

전기전자

3분기 부진, 쉬어가자

박강호 kangho.park@daishin.com

투자 의견

Overweight

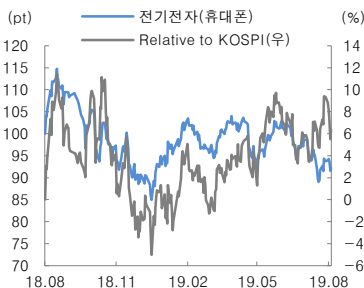
비중 확대, 유지

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
삼성SDI	Buy	310,000원
LG이노텍	Buy	150,000원
삼성전기	Buy	125,000원
서울반도체	Buy	23,000원
LG전자	Buy	82,000원
대덕전자	Buy	14,000원
파트론	Buy	21,000원
옵트론텍	Buy	8,500원
지화전자	Buy	14,000원
인터플렉스	Marketperform	11,000원
코리아씨키트	Marketperform	5,500원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.6	-4.0	-9.4	-12.6
상대수익률	0.8	1.5	3.7	2.4



2019년 3분기 실적은 삼성전자 스마트폰 판매 둔화와 재고조정 영향으로 둔화

- 전기전자(휴대폰 포함) 업종내 11개사 커버 기업의 2019년 3분기 실적은 전년대비 및 전분기 대비 부진 전망. 원달러 상승 및 계절적 성수기 효과는 존재하나 1) 글로벌 경기 둔화로 IT 완제품 수요가 예상대비 악화 2) 주요 부품의 공급과잉으로 가격 하락, 재고조정 지속 3) 삼성전자의 갤럭시S10 판매 악화, 갤럭시A 시리즈의 출시 효과는 축소 4) 애플의 신모델(아이폰11) 출시 효과도 미미할 것으로 추정 등 매출과 영업이익의 증가는 예상대비 둔화 예상
- 특히 삼성전자향 휴대폰 부품업체(6개사)의 매출과 영업이익은 각각 전분기대비 -3.1%, +4.9%씩 전망, 삼성전자의 적층세라믹콘덴서(MLCC)는 중국내 공급과잉, 화웨이 이슈(미국 의 제재) 및 미중 무역 분쟁의 장기화로 중국내 IT 완제품 수요 악화로 휴대폰 부품업체의 가동률과 가격 하락이 3분기 및 4분기 지속 예상
- 2019년 3분기 실적 추정 중 삼성SDI, LG이노텍만 영업이익이 전분기대비 명확하게 증가 전망. 삼성SDI 영업이익은 2,535원(61.2% qoq / 4.9% yoy) 추정, 정부의 ESS 안정 규정 마련(2019년 6월)으로 수주가 2019년 3분기 및 4분기 집중, 전자재료는 OLED, 편광필름, 반도체의 성수기 진입으로 가동률 상승에 기인. LG이노텍의 영업이익은 1,655억원(782% qoq / 27.6% yoy) 추정. 북미 전략가래선의 스마트폰 신모델에 트리플(3개) 카메라를 공급으로 평균공급가격 상승 및 높은 점유율 확보에 기인
- 3분기 최선호주는 삼성SDI, LG이노텍, 영업이익 증가(qoq)한 기업에 투자

2020년 스마트폰 시장은 성장세로 전환, MLCC와 카메라모듈 중심으로 수혜

- 2019년 4분기 관심 분야는
- 1) 삼성전자의 프리미엄 스마트폰인 갤럭시노트10는 5G폰 판매 비중의 확대로 2020년 상반기 삼성전자 갤럭시S11 판매량이 증가 추정. 애플은 2020년 5G 폰 출시, 화웨이와 샤오미, 오포 등 중국 업체는 5G 시대에 글로벌 시장 재편을 목표로 5G 폰 적극적으로 출시하여 시장선점에 주력 전망. 글로벌 스마트폰은 4년만에 성장세로 전환 전망
- 2) 멀티 카메라의 채택 확대이며 카메라모듈 성장세는 지속 전망. 프리미엄 스마트폰 카메라는 전/후면 포함하여 5~6개 채택, 1개는 ToF(3D센싱) 카메라, 트리플(3개) 카메라 중 1개는 광학줌 5배 적용 등 멀티 카메라와 고화소 기능 추주로 카메라모듈 가격 상승은 지속 전망. 보급형까지 확산되면 중간카메라모듈 수혜 폭은 확대
- 3) 주기판(HDI) 중심으로 휴대폰 부품업체의 구조조정 예상. 스마트폰 교체 주기 지연과 성장 정체, 삼성전자의 외주생산(ODM) 비중 확대로 국내 부품업체의 생산물량 감소, 5G폰 전환은 신규 부품의 추가보다 기술력과 투자여력을 보유한 기업 중심으로 부품의 공급이 집중 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	86,634	90,609	93,591	98,652	103,339
영업이익	3,446	4,782	4,539	5,330	5,866
세전순이익	4,128	4,460	3,729	5,168	5,943
총당순이익	3,054	3,299	2,918	3,784	4,343
자배분순이익	2,884	2,982	2,790	3,491	4,009
EPS	7,640	7,888	7,324	9,163	10,522
PER	16.2	12.7	14.4	11.5	10.1
BPS	87,829	95,275	101,366	108,375	115,266
PBR	1.4	1.1	1.0	1.0	0.9
ROE	8.7	8.6	7.5	8.7	9.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출

자료: 삼성전기, 삼성SDI, 코리아씨키트, 대덕전자, LG이노텍, 지화전자, 서울반도체, 인터플렉스, LG전자, 옵트론텍, 파트론 합산, 대신증권 Research&Strategy본부

Contents

2분기 : 카메라모듈 중심으로 고성장 실현	3
3분기 : 갤럭시S10 및 A시리즈 판매 둔화	5
2019년 3분기 투자전략 및 특징은	9
주거판(HDI) 분야에서 구조조정이 시작되다	10
2020년 카메라 수는 증가하다	12
2020년 폴더블폰의 다변화	16
기업분석	18
삼성SDI	19
LG이노텍	23
삼성전기	27
서울반도체	31
LG전자	35
대덕전자	39
파트론	43
옵트론텍	47
자화전자	51
인터플렉스	55
코리아씨키트	59

2019년 2분기 : 카메라모듈 중심으로 고성장 시현

삼성전자,
멀티카메라 전략으로
중견 카메라모듈 업체
2분기 최고 실적 시현

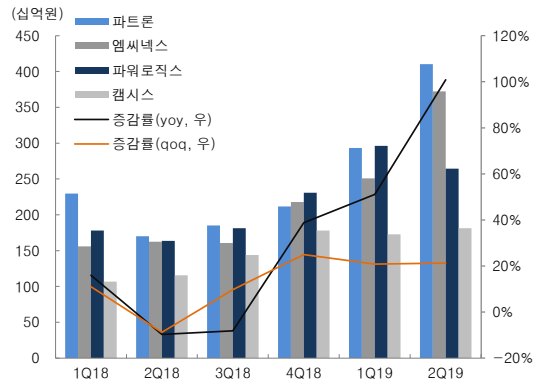
휴대폰 및 전자부품업체의 2019년 2분기 실적 특징은 카메라모듈 및 관련 업체만 매출, 영업이익의 개선(전분기/전년대비)이다. 삼성전자의 스마트폰 판매량 증가보다 멀티 카메라 적용이 프리미엄(S시리즈)과 보급형(A시리즈)에 빠르게 이루어졌기 때문이다. 삼성전자는 프리미엄 스마트폰에 듀얼(2개) 및 트리플(3개) 카메라를 후면, 보급형은 라인업 통합(2018년 J 및 On 시리즈를 2019년 A시리즈로) 및 멀티(2~3개) 카메라를 채택하였다. 파트론, 엠씨넥스, 캄시스, 파워로직스 등 중견 카메라모듈 업체는 2분기에 최고 매출을 기록하였다. 삼성전자 전체 스마트폰 증가보다 평균공급단가(ASP) 상승(카메라 수 증가에 기인)으로 판단된다. 반면에 삼성전기와 옴트론텍은 프리미엄 모델의 판매량 약화로 전분기대비 매출이 약화되었다. LG이노텍은 188억원의 영업이익으로 전분기대비 개선(흑자전환)되었으나 여전히 애플의 아이폰 판매량 약화로 부진하였다.

표 1. 카메라모듈사의 매출 및 영업이익 (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2017	2018	1H19
매출									
파트론	230	170	185	212	293	410	791	796	704
엠씨넥스	156	162	161	218	251	372	668	697	623
파워로직스	178	164	181	231	296	264	706	754	561
캄시스	107	116	144	178	173	181	424	544	354
총합	671	612	671	838	1,013	1,228	2,590	2,792	2,242
yoy	16%	-10%	-8%	39%	51%	101%	23%	8%	75%
qoq	11%	-9%	10%	25%	21%	21%			
영업이익									
파트론	10	(4)	10	15	26	41	11	31	67
엠씨넥스	7	7	10	17	20	31	20	41	50
파워로직스	4	5	9	9	15	15	19	26	30
캄시스	3	2	4	6	8	11	14	16	19
총합	24	10	33	47	68	98	64	114	166
yoy	1192%	-30%	34%	106%	190%	833%	59%	78%	388%
qoq	2%	-56%	211%	46%	44%	43%			

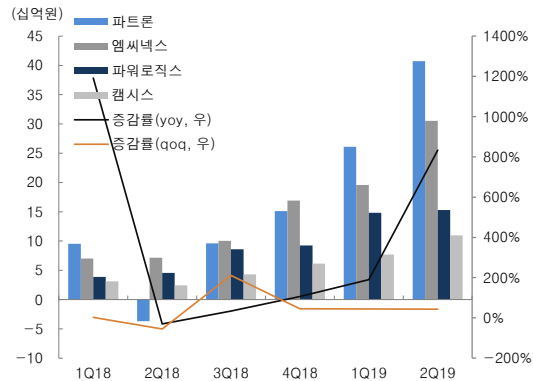
주: 1H19의 yoy는 1H18 대비 증감률. 자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 중견 카메라모듈, 매출 및 증감률 추이



주: 증감률은 전제 합산 기준
자료: Quantilise, 대신증권 Research & Strategy 본부

그림 2. 중견 카메라모듈, 영업이익 및 증감률 추이



주: 증감률은 전제 합산 기준
자료: Quantilise, 대신증권 Research & Strategy 본부

표 2. IT 전기전자 업종 매출 추이 – 2Q19 기준

(단위: 십억원)

	2Q18	1Q19	2Q19	yoy	qoq
삼성 SDI	2,248	2,304	2,405	7.0%	4.4%
LG 전자	15,019	14,915	15,629	4.1%	4.8%
삼성전기	1,810	2,124	1,958	8.2%	-7.8%
LG 이노텍	1,518	1,369	1,522	0.3%	11.2%
서울반도체	290	282	283	-2.4%	0.5%
대덕전자	141	253	279	97.1%	10.3%
파트론	170	293	410	141.4%	39.9%
인터플렉스	49	67	87	77.6%	29.1%
자화전자	71	93	73	2.1%	-21.4%
옵트론텍	30	71	58	91.8%	-17.3%
코리아씨키트	129	138	129	-0.3%	-6.4%
전체 합계	21,477	21,908	22,833	6.3%	4.2%
삼성 SDI, LG 전자를 제외한 합계	4,209	4,689	4,799	14.0%	2.3%
중소 휴대폰 부품사 6 개사 합계	591	914	1,036	75.2%	13.3%

