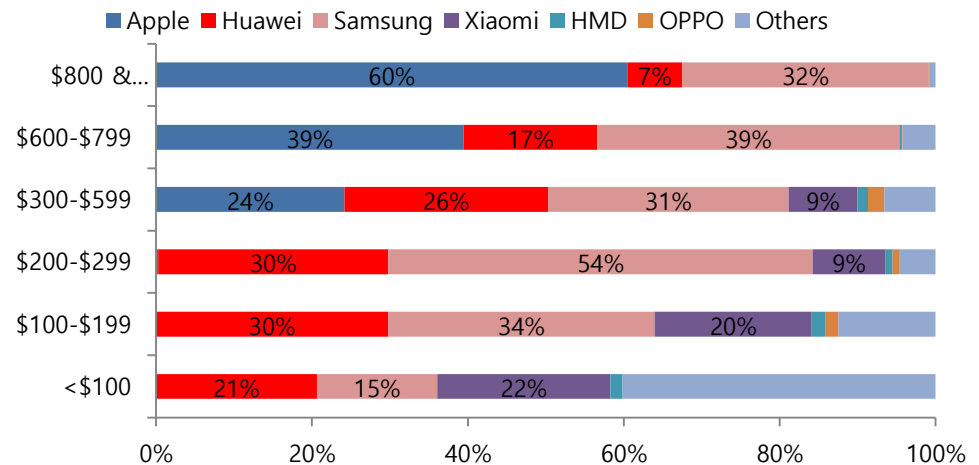
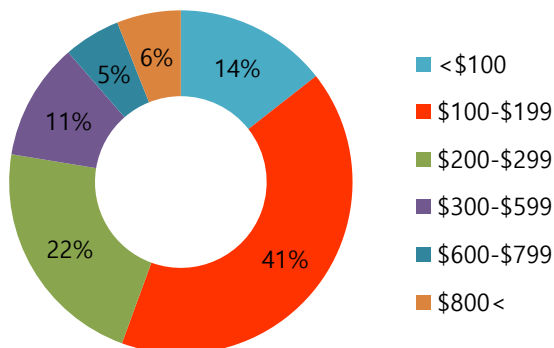
Western Europe



W.E.은 가격대별 고른 판매 분포. Huawei M/S가 높은 \$100-299대 경쟁 업체인 Samsung과 Xiaomi M/S 확보 기회

C&E.E.은 저가형 \$100-199 판매 비중 압도적. 마찬가지로 Samsung과 Xiaomi의 주력 판매 가격대로 최근 데이터에서는 Xiaomi가 상당한 share를 확보 중

Central & Eastern Europe



삼성전자: 3Q20 압도적인 출하량

- 2020년 출하량: 2.7억대 YoY -9 ~ -8% band 추정
- 2021년 출하량: 3.2 ~ 3.3억대 YoY +18 ~ +24% band 추정
- Huawei의 US ban, OVX의 인도 내 판매 감소, Apple 아이폰12 출시 지연으로 삼성전자는 3Q20 확판에 상당히 유리한 고지
- 삼성전자 8,100만대 vs Apple 및 Huawei 합산 8,400만대

시나리오별 출하량 전망 비교													
(in million)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21		2019	2020	2021
Shipment	Base	58	54	81	78	72	76	85	86		295	271	320
	Scenario 1	58	54	79	77	72	75	84	85		295	269	317
	Scenario 2	58	54	79	77	82	74	87	89		295	269	332
YoY %													
	Base	-19%	-29%	3%	13%	24%	41%	5%	10%		1%	-8%	18%
	Scenario 1	-19%	-29%	2%	12%	23%	39%	6%	11%		1%	-9%	18%
	Scenario 2	-19%	-29%	2%	12%	41%	36%	10%	16%		1%	-9%	24%
M/S % in Base													
	Asia	21%	28%	28%	25%	30%	30%	30%	27%		28%	26%	29%
	China	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%		1%	1%	2%
	India	9%	9%	11%	12%	11%	10%	12%	12%		12%	10%	11%
	Others	12%	19%	16%	12%	16%	18%	16%	12%		15%	14%	16%
	N.A.	17%	13%	16%	16%	15%	13%	13%	15%		13%	16%	14%
	L.A.	21%	18%	16%	18%	16%	17%	16%	17%		19%	18%	17%
	W.E.	16%	14%	14%	17%	15%	15%	16%	17%		14%	15%	16%
	C&E E.	11%	10%	10%	10%	9%	10%	10%	10%		10%	10%	10%
	MEA	14%	17%	16%	14%	15%	15%	14%	15%		16%	15%	15%

자료: SK증권

Apple: 4Q20 출하량 파티

- 2020년 출하량: 2억대 YoY +0 ~ +1% band 추정
- 2021년 출하량: 2.2 ~ 2.3억대 YoY +12 ~ +18% band 추정
- 중국 OEM 제조사 홍수 피해로 부품 조달 차질. 아이폰12 출시는 10-11월 중으로 예상
- 그럼에도 아이폰12 출하량 눈높이는 여전히 높음. 5G 및 폼팩터 변화가 그 이유. 4Q20 7.9천만대 추정

시나리오별 출하량 전망 비교													
(in million)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21		2019	2020	2021
Shipment	Base	39	41	39	79	50	48	50	74		197	199	224
	Scenario 1	39	41	39	78	50	48	49	74		197	197	220
	Scenario 2	39	41	39	78	57	47	51	77		197	197	233
YoY %													
	Base	-9%	8%	-14%	12%	29%	18%	28%	-6%		-4%	1%	12%
	Scenario 1	-9%	8%	-15%	10%	27%	16%	28%	-5%		-4%	0%	12%
	Scenario 2	-9%	8%	-15%	10%	46%	15%	32%	-1%		-4%	0%	18%
M/S % in Base													
	Asia	39%	42%	40%	41%	41%	42%	45%	39%		38%	40%	41%
	China	18%	18%	21%	24%	22%	22%	25%	20%		16%	21%	22%
	India	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		1%	1%	1%
	Others	19%	23%	18%	17%	19%	19%	19%	18%		20%	19%	18%
	N.A.	26%	24%	24%	24%	23%	23%	20%	23%		29%	24%	22%
	L.A.	8%	9%	8%	8%	8%	9%	9%	8%		7%	8%	8%
	W.E.	17%	16%	17%	20%	17%	16%	15%	19%		18%	18%	17%
	C&E E.	5%	4%	5%	4%	5%	5%	5%	6%		3%	4%	5%
	MEA	6%	6%	6%	3%	6%	5%	6%	6%		5%	5%	6%

자료: SK증권

- 2020년 출하량: 1.9억대 YoY -21 ~ -20% band 추정
- 2021년 출하량: 3.9 ~ 4.3천만대 YoY -80 ~ -78% band 추정
- TSMC와의 결별로 5nm 기반 기린 Soc칩(Kirin 9000) 생산 불가. 대안이었던 MediaTek마저 미국 제재 리스트에 포함되면서 High-end 5G SoC 수급 난항 불가피
- 중국 SMIC를 통한 생산은 5G폰 성능에 대한 의구심 제기. Huawei는 5G 경쟁에서 사실상 배제될 가능성 염두

시나리오별 출하량 전망 비교													
(in million)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21		2019	2020	2021
Shipment	Base	49	56	45	44	26	13	0	0		241	193	40
	Scenario 1	49	56	44	42	26	13	0	0		241	190	39
	Scenario 2	49	56	44	42	30	13	0	0		241	190	43
YoY %													
	Base	-18%	-5%	-33%	-21%	-46%	-77%	-100%	-99%		17%	-20%	-79%
	Scenario 1	-18%	-5%	-35%	-25%	-47%	-77%	-100%	-99%		17%	-21%	-80%
	Scenario 2	-18%	-5%	-35%	-25%	-39%	-77%	-100%	-99%		17%	-21%	-78%
M/S % in Base													
	Asia	66%	77%	77%	76%	79%	79%	60%	57%		64%	74%	79%
	China	59%	66%	70%	70%	71%	69%	0%	0%		55%	66%	70%
	India	0%	0%	0%	0%	0%	1%	60%	57%		1%	0%	1%
	Others	7%	11%	7%	6%	8%	9%	0%	0%		8%	8%	8%
	N.A.	0%	0%	0%	0%	0%	1%	40%	43%		0%	0%	1%
	L.A.	8%	5%	5%	9%	9%	13%	0%	0%		8%	7%	10%
	W.E.	8%	4%	4%	2%	0%	0%	0%	0%		10%	5%	0%
	C&E E.	9%	8%	7%	4%	4%	0%	0%	0%		10%	7%	2%
	MEA	9%	6%	6%	9%	8%	8%	0%	0%		8%	7%	8%

자료: SK증권

- 2020년 출하량: 1.3억대 YoY +2 ~ +4% band 추정
- 2021년 출하량: 1.6 ~ 1.7억대 YoY +26 ~ +35% band 추정
- 저가형 5G폰 시장 주도. 'Mi10 Lite 5G' 글로벌 출시. 가격은 349유로. 오는 11월 150달러 5G폰 출시 언급
- 8월 출하량 1,460만대로 Apple을 제치고 3위 달성. Huawei의 빈자리를 가장 많이 채울 것으로 기대

시나리오별 출하량 전망 비교													
(in million)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21		2019	2020	2021
Shipment	Base	28	29	35	39	36	39	45	45		125	130	164
	Scenario 1	28	29	34	38	35	38	44	44		125	128	162
	Scenario 2	28	29	34	38	40	39	46	47		125	128	172
YoY %													
	Base	0%	-11%	8%	18%	30%	36%	29%	16%		5%	4%	27%
	Scenario 1	0%	-11%	6%	14%	29%	33%	28%	18%		5%	2%	26%
	Scenario 2	0%	-11%	6%	14%	46%	37%	34%	25%		5%	2%	35%
M/S % in Base													
	Asia	76%	66%	69%	72%	73%	76%	73%	73%		81%	71%	74%
	China	24%	26%	31%	40%	36%	42%	39%	40%		31%	31%	39%
	India	32%	18%	24%	22%	23%	20%	20%	22%		34%	24%	21%
	Others	19%	22%	15%	10%	14%	15%	14%	11%		16%	16%	13%
	N.A.	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		0%	0%	0%
	L.A.	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	2%		1%	1%	1%
	W.E.	5%	11%	13%	11%	13%	8%	12%	11%		4%	10%	11%
	C&E E.	16%	16%	15%	14%	11%	12%	12%	12%		13%	15%	11%
	MEA	1%	5%	2%	2%	2%	3%	2%	3%		1%	2%	2%

자료: SK증권

▪ Oppo

- 2020년 출하량: 1.05 ~ 1.08억대 YoY -8 ~ -6% band 추정
- 2021년 출하량: 1.4 ~ 1.5억대 YoY +37 ~ +44% band 추정

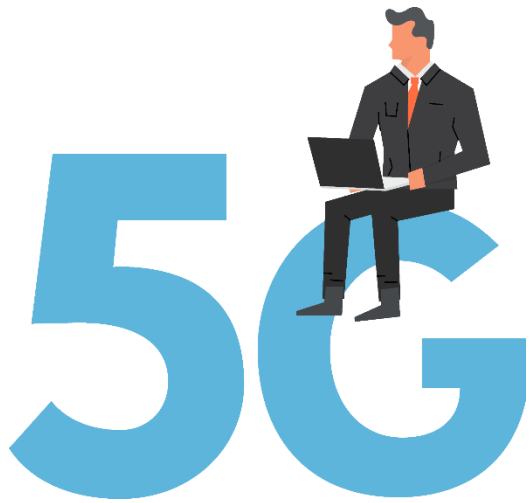
▪ Vivo

- 2020년 출하량: 1억대 YoY -6 ~ -3% band 추정
- 2021년 출하량: 1.3 ~ 1.4억대 YoY +30 ~ +38% band 추정