주 1: 위에서부터 시가총액이 큰 순서대로 나열
주 2: 대덕전자의 2Q18은 합병 전, 1Q19 이후는 합병 후 실적
주 3: 중소 휴대폰 부품사 6 개사 – 대덕전자, 파트론, 인터플렉스, 자화전자, 옵트론텍, 코리아씨키트
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 3. IT 전기전자 업종 영업이익 추이 – 2Q19 기준

(단위: 십억원)

	2Q18	1Q19	2Q19	yoy	qoq
삼성 SDI	153	119	157	2.9%	32.4%
LG 전자	771	901	652	-15.4%	-27.6%
삼성전기	207	243	145	-29.8%	-40.1%
LG 이노텍	13	(11)	19	40.1%	흑전
서울반도체	18	17	7	-62.3%	-61.2%
대덕전자	7	9	23	206.7%	149.3%
파트론	(4)	26	41	흑전	56.0%
인터플렉스	(27)	(4)	(1)	적지	적지
자화전자	(10)	(2)	(9)	적지	적지
옵트론텍	1	7	6	346.3%	-18.9%
코리아씨키트	(9)	(1)	2	흑전	흑전
전체 합계	1,121	1,302	1,040	-7.2%	-20.1%
삼성 SDI, LG 전자를 제외한 합계	197	283	231	17.1%	-18.5%
중소 휴대폰 부품사 6 개사 합계	(41)	35	60	흑전	72.7%

주 1: 위에서부터 시가총액이 큰 순서대로 나열
주 2: 대덕전자의 2Q18은 합병 전, 1Q19 이후는 합병 후 실적
주 3: 중소 휴대폰 부품사 6 개사 – 대덕전자, 파트론, 인터플렉스, 자화전자, 옵트론텍, 코리아씨키트
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

2019년 3분기 : 갤럭시S10 및 A 시리즈 판매 둔화

갤럭시노트10
판매량은 950만대로
평균 수준으로 추정

갤럭시S10 및
갤럭시A 판매 둔화로
매출 감소(qoq)

2019년 3분기 전기전자 업종(휴대폰, 전자부품)의 실적은 성수기 효과에 국한, 전분기대비 개선 수준에 그칠 전망이다. 커버하고 있는 11개사 전체 매출은 6.3%(qoq), 영업이익은 19.6%(qoq) 증가하나 전년대비 영업이익은 21.3% 감소 추정, 동시에 현시점대비 낮아질 가능성도 상존한다. 본격적 실적개선 시점은 2020년 1분기로 판단한다. LG전자는 비수기 진입으로 이익규모는 상반기대비 감소, 삼성SDI와 LG이노텍 중심으로 전분기대비 영업이익 증가세가 높을 전망이다. 반면에 삼성전자향 휴대폰 부품업체는 갤럭시S10, 갤럭시A 시리즈 판매둔화로 전분기대비 매출과 영업이익은 감소 구간에 진입할 것으로 추정한다.

삼성전자향 휴대폰 부품업체, 2019년 3분기 실적 둔화의 배경은

1) 글로벌 경기둔화와 스마트폰 교체 주기 지연으로 프리미엄 스마트폰 수요가 예상대비 약하다. 스마트폰 시장 포화로 선두기업인 삼성전자와 애플의 점유율 확대가 이전대비 힘들기 때문이다. 삼성전자는 2016년 갤럭시노트7 이슈(배터리 발화로 생산/판매 중단) 이후에 2019년 디스플레이와 카메라 중심으로 하드웨어 상향을 추진한 갤럭시S10을 출시하였으나 2018년 갤럭시S9(3,300만대)을 상회한 3,700만대 전후에 그칠 전망이다. 갤럭시노트 10도 8월 23일 출시되나 애플의 신모델 출시, 글로벌 경기 둔화로 판매량은 950만대 2018년(갤럭시노트9 970만대) 수준으로 추정된다.

스마트폰 하드웨어와 소프트웨어의 차별성 부재로 교체 주기가 지연되고 있다. 스마트폰 부품의 표준화 추구, 외부 생산(ODM, EMS) 비중 확대로 제조 업체간 특징, 기능과 디자인의 차별화가 적어졌다. 소비자는 스마트폰의 구매 조건을 동일한 사양(하드웨어)에서 낮은 가격을 선호하기 때문에 프리미엄 스마트폰 판매량은 전년대비 감소하고 있다. 스마트폰 제조업체는 디스플레이의 최대 베젤리스를 추구하는 과정에서 전면 디자인의 동질성을 가져왔으며, 후면 카메라는 멀티(2개~4개) 적용한 점도 유사한 전략으로 평가된다.

표 4. IT 전기전자 업종 매출 추이 – 3Q19 기준

(단위: 십억원)

	3Q18	2Q19	3Q19	yoy	qoq
삼성 SDI	2,523	2,405	2,791	10.6%	16.1%
LG 전자	15,427	15,629	15,776	2.3%	0.9%
삼성전기	2,366	1,958	2,081	-12.1%	6.3%
LG 이노텍	2,313	1,522	2,334	0.9%	53.3%
서울반도체	320	283	292	-8.9%	3.0%
대덕전자	141	279	270	91.0%	-3.1%
파트론	185	410	324	75.0%	-21.1%
인터플렉스	133	87	129	-2.8%	49.6%
자화전자	106	73	84	-20.5%	15.6%
옵트론텍	36	58	60	67.3%	2.7%
코리아씨키트	138	129	136	-1.6%	5.3%
전체 합계	23,689	22,833	24,278	2.5%	6.3%
삼성 SDI, LG 전자를 제외한 합계	5,739	4,799	5,711	-0.5%	19.0%
중소 휴대폰 부품사 6 개사 합계	740	1,036	1,004	35.7%	-3.1%

주 1: 위에서부터 시가총액이 큰 순서대로 나열
주 2: 대덕전자의 2Q18은 합병 전, 1Q19 이후는 합병 후 실적
주 3: 중소 휴대폰 부품사 6 개사 – 대덕전자, 파트론, 인터플렉스, 자화전자, 옵트론텍, 코리아씨키트
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 5. IT 전기전자 업종 영업이익 추이 – 3Q19 기준

(단위: 십억원)

	3Q18	2Q19	3Q19	yoy	qoq
삼성 SDI	242	157	253	4.9%	61.1%
LG 전자	749	652	581	-22.4%	-10.9%
삼성전기	405	145	157	-61.2%	8.3%
LG 이노텍	130	19	165	27.6%	781.5%
서울반도체	28	7	24	-14.4%	263.2%
대덕전자	7	23	21	177.6%	-9.5%
파트론	10	41	28	191.3%	-31.2%
인터플렉스	2	(1)	2	10.6%	흑전
자화전자	9	(9)	5	-47.0%	흑전
옵트론텍	3	6	6	78.4%	4.5%
코리아씨키트	(3)	2	2	흑전	15.7%
전체 합계	1,581	1,040	1,245	-21.3%	19.6%
삼성 SDI, LG 전자를 제외한 합계	591	231	410	-30.7%	77.6%
중소 휴대폰 부품사 6 개사 합계	28	60	63	123.3%	4.9%

주 1: 위에서부터 시가총액이 큰 순서대로 나열
주 2: 대덕전자의 2Q18은 합병 전, 1Q19 이후는 합병 후 실적
주 3: 중소 휴대폰 부품사 6 개사 – 대덕전자, 파트론, 인터플렉스, 자화전자, 옵트론텍, 코리아씨키트
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

중국 스마트폰 업체의
판매 약화도 부담

2) 미중 무역분쟁의 장기화로 중국 스마트폰 업체의 판매량이 이전 추정대비 낮아졌기 때문이다. 또한 화웨이의 경제 제재 이슈를 감안하면 중국 스마트폰 업체의 점유율 확대가 2019년, 2020년에 기대하기 힘들다. 화웨이는 미국 기업(반도체, 소프트웨어)에서 부품 공급의 어려움으로 신모델 출시 지연, 선진 시장에서 판매량 약화가 나타나고 있다. 샤오미, 오포, 비보는 화웨이 부진의 반사이익을 중국에서 보나 글로벌 점유율 증가는 2018년대비 약한 상황이다. 프리미엄 영역보다 중저가에서 판매량, 점유율 증가에 그친 점도 수익성 개선에 어려움으로 작용한다

표 6. 삼성전자 스마트폰 연간 판매량 (단위: 백만대)

	2015	2016	2017	2018	1H19
Galaxy S 시리즈	62.4	38.7	33.4	50.8	27.3
Galaxy S	0.8	0.1			
Galaxy S2	1.8	0.0			
Galaxy S3	7.6	0.5	0.0		
Galaxy S4	10.2	0.6	0.1	0.0	
Galaxy S5	19.2	2.4	0.4	0.0	
Galaxy S6	25.4	11.9	2.3	0.1	
Galaxy S7		23.3	10.7	2.5	0.0
Galaxy S8			19.8	9.2	0.8
Galaxy S9				33.0	5.3
Galaxy S10					21.1
Galaxy S10 5G					1.0
Galaxy Note 시리즈	19.8	9.2	9.7	16.2	3.6
Galaxy Note					
Galaxy Note 2	0.3	0.0			
Galaxy Note 3	2.6	0.2			
Galaxy Note 4	10.1	1.7	0.1		
Galaxy Note 5	6.8	7.3	1.2	0.0	
Galaxy Note 8			8.4	6.5	0.6
Galaxy Note 9				9.7	3.0
중저가 시리즈	75.5	182.0	218.5	208.9	112.8
Galaxy A	37.3	36.1	29.8	41.0	60.3
Galaxy J	36.9	139.7	179.9	165.2	46.7
Galaxy On	1.4	6.2	8.8	2.7	0.3
Galaxy M					5.5
기타	162.4	81.6	56.1	16.4	4.5
총합계	320.2	311.4	317.7	292.2	148.1

주 1: 1H19 년은 2 분기까지 누적 출하량. 'S10+', 'S10e'와 같은 시리즈들은 S number 시리즈 출하량에 포함하여 집계
주 2: Galaxy Note 6 는 출시되지 않았으며 5 이후 바로 7 로 넘어감. Galaxy Note7 은 배터리 결함에 의한 발화사건으로 단종됨
주 3: Galaxy M 은 2019 년에 새롭게 등장한 시리즈이며, Galaxy J 와 on 시리즈는 2019 년부터 중단됨
자료: 삼성전자, IDC, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 7. 애플 스마트폰 연간 판매량

(단위: 백만대)

	2015	2016	2017	2018	1H19
iPhone 4	0.0				
iPhone 4s	3.7				
iPhone 5	0.5				
iPhone 5c	4.2	0.1			
iPhone 5s	23.5	19.2	2.8		
iPhone 6	91.9	13.5	9.4	7.0	0.0
iPhone 6 Plus	40.6	4.6	0.8	0.0	
iPhone 6s	48.8	62.0	15.2	7.5	4.7
iPhone 6s Plus	18.4	26.9	8.6	3.8	1.3
iPhone 7		40.8	50.1	15.4	5.8
iPhone 7 Plus		27.6	40.8	7.6	2.2
iPhone 8			24.4	36.8	8.1
iPhone 8 Plus			19.8	27.0	6.2
iPhone SE		20.8	17.1	7.8	0.0
iPhone X			26.9	37.4	2.6
iPhone XR				22.7	22.9
iPhone XS				16.3	7.0
iPhone XS Max				19.4	9.7
총합	231.5	215.4	215.8	208.8	70.6

주 1: 1H19 년은 2 분기까지 누적 출하량
자료: IDC, 대신증권 Research&Strategy 본부

2019년 3분기 투자전략 및 특징은

3분기 실적 호조
(삼성SDI, LG이노텍)
기업 주목

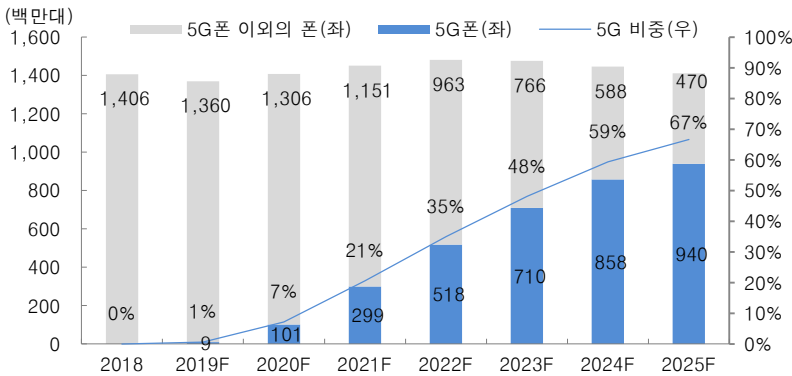
5G 폰으로
교체 수요는 시작

1) 2019년 3분기 투자전략은 실적 호조 기업에 집중이다. 애플의 새로운 아이폰(아이폰 11) 출시로 LG이노텍의 카메라모듈 매출과 영업이익의 증가가 예상된다. 삼성SDI는 ESS 부문의 정상화 및 수주 증가로 전체 매출, 이익 개선이 기대된다. 반면에 삼성전자의 프리미엄 스마트폰 판매 약화로 전분기대비 휴대폰 부품업체의 매출 둔화, 수익성 하락이 예상된다. 갤럭시노트10 출시는 긍정적이나 갤럭시S10 판매 둔화와 갤럭시A 시리즈의 출시 효과(판매 둔화)가 줄어들 전망이다. 2019년 2분기대비 3분기에 가동률 및 평균공급단가 하락에 기인한다. 서울반도체는 2019년 2분기 반영된 일회성 비용을 감안하면 3분기 실적 개선이 가능하나 조명 LED 시장에서 공급과잉, 가격하락 영향으로 매출 및 이익 증가는 제한적으로 본다.

2) 글로벌 스마트폰 시장에서 5G폰의 교체 수요는 시작되다. 삼성전자의 갤럭시노트 10은 국내에서 5G 폰으로만 출시되었다. 글로벌 시장에는 LTE와 5G폰으로 각각 출시, 동시에 경쟁 모델의 부재로 초기 5G폰 시장에서 교체 수요를 자극, 삼성전자의 선점 효과가 기대된다. 본격적인 5G 폰 수요는 2020년에 시작될 전망이다. 애플의 5G 폰 출시는 2020년 하반기, 중국은 화웨이 이슈(2019년) 이후에 2020년 5G 폰 출시로 시장 재편을 주도하는 가운데 삼성전자는 갤럭시S11 및 갤럭시노트11 출시로 5G폰 브랜드를 구축하여 초기 수요 및 시장을 선점할 것으로 보인다.

2019년 3분기, 4분기보다 2020년 연간기준으로 실적 개선에 중점을 둔 투자전략이 필요하다. 2019년 갤럭시노트10은 5G의 초기 시장을 선점 가능한 대표 모델로 평가된다. 글로벌 이동통신 사업자의 5G 서비스 지역 확대 및 평균요금 상향 목표로 공격적인 마케팅을 진행하여 교체수요가 예상된다. 애플도 2020년 3개의 신모델을 5G폰으로 출시 예상, 본격적인 5G 폰으로 교체가 이루어지게 된다. 중국 스마트폰 업체도 5G 폰에서 점유율 1위, 2위 목표로 다양한 5G 폰 모델을 출시하여 프리미엄과 보급형 영역에서 점유율 증가가 예상된다. 중국 스마트폰 업체는 5G 비중 확대, 제품 믹스 효과를 감안하면 외형 확대보다 수익성 추구에 중점을 둘 전망이다. LG전자는 MC 사업의 턴어라운드를 목표로 5G 시장에서 선점 효과를 기대한다. 미국 시장에서 상대적으로 높은 점유율(2019년 2분기 12.2% / 글로벌 점유율은 2.2%)를 감안하여 5G 폰 출시로 초기에 프리미엄 브랜드 구축 및 판매량 증가에 중점을 두고 있다. 미국 5G 폰의 초기 시장에서 예상대비 판매량이 부진할 경우에 MC 사업의 경쟁력 제고 측면에서 구조조정이 예상된다.

그림 3. 글로벌 스마트폰 판매량 중 5G 폰 비중 전망



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

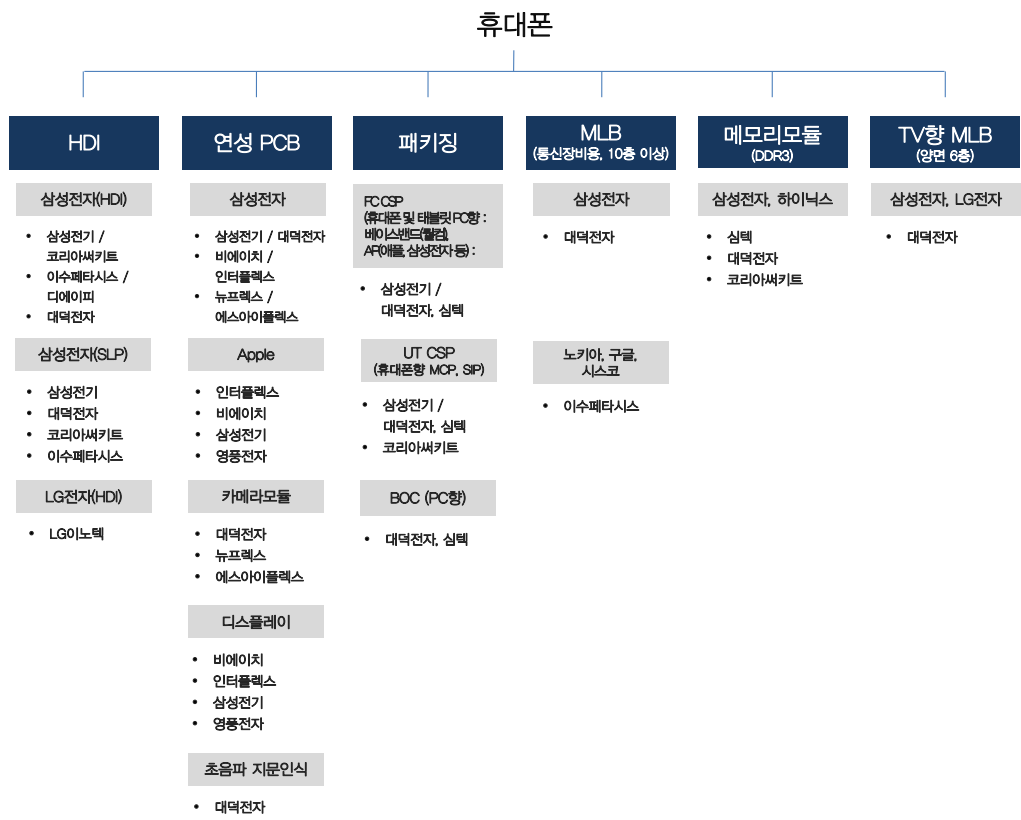
주기판(HDI) 분야에서 구조조정이 시작되다

경쟁력 약한
주기판(HDI)분야에서
시장재편 예상

3) 2020년에 주기판(HDI)에서 구조조정이 예상된다. 2020년~2021년 삼성전자의 스마트폰 판매량은 3.0~3.1억대로 추정, 판매량 증가 및 점유율 확대 전략보다 제품 믹스(프리미엄, 5G 폰 비중 확대) 추구를 기반으로 수익성 개선에 주력할 전망이다. LG전자도 5G 폰 중심으로 포트폴리오 재편, 5G폰 판매가 부진할 경우에 현지점대비 사업 규모 축소가 불가피하다고 판단한다. 삼성전자와 LG전자는 판매량 둔화 속에 기술력 보유 및 재무구조가 양호한 핵심 부품 기업 중심으로 의존도가 높아진다. 삼성전자와 LG전자가 휴대폰 생산의 외부 비중을 높일 것으로 추정, 휴대폰 부품별 국내 생산 비중도 감소하여 부품 및 업체 수가 줄어든 것이다.

LG이노텍의 주기판(HDI) 및 연성PCB 사업은 LG전자의 스마트폰 판매량 감소로 점차 축소될 전망이다. LG전자의 스마트폰 판매량은 2017년 5,578만대에서 2019년 3천만대로 감소할 것으로 추정된다. 주기판(HDI)의 기술변화가 미미하고, 공급업체간 가격 경쟁으로 수익성 확보가 힘들다. 삼성전기도 PLP 사업 매각과 삼성전자 스마트폰 판매량 둔화를 감안하면 주기판(HDI) 사업의 변화가 불가피하다고 판단, 구조조정 가능성이 높다고 본다. 삼성전기와 LG전자의 주기판(HDI) 사업이 구조조정을 추진한다면 다른 부품업체에게 반사이익은 미미하다고 본다. 이미 생산능력은 공급과잉이며, SLP로 기술 전환이 예상대비 늦어진 점을 감안하면 물량 증가 측면에서 효과가 크지 않다.