시나리오별 출하량 전망 비교

(in million)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21		2019	2020	2021
Oppo Shipment													
	Base	23	25	29	31	30	38	40	40		115	108	148
	Scenario 1	23	25	28	29	30	37	39	39		115	105	144
	Scenario 2	23	25	28	29	33	37	40	41		115	105	152
YoY %													
	Base	-11%	-15%	-2%	2%	33%	50%	39%	27%		-1%	-6%	37%
	Scenario 1	-11%	-15%	-5%	-4%	31%	46%	38%	31%		-1%	-8%	37%
	Scenario 2	-11%	-15%	-5%	-4%	47%	48%	44%	38%		-1%	-8%	44%
Vivo Shipment													
	Base	20	25	27	31	28	32	37	38		107	103	134
	Scenario 1	20	25	26	29	27	31	36	37		107	101	131
	Scenario 2	20	25	26	29	31	32	37	39		107	101	139
YoY %													
	Base	-19%	-3%	-4%	11%	39%	28%	38%	20%		3%	-3%	30%
	Scenario 1	-19%	-3%	-6%	4%	36%	25%	36%	24%		3%	-6%	30%
	Scenario 2	-19%	-3%	-6%	4%	53%	30%	43%	32%		3%	-6%	38%

자료: SK증권



Chapter 4. 기업분석

2021년, 다재다능한 면모 드러날 것

Analyst 나승두 / nsdoo@sk.com / 02-3773-8891

● 투자포인트

- ① 코로나19 영향 받은 통신 부문 매출 감소에도 여타 사업 부문의 고른 성장세, 특히 기타 부문의 매출 성장에 주목
- ② 미중 무역분쟁 발발과 함께 중국에서 생산기지 이전을 계획하는 다국적 기업들의 위탁생산(베트남) 의뢰 증가, 코로나19는 脫중국 속도를 가속화했다는 점에서 긍정적
- ③ 경제성장률 및 일자리 회복 등을 위해 글로벌 투자가 거론되는 분야인 5G/반도체/전기차 등은 모두 동사의 실적 성장으로 직결될 수 있는 분야들, 경제 정상화 과정에서의 최대 수혜 예상

● 부문별 전망 및 투자이견

- ① 가장 큰 매출 비중 차지하던 통신 부문 매출, 코로나19 영향 받아 내년으로 대부분 Pending 되며 올해는 작년 대비 연간 매출 소폭 감소 전망, 하지만 주요 고객사의 대규모 수주 소식 등을 바탕으로 연말부터 회복 조짐 보일 것으로 예상
- ② 무선 부문, 주요 고객사의 High-end급 신규 스마트폰 출시, 인도/중국/동남아시아 등을 겨냥한 중저가 라인업 확대도 동사에게는 긍정적
- ③ 반도체/ESS 및 기타, 반도체/ESS는 전방 산업의 업황 회복과 함께 예년 수준의 매출 회복 가능할 전망, 기타 부문은 신규 위탁생산 품목 증가와 함께 높은 매출 성장률 유지 가능
- ④ 투자이견 매수 유지, 목표주가는 46,000원으로 상향(기존 44,000원), 목표주가 46,000원은 2021년 예상 EPS 대비 P/E 10.1X 수준으로 여전히 Peer Group 대비 저평가 중, 올해 대부분의 실적이 Pending되어 내년에 나타날 것으로 예상, 내년 실적 성장폭 더욱 크게 나타날 것

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률													
자본금	91 억원	주가(20/10/19)	39,800 원	(원) — 사전시스템 — KOSDAQ 대비 상대수익률 (%) 													
발행주식수	1,810 만주	KOSDAQ	822.25 pt														
자사주	0 만주	52주 Beta	0.81														
액면가	500 원	52주 최고가	54,900 원														
시가총액	7,204 억원	52주 최저가	22,150 원														
주요주주		60일 평균 거래대금	366 억원	<table><tr><th>주가상승률</th><th>절대주가</th><th>상대주가</th></tr><tr><td>1개월</td><td>-20.2%</td><td>-14.2%</td></tr><tr><td>6개월</td><td>44.4%</td><td>8.0%</td></tr><tr><td>12개월</td><td>47.3%</td><td>15.2%</td></tr></table>		주가상승률	절대주가	상대주가	1개월	-20.2%	-14.2%	6개월	44.4%	8.0%	12개월	47.3%	15.2%
주가상승률	절대주가	상대주가															
1개월	-20.2%	-14.2%															
6개월	44.4%	8.0%															
12개월	47.3%	15.2%															
전동규(외17)	33.01%																
외국인지분율	6.70%																
배당수익률	0.70%																

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	3,246	3,924	3,737	6,906	9,380
yoy	%	36.4	20.9	-4.8	84.8	35.8
영업이익	억원	369	544	329	877	1,229
yoy	%	106.6	47.5	-39.6	166.7	40.1
EBITDA	억원	536	885	795	1,341	1,614
세전이익	억원	366	528	305	865	1,214
순이익(지배주주)	억원	301	486	297	831	1,164
영업이익률%	%	11.4	13.9	8.8	12.7	13.1
EBITDA%	%	16.5	22.6	21.3	19.4	17.2
순이익률	%	10.0	12.5	8.0	12.1	12.4
EPS(계속사업)	원	1,930	2,688	1,641	4,591	6,429
PER	배	9.0	10.7	23.0	8.2	5.9
PBR	배	1.5	2.0	2.3	1.7	1.3
EV/EBITDA	배	7.5	8.1	10.5	6.3	4.8
ROE	%	18.0	20.3	10.5	23.8	25.5
순차입금	억원	801	1,899	1,466	1,518	912
부채비율	%	97.5	111.0	113.0	102.3	87.1

서진시스템 (178320/KQ | 매수(유지) | T.P 46,000원(상향))

Company Analysis

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,544	2,156	3,007	4,032	5,667	매출액	3,246	3,924	3,737	6,906	9,380
현금및현금성자산	250	262	1,207	1,155	1,761	매출원가	2,613	3,003	2,919	5,325	7,204
매출채권및기타채권	396	404	385	711	965	매출총이익	632	921	818	1,581	2,176
재고자산	712	1,157	1,102	1,588	2,157	매출총이익률 (%)	19.5	23.5	21.9	22.9	23.2
비유동자산	2,834	3,475	3,490	3,971	4,054	판매비와관리비	264	377	490	704	947
장기금융자산	0	0	0	0	0	영업이익	369	544	329	877	1,229
유형자산	2,599	3,004	2,893	2,816	2,431	영업이익률 (%)	11.4	13.9	8.8	12.7	13.1
무형자산	160	9	14	19	24	비영업손익	-3	-16	-24	-12	-14
자산총계	4,378	5,630	6,496	8,003	9,721	순금융비용	36	59	36	36	38
유동부채	1,898	2,138	2,132	2,744	3,222	외환관련손익	16	67	8	20	19
단기금융부채	846	1,380	1,410	1,410	1,410	관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	966	654	623	1,152	1,564	세전계속사업이익	366	528	305	865	1,214
단기충당부채	0	0	0	0	0	세전계속사업이익률 (%)	11.3	13.5	8.2	12.5	13.0
비유동부채	263	824	1,314	1,302	1,303	계속사업법인세	43	38	5	31	48
장기금융부채	212	787	1,264	1,264	1,264	계속사업이익	323	490	300	834	1,167
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	1	2	3	4	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	2,161	2,961	3,446	4,047	4,526	당기순이익	323	490	300	834	1,167
지배주주지분	2,169	2,635	3,041	3,944	5,180	순이익률 (%)	10.0	12.5	8.0	12.1	12.4
자본금	91	91	91	91	91	지배주주	301	486	297	831	1,164
자본잉여금	1,282	1,282	1,342	1,342	1,342	지배주주귀속 순이익률(%)	9.28	12.4	7.95	12.03	12.41
기타자본구성요소	65	58	47	47	47	비지배주주	22	3	3	3	3
자기주식	0	0	0	0	0	총포괄이익	355	519	372	906	1,239
이익잉여금	728	1,188	1,501	2,332	3,496	지배주주	315	516	369	903	1,236
비지배주주지분	48	34	9	12	15	비지배주주	40	3	3	3	3
자본총계	2,217	2,669	3,050	3,956	5,195	EBITDA	536	885	795	1,341	1,614
부채와자본총계	4,378	5,630	6,496	8,003	9,721						

서진시스템 (178320/KQ | 매수(유지) | T.P 46,000원(상향))

Company Analysis

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
월 결산(억원)					
영업활동현금흐름	717	-89	674	376	648
당기순이익(손실)	323	490	300	834	1,167
비현금성항목등	268	449	566	507	448
유형자산감가상각비	162	340	465	464	385
무형자산상각비	5	1	1	0	0
기타	20	18	3	-4	-4
운전자본감소(증가)	138	-985	-163	-934	-918
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-167	-204	-117	-326	-255
재고자산감소(증가)	-186	-445	55	-487	-569
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	560	-311	-41	528	413
기타	-69	-25	-60	-650	-507
법인세납부	-13	-43	-28	-31	-48
투자활동현금흐름	-1,442	-585	-160	-356	30
금융자산감소(증가)	-6	2	5	0	0
유형자산감소(증가)	-1,443	-607	-189	-387	0
무형자산감소(증가)	5	-5	-5	-5	-5
기타	2	25	29	36	35
재무활동현금흐름	779	695	430	-72	-72
단기금융부채증가(감소)	-76	366	-320	0	0
장기금융부채증가(감소)	223	490	889	0	0
자본의증가(감소)	651	0	-20	0	0
배당금의 지급	-6	-36	-54	0	0
기타	-13	-124	-65	-72	-72
현금의 증가(감소)	53	13	945	-52	605
기초현금	197	250	262	1,207	1,155
기말현금	250	262	1,207	1,155	1,761
FCF	-734	-1,064	528	-16	642

자료 : 서진시스템, SK증권 추정

주요투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
월 결산(억원)					
성장성 (%)					
매출액	36.4	20.9	-4.8	84.8	35.8
영업이익	106.6	47.5	-39.6	166.7	40.1
세전계속사업이익	394.4	44.2	-42.2	183.9	40.4
EBITDA	69.9	65.3	-10.3	68.8	20.4
EPS(계속사업)	361.8	39.3	-38.9	179.7	40.0
수익성 (%)					
ROE	18.0	20.3	10.5	23.8	25.5
ROA	9.3	9.8	5.0	11.5	13.2
EBITDA마진	16.5	22.6	21.3	19.4	17.2
안정성 (%)					
유동비율	81.4	100.8	141.0	146.9	175.9
부채비율	97.5	111.0	113.0	102.3	87.1
순차입금/자기자본	36.1	71.2	48.1	38.4	17.6
EBITDA/이자비용(배)	14.2	10.1	12.2	18.6	22.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,930	2,688	1,641	4,591	6,429
BPS	11,982	14,558	16,801	21,792	28,619
CFPS	3,001	4,574	4,214	7,156	8,557
주당 현금배당금	200	300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.2	11.8	25.1	9.0	6.4
PER(최저)	6.7	6.5	13.5	4.8	3.5
PBR(최고)	1.6	2.2	2.5	1.9	1.4
PBR(최저)	1.1	1.2	1.3	1.0	0.8
PCR	5.8	6.3	9.0	5.3	4.4
EV/EBITDA(최고)	8.3	8.7	11.3	6.7	5.2
EV/EBITDA(최저)	5.3	5.8	7.0	4.2	3.1

고주파수 5G의 머스트해브 아이템

Analyst 나승두 / nsdoo@sk.com / 02-3773-8891

● 투자포인트

- ① 국내 통신장비 업체인 주요 고객사와 미국 대형 통신사와의 대규모 수주 공시 이후 관련 협력업체들에 대한 관심 높아지는 시점, 특히 경쟁업체인 중국 통신장비 업체의 글로벌 제재 영향으로 국내 통신장비 업체의 글로벌 M/S 확대 가능성 높아진 상황
- ② 고주파수 대역 5G 채택이 늘어날수록 유리한 구조, 우리나라 3.5GHz 대역을 핵심 주파수 대역으로 사용 중이지만, 미국 등 3~6GHz 등 중대역 주파수 사용 시도 증가, 완전한 5G 구현을 위해 20GHz 이상 대역의 필요성 대두되고 있는데 주파수 대역이 높아질수록 동사의 GaN 부품 수요는 크게 증가할 것으로 예상
- ③ 코로나19 영향으로 늦춰진 글로벌 5G 관련 투자, 경제 정상화와 함께 올 연말부터 다시 재개될 것이라는 기대감 높아지는 시점

● 부문별 전망 및 투자 의견

- ① 고주파수 대역 활용 본격화될수록 GaN 소재 부품 수요 빠르게 증가할 것으로 전망, 2018년 기준 약 2억 8천만 달러 수준의 통신용 GaN 트랜지스터 시장은 2022년 7억 5천만 달러 수준까지 가파르게 성장할 것으로 전망
- ② SiC 웨이퍼 수급 라인 다변화 성공, 초소형기지국/위성탑재체 등 제품 라인업 다변화 추진, 방산 부문에서의 안정적 수주도 지속되는 중

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률	
자본금	119 억원	주가(2010/19)	36,700 원		
발행주식수	2,385 만주	KOSDAQ	822.25 pt		
자사주	6 만주	52주 Beta	0.65		
액면가	500 원	52주 최고가	46,000 원		
시가총액	8,752 억원	52주 최저가	28,450 원		
주요주주		60일 평균 거래대금	257 억원		
조석수(외9)	37.77%				
외국인지분율	5.50%				
배당수익률	0.50%				

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	억원	497	612	621	1,081	1,078
yoy	%	N/A(IFRS)	23.2	1.4	74.2	-0.3
영업이익	억원	30	55	81	267	179
yoy	%	N/A(IFRS)	79.9	47.7	230.8	-32.9
EBITDA	억원	52	81	111	302	228
세전이익	억원	46	58	66	272	203
순이익(지배주주)	억원	45	56	61	241	200
영업이익률%	%	6.1	8.9	13.0	24.7	16.6
EBITDA%	%	10.5	13.2	17.8	28.0	21.2
순이익률	%	9.0	9.1	9.9	23.5	18.7
EPS(계속사업)	원	205	255	280	1,074	837
PER	배	48.3	38.7	60.0	22.9	44.0
PBR	배	2.2	2.1	3.0	3.5	4.4
EV/EBITDA	배	1.6	N/A	32.0	16.2	34.3
ROE	%	N/A(IFRS)	5.5	5.4	17.2	11.2
순차입금	억원	-61	-166	-206	-689	-1,092
부채비율	%	27.0	26.6	21.7	43.1	20.7

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	925	964	1,072	1,782	1,909
현금및현금성자산	223	293	355	806	1,095
매출채권및기타채권	126	131	165	231	134
재고자산	516	501	497	473	521
비유동자산	320	350	479	561	694
장기금융자산	5	9	36	83	159
유형자산	296	300	360	405	453
무형자산	10	16	62	55	54
자산총계	1,245	1,314	1,551	2,343	2,602
유동부채	245	272	249	437	426
단기금융부채	198	151	168	75	123
매입채무 및 기타채무	37	103	65	118	148
단기충당부채				11	5
비유동부채	19	4	27	269	21
장기금융부채	19	2	14	254	7
장기매입채무 및 기타채무		2	4	5	6
장기충당부채					
부채총계	265	276	276	706	447
지배주주지분	980	1,038	1,231	1,566	1,991
자본금	59	59	110	112	119
자본잉여금	421	421	525	608	869
기타자본구성요소	3	5	-15	4	4
자기주식			-19		-1
이익잉여금	496	551	613	840	995
비지배주주지분			43	71	165
자본총계	980	1,038	1,274	1,637	2,156
부채와자본총계	1,245	1,314	1,551	2,343	2,602

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	497	612	621	1,081	1,078
매출원가	335	402	410	614	682
매출총이익	162	211	210	467	395
매출총이익률 (%)	32.6	34.4	33.9	43.2	36.7
판매비와관리비	132	156	129	200	216
영업이익	30	55	81	267	179
영업이익률 (%)	6.1	8.9	13.0	24.7	16.6
비영업손익	15	4	-15	5	24
순금융비용	-2	-1	-2	3	-12
외환관련손익	3	-3	-7	3	8
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익	46	58	66	272	203
세전계속사업이익률 (%)	9.2	9.6	10.6	25.1	18.9
계속사업법인세	1	3	4	18	2
계속사업이익	45	56	61	254	202
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	45	56	61	254	202
순이익률 (%)	9.0	9.1	9.9	23.5	18.7
지배주주	45	56	61	241	200
지배주주귀속 순이익률(%)	8.96	9.09	9.89	22.27	18.52
비지배주주			0	13	2
총포괄이익	47	57	57	257	205
지배주주	47	57	57	244	203
비지배주주			0	13	2
EBITDA	52	81	111	302	228

현금흐름표

	2015	2016	2017	2018	2019
월 결산(억원)					
영업활동현금흐름	-53	152	52	481	271
당기순이익(손실)	45	56	61	254	202
비현금성항목등	40	55	56	63	49
유형자산감가상각비	19	22	24	27	42
무형자산상각비	3	4	6	9	7
기타	19	29	26	28	0
운전자본감소(증가)	-114	48	-53	159	35
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-102	-23	-16	-71	101
재고자산감소(증가)	10	9	24	21	-60
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-38	65	-47	51	27
기타	-187	-49	-46	15	169
법인세납부	-25	-8	-14	-5	-38
투자활동현금흐름	-22	-20	31	-296	-83
금융자산감소(증가)	30	24	99	-223	11
유형자산감소(증가)	-55	-26	-21	-71	-89
무형자산감소(증가)	0	-11	-5	-1	-7
기타	11	7	398	806	660
재무활동현금흐름	25	-63	-19	260	102
단기금융부채증가(감소)	18	-53	-11	-93	48
장기금융부채증가(감소)		-11		315	0
자본의증가(감소)	3	0	3	47	3
배당금의 지급				11	45
기타	15	34	45	38	151
현금의 증가(감소)	-49	70	62	446	290
기초현금	277	228	298	360	806
기말현금	228	298	360	806	1,096
FCF	NA(IFRS)	110	-103	228	199

자료 : RFHIC, SK증권 추정

주요투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
월 결산(억원)					
성장성 (%)					
매출액	NA(IFRS)	23.2	1.4	74.2	-0.3
영업이익	NA(IFRS)	79.9	47.7	230.8	-32.9
세전계속사업이익	NA(IFRS)	27.7	12.2	314.5	-25.2
EBITDA	NA(IFRS)	55.4	36.7	173.8	-24.5
EPS(계속사업)	NA(IFRS)	24.5	9.8	283.4	-22.0
수익성 (%)					
ROE	NA(IFRS)	5.5	5.4	17.2	11.2
ROA	NA(IFRS)	4.4	4.3	13.1	8.2
EBITDA마진	10.5	13.2	17.8	28.0	21.2
안정성 (%)					
유동비율	376.9	354.0	430.3	407.7	448.0
부채비율	27.0	26.6	21.7	43.1	20.7
순차입금/자기자본	-6.2	-16.0	-16.2	-42.1	-50.7
EBITDA/이자비용(배)	20.5	26.3	37.2	20.3	20.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	205	255	280	1,074	837
BPS	4,493	4,757	5,671	6,976	8,357
CFPS	304	375	416	1,231	1,043
주당 현금배당금			50	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	59.5	39.7	61.3	27.1	56.6
PER(최저)	46.6	37.7	27.5	15.0	26.0
PBR(최고)	2.7	2.1	3.0	4.2	5.7
PBR(최저)	2.1	2.0	1.4	2.3	2.6
PCR	32.5	26.3	40.4	20.0	35.3
EV/EBITDA(최고)	2.2	-0.3	32.8	19.5	44.8
EV/EBITDA(최저)	1.5	-0.4	-0.3	9.7	18.3

해외에서 찾는 2021년 방향성에 대한 힌트

Analyst 나승두 / nsdoo@sk.com / 02-3773-8891

● 투자포인트

- ① 2Q20 해외 FTTH 및 MSO 매출 +268%(QoQ) 상승, 미국 5G 투자에 앞서
기지국/중계기 등을 연결하는 초고속 유선 인터넷망 구축을 위한 광케
이블 수요 증가
- ② 글로벌 통신장비 시장에서 우리나라 주요 고객사의 약진, 미국 통신사와
의 대규모 수주 공시 등을 통해 국내 통신장비 기술력 인정 받는 상황,
관련 협력 업체들에 대한 관심 유효, 중국 통신장비 업체 글로벌 제재 영
향으로 국내 통신장비사의 글로벌 M/S는 더욱 확대될 것으로 전망
- ③ 코로나19 확산으로 인해 지연되었던 5G 관련 투자, 연말부터 다시 재개
될 가능성에 대한 기대감 높은 상황

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 해외 FTTH 및 MSO 매출 당분간 견조한 흐름 보일 것으로 예상, 글로벌
경쟁사인 Finisar를 인수한 투시스(II-VI)의 최근 주가 흐름을 통해 광케
이블 네트워크망 관련 수요 증가 힌트 찾을 수 있음, 특히 투시스의
100Gbps급 제품에 수요가 집중되는 것을 감안하면 동사의 100Gbps급
대용량 제품에 대한 수요 증가도 기대됨
- ② 코로나19로 지연된 5G 관련 투자는 글로벌 경제 정상화 속도에 발맞춰
진행 될 것으로 예상, 지난해에는 국내 5G 네트워크 구축이 실적에 영향
을 미쳤다면 내년에는 우리나라보다 훨씬 규모가 큰 북미/유럽/중국 등
의 시장이 개화하는 것, 특히 이익률 개선에 큰 영향을 미치는 광소자 개
별 사업 적극적으로 추진하면서 내년 실적에 대한 기대감 높아지는 시점

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률													
자본금	53 억원	주가(20/10/19)	49,950 원	(원) 80,000 70,000 60,000 50,000 40,000 30,000 20,000 19.10 20.1 20.4 20.7 20.10 (%) 40 35 30 25 20 15 10 5 0 -5													
발행주식수	1,062 만주	KOSDAQ	822.25 pt														
자사주	0 만주	52주 Beta	0.76														
액면가	500 원	52주 최고가	68,500 원														
시가총액	5,307 억원	52주 최저가	30,900 원														
주요주주		60일 평균 거래대금	258 억원	<table><tr><th>주가상승률</th><th>절대주가</th><th>상대주가</th></tr><tr><td>1개월</td><td>-20.6%</td><td>-14.7%</td></tr><tr><td>6개월</td><td>22.5%</td><td>-8.4%</td></tr><tr><td>12개월</td><td>30.2%</td><td>1.8%</td></tr></table>		주가상승률	절대주가	상대주가	1개월	-20.6%	-14.7%	6개월	22.5%	-8.4%	12개월	30.2%	1.8%
주가상승률	절대주가	상대주가															
1개월	-20.6%	-14.7%															
6개월	22.5%	-8.4%															
12개월	30.2%	1.8%															
박찬(외5)	29.10%																
외국인지분율	7.30%																
배당수익률	0.80%																

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	억원	594	797	766	815	2,103
yoy	%	-17.4	34.2	-3.9	6.4	158.0
영업이익	억원	5	47	-19	2	583
yoy	%	-95.3	833.7	적전	흑전	24,820.2
EBITDA	억원	39	85	27	50	637
세전이익	억원	13	61	-38	20	584
순이익(지배주주)	억원	19	61	-18	26	461
영업이익률%	%	0.9	5.9	-2.5	0.3	27.7
EBITDA%	%	6.6	10.6	3.5	6.2	30.3
순이익률	%	3.2	7.7	-2.3	3.2	21.9
EPS(계속사업)	원	228	745	-198	259	4,614
PER	배	31.1	12.4	N/A	51.3	10.7
PBR	배	1.2	1.4	1.4	2.0	3.8
EV/EBITDA	배	14.6	10.4	32.6	26.7	7.5
ROE	%	3.8	11.7	-2.9	3.8	44.4
순차입금	억원	-26	99	-27	27	-504
부채비율	%	50.9	62.6	43.5	45.7	32.3