그림 1. PCB 형태별 업체 현황 가계도



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

표 8. 삼성전자 IM 및 HDI 업체 실적 (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2017	2018	1H19
삼성전자 IM									
매출	28,450	23,995	24,913	23,320	27,200	25,860	106,668	100,678	53,060
영업이익	3,770	2,669	2,221	1,512	2,274	1,561	11,827	10,172	3,835
영업이익률	13%	11%	9%	6%	8%	6%	11%	10%	7%
코리아씨키트									
매출	138	129	138	131	138	129	592	536	267
영업이익	(4)	(9)	(3)	(2)	(1)	2	11	(18)	0
영업이익률	-3%	-7%	-2%	-1%	-1%	1%	2%	-3%	0%
디에이피									
매출	73	68	79	84	65	71	298	304	136
영업이익	2	2	4	4	1	0	7	12	1
영업이익률	2%	2%	5%	5%	1%	0%	3%	4%	1%
이수페타시스									
매출	127	135	149	149	129	137	531	560	266
영업이익	(7)	0	9	5	(5)	(1)	(8)	8	(7)
영업이익률	-6%	0%	6%	4%	-4%	-1%	-2%	1%	-2%
HDI 업체 총합									
매출	338	333	366	364	332	337	1,421	1,400	669
영업이익	(10)	(8)	10	8	(6)	1	11	1	(5)
영업이익률	-3%	-2%	3%	2%	-2%	0%	1%	0%	-1%

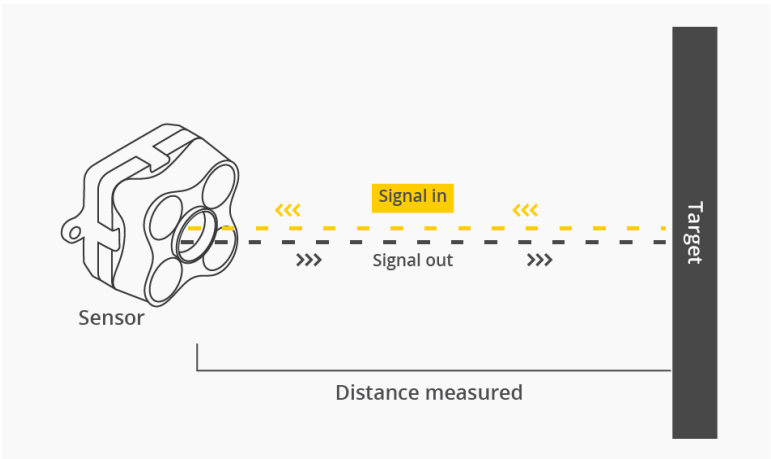
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

2020년 카메라 수는 증가하다

2019년 트리플,
2020년 쿼드 카메라
채택

4) 2020년 스마트폰 차별화는 카메라에 있다. 2019년 삼성전자 프리미엄(갤럭시S10, 노트10), 보급형(갤럭시A시리즈) 스마트폰의 후면 카메라는 듀얼, 트리플 비중이 이전대비 높아졌으며, 5G 폰은 쿼드(4개)를 채택하였다. 스마트폰의 디자인, 하드웨어, 기능(사양)의 차별화가 적어진 가운데 카메라 수 증가는 고화소 제공, 재미(인/아웃 포커싱) 제공, 업체간 차별화 요인으로 부각되었다. 2020년 트리플(3개) 이상의 멀티 카메라를 채택 지속, 5G 폰에서 ToF(Time of Flight) 적용으로 3D 이미지 및 VR / AR 영역을 지원하게 된다. 또한 광학줌(5배~10배) 추가로 카메라가 DSLR 고유 영역을 포함한다. 멀티 카메라 적용은 바 형태의 스마트폰에서 폴더블폰으로 전환되기까지 유일한 차별화 전략이다. 삼성전자와 애플은 2019년 프리미엄 스마트폰에 트리플(3개) 카메라를 적용하였으며, 2020년 5G 폰에 ToF를 추가(후면에 총 4개 카메라 : 3개 카메라 + 1개 ToF 카메라), 평균판매단가 상승으로 매출과 이익의 성장을 주도한다.

그림 4. TOF(Time of Flight)원리: 센서에서 출발한 신호가 타겟을 맞고 되돌아오는 시간을 측정해 거리를 계산



자료: TERABEE, 대신증권 Research&Strategy본부

표 9. 삼성전자와 애플의 스마트폰: 트리플, 쿼드 카메라 & TOF 탑재 증가

제품명	iPhone XS	Galaxy A80	Galaxy S10	Galaxy S10 5G	Galaxy Note 10	Galaxy Note 10+
이미지						
제조사	애플	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자
출시일	2018 년 9 월	2019 년 4 월	2019 년 3 월	2019 년 4 월	2019 년 8 월	2019 년 8 월
Network	LTE	LTE	LTE	5G	LTE/5G	LTE/5G
후면 카메라	Dual 12MP(광각) 12MP(망원)	Triple 48MP 8MP TOF 3D camera	Triple 12M(광각) 16M(망원) 12M(초광각)	Quad 12M(광각) 12M(망원) 16M(초광각) TOF 3D camera	Triple 12MP(광각) 12MP(망원) 16MP(초광각)	Quad 12MP(광각) 12MP(망원) 16MP(초광각) TOF 3D camera
전면 카메라	Dual 7MP(표준) TOF 3D Camera	회전식 팝업 카메라, (후면 카메라와 동일)	Single 10M(광각)	Dual 10M(광각) TOF camera	Single 10MP(광각)	Single 10MP(광각)
Chipset	A12 Bionic	Snapdragon 730	Exynos 9825 /Snapdragon 855+	Exynos 9825 /Snapdragon 855+	Exynos 9825 /Snapdragon 855+	Exynos 9825 /Snapdragon 855+
CPU	Hexa-core 2x2.5GHz + 4x1.6GHz	Octa-core 2x2.0GHz + 6x1.7GHz	Octa-core 2x2.73GHz + 2x2.31GHz + 4x1.95GHz	Octa-core 2x2.73GHz + 2x2.31GHz + 4x1.95GHz	Octa-core 2x2.73GHz + 2x2.4GHz + 4x1.9GHz	Octa-core 2x2.73GHz + 2x2.4GHz + 4x1.9GHz
Memory	4GB + 64/128/256GB	8GB + 128GB	8GB+128/512GB	8GB+256GB	8/12GB + 256GB	12GB + 256/512GB
Type	5.8 Super AMOLED	6.7 Super AMOLED	6.1 Dynamic AMOLED	6.7 Dynamic AMOLED	6.3 Dynamic AMOLED	6.8 Dynamic AMOLED
해상도	2436x1125	1080x2400	1440x3040	1440x3040	1080x2280	1440x3040
PPI	~458	~393	~550	~502	~401	~498
배터리용량	2,658mAh	3,700mAh	3,400mAh	4,500mAh	3,500mAh	4,300mAh
크기 (세로 x 가로 x 두께)(mm)	143.6x 70.9x7.7	165.2x76.5x9.3	149.9x70.4x7.8	162.6x77.1x7.9	151.0x71.8x7.9	162.3x 77.1x7.9
무게	177g	220g	157g	198g	168g	196g

주: Chipset 과 CPU 는 지역에 따라 다름
자료: Gsmarena, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 10. 3D 센싱을 지원하는 스마트폰

제품명	Huawei P30 Pro	Oppo RX17 Pro	Honor View 20	Vivo Nex dual display	V50 ThinQ 5G
이미지					
제조사	Huawei	Oppo	Huawei	Vivo	LG 전자
출시일	2019년 3월	2018년 11월	2018년 12월	2018년 12월	5G
Network	LTE	LTE	LTE	LTE	2019년 3월
3D 센싱 방식	TOF	TOF	TOF	TOF	화각이 다른 2개의 카메라를 이용해 측정
후면 카메라	Quad 40MP(광각) 8MP(망원) 20MP(초광각) TOF 3D camera	Triple 12MP(광각) 20MP TOF 3D camera	Dual 48MP(광각) TOF 3D camera	Triple 12MP 2MP TOF 3D camera	Triple 12M(표준) 12M(망원) 16M(초광각)
전면 카메라	Single 32MP(광각)	Single 25MP	Single 25MP	NA	Dual 8M(표준) 5M(광각)
Chipset	Kirin 980	Snapdragon710	Kirin 980	Snapdragon 845	Snapdragon 855+
CPU	Octa-core 2x2.6GHz + 2x1.92GHz + 4x1.8GHz	Octa-core 2x2.2GHz + 6x1.7GHz	Octa-core 2x2.6GHz + 2x1.96GHz + 4x1.8GHz	Octa-core 4x2.7GHz + 4x1.7GHz	Octa-core 1x2.84 GHz + 3x2.42GHz + 4x1.8 GHz
메모리	6GB +128GB 8GB +128/256/512GB	6/8GB + 128GB	6GB + 12GB 8GB + 128/256GB	10GB + 128GB	6GB
디스플레이	6.47 OLED	6.4 AMOLED	6.4 IPS LCd	6.39 Super AMOLED	6.4 P-OLED
해상도	1080x2340	1080x2340	1080x2310	1080x2340	1440x3120
PPI	~398	~402	~398	~403	~537
배터리용량	4,200mAh	3,700mAh	4,000mAh	3,500mAh	4,000mAh
크기 (세로 x 가로 x 두께)(mm)	158x73.4x8.4	157.6x74.3x7.9	156.9x75.4x8.1	157.2x75.3x8.1	159.2x76.1x8.3
무게	192g	183g	180g	199g	183g

주: Chipset 과 CPU는 지역에 따라 다름
자료: Gsmarena, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 11. 중국 5G 스마트폰

	Huawei Mate 20X 5G	Xiaomi Mi Mix 3 5G	Oppo Reno 5G
이미지			
제조사	Huawei	Xiaomi	Oppo
출시일	2019년 7월	2019년 5월	2019년 5월
네트워크	LTE, 5G	LTE, 5G	LTE, 5G
후면 카메라	Triple 40MP(광각) 8MP(망원) 20MP(초광각)	Dual 12MP(광각) 12MP(망원)	Triple 48MP(광각) 13MP(망원) 8MP(초광각)
전면 카메라	Single 24MP(광각)	Dual 24MP 2MP depth sensor	Single 16MP(광각)
Chipset	기린 980	스냅드래곤 855	스냅드래곤 855
CPU	Octa core 2x2.6GHz + 2x1.92GHz + 4x1.8GHz	Octa core 1x2.84GHz + 3x2.42GHz + 4x1.8GHz	Octa core 1x2.84GHz + 3x2.42GHz + 4x1.8GHz
메모리	8GB + 256GB	6GB + 64/128GB	8GB + 256GB
디스플레이	7.2 OLED	6.39 Super AMOLED	6.6 AMOLED
해상도	1080x2244	1080x2340	1080x2340
PPI	~346	~403	~390
배터리용량	4,200mAh	3,800mAh	4,065mAh
크기 (가로 x 세로 x 두께)(mm)	85.4x174.6x8.4	74.7x157.9x8.5	77.2x162x9.3
무게	233g	225g	215g

주: Chipset 과 CPU는 지역에 따라 다름
자료: Gsmarena, 대신증권 Research&Strategy 본부

2020년 폴더블폰의 다변화

2020년
삼성전자와 화웨이는
시장선점 목표 지향

삼성전자의 2019년 갤럭시폴드(폴더블폰) 출시는 2019년 9월~10월로 예상된다. MWC2019 공개(한국기준, 2월 21일) 하였으나 기술적인 결함 이슈를 보완한 이후에 2019년 9월 출시, 판매가 시작될 전망이다. 화웨이의 폴더블폰도 종전 예상대비 늦어지고 있다. 2019년 폴더블폰의 판매량은 30만대 이하로 추정한다.

그러나 2020년에 폴더블폰에 대한 관심이 증가할 전망이다. 삼성전자의 갤럭시 폴드 2(가칭)는 이전대비 하드웨어 완성도가 높아진 동시에 다양한 모델로 출시될 가능성이 높다. 갤럭시폴드 2는 인폴딩에서 아웃폴딩을 지원할 것이다. 또한 화웨어도 5G 폰 및 차세대 프리미엄 스마트폰 시장에서 점유율 1위를 지향, 폴더블폰 출시 및 마케팅 확대가 예상된다. 5G 폰 교체 수요가 2020년~2022년로 추정, 폴더블폰의 전환은 2022년 본격화로 분석된다. 5G 폰 이후에 스마트폰 차별화는 폴더블폰이며, 중국 디스플레이 업체의 플렉서블 OLED 투자 진행을 감안하면 폴더블폰 수요가 예상대비 많을 수 있다고 본다. 애플의 폴더블폰 출시는 2022년(늦어도 2023년)으로 추정한다. 삼성전자는 디스플레이 경쟁력 바탕으로 2020년~2021년에 초기 시장 선점을 목표로 다양한 폴더블폰을 출시할 것으로 판단된다.

그림 5. 삼성전자 Galaxy S Fold



자료: 삼성전자, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. Huawei Mate X



자료: Huawei, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. LG 전자 V50 ThinQ(듀얼 스크린)



자료: LG전자, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 모토로라 레이저 폴더블폰 가상 이미지



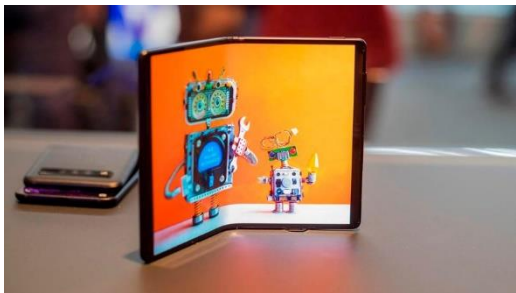
자료: 언론, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. 샤오미 폴더블폰 시제품



자료: Xiaomi, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 10. TCL 폴더블폰 프로토타입



자료: 언론, 대신증권 Research&Strategy본부

기업분석

기업분석

삼성SDI
(006400)

박강호 kangho.park@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 310,000
유지

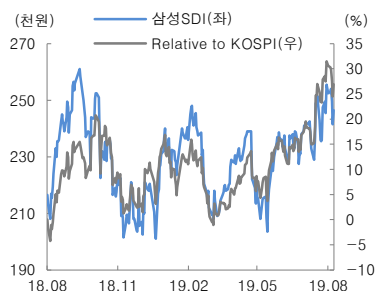
현재주가 246,500
(19.08.23)

2차전자/IT에너지 및 부품업종

4차 산업혁명/안전등급 Sky Blue

KOSPI	1,948.30
시가총액	17,102십억원
시가총액비중	1.33%
자본금(보통주)	348십억원
52주 최고/최저	261,000원 / 201,000원
120일 평균거래대금	629억원
외국인지분율	44.55%
주요주주	삼성전자 외 8 인 20.59%
	국민연금공단 10.17%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.6	14.7	2.3	12.3
상대수익률	9.6	21.2	17.1	31.6



좋은 뉴스가 많다

투자자의견 매수(BUY) 및 목표주가 310,000원 유지

– 2019년 3분기의 매출(2조 7,909억원), 영업이익(2,535억원)은 전년대비 각각 10.6%, 4.9%씩 증가 추정. 반도체와 디스플레이를 포함한 대형 IT 기업 실적은 부진한 가운데 ESS와 EV 등 중대형 전지 매출 확대(25.1% yoy)가 차별화 요인으로 주가에 반영 전망. 투자자의견은 매수(BUY) 및 목표주가 310,000원 유지, 2019년 하반기 최선호주 제시

– ESS(에너지저장장치)는 2019년 6월 정부의 안전규정 제시로 2019년 3분기 기점으로 수주가 증가 전망. 시장의 매출 추정이 다소 상이하나 높은 증가세는 명확하다고 판단. 2019년 하반기 ESS 매출은 상반기대비 160% 증가 추정. 또한 EV용 중대형전지 매출도 본격적으로 증가 구간에 진입. 기수주한 물량이 매출로 연결, 수익성 추구의 결과로 감가상각비 부담보다 규모 경제 확보로 적자가 빠르게 축소 예상

2020년 영업이익은 31.4%(yoy) 증가 추정 : 중대형전지 매출 확대

– 전자재료의 가동률 상승과 제품 믹스 효과가 안정적인 수익성 유지의 토대로 작용. OLED 재료는 애플의 신모델 생산으로 가동률 상승, 2020년 OLED 디스플레이를 적용한 스마트폰 모델 추가 및 삼성전자의 대형 OLED TV 진출 가능성을 감안하면 매출 성장세가 높다고 판단. 반도체는 2019년 3분기 재고조정과 서버 업체의 투자 및 반도체 출하량 증가로 2020년 매출 성장 예상. 편광필름은 글로벌 TV 시장에서 55인치 대형 TV 비중 확대로 평균단가 상승이 지속 전망

– 2020년 매출은 12조 380억원(14.6% yoy), 영업이익은 1조 688억원 (31.4% yoy)으로 외형대비 이익 증가, 본격적인 이익 성장 시기로 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	6,347	9,158	10,504	12,038	13,331
영업이익	117	715	813	1,069	1,263
세전순이익	824	1,036	1,038	1,475	1,692
총당기순이익	643	745	796	1,136	1,303
자배지분순이익	657	701	779	1,125	1,290
EPS	9,338	9,962	11,074	15,980	18,330
PER	21.9	22.0	22.3	15.4	13.4
BPS	159,945	169,560	177,563	185,680	189,574
PBR	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3
ROE	6.0	6.0	6.4	8.8	9.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 삼성SDI, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 삼성 SDI, 사업부문별 영업실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q	3QF	4QF	1Q20F	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F
매출	2,304	2,405	2,791	3,005	2,768	2,876	3,134	3,261	9,158	10,504	12,038
전지	1,730	1,821	2,202	2,416	2,188	2,296	2,539	2,658	6,946	8,169	9,681
소형전지	1,125	1,166	1,182	1,220	1,189	1,194	1,230	1,231	4,057	4,692	4,845
중대형전지(EV, ESS)	606	656	1,020	1,196	999	1,102	1,309	1,427	2,889	3,477	4,837
전자재료	572	581	589	589	579	579	595	603	2,204	2,331	2,357
영업이익	119	157	253	284	229	246	289	304	715	813	1,069
전지	32	66	161	192	139	156	196	209	407	451	700
소형전지	159	168	173	184	170	173	175	176	540	683	694
중대형전지(EV, ESS)	-127	-102	-12	8	-31	-17	21	33	-134	-232	7
전자재료	87	92	93	91	90	90	93	95	308	363	368
이익률	5.2%	6.5%	9.1%	9.4%	8.3%	8.6%	9.2%	9.3%	7.8%	7.7%	8.9%
세전이익	70	217	348	403	300	311	419	446	1,036	1,038	1,475
이익률	3.1%	9.0%	12.5%	13.4%	10.8%	10.8%	13.4%	13.7%	11.3%	9.9%	12.3%
지배지분 순이익	50	149	271	310	226	240	322	336	701	779	1,125
이익률	2.2%	6.2%	9.7%	10.3%	8.2%	8.3%	10.3%	10.3%	7.7%	7.4%	9.3%

자료: 삼성 SDI, 대산증권 Research&Strategy 본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

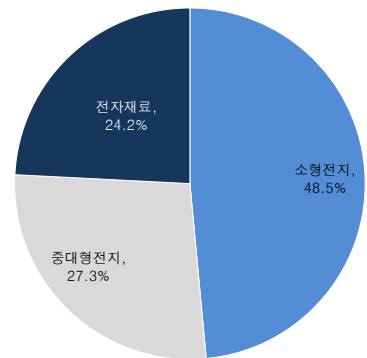
- 소형 중대형 전지 및 반도체, 디스플레이 전자재료 생산 전문 업체
- 기존 캐피탈 사업부문을 매각하며 확보한 현금을 활용해 중대형 전지(EV, ESS) 사업 확대에 집중
- 전영형 대표이사/사장: KAIST 전자공학 박사, 삼성전자 DRAM 개발실장, 메모리사업부 사장 등 반도체 관련 전문 직책 역임
- 자산 19,77조원 부채 7,25조원 자본 12,52조원(2019년 6월 기준)
발행주식 수: 70,382,426 / 자기주식수: 3,509,791)

주가 변동요인

- 2020년 3세대 전기차 보급 시점에 앞선 배터리 수주, 차세대 배터리 연구 상황, 리튬 및 코발트 등 원재료 가격 변동 평가 연동 여부 등
- 스마트폰 판매량, Non-IT 제품(청소기, 전동 드릴 등) 판매량 추이

자료: 삼성SDI, 대신증권 Research&Strategy본부

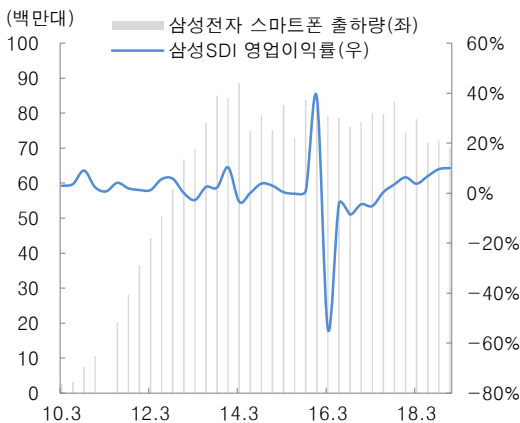
매출 비중



주: 2019년 2분기 연결 매출 기준
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research&Strategy본부

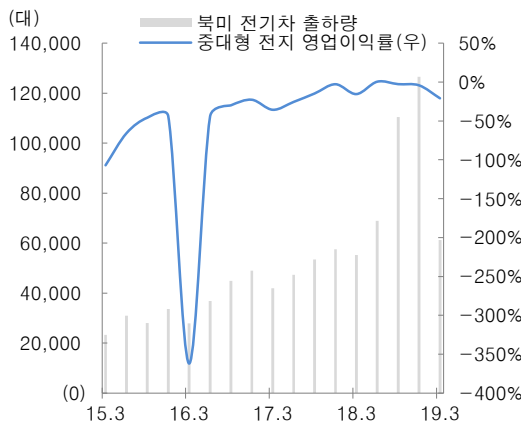
Earnings Driver

삼성전자 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



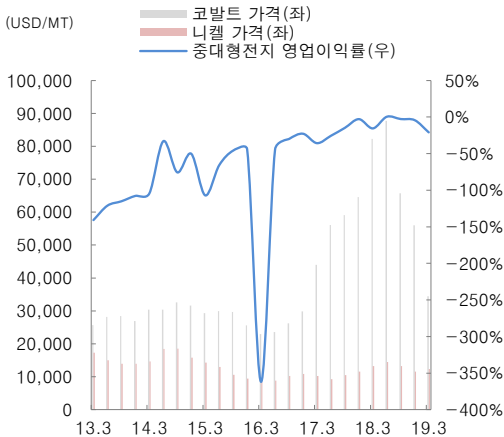
자료: 삼성SDI, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부