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019	월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	415	529	572	570	1,374	매출액	594	797	766	815	2,103
현금및현금성자산	151	93	219	111	443	매출원가	397	531	540	541	1,228
매출채권및기타채권	119	230	146	191	332	매출총이익	197	266	226	274	874
재고자산	127	177	188	197	242	매출총이익률 (%)	33.2	33.4	29.5	33.6	41.6
비유동자산	332	370	388	421	469	판매비와관리비	192	219	245	272	292
장기금융자산	1	0	0	13	107	영업이익	5	47	-19	2	583
유형자산	267	300	296	305	302	영업이익률 (%)	0.9	5.9	-2.5	0.3	27.7
무형자산	7	8	8	8	7	비영업손익	8	14	-19	17	1
자산총계	747	899	961	992	1,844	순금융비용	2	3	4	3	2
유동부채	186	284	248	254	428	외환관련손익	7	11	-21	13	2
단기금융부채	130	200	200	194	275	관계기업투자등 관련손익	-1	1	1	2	-4
매입채무 및 기타채무	36	62	32	42	50	세전계속사업이익	13	61	-38	20	584
단기충당부채					2	세전계속사업이익률 (%)	2.2	7.6	-5.0	2.4	27.8
비유동부채	65	62	43	57	22	계속사업법인세	-6	-1	-20	-6	123
장기금융부채				2	5	계속사업이익	19	61	-18	26	461
장기매입채무 및 기타채무						중단사업이익					
장기충당부채						*법인세효과					
부채총계	252	346	291	311	451	당기순이익	19	61	-18	26	461
지배주주지분	495	553	669	680	1,393	순이익률 (%)	3.2	7.7	-2.3	3.2	21.9
자본금	26	26	39	39	53	지배주주	19	61	-18	26	461
자본잉여금	141	141	272	272	523	지배주주귀속 순이익률(%)	3.16	7.69	-2.33	3.17	21.91
기타자본구성요소	23	23	23	23	19	비지배주주					
자기주식			0	0	-4	총포괄이익	16	62	-20	18	461
이익잉여금	306	363	339	349	797	지배주주	16	62	-20	18	461
비지배주주지분						비지배주주					
자본총계	495	553	669	680	1,393	EBITDA	39	85	27	50	637
부채와자본총계	747	899	961	992	1,844						

현금흐름표

	2015	2016	2017	2018	2019
월 결산(억원)					
영업활동현금흐름	40	-47	41	11	427
당기순이익(손실)	19	61	-18	20	584
비현금성항목등	48	63	67	74	107
유형자산감가상각비	33	37	45	47	54
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	14	26	21	25	52
운전자본감소(증가)	-21	-165	-3	-77	-261
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-25	-102	43	-35	-128
재고자산감소(증가)	1	-66	-27	-24	-75
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	22	5	0	-10
기타	-46	-224	62	-88	-304
법인세납부	-4	-4	-3	-2	0
투자활동현금흐름	-35	-79	-43	-111	-424
금융자산감소(증가)	0	-3	1	-61	-373
유형자산감소(증가)	-32	-70	-42	-54	-41
무형자산감소(증가)	-6	-1	-1	-1	0
기타	45	36	31	34	37
재무활동현금흐름	15	65	137	-10	329
단기금융부채증가(감소)	25	70		-6	76
장기금융부채증가(감소)				2	-2
자본의증가(감소)			143		265
배당금의 지급	10	5	6	6	9
기타					
현금의 증가(감소)	21	-59	127	-109	332
기초현금	130	151	93	219	111
기말현금	151	93	219	111	443
FCF	-7	-127	41	-49	363

자료 : 오이솔루션, SK증권

주요투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
월 결산(억원)					
성장성 (%)					
매출액	-17.4	34.2	-3.9	6.4	158.0
영업이익	-95.3	833.7	적전	흑전	24,820.2
세전계속사업이익	-88.9	359.9	적전	흑전	2,893.1
EBITDA	-70.5	115.3	-68.4	88.5	1,165.5
EPS(계속사업)	-84.3	226.0	적전	흑전	1,680.7
수익성 (%)					
ROE	3.8	11.7	-2.9	3.8	44.4
ROA	2.6	7.4	-1.9	2.7	32.5
EBITDA마진	6.6	10.6	3.5	6.2	30.3
안정성 (%)					
유동비율	222.9	186.1	230.8	224.8	320.7
부채비율	50.9	62.6	43.5	45.7	32.3
순차입금/자기자본	-5.2	17.8	-4.0	4.0	-36.2
EBITDA/이자비용(배)	11.3	23.7	5.5	10.6	121.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	228	745	-198	259	4,614
BPS	6,018	6,720	6,715	6,825	13,149
CFPS	645	1,200	310	741	5,162
주당 현금배당금	100	125	100	120	400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	69.2	12.4	N/A	51.3	11.9
PER(최저)	25.4	8.1	N/A	29.1	2.9
PBR(최고)	2.6	1.4	1.7	2.0	4.2
PBR(최저)	1.0	0.9	1.0	1.1	1.0
PCR	11.0	7.7	29.3	18.0	9.6
EV/EBITDA(최고)	34.8	11.1	41.2	27.7	7.7
EV/EBITDA(최저)	13.4	7.9	25.4	16.4	1.3

5G용 안테나 케이블이 주도하는 2021년

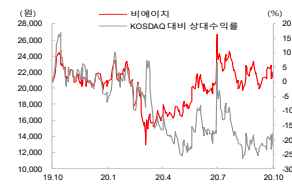
Analyst 이동주 / natelee@sk.com.kr / 02-3773-9026

● 투자포인트

- ① 아이폰12 Series 출시. 전작의 OLED 모델은 2개인 반면, 이번 Series는 4개 전 라인업이 OLED Panel 탑재. 이 중 동사가 담당하는 제품은 3개로 전년보다 침투율 상승
- ② Qualcomm은 자사 5G용 통신칩에 사용되는 안테나 케이블에 국내 부품사의 제품 승인. 제조는 비에이치, SMT는 디케이티가 담당. mmWave폰 확산시 큰 낙수 효과

● 부문별 전망 및 투자 의견

- ① 아이폰12 Series가 예년 대비 한달 이상 출시가 늦어짐에도 불구하고 올해 신제품 출하량 7,500만대 수준으로 10% 증가 추정
- ② 북미 업체의 OLED 침투율도 2020년 2/3에서 2021년 4/4로 LCD 모델을 빠르게 대체. 다만 패널 공급사 이원화로 동사의 담당 물량은 3가지 라인업. 올해 4Q20 강한 실적 모멘텀 기대
- ③ 2021년 북미향 패널 공급사 다변화와 OLED 침투율이 한계에 달한 점은 리스크 요인이거나 중국 비즈니스에서 새로운 기회를 모색
- ④ 2021년 핵심은 5G용 안테나 케이블. Qualcomm사의 Modem과 RF모듈을 연결하는 케이블로 공식 사용 승인 받은 것으로 보도. mmWave폰에서는 대당 최대 6개 탑재. 2021년 mmWave폰 8천만대 출하시, 동사 1,500억원 외형 규모 추정
- ⑤ 투자 의견 BUY, 목표주가 3.4만원 상향. 5G 안테나 케이블 관련 실적 반영으로 2021년 OP +24% 조정. 2021년 재도약을 위한 발판 마련. 4Q20 중 매수 적기로 판단

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률	
자본금	17 십억원	주가(20/10/19)	21,300 원		
발행주식수	3,347 만주	KOSDAQ	822.25 pt		
자사주	259 만주	52주 Beta	1.21		
액면가	500 원	52주 최고가	26,700 원		
시가총액	713 십억원	52주 최저가	12,900 원		
주요주주		60일 평균 거래대금	22 십억원		
이경환(외2)	22.53%				
자사주	7.93%				
외국인지분율	13.10%				
배당수익률	0.00%				

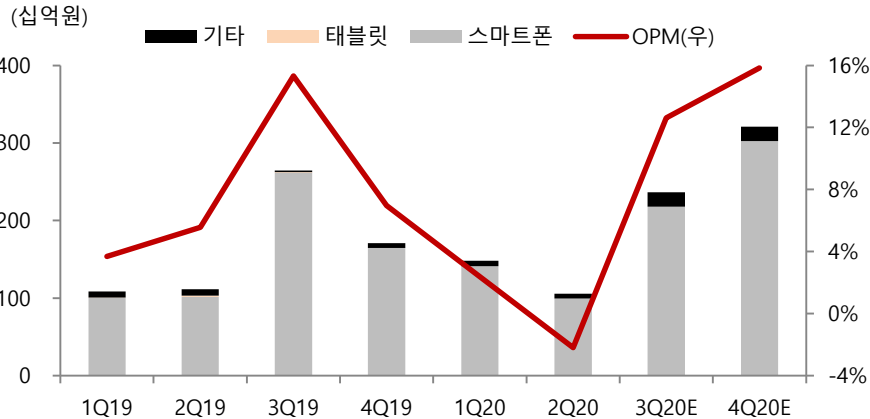
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	691	768	655	811	991	1,090
yoy	%	85.9	11.1	-14.7	23.8	22.2	10.0
영업이익	십억원	76	91	63	82	114	126
yoy	%	흑전	20.2	-31.3	30.8	39.0	10.4
EBITDA	십억원	98	120	94	116	155	185
세전이익	십억원	59	102	67	94	126	138
순이익(지배주주)	십억원	46	84	57	66	96	105
영업이익률%	%	11.0	11.9	9.6	10.1	11.5	11.5
EBITDA%	%	14.2	15.6	14.4	14.3	15.6	17.0
순이익률	%	6.7	10.9	8.6	8.2	9.7	9.6
EPS(계속사업)	원	1,483	2,677	1,732	1,983	2,857	3,135
PER	배	18.4	6.3	12.7	11.1	7.7	7.0
PBR	배	5.6	2.8	2.6	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	배	10.1	5.1	8.0	6.8	4.9	3.7
ROE	%	35.8	49.3	24.2	20.6	22.9	19.8
순차입금	십억원	118	70	29	57	38	-40
부채비율	%	240.3	150.0	71.0	74.9	61.3	54.5

비에이치 (090460/KQ | 매수(유지) | T.P 34,000원(상향))

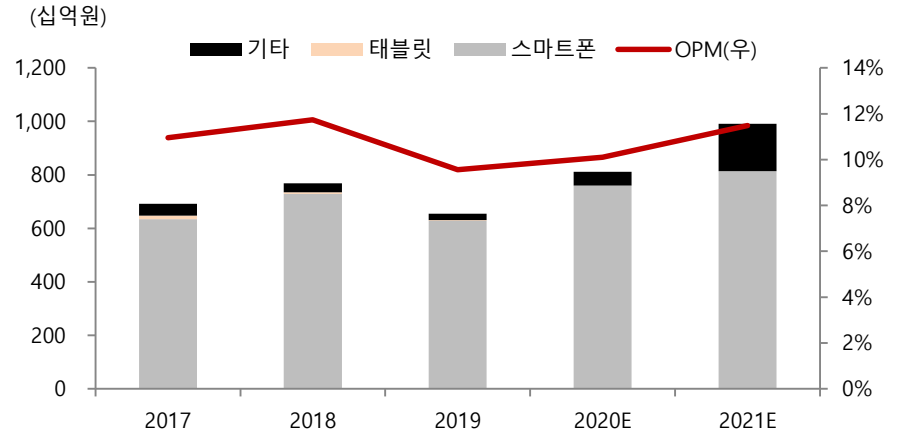
Company Analysis

분기별 실적 추이



자료: 비에이치, SK증권

연간 실적 추이



자료: 비에이치, SK증권

비에이치 실적 전망

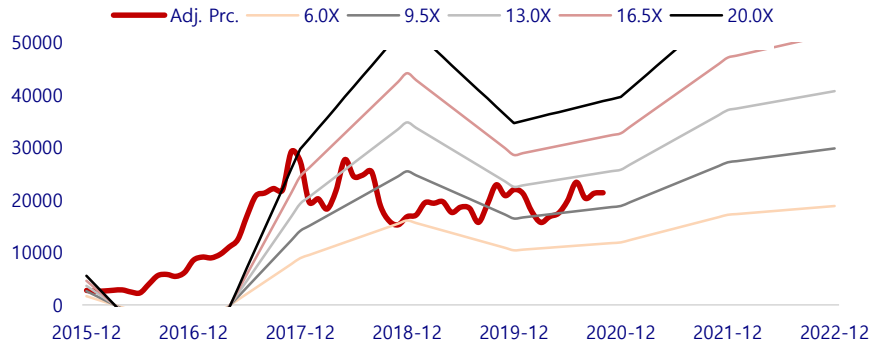
(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E		2017	2018	2019	2020E	2021E
부문별 매출액														
스마트폰	100.3	101.5	261.6	164.7	141.0	99.3	217.9	302.3		634.9	729.2	628.1	760.5	814.2
태블릿	0.5	1.7	0.9	0.0						13.1	5.1	3.1		
기타	7.6	8.1	2.0	6.1	7.0	6.2	18.5	18.7		43.3	33.6	23.8	50.4	176.4
Total	108.4	111.3	264.4	170.8	148.0	105.5	236.4	321.0		691.3	767.9	654.9	810.9	990.6
YoY	-19.1%	-18.0%	-3.0%	-24.3%	36.5%	-5.1%	-10.6%	87.9%		85.9%	11.1%	-14.7%	23.8%	22.2%
QoQ		2.6%	137.7%	-35.4%	-13.4%	-28.7%	124.0%	35.8%						
영업이익														
Total	4.0	6.2	40.5	11.9	3.5	-2.3	29.8	50.9		75.7	90.1	62.6	81.9	113.8
YoY	-57.1%	-34.1%	0.4%	-61.7%	-12.1%	-137.4%	-26.5%	327.5%		흑전	19.0%	-30.5%	30.8%	39.0%
QoQ		54.6%	555.4%	-70.6%	-70.5%	-165.8%	-1388.9%	70.7%						
영업이익률														
	3.7%	5.6%	15.3%	7.0%	2.4%	-2.2%	12.6%	15.8%		11.0%	11.7%	9.6%	10.1%	11.5%

자료: 비에이치, SK증권

비에이치 (090460/KQ | 매수(유지) | T.P 34,000원(상향))

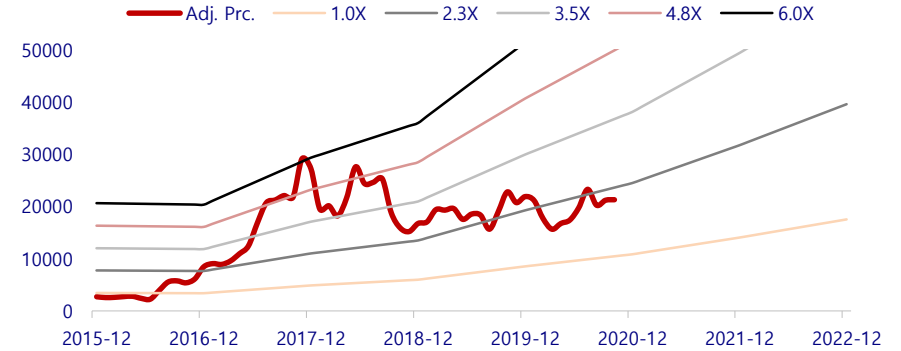
Company Analysis

비에이치 12M FWD PER Band



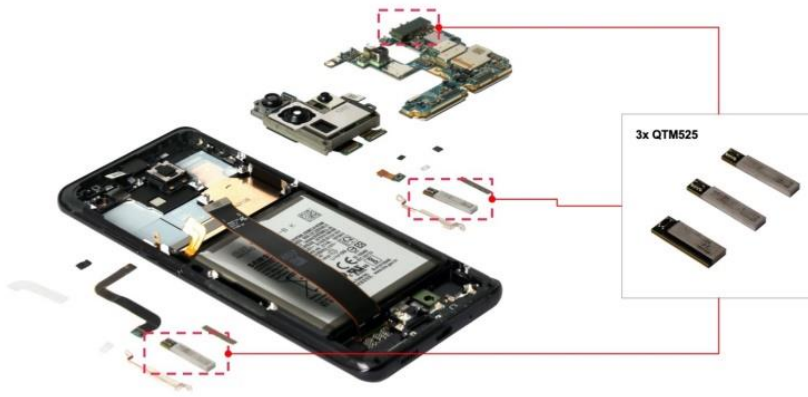
자료: 비에이치, SK증권

비에이치 12M FWD PBR Band



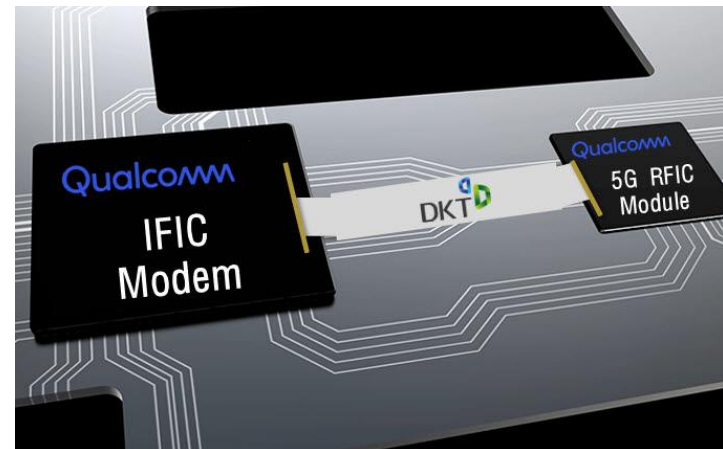
자료: 비에이치, SK증권

Galaxy S20 Ultra 5G 안테나 모듈(Qualcomm QTM 525)



자료: omdia

5G 안테나 RF모듈 구조도



자료: Qualcomm

비에이치 (090460/KQ | 매수(유지) | T.P 34,000원(상향))

Company Analysis

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	242	233	349	417	529	매출액	768	655	811	991	1,090
현금및현금성자산	68	60	49	67	145	매출원가	615	566	681	817	905
매출채권및기타채권	123	102	192	223	245	매출총이익	153	88	130	173	185
재고자산	25	44	82	96	105	매출총이익률 (%)	20.0	13.5	16.0	17.5	17.0
비유동자산	228	245	287	344	380	판매비와관리비	62	26	48	59	59
장기금융자산	7	8	9	9	9	영업이익	91	63	82	114	126
유형자산	196	206	231	261	262	영업이익률 (%)	11.9	9.6	10.1	11.5	11.5
무형자산	5	3	5	7	8	비영업손익	11	4	13	12	13
자산총계	470	478	636	761	909	순금융비용	7	4	3	3	3
유동부채	232	174	253	278	296	외환관련손익	7	5	11	11	11
단기금융부채	119	92	98	98	98	관계기업투자등 관련손익	2	5	2	2	2
매입채무 및 기타채무	57	61	115	134	147	세전계속사업이익	102	67	94	126	138
단기충당부채	2	1	2	3	3	세전계속사업이익률 (%)	13.3	10.2	11.7	12.7	12.7
비유동부채	50	24	19	11	24	계속사업법인세	18	10	28	31	34
장기금융부채	21	10	8	8	8	계속사업이익	84	57	66	96	105
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	282	198	272	289	321	당기순이익	84	57	66	96	105
지배주주지분	188	279	364	472	589	순이익률 (%)	10.9	8.6	8.2	9.7	9.6
자본금	16	16	16	16	16	지배주주	84	57	66	96	105
자본잉여금	29	54	60	60	60	지배주주귀속 순이익률(%)	10.93	8.64	8.18	9.65	9.63
기타자본구성요소	-49	-49	-49	-49	-49	비지배주주	0	0	0	0	0
자기주식	-50	-50	-50	-50	-50	총포괄이익	84	66	78	108	117
이익잉여금	189	253	319	415	520	지배주주	84	66	78	108	117
비지배주주지분	0	0	0	0	0	비지배주주	0	0	0	0	0
자본총계	188	279	364	472	589	EBITDA	120	94	116	155	185
부채와자본총계	470	478	636	761	909						

비에이치 (090460/KQ | 매수(유지) | T.P 34,000원(상향))

Company Analysis

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	172	72	30	94	142
당기순이익(손실)	84	57	66	96	105
비현금성항목등	48	57	62	59	80
유형자산감가상각비	29	31	34	41	59
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-7	11	1	-4	-4
운전자본감소(증가)	41	-13	-73	-33	-9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	50	12	-103	-31	-22
재고자산감소(증가)	35	-18	-37	-13	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-68	5	55	19	13
기타	24	-12	12	-7	9
법인세납부	0	-28	-26	-28	-34
투자활동현금흐름	-62	-57	-48	-70	-60
금융자산감소(증가)	-6	-13	13	0	0
유형자산감소(증가)	-59	-44	-60	-70	-60
무형자산감소(증가)	0	-1	-2	-2	-2
기타	3	1	1	1	2
재무활동현금흐름	-126	-22	7	-4	-4
단기금융부채증가(감소)	-52	57	10	0	0
장기금융부채증가(감소)	-8	-77	0	0	0
자본의증가(감소)	-50	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-15	-2	-3	-4	-4
현금의 증가(감소)	-15	-8	-11	19	77
기초현금	83	68	60	49	67
기말현금	68	60	49	67	145
FCF	94	8	-28	34	83

자료 : 비에이치, SK증권 추정

주요투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
월 결산(십억원)					
성장성 (%)					
매출액	11.1	-14.7	23.8	22.2	10.0
영업이익	20.2	-31.3	30.8	39.0	10.4
세전계속사업이익	74.1	-34.9	42.0	33.6	9.7
EBITDA	22.3	-21.5	23.7	33.1	19.4
EPS(계속사업)	80.5	-35.3	14.5	44.1	9.7
수익성 (%)					
ROE	49.3	24.2	20.6	22.9	19.8
ROA	17.0	11.9	11.9	13.7	12.6
EBITDA마진	15.6	14.4	14.3	15.6	17.0
안정성 (%)					
유동비율	104.4	133.4	138.0	149.8	178.5
부채비율	150.0	71.0	74.9	61.3	54.5
순차입금/자기자본	37.3	10.2	15.5	8.0	-6.7
EBITDA/이자비용(배)	14.7	16.8	26.6	34.5	41.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,677	1,732	1,983	2,857	3,135
BPS	5,988	8,551	10,875	14,090	17,584
CFPS	3,594	2,695	3,012	4,081	4,900
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.9	14.3	13.5	9.4	8.5
PER(최저)	5.4	8.5	6.5	4.5	4.1
PBR(최고)	4.9	2.9	2.5	1.9	1.5
PBR(최저)	2.4	1.7	1.2	0.9	0.7
PCR	4.7	8.1	7.3	5.4	4.5
EV/EBITDA(최고)	8.3	8.8	8.0	5.8	4.4
EV/EBITDA(최저)	4.5	5.2	4.1	2.9	2.0

제품은 증폭기(PA), 기대감도 증폭

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

● 기업 소개

- ① 통신 부품인 RF FEM의 구성 요소 중 하나인 PA(Power Amplifier) 양산 전문 업체. PA는 모바일의 미약한 신호를 증폭하여 안테나를 통해 기지국까지 송출하는 전력 증폭 역할. PA는 RF의 핵심 성능을 좌우
- ② 동사는 WIPS Series(PA+Swich)가 주력 판매 제품. 이 외에도 LNA, Filter 개발 역량을 보유하고 있고 RF 모듈 중 하이엔드급인 PAMiD 개발 노력
- ③ PA의 경우, RF 부품 중에서도 높은 수준의 설계와 공정 난이도로 Global 5개 내외 업체가 시장을 과점

● 투자포인트 및 투자의견

- ① 주력 고객사 내 M/S는 2017년 13% 수준에서 2019년 38%까지 상승. 동사 PA의 가격 및 품질 경쟁력 확보와 부품 국산화 니즈에 따른 효과로 추정. 추가적인 M/S 상승 room도 여전
- ② 5G 모바일 PA 공급으로 ASP 상승 수반. 5G 모바일 시장 성장 속도를 감안하면 2021년 240억원 규모의 신규 매출 발생 추정
- ③ 중화권 세트사향 공급 본격화 여부. COVID-19 여파로 중화권향 공급은 지연되고 있으나 빠르면 4Q20 중 가능할 것으로 예상. 미중 분쟁으로 기존 공급망이던 미국 RF업체의 자리를 점진적으로 대체할 가능성도 염두
- ④ 투자의견 BUY, 목표주가 1.8만원으로 신규 커버리지 개시. 2021년 EPS에 Target PER 20x 적용. 4G 스마트폰 초기 개화 시기에 비교해보면 Peer 업체 역시 강한 rerating을 경험(18-25x). 중화권향 공급과 핵심 RF 모듈 시장 진입시, 추가적인 Earnings 및 valuation 상향 여지도 보유