북미 전기차 출하량 vs. 중대형전지 영업이익률



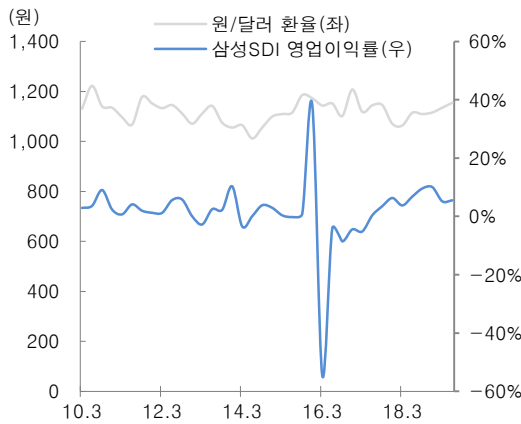
자료: 삼성SDI, INSIDE EVs, 대신증권 Research&Strategy본부

코발트, 니켈 가격 vs. 중대형전지 영업이익률



자료: 삼성SDI, 대신증권 Research&Strategy본부

원달러 vs. 영업이익률



자료: 삼성SDI, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	6,347	9,158	10,504	12,038	13,331
매출원가	5,181	7,118	8,132	9,363	10,391
매출총이익	1,166	2,040	2,373	2,675	2,939
판매비와관리비	1,049	1,325	1,559	1,606	1,676
영업이익	117	715	813	1,069	1,263
영업외이익	1.8	7.8	7.7	8.9	9.5
EBITDA	577	1,297	1,515	1,871	2,133
영업외손익	707	321	225	407	429
관계기업손익	695	342	120	259	262
금융수익	250	382	398	377	378
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-251	-339	-293	-305	-310
외환관련손실	214	262	213	213	213
기타	13	-64	-1	75	100
법인세비용차감전순이익	824	1,036	1,038	1,475	1,692
법인세비용	181	291	242	339	389
계속사업순이익	643	745	796	1,136	1,303
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	643	745	796	1,136	1,303
당기순이익률	10.1	8.1	7.6	9.4	9.8
비배분순이익	-14	44	17	11	13
지배분순이익	657	701	779	1,125	1,290
매도가능금융자산평가	17	0	0	0	0
기타포괄이익	-18	5	5	5	5
포괄순이익	637	796	847	1,187	1,354
비배분포괄이익	-48	48	18	12	14
지배분포괄이익	685	748	830	1,175	1,341

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	9,338	9,962	11,074	15,980	18,330
PER	21.9	22.0	22.3	15.4	13.4
BPS	159,945	169,560	177,563	185,680	189,574
PBR	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3
EBITDAPS	8,195	18,431	21,529	26,588	30,305
EV/EBITDA	25.2	13.2	12.8	10.7	9.4
SPS	90,173	130,122	149,246	171,037	189,407
PSR	2.3	1.7	1.6	1.4	1.3
CFPS	9,544	19,533	22,939	29,076	33,133
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액증가율	22.0	44.3	14.7	14.6	10.7
영업이익증가율	-112.6	511.6	13.8	31.4	18.2
순이익증가율	204.7	15.8	6.9	42.7	14.7
수익성					
ROC	1.9	7.6	7.1	8.5	9.5
ROA	0.8	4.1	4.1	5.1	5.7
ROE	6.0	6.0	6.4	8.8	9.8
안정성					
부채비율	37.5	58.3	58.3	61.8	63.7
순차입금비율	1.1	13.3	15.9	19.2	19.7
이자보상배율	5.1	13.8	14.5	15.8	17.3

자료: 삼성SDI, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,585	5,519	5,295	5,808	5,842
현금및현금성자산	1,209	1,517	1,276	1,295	1,334
매출채권및기타채권	1,129	1,632	1,642	1,868	2,059
재고자산	967	1,746	1,751	2,006	1,904
기타유동자산	280	625	627	639	544
비유동자산	12,157	13,830	14,969	15,851	16,530
유형자산	2,930	4,608	5,685	6,387	6,864
관계기업투자지급	6,219	6,555	6,675	6,934	7,196
기타비유동자산	3,007	2,667	2,609	2,531	2,471
자산총계	15,742	19,350	20,264	21,659	22,372
유동부채	2,664	4,013	4,212	4,486	4,775
매입채무및기타채무	1,326	1,982	2,094	2,269	2,454
차입금	768	1,490	1,566	1,646	1,729
유동상채무	311	250	250	258	265
기타유동부채	259	291	302	314	326
비유동부채	1,626	3,112	3,250	3,785	3,929
차입금	345	1,514	1,590	2,060	2,135
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,280	1,597	1,660	1,725	1,793
부채총계	4,290	7,125	7,462	8,272	8,704
자본비율	11,257	11,934	12,497	13,069	13,343
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,043	5,038	5,038	5,038	5,038
이익잉여금	5,601	6,613	7,325	7,964	8,268
기타자본변동	257	-73	-222	-290	-320
비자본비율	195	291	305	319	326
자본총계	11,452	12,225	12,802	13,387	13,668
순차입금	120	1,631	2,032	2,567	2,692

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-250	261	1,602	1,524	2,155
당기순이익	643	745	796	1,136	1,303
비현금항목의가감	29	630	818	910	1,029
감가상각비	460	582	702	803	870
외환손익	-35	39	-17	4	4
자본변동기손익	-695	-342	-120	-259	-262
기타	299	351	254	362	417
자산부채의증감	-841	-979	266	-135	266
기타현금흐름	-81	-135	-279	-387	-442
투자활동 현금흐름	89	-1,705	-1,360	-1,215	-1,079
투자자산	0	-20	-125	-227	-237
유형자산					-957
기타	1,046	458	478	467	467
재무활동 현금흐름	353	1,756	94	499	110
단기차입금	616	687	76	80	84
사채	0	588	34	36	38
장기차입금	98	543	41	434	38
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-70	-72	-67	-67	-67
기타	-290	9	9	17	17
현금의증감	197	308	-241	19	40
기초 현금	1,012	1,209	1,517	1,276	1,295
기말 현금	1,209	1,517	1,276	1,295	1,334
NOPLAT	91	514	624	823	973
FCF	-425	-1,063	-391	166	529

기업분석

LG이노텍
(011070)

박강호 kangho.park@daishin.com

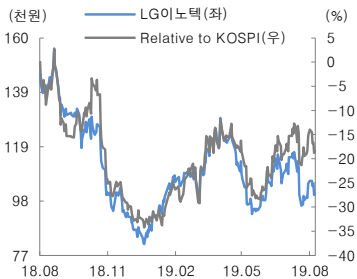
투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 150,000
유지
현재주가 100,500
(19.08.23)

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급 Sky Blue

KOSPI	1,948.30
시가총액	2,379십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	118십억원
52주 최고/최저	155,500원 / 81,300원
120일 평균거래대금	185억원
외국인지분율	26.87%
주요주주	LG전자 외 4 인 40.79% 국민연금공단 11.80%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.6	4.0	-2.9	-29.2
상대수익률	-5.7	10.0	11.2	-17.1



3분기 실적은 좋다

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 150,000원 유지

- 2019년 3분기 영업이익은 1,655억원(27.6% yoy)으로 추정, 컨센서스(1,441억원) 상회할 전망. 전략거래선의 스마트폰에 트리플(3개) 카메라를 공급, 평균공급단가(ASP) 상승 효과로 전분기 / 전년대비 개선 실적 예상. 미중 무역분쟁의 영향으로 전략고객사 스마트폰 판매량 추정에 불확실성이 존재하나 3분기에 카메라모듈의 공급 시기 및 높은 점유율(확대)을 반영하면 안정적 수율로 추가 이익의 상향 전망
- 투자의견은 매수(BUY) 및 목표주가 150,000원 유지

- LG이노텍의 영업이익은 상저하고 형태이나 연간으로 증가 모습은 긍정적으로 평가. 2019년 트리플(3개) 카메라, 2020년 3D 센싱 카메라를 추가로 후면에 적용 예정. 카메라의 연속적인 멀티화, 평균공급단가 상승으로 매출 성장세가 지속 전망. 또한 카메라 기준으로 경쟁사대비 안정적 점유율 유지도 매출 성장 과정에 중요한 역할 차지. 전략고객사는 2020년 5G 폰 출시로 3D 센싱 주역할이 전면에서 후면으로 이전, VR/AR 등 다양한 기능을 추가 과정에서 카메라의 평균공급단가 상승이 예상

2020년 영업이익은 18.7%(yoy) 증가 추정 : 광학솔루션의 ASP 상승

- Tape Substrate와 반도체 PCB의 호조세는 지속 전망. TV 성장은 정체 가운데 55인치 이상 대형TV 비중 증가로 1대당 Tape Substrate 수요 증가. 또한 반도체 PCB는 SiP 중심으로 매출 증가, 시장 선점 및 다양한 고객 확보로 2020년 성장세가 지속될 전망
- 2020년 매출은 7조 7, 910억원(2.4% yoy), 영업이익은 3,659억원(18.7% yoy) 추정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	7,641	7,982	7,607	7,791	8,085
영업이익	296	264	308	366	397
세전순이익	239	184	204	297	329
총당기순이익	175	163	170	238	254
지배지분순이익	175	163	170	238	254
EPS	7,385	6,891	7,203	10,037	10,713
PER	19.5	12.5	14.0	10.0	9.4
BPS	82,426	89,501	96,404	106,141	116,554
PBR	1.7	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE	9.4	8.0	7.7	9.9	9.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: LG이노텍, 대신증권 Research&Strategy본부

표 2. LG 이노텍 사업부문별 영업실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q	3QF	4QF	1Q20F	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F
광학솔루션 사업부	666	830	1,619	1,675	754	743	1,747	1,782	5,097	4,790	5,026
기판소재 사업부	257	277	290	271	246	248	273	269	1,158	1,096	1,036
기판	190	210	224	198	185	188	211	198	889	821	781
소재	67	68	66	74	61	60	63	71	270	274	255
LED 사업부	104	92	84	77	69	64	60	53	457	357	246
전장부품 사업부	341	323	341	358	346	356	380	401	1,270	1,364	1,483
차량부품	273	265	271	277	279	288	304	321	963	1,085	1,193
일반부품	68	59	70	82	67	68	75	80	307	279	290
전사 매출액	1,369	1,522	2,334	2,382	1,416	1,412	2,460	2,504	7,982	7,607	7,791
영업이익	-11	19	165	135	17	29	165	156	264	308	366
이익률	-0.8%	1.2%	7.1%	5.7%	1.2%	2.0%	6.7%	6.2%	3.3%	4.1%	4.7%
세전이익	-48	-9	146	115	0	11	148	139	184	204	297
이익률	-3.5%	-0.6%	6.2%	4.8%	0.0%	0.8%	6.0%	5.5%	2.3%	2.7%	3.8%
순이익	-33	-5	117	92	0	9	118	111	163	170	238
이익률	-2.4%	-0.3%	5.0%	3.9%	0.0%	0.6%	4.8%	4.4%	2.0%	2.2%	3.0%
매출비중(%)											
광학솔루션 사업부	48.7%	54.5%	69.4%	70.3%	53.3%	52.7%	71.0%	71.2%	63.9%	63.0%	64.5%
기판소재 사업부	18.8%	18.2%	12.4%	11.4%	17.4%	17.6%	11.1%	10.7%	14.5%	14.4%	13.3%
기판	13.9%	13.8%	9.6%	8.3%	13.1%	13.3%	8.6%	7.9%	11.1%	10.8%	10.0%
소재	4.9%	4.4%	2.8%	3.1%	4.3%	4.3%	2.6%	2.8%	3.4%	3.6%	3.3%
LED 사업부	7.6%	6.0%	3.6%	3.2%	4.9%	4.5%	2.4%	2.1%	5.7%	4.7%	3.2%
전장부품 사업부	24.9%	21.2%	14.6%	15.0%	24.5%	25.2%	15.4%	16.0%	15.9%	17.9%	19.0%
차량부품	19.9%	17.4%	11.6%	11.6%	19.7%	20.4%	12.4%	12.8%	12.1%	14.3%	15.3%
일반부품	5.0%	3.8%	3.0%	3.4%	4.7%	4.8%	3.1%	3.2%	3.8%	3.7%	3.7%