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률														
자본금	3 십억원	주가(20/10/19)	13,700 원	(원) 20.7 (%)														
발행주식수	3,714 만주	KOSDAQ	822.25 pt															
자사주	0 만주	52주 Beta	0.91															
액면가	500 원	52주 최고가	18,800 원															
시가총액	509 십억원	52주 최저가	14,050 원															
주요주주		60일 평균 거래대금	26 십억원	<table><tr><th>주가상승률</th><th>절대주가</th><th>상대주가</th></tr><tr><td>1개월</td><td>-14.1%</td><td>-7.6%</td></tr><tr><td>6개월</td><td>%</td><td>%</td></tr><tr><td>12개월</td><td>%</td><td>%</td></tr></table>			주가상승률	절대주가	상대주가	1개월	-14.1%	-7.6%	6개월	%	%	12개월	%	%
주가상승률	절대주가	상대주가																
1개월	-14.1%	-7.6%																
6개월	%	%																
12개월	%	%																
외국인지분률	0.60%																	
배당수익률	0.00%																	

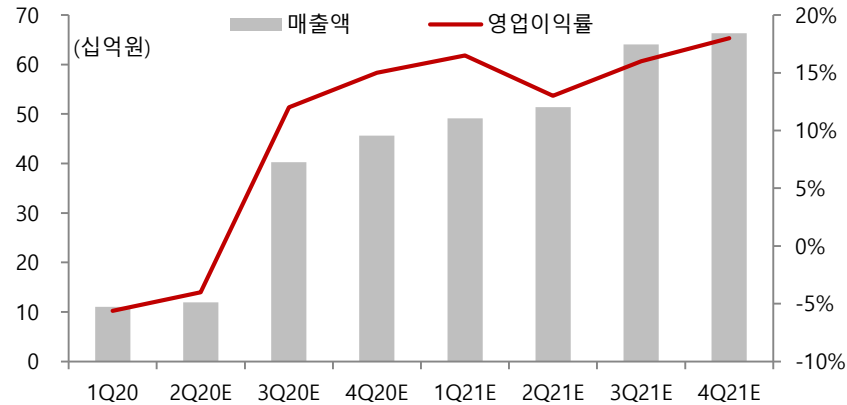
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	37	65	125	109	231	279
yoy	%	73.5	75.3	94.1	-13.2	112.0	20.8
영업이익	십억원	2	5	12	11	37	49
yoy	%	-20.4	117.4	143.8	-11.6	249.4	32.9
EBITDA	십억원	3	5	13	11	37	52
세전이익	십억원	1	4	15	12	38	50
순이익(지배주주)	십억원	1	3	11	10	32	42
영업이익률%	%	6.1	7.6	9.5	9.7	16.0	17.6
EBITDA%	%	7.2	8.2	10.3	10.0	16.2	18.6
순이익률	%	2.0	5.0	9.0	9.1	13.8	14.9
EPS(계속사업)	원	42	167	339	282	906	1,189
PER	배	0.0	0.0	0.0	49.8	15.5	11.8
PBR	배	N/A	0.0	0.0	11.8	6.9	4.4
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	47.3	14.0	9.8
ROE	%	당기잠식	전기잠식	28.3	13.6	60.5	73.7
순차입금	십억원	20	-5	-18	-10	2	-15
부채비율	%	완전잠식	19.8	17.5	13.6	60.5	73.7

와이팜 (332570/KQ | 매수(신규편입) | T.P 18,000원(신규편입))

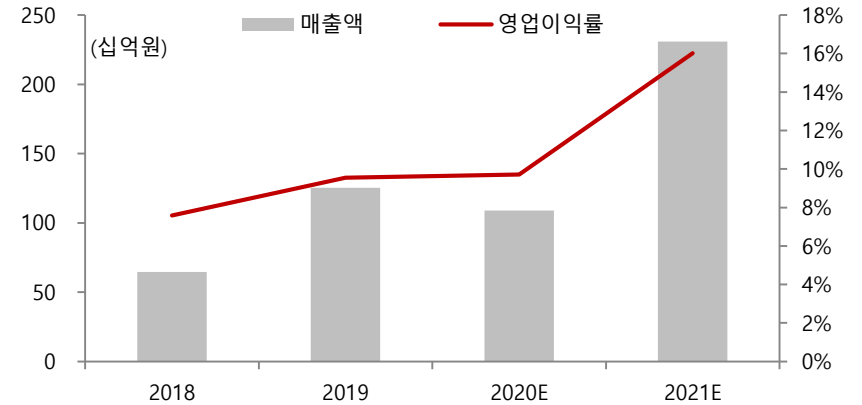
Company Analysis

분기별 실적 추이



자료: 와이팜, SK증권

연간 실적 추이



자료: 와이팜, SK증권

와이팜 실적 전망

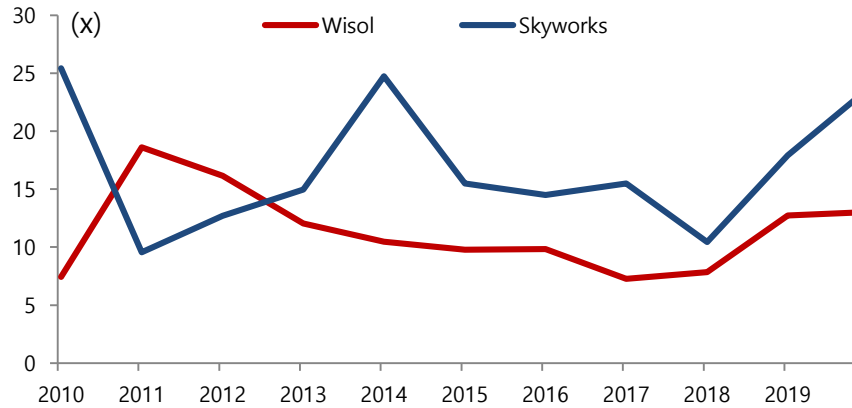
(십억원)	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	11.1	11.9	40.3	45.7	49.1	51.4	64.1	66.3	64.6	125.4	108.9	230.9
QoQ					7.5%	4.6%	24.8%	3.5%				
YoY					343.4%	330.8%	59.1%	45.3%		94.1%	-13.2%	112.0%
MMMB PAM	6.9	7.2	24.2	24.7	23.0	24.1	26.1	24.8	39.7	77.6	62.9	98.0
HB PAM	4.1	4.8	16.1	19.2	21.6	23.6	30.8	33.2	24.7	47.7	44.2	109.2
기타	0.0	0.0	0.0	1.8	4.5	3.6	7.2	8.4	0.2	0.1	1.8	23.7
영업이익	-0.6	-0.5	4.8	6.8	8.1	6.7	10.3	11.9	4.9	12.0	10.6	37.0
QoQ					18.3%	-17.6%	53.5%	16.5%				
YoY					-1404.4%	흑전	112.1%	74.4%		143.9%	-11.6%	249.4%
영업이익률	-6%	-4%	12%	15%	17%	13%	16%	18%	8%	10%	10%	16%

자료: 와이팜, SK증권

와이팜 (332570/KQ | 매수(신규편입) | T.P 18,000원(신규편입))

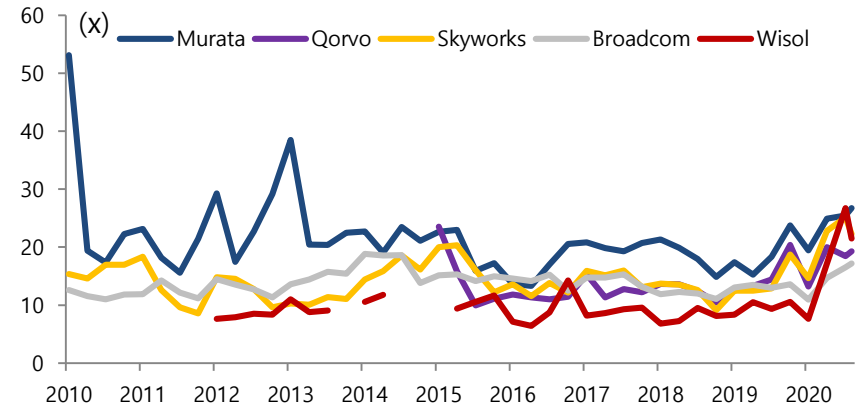
Company Analysis

Peer Group PER Band(일회성 비용 제거)



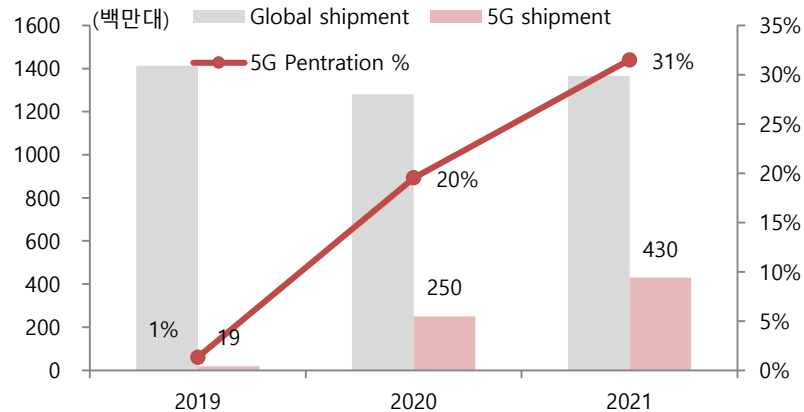
자료: Bloomberg, SK증권

Peer Group PER Band



자료: Bloomberg, SK증권

RF Module 시장 규모 및 ASP 전망



자료: Yole, SK증권

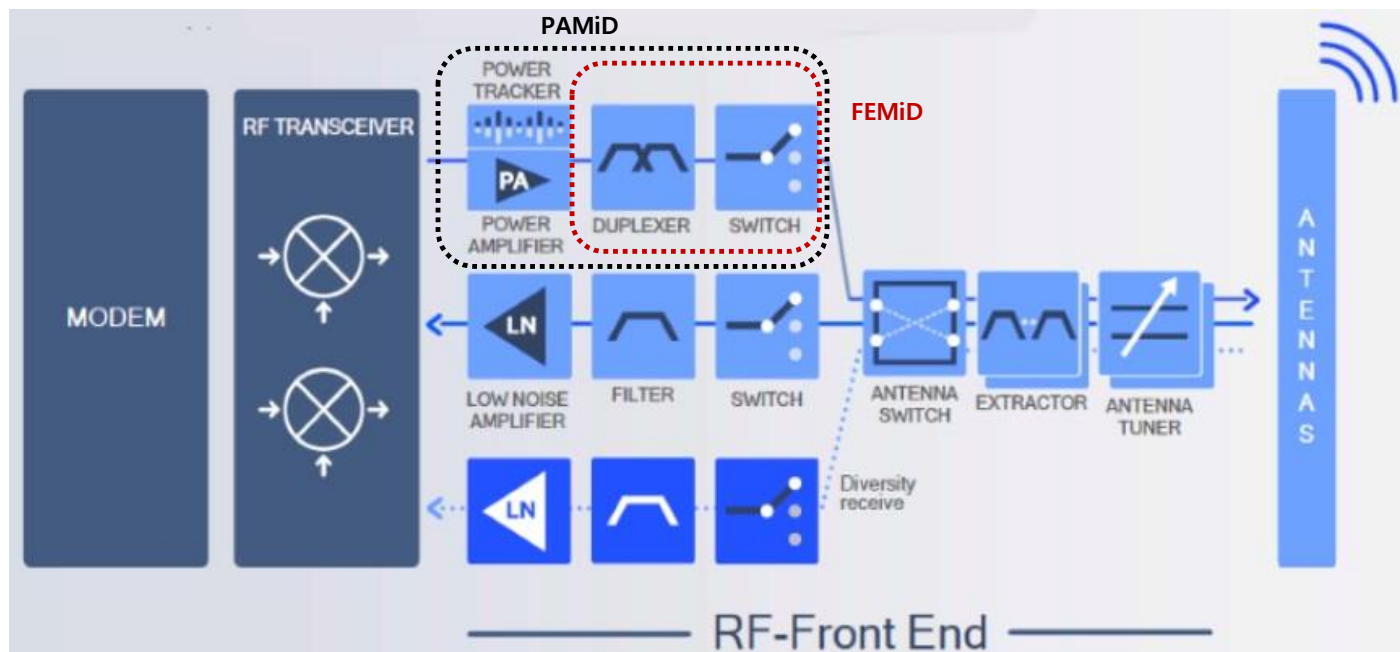
스마트폰 제조사 연간 출하량 추정

Mobile Set	2019	2020E	2021E		2021 YoY	2021 M/S
SAMSUNG	295	271	320	✓	18%	23%
HUAWEI	241	193	40	✗	-79%	3%
OPPO	115	108	148	✓	37%	11%
VIVO	107	103	134	✓	30%	10%
MI	125	130	164	✓	27%	12%
Apple	197	199	224	✓	12%	16%

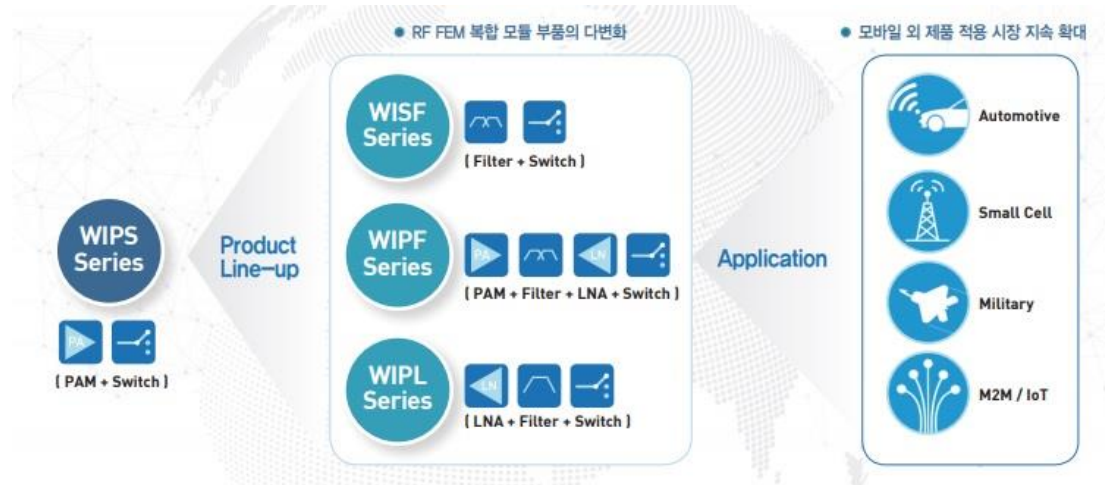
자료: SK증권

- FEM/FEMiD – Switch, Filters(Duplexers)
- PAMiD – Switch, Duplexers, PA
- MMB PA – Multi Mode Multi Band PA
- LPAMiF – PA, LNA, Filters
- PAMiF – PA, Filters

RF 구조도



와이팜 제품 라인업



	PA	Switch	Filter	LNA	설 명	Part #
PAM	●				단말기가 통신 네트워크로 송출하고자 하는 무선 신호를 증폭시키는 역할	WIP Series
Switch		●			무선신호를 필요에 따라 통과시키거나 차단하는 역할	WIS Series
Filter			●		필요한 주파수 대역의 신호만 통과 되도록 주파수를 여과하는 역할	WIF Series
LNA				●	통신 네트워크에서 단말기의 안테나가 잡은 미약한 신호를 증폭시키는 역할	WIL Series
PAMS	●	●			PAM + Switch 가 포함된 복합 모듈	WIPS Series
PAMiD	●	●	●		PAM + Switch + Filter 가 포함된 복합 모듈	WIPF Series
LPAMiD	●	●	●	●	PAM + Switch + Filter + LNA 가 포함된 복합 모듈	

주1) Radio Frequency Front End Module,

와이팜 (332570/KQ | 매수(신규편입) | T.P 18,000원(신규편입))

Company Analysis

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	28	43	41	104	146	매출액	65	125	109	231	279
현금및현금성자산	3	3	5	31	58	매출원가	53	105	84	166	195
매출채권및기타채권	7	7	13	40	48	매출총이익	12	21	25	65	83
재고자산	15	16	23	33	40	매출총이익률 (%)	18.5	16.5	22.7	28.2	29.9
비유동자산	12	12	9	20	24	판매비와관리비	7	9	14	28	34
장기금융자산	4	4	4	4	4	영업이익	5	12	11	37	49
유형자산	5	2	5	14	24	영업이익률 (%)	7.6	9.5	9.7	16.0	17.6
무형자산	0	1	0	0	0	비영업손익	-1	3	1	1	1
자산총계	40	55	50	122	175	순금융비용	1	0	0	0	0
유동부채	6	7	5	17	29	외환관련손익	1	0	0	0	0
단기금융부채	1	0	0	10	20	관계기업투자등 관련손익	0	-1	0	0	0
매입채무 및 기타채무	5	4	5	7	9	세전계속사업이익	4	15	12	38	50
단기충당부채	0	0	0	0	0	세전계속사업이익률 (%)	6.5	11.9	11.0	16.7	18.1
비유동부채	1	2	1	29	28	계속사업법인세	1	4	2	7	9
장기금융부채	0	0	0	28	27	계속사업이익	3	11	10	32	42
장기매입채무 및 기타채무	0	0	1	1	1	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	7	8	6	46	87	당기순이익	3	11	10	32	42
지배주주지분	34	46	44	76	118	순이익률 (%)	5.0	9.0	9.1	13.8	14.9
자본금	3	3	17	17	17	지배주주	3	11	10	32	42
자본잉여금	34	34	20	20	20	지배주주귀속 순이익률(%)	5.02	9.04	9.08	13.75	14.94
기타자본구성요소	0	2	0	0	0	비지배주주	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0	총포괄이익	3	11	10	32	42
이익잉여금	-3	8	10	42	84	지배주주	3	11	10	32	42
비지배주주지분	0	0	0	0	0	비지배주주	0	0	0	0	0
자본총계	34	46	44	76	118	EBITDA	5	13	11	37	52
부채와자본총계	40	55	50	122	175						

와이팜 (332570/KQ | 매수(신규편입) | T.P 18,000원(신규편입))

Company Analysis

현금흐름표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-4	13	-24	-5	29
당기순이익(손실)	3	11	10	32	42
비현금성항목등	3	4	2	6	10
유형자산감가상각비	0	1	0	1	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	0	-2	-1	-1	-1
운전자본감소(증가)	-10	-3	-33	-35	-14
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3	-1	-12	-27	-8
재고자산감소(증가)	-10	0	-26	-10	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	-1	5	2	1
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	-3	-7	-9
투자활동현금흐름	-6	-11	-4	-7	-12
금융자산감소(증가)	-4	-10	1	0	0
유형자산감소(증가)	-2	-1	-5	-10	-12
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	3	0
재무활동현금흐름	11	-1	66	38	10
단기금융부채증가(감소)	0	7	12	0	10
장기금융부채증가(감소)	0	0	20	37	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	0	0	4	26	27
기초현금	2	3	3	7	33
기말현금	3	3	7	33	60
FCF	-7	9	-7	-14	18

자료 : 와이팜, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	75.3	94.1	-13.2	112.0	20.8
영업이익	117.4	143.8	-11.6	249.4	32.9
세전계속사업이익	409.3	258.0	-19.8	220.8	31.3
EBITDA	100.9	144.8	-16.4	245.7	38.3
EPS(계속사업)	296.6	102.7	-16.7	220.8	31.3
수익성 (%)					
ROE	전기잠식	28.3	21.9	42.1	32.9
ROA	10.5	23.9	14.7	27.4	23.4
EBITDA마진	8.2	10.3	10.0	16.2	18.6
안정성 (%)					
유동비율	495.2	660.2	820	611	503
부채비율	19.8	17.5	13.6	60.5	73.7
순차입금/자기자본	-14.4	-39.7	-21.7	2.7	-12.8
EBITDA/이자비용(배)	4.4	67.6	1,633.3	248.8	152.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	167	339	282	906	1,189
BPS	1,005	1,389	1,188	2,043	3,164
CFPS	187	369	290	920	1,265
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	0.0	66.6	20.8	15.8
PER(최저)	0.0	0.0	49.8	15.5	11.8
PBR(최고)	0.0	0.0	15.8	9.2	5.9
PBR(최저)	0.0	0.0	11.8	6.9	4.4
PCR	0.0	0.0	48.5	15.3	11.1
EV/EBITDA(최고)	0.0	0.0	63.6	18.7	13.2
EV/EBITDA(최저)	0.0	0.0	47.3	14.0	9.8

5G에서도 역시 Filter

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

● 기업 소개

- ① 통신 부품인 RF FEM의 구성 요소 중 하나인 Filter류 양산 전문 업체. RF Filter는 불필요한 주파수를 제거해주는 역할로 대역에 따라 SAW, TC-SAW, BAW 등으로 구분
- ② SAW Filter가 동사의 메인 제품으로 대응 주파수 대역 증가로 3G에서 4G로 넘어옴에 따라 대당 탑재량 점증(30-40개). 다만, SAW의 한계 대역은 3GHz 미만으로 5G에서는 TC-SAW 및 BAW 추가로 실장 필요
- ③ BAW Filter는 개발 완료 후 테스트가 진행 중인 것으로 파악되며 내년 상반기 중 공급 개시 예상

● 투자포인트 및 투자의견

- ① 5G폰 수요는 2019년 1,900만대에서 2020년 2.5억대로 폭증. 모바일 대당 Filter류 탑재량 증가
- ② 특히 TC-SAW와 BAW는 5G에서 필수적으로 자리매김함에 따라 ASP 크게 상승도 수반. TC-SAW의 경우, 기존 SAW 대비 ASP는 30% 가량 높고 2019년 300-400억원 수준에서 2020년 500억원 이상 기여 추정
- ③ BAW의 경우, 단품 개발은 완료되었으나 모듈화는 여전히 진행 중. 주요 고객사향 공급 시기는 2021년 중으로 파악
- ④ 중화권 매출 비중 20% 내외 수준. Huawei보다는 OVX향 비중이 높아 2021년 강한 낙수 효과 전망. 국내 주요 고객사 역시 Huawei 반사 수혜가 기대되면서 전반적인 전방 세트 동향 긍정적
- ⑤ 국내 대표 RF 부품 업체로 5G에서도 여전한 기대감 형성. BAW의 진입 시점과 중화권향 매출 성장폭에 주목

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률													
자본금	14 십억원	주가(20/10/19)	15,450 원	(원) 19.1020.120.420.720.10 19,00017,00015,00013,00011,0009,0007,0005,000 % 1050-5-10-15-20-25-30-35-40 — 와이솔 — KOSDAQ 대비 상대수익률													
발행주식수	2,817 만주	KOSDAQ	822.25 pt														
자사주	0 만주	52주 Beta	1.25														
액면가	500 원	52주 최고가	18,100 원														
시가총액	435 십억원	52주 최저가	7,460 원														
주요주주		60일 평균 거래대금	13 십억원	<table><tr><th>주가상승률</th><th>절대주가</th><th>상대주가</th></tr><tr><td>1개월</td><td>-14.0%</td><td>-7.6%</td></tr><tr><td>6개월</td><td>46.8%</td><td>9.8%</td></tr><tr><td>12개월</td><td>2.7%</td><td>-19.7%</td></tr></table>		주가상승률	절대주가	상대주가	1개월	-14.0%	-7.6%	6개월	46.8%	9.8%	12개월	2.7%	-19.7%
주가상승률	절대주가	상대주가															
1개월	-14.0%	-7.6%															
6개월	46.8%	9.8%															
12개월	2.7%	-19.7%															
대덕전자(외3)	33.94%																
외국인지분율	4.20%																
배당수익률	1.70%																