주: K-IFRS 연결 기준 / 광학솔루션사업부: 카메라모듈, 기판사업: HDI, Package, Tape Substrate 소재사업: Photo Mask, Touch Window, Lead Frame,

차량부품: 모터센서, 차량통신 등, 일반부품: Tuner, Power Module 등

자료: LG이노텍, 대신증권 Research&Strategy본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

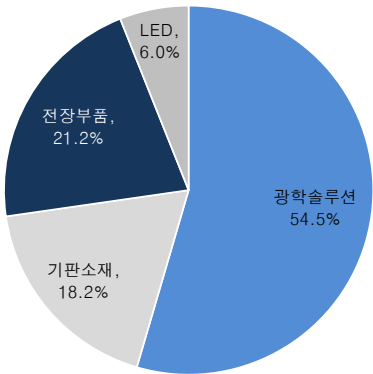
- 종합 모바일 자동차 및 디스플레이 부품 제조업체
- 모바일용 하이엔드 카메라 모듈 및 3D 센싱 모듈을 중심으로한 이익성장과 자동차용 LED, 카메라 등 신성장동력 확대에 집중
- 박종석 대표이사/사장: LG 전자 가전연구소 및 사업부 재직 후 MC 사업본부 사장 역임
- 자산 5.5조, 부채 3.5조, 자본 2.0조(2019년 6월 기준)
(발행주식 수: 23,667,107 / 자기주식수: 2,600)

주가 변동요인

- 애플의 스마트폰 및 태블릿 판매량, 전/후방 듀얼 1p 트리플 카메라 및 3D 센싱모듈 탑재 비중
- 자동차용 헤드램프, V2X, BMS 등 전장부품 고객사 수주 여부(2KW 인수는 긍정적)

자료: LG이노텍, 대신증권 Research&Strategy본부

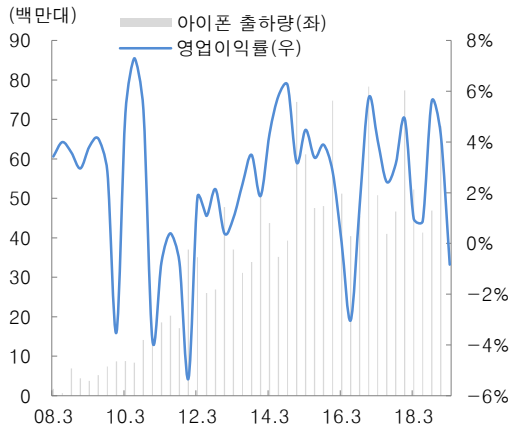
매출 비중



주: 2019년 2분기 연결 매출 기준
자료: LG이노텍, 대신증권 Research&Strategy본부

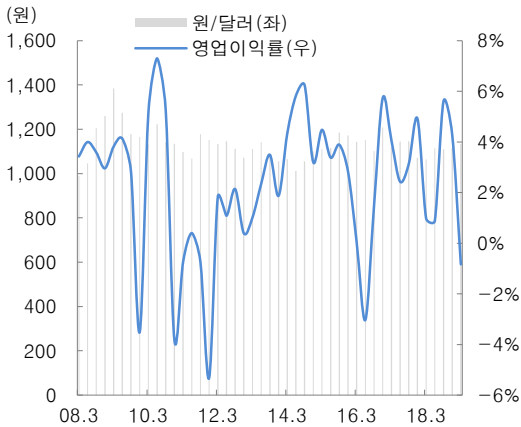
Earnings Driver

아이폰 출하량 vs. 영업이익률



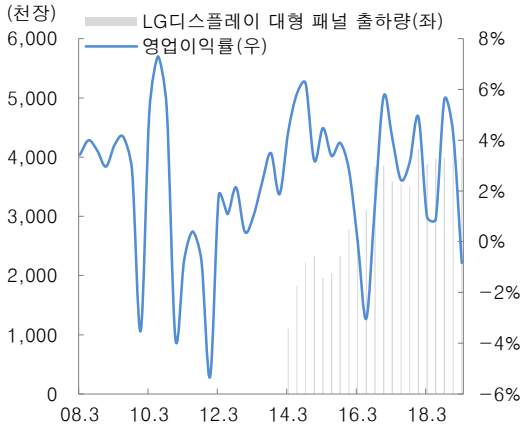
자료: LG이노텍, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부

원달러 vs. 영업이익률



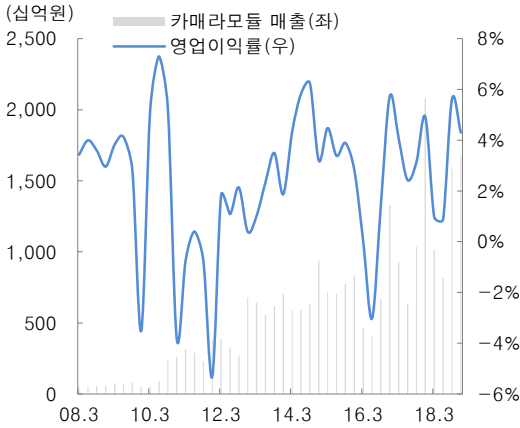
자료: LG이노텍, 대신증권 Research&Strategy본부

LGD 패널 출하량 vs. 영업이익률



주: 55인치 이상 패널
자료: LG이노텍, IHS, 대신증권 Research&Strategy본부

카메라모듈 매출 vs. 영업이익률



자료: LG이노텍, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	7,641	7,982	7,607	7,791	8,085
매출원가	6,757	7,118	6,797	6,927	7,172
매출총이익	885	864	810	864	914
판매비와관리비	588	600	502	498	517
영업이익	296	264	308	366	397
영업이익률	3.9	3.3	4.1	4.7	4.9
EBITDA	652	782	837	950	1,001
영업외손익	-58	-80	-104	-69	-68
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	28	33	34	34	35
외환관련이익	148	96	229	236	243
금융비용	-56	-88	-109	-113	-111
외환관련손실	20	23	24	24	25
기타	-30	-24	-28	10	9
법인세비용차감전순이익	239	184	204	297	329
법인세비용	64	21	33	59	76
계속사업순이익	175	163	170	238	254
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	175	163	170	238	254
당기순이익률	2.3	2.0	2.2	3.0	3.1
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	175	163	170	238	254
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	10	10	10	10
포괄순이익	178	173	181	248	264
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	178	173	181	248	264

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	7,385	6,891	7,203	10,037	10,713
PER	19.5	12.5	14.0	10.0	9.4
BPS	82,426	89,501	96,404	106,141	116,554
PBR	1.7	1.0	1.0	0.9	0.9
EBITDAPS	27,529	33,023	35,359	40,138	42,288
EV/EBITDA	7.0	4.5	4.3	3.9	3.6
SPS	322,868	337,266	321,423	329,192	341,629
PSR	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
CFPS	27,931	35,345	39,420	45,686	47,648
DPS	250	300	300	300	300

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	32.8	4.5	-4.7	2.4	3.8
영업이익 증가율	182.8	-11.1	17.0	18.7	8.4
순이익 증가율	3,428.8	-6.7	4.5	39.4	6.7
수익성					
ROIC	6.3	5.7	6.4	7.0	6.9
ROA	5.8	4.5	5.2	6.0	6.2
ROE	9.4	8.0	7.7	9.9	9.6
안정성					
부채비율	201.3	171.7	163.8	148.7	134.6
순차입금비율	58.1	71.1	52.7	54.2	43.5
이자보상배율	8.9	4.8	4.1	4.7	5.4

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,734	2,233	2,174	2,075	2,181
현금및현금성자산	370	621	661	566	653
매출채권 및 기타채권	1,649	930	912	883	916
재고자산	641	520	536	557	539
기타유동자산	75	162	66	69	73
비유동자산	3,143	3,523	3,844	4,174	4,292
유형자산	2,600	2,927	3,302	3,663	3,808
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	543	595	543	511	483
자산총계	5,877	5,756	6,019	6,249	6,472
유동부채	2,497	1,584	1,961	1,903	1,959
매입채무 및 기타채무	2,163	1,135	1,483	1,398	1,430
차입금	59	20	20	20	20
유동상채무	182	311	342	369	393
기타유동부채	94	118	116	116	116
비유동부채	1,429	2,053	1,777	1,834	1,755
차입금	1,262	1,796	1,501	1,540	1,441
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	168	258	275	294	314
부채총계	3,927	3,638	3,737	3,736	3,714
자본계분	1,951	2,118	2,282	2,512	2,758
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금	741	907	1,070	1,301	1,547
기타자본변동	-43	-40	-40	-40	-40
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	1,951	2,118	2,282	2,512	2,758
순차입금	1,133	1,505	1,202	1,363	1,200

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	446	1,062	1,214	907	1,034
당기순이익	0	0	170	238	254
비현금항목의 가감	486	673	762	844	874
감가상각비	355	518	529	584	604
외환손익	-3	4	-6	-9	-12
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	134	151	240	269	282
자산부채의 증감	-241	311	384	-43	51
기타현금흐름	201	78	-103	-131	-145
투자활동 현금흐름	-834	-1,414	-830	-877	-685
투자자산	0	-1	0	0	0
유형자산					-751
기타	-83	-55	35	35	35
재무활동 현금흐름	422	604	-270	59	-83
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	29	-75	-47
장기차입금	428	610	-323	113	-52
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-6	-6	-7	-7	-7
기타	0	0	31	27	24
현금의 증감	28	252	40	-95	87
기초 현금	341	370	621	661	566
기말 현금	370	621	661	566	653
NOPLAT	217	234	258	293	306
FCF	-290	-752	-133	-88	138

자료: LG 이노텍, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업분석

삼성전기
(009150)

박강호 kangho.park@daishin.com

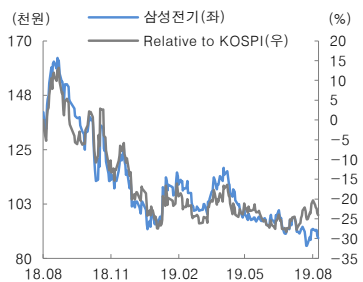
투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 125,000
유지
현재주가 88,300
(19.08.23)