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	십억원	229	355	436	446	366	370
yoy	%	31.8	54.7	22.8	2.4	-17.9	1.1
영업이익	십억원	13	36	43	53	55	40
yoy	%	-12.7	183.2	18.0	22.1	4.3	-27.1
EBITDA	십억원	32	61	77	90	98	91
세전이익	십억원	12	29	37	50	57	29
순이익(지배주주)	십억원	12	29	32	45	45	31
영업이익률%	%	5.6	10.3	9.9	11.8	15.0	10.8
EBITDA%	%	13.9	17.2	17.7	20.3	26.7	24.5
순이익률	%	5.3	8.0	7.3	10.0	12.4	8.2
EPS(계속사업)	원	587	1,296	1,443	1,928	1,908	1,028
PER	배	11.2	11.1	10.2	7.3	8.1	14.7
PBR	배	1.4	2.3	2.0	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	배	6.4	5.6	4.7	3.7	3.7	4.1
ROE	%	14.5	26.0	22.2	23.6	18.9	10.2
순차입금	십억원	68	46	31	-10	-10	-51
부채비율	%	135.0	108.8	88.8	56.5	42.8	23.1

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	117	133	143	131	168	매출액	355	436	446	366	370
현금및현금성자산	23	42	60	58	56	매출원가	290	359	350	263	286
매출채권및기타채권	48	45	50	37	46	매출총이익	65	76	97	104	84
재고자산	36	32	29	34	37	매출총이익률 (%)	18.3	17.5	21.7	28.3	22.7
비유동자산	159	166	200	239	252	판매비와관리비	28	33	44	49	44
장기금융자산	1	1	5	7	2	영업이익	36	43	53	55	40
유형자산	143	146	173	214	222	영업이익률 (%)	10.3	9.9	11.8	15.0	10.8
무형자산	4	5	6	6	9	비영업손익	-7	-6	-3	2	-11
자산총계	276	299	343	371	419	순금융비용	2	2	2	1	1
유동부채	138	105	113	106	75	외환관련손익	-2	-3	-6	1	2
단기금융부채	74	52	46	45	29	관계기업투자등 관련손익		0	0	-1	-2
매입채무 및 기타채무	62	48	56	51	40	세전계속사업이익	29	37	50	57	29
단기충당부채		2	4	3	1	세전계속사업이익률 (%)	8.3	8.6	11.1	15.5	7.8
비유동부채	6	36	11	5	3	계속사업법인세	1	6	5	11	3
장기금융부채	5	33	8	3	1	계속사업이익	29	32	45	46	26
장기매입채무 및 기타채무	0	3	2	1	1	중단사업이익				-1	4
장기충당부채						*법인세효과				-1	0
부채총계	144	140	124	111	79	당기순이익	29	32	45	45	30
지배주주지분	132	158	220	260	341	순이익률 (%)	8.0	7.3	10.0	12.4	8.2
자본금	10	10	11	12	14	지배주주	29	32	45	45	31
자본잉여금	43	45	69	70	121	지배주주귀속 순이익률(%)	8.1	7.38	10.01	12.36	8.26
기타자본구성요소	-3	-5	-6	-6	-6	비지배주주	0	0	0	0	0
자기주식	-5	-7	-7	-7	-7	총포괄이익	29	31	43	45	31
이익잉여금	83	109	148	186	213	지배주주	29	32	43	45	31
비지배주주지분	0	0	0	0	0	비지배주주	0	0	0	0	0
자본총계	132	158	219	259	340	EBITDA	61	77	90	98	91
부채와자본총계	276	299	343	371	419						

현금흐름표

	2015	2016	2017	2018	2019
월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	33	72	85	87	49
당기순이익(손실)	29	32	45	45	30
비현금성항목등	33	41	49	56	63
유형자산감가상각비	24	33	36	41	48
무형자산상각비	1	1	2	2	2
기타	8	7	11	13	12
운전자본감소(증가)	-22	7	1	-6	-34
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-11	-2	-7	12	-8
재고자산감소(증가)	2	3	3	-4	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	0	-2	-4	0
기타	-42	2	-7	15	-39
법인세납부	-4	-6	-8	-8	-9
투자활동현금흐름	-31	-54	-56	-80	-78
금융자산감소(증가)	-7	-3	4	2	-24
유형자산감소(증가)	-21	-49	-58	-82	-49
무형자산감소(증가)	-1	-1	-2	0	-6
기타	2	2	1	0	0
재무활동현금흐름	5	1	-12	-10	27
단기금융부채증가(감소)	-4	-27	-13	-5	-23
장기금융부채증가(감소)	5	32	-18	-1	0
자본의증가(감소)	7	6	24	1	53
배당금의 지급	2	6	5	6	4
기타					
현금의 증가(감소)	7	19	18	-2	-2
기초현금	16	23	42	60	58
기말현금	23	42	60	58	56
FCF	19	26	33	6	-6

자료 : 와이솔, SK증권

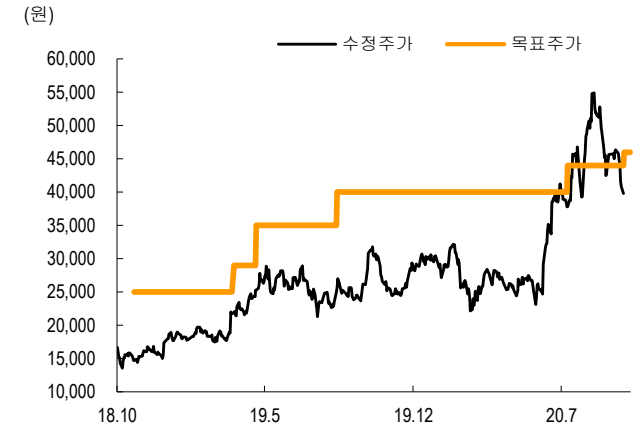
주요투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
월 결산(십억원)					
성장성 (%)					
매출액	54.7	22.8	2.4	-17.9	1.1
영업이익	183.2	18.0	22.1	4.3	-27.1
세전계속사업이익	153.4	27.3	33.0	14.4	-49.3
EBITDA	91.0	26.1	17.6	8.2	-7.1
EPS(계속사업)	120.7	11.4	33.6	-1.0	-46.2
수익성 (%)					
ROE	26.0	22.2	23.6	18.9	10.2
ROA	11.8	11.1	13.9	12.7	7.7
EBITDA마진	17.2	17.7	20.3	26.7	24.5
안정성 (%)					
유동비율	85.0	126.8	126.6	124.0	222.9
부채비율	108.8	88.8	56.5	42.8	23.1
순차입금/자기자본	34.8	19.3	-4.5	-3.9	-15.0
EBITDA/이자비용(배)	23.9	34.0	40.5	61.2	71.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,296	1,443	1,928	1,908	1,028
BPS	6,156	7,394	9,388	11,026	12,336
CFPS	2,402	2,963	3,566	3,663	3,205
주당 현금배당금	200	250	250	250	250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.4	10.9	8.4	10.5	19.6
PER(최저)	5.0	7.6	6.6	6.5	12.9
PBR(최고)	2.4	2.1	1.7	1.8	1.6
PBR(최저)	1.1	1.5	1.4	1.1	1.1
PCR	6.0	5.0	4.0	4.2	4.7
EV/EBITDA(최고)	5.8	5.0	3.9	4.8	4.8
EV/EBITDA(최저)	3.0	3.6	3.3	2.9	3.2

Compliance Notice

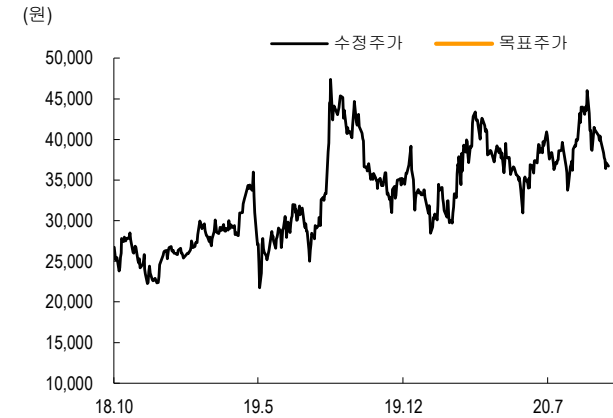
서진시스템(178320/KQ)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.10.20	매수	46,000원	6개월		
2020.07.31	매수	44,000원	6개월	5.10%	24.77%
2020.01.02	매수	40,000원	6개월	-29.70%	3.13%
2019.09.03	매수	40,000원	6개월	-33.47%	-20.50%
2019.05.10	매수	35,000원	6개월	-26.59%	-17.43%
2019.04.08	매수	29,000원	6개월	-21.18%	-12.93%
2019.03.15	매수	25,000원	6개월	-25.49%	-12.00%
2019.01.04	매수	25,000원	6개월	-26.10%	-21.20%
2018.11.15	매수	25,000원	6개월	-36.46%	-28.20%



RFHIC(218410/KQ)

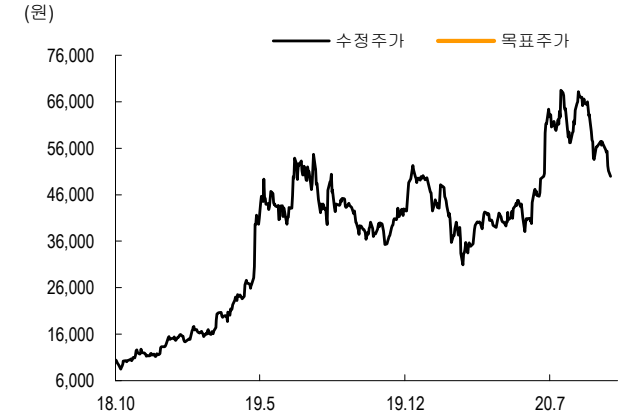
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.10.20	Not Rated				
2020.03.17	Not Rated				
2019.05.30	매수	34,000원	6개월	-0.65%	39.41%
2019.03.15	Not Rated				



Compliance Notice

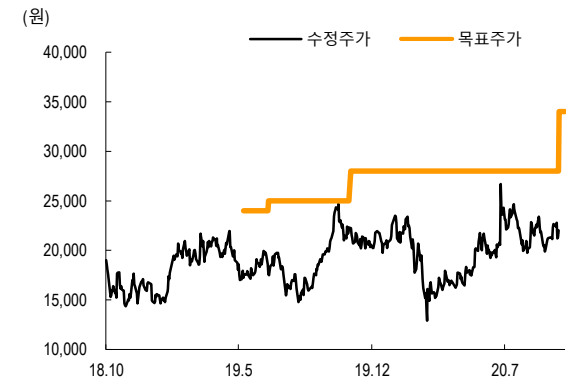
오이솔루션(138080/KQ)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.10.20	Not Rated				
2020.06.29	Not Rated				
2019.09.03	매수	70,385원	6개월	-40.92%	-25.69%
2019.08.07	매수	63,346원	6개월	-27.00%	-13.58%
2019.05.30	매수	63,346원	6개월	-26.81%	-14.94%
2019.03.15	Not Rated				



비에이치(090460/KQ)

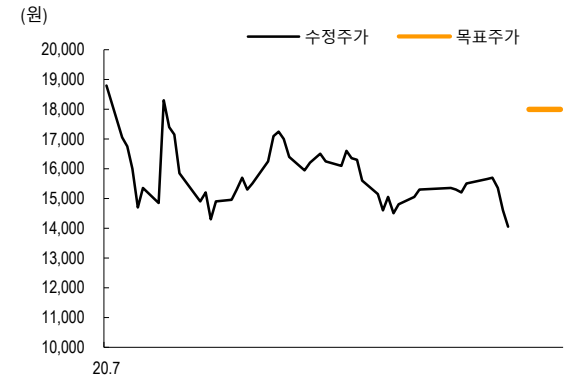
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.10.20	매수	34,000원	6개월		
2020.08.04	매수	28,000원	6개월	-27.88%	-4.64%
2020.06.29	매수	28,000원	6개월	-29.45%	-4.64%
2020.03.12	매수	28,000원	6개월	-30.79%	-16.07%
2019.11.18	매수	28,000원	6개월	-24.90%	-16.07%
2019.08.02	매수	25,000원	6개월	-24.43%	-1.20%
2019.07.09	매수	25,000원	6개월	-25.10%	-21.00%
2019.05.30	매수	24,000원	6개월	-23.43%	-16.88%



Compliance Notice

와이팜(332570/KQ)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.10.20	매수	18,000원	6개월		



와이솔(122990/KQ)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.10.20	Not Rated				
2019.11.18	매수	19,000원	6개월	-27.94%	-4.74%
2019.10.15	매수	19,000원	6개월	-20.22%	-16.05%
2019.05.30	매수	22,000원	6개월	-25.91%	-8.64%