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급 Sky Blue

KOSPI	1,948.30
시가총액	6,701십억원
시가총액비중	0.52%
자본금(보통주)	373십억원
52주 최고/최저	163,000원 / 85,100원
120일 평균거래대금	941억원
외국인지분율	18.42%
주요주주	삼성전자 외 5 인 23.99%
	국민연금공단 11.74%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.1	-8.8	-19.0	-40.1
상대수익률	-0.9	-3.6	-7.3	-29.9



2020년에 주목하자

투자 의견은 매수(BUY) 및 목표주가 125,000원 유지

- 2019년 3분기의 영업이익(연결)은 1,572억원으로 8.3%(qoq / -61.2% yoy) 증가, 매출은 2조 810억원으로 6.3%(qoq / -12.1% yoy) 증가 추정, IT 완제품의 성수기 진입으로 MLCC 수요 증가 예상, 갤럭시노트10 및 중국 스마트폰 업체의 신모델 출시로 멀티 카메라(3~4개)를 적용한 카메라 모듈 매출이 증가할 전망. 카메라모듈과 연성PCB 매출 증가가 이익을 견인하는 분기로 판단
- 2019년 3분기에 MLCC, 완만한 수요 증가가 예상되나 재고조정 지속, 업체간의 가동률(상승) 경쟁으로 평균공급가격 하락이 예상, 수익성 개선에 시간이 필요하다고 판단. 4분기에 고객사의 반복적인 재고조정(12월)으로 4분기도 전분기대비 MLCC 매출, 이익 증가가 힘들
- 투자 의견은 매수(BUY) 및 목표주가 125,000원 유지. 하반기보다 2020년 MLCC 회복 및 구조조정 영향으로 실적 개선에 주목, 중장기관점의 비중 확대 전략 유효

2020년 영업이익은 12.5% 증가 추정 : MLCC 회복, 구조조정 효과 기대

- 2020년 매출과 이익 증가가 가능할 전망. 스마트폰 시장은 LTE폰에서 5G 폰으로 교체 수요 시작, MLCC 수요 확대, 삼성전자의 카메라 전략이 트리플(3개)에서 ToF를 추가한 4개(쿼드)로 전환, 광학줌을 제공하여 카메라 모듈의 평균공급단가(ASP)가 상승할 전망. 중국 샤오미, 오포, 비보 등 중국 내 점유율 상승(화웨이 부진)과 5G 폰으로 교체 수요를 감안하면 삼성전기의 2020년 매출, 이익 상향도도 가능
- MLCC 수익성 회복과 카메라모듈 매출 증가, 반도체 PCB의 양호한 실적을 반영하면 2020년 영업이익은 7,642억원(12.5% qoq)으로 추정. 매출은 8조 6,782억원으로 6.6%(yoy) 증가 추정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	6,838	8,193	8,143	8,678	8,829
영업이익	306	1,018	679	764	881
세전순이익	254	940	582	662	842
총당기순이익	177	685	614	483	615
자배지분순이익	162	656	597	454	578
EPS	2,084	8,457	7,694	5,853	7,446
PER	48.0	12.2	11.5	15.1	11.9
BPS	54,531	62,126	68,845	73,723	80,193
PBR	1.8	1.7	1.3	1.2	1.1
ROE	3.8	14.5	11.7	8.2	9.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배주분 기준으로 산출, 자료: 삼성전기, 대신증권 Research&Strategy본부

표 3. 삼성전자, 사업부문별 영업 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q	3QF	4QF	1Q20F	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F
기판솔루션사업부	329	347	434	397	328	324	429	390	1,471	1,507	1,471
HDI	132	114	221	178	136	122	217	172	724	645	647
BGA	197	232	213	218	192	202	212	218	747	861	824
컴포넌트솔루션사업부	836	782	792	789	811	836	858	869	3,544	3,199	3,373
MLCC	779	727	737	736	758	783	803	816	3,310	2,978	3,160
EMC	44	41	40	40	39	40	40	39	184	165	158
모듈솔루션사업부	951	811	837	777	1,071	905	939	848	3,084	3,376	3,763
카메라모듈	837	703	730	674	960	792	825	735	2,658	2,944	3,312
통신모듈	114	108	107	103	111	113	114	113	426	433	451
매출액	2,124	1,958	2,081	1,980	2,228	2,083	2,244	2,124	8,193	8,143	8,678
증감률(YoY)											
기판솔루션사업부	-7.9%	15.8%	0.4%	3.9%	-0.3%	-6.7%	-1.1%	-1.7%	1.7%	2.4%	-2.4%
HDI	-19.8%	-6.9%	-8.9%	-8.4%	3.0%	6.4%	-1.6%	-3.4%	2.1%	-10.9%	0.3%
BGA	2.3%	31.5%	12.4%	16.6%	-2.5%	-13.1%	-0.6%	-0.3%	1.3%	15.4%	-4.3%
컴포넌트솔루션사업부	11.1%	-10.0%	-22.9%	-11.9%	-3.1%	7.0%	8.3%	10.1%	51.6%	-9.8%	5.5%
MLCC	11.1%	-10.2%	-22.9%	-12.8%	-2.6%	7.7%	8.9%	10.9%	56.7%	-10.0%	6.1%
EMC	7.4%	-14.6%	-25.5%	-1.0%	-12.6%	-3.1%	-0.5%	-1.1%	3.9%	-9.9%	-4.5%
모듈솔루션사업부	5.7%	32.6%	-5.4%	13.0%	12.6%	11.6%	12.1%	9.1%	2.4%	9.5%	11.4%
카메라모듈	12.1%	31.9%	-5.4%	11.2%	14.7%	12.7%	13.0%	9.1%	4.9%	10.8%	12.5%
통신모듈	-25.4%	37.2%	-5.4%	27.1%	-2.4%	4.2%	6.3%	9.3%	-10.6%	1.5%	4.2%
매출액	5.2%	8.2%	-12.1%	-0.9%	4.9%	6.4%	7.8%	7.3%	19.8%	-0.6%	6.6%
증감률(QoQ)											
기판솔루션사업부	-13.9%	5.4%	25.2%	-8.7%	-17.4%	-1.3%	32.7%	-9.2%			
HDI	-32.3%	-13.1%	93.2%	-19.3%	-24.0%	-10.2%	78.6%	-20.8%			
BGA	5.3%	17.8%	-8.2%	2.4%	-11.9%	5.0%	5.0%	2.7%			
컴포넌트솔루션사업부	-6.7%	-6.5%	1.3%	-0.3%	2.7%	3.1%	2.6%	1.4%			
MLCC	-7.7%	-6.6%	1.4%	-0.2%	3.1%	3.2%	2.6%	1.6%			
EMC	10.0%	-7.5%	-1.0%	-1.7%	-2.9%	2.5%	1.7%	-2.3%			
모듈솔루션사업부	38.4%	-14.7%	3.2%	-7.2%	37.9%	-15.5%	3.7%	-9.7%			
카메라모듈	38.1%	-16.0%	3.9%	-7.7%	42.4%	-17.5%	4.1%	-10.9%			
통신모듈	40.7%	-5.0%	-1.0%	-3.9%	8.0%	1.4%	1.0%	-1.2%			
매출액	6.3%	-7.8%	6.3%	-4.8%	12.5%	-6.5%	7.7%	-5.3%			
영업이익	243	145	157	134	192	176	203	194	1,018	679	764
이익률	11.4%	7.4%	7.6%	6.8%	8.6%	8.4%	9.0%	9.1%	12.4%	8.3%	8.8%
세전이익	224	119	128	111	167	150	173	172	940	582	662
이익률	10.6%	6.1%	6.1%	5.6%	7.5%	7.2%	7.7%	8.1%	11.5%	7.1%	7.6%
자배분 순이익	130	304	88	76	114	103	119	118	656	597	454
이익률	6.1%	15.5%	4.2%	3.8%	5.1%	5.0%	5.3%	5.6%	8.0%	7.3%	5.2%

자료: 삼성전자, 대신증권 Research&Strategy본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

- 삼성전자의 계열회사: 스마트폰, 자동차항 수동부품, 카메라모듈, 기판 중심의 종합전자부품업체
- MLCC는 시장 재편 및 프리미엄 스마트폰의 하드웨어 경쟁으로 수요 증가. 5G 투자를 반영하면 호황 국면 지속 예상
- 이윤태 대표이사: 30여년간 삼성그룹 내 연구직 재직 KAIST 전기공학박사
- 자산 8,8조원 부채 3,4조원 자본 5.4조원(2019년 6월 기준)

(발행주식 수: 77,600,680 / 자기주식수: 2,053,430)

주가 변동요인

- 삼성전자의 갤럭시 S/노트 시리즈에 카메라모듈, MLCC, 기판 등을 공급. 애플에 MLCC 및 기판을 공급. 스마트폰 판매량에 연동
- 기존의 스마트폰향 매출, 이익 구성이 향후 5G의 도입에 따라 스마트폰-전자(스마트카)로 전환되면 밸류에이션 상황

자료: 삼성전기, 대신증권 Research&Strategy본부

매출 비중

구분	비중
컴포넌트	40%
모듈	41%
기판솔루션	18%
기타	1%

주: 2019년 2분기 연결 매출
자료: 삼성전기, 대신증권 Research&Strategy본부

Earnings Driver

MLCC 월별 ASP 및 증감율

주: 일본 경제산업성 통계자료 내 Ceramic Capacitor로 분류된 고용량 MLCC포함 추정
자료: METI(일본 경제산업성), 대신증권 Research&Strategy본부

카메라모듈 매출, 영업이익률

자료: 삼성전기, 대신증권 Research&Strategy본부

원달러 vs. 영업이익률

주: 분기 평균 원달러 환율
자료: Qualitwise, 삼성전기, 대신증권 Research&Strategy본부

삼성전자 IM 매출 증가율 vs. 삼성전기 영업이익

자료: 삼성전기, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	6,838	8,193	8,143	8,678	8,829
매출원가	5,430	5,806	6,100	6,464	6,497
매출총이익	1,408	2,387	2,102	2,214	2,332
판매비와관리비	1,102	1,369	1,422	1,450	1,451
영업이익	306	1,018	679	764	881
영업이익률	4.5	12.4	8.3	8.8	10.0
EBITDA	937	1,754	1,324	1,514	1,692
영업외손익	-53	-78	-97	-102	-39
관계기업손익	8	7	7	8	8
금융수익	11	13	13	13	13
외환관련이익	169	228	224	232	240
금융비용	-66	-90	-98	-91	-89
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-6	-8	-20	-33	29
법인세비용차감전순이익	254	940	582	662	842
법인세비용	76	255	167	179	227
계속사업순이익	177	685	415	483	615
중단사업순이익	0	0	199	0	0
당기순이익	177	685	614	483	615
당기순이익률	2.6	8.4	7.5	5.6	7.0
비재계분순이익	16	29	17	29	37
재계분순이익	162	656	597	454	578
매도가능금융자산평가	-14	0	0	0	0
기타포괄이익	-123	-25	66	50	64
포괄순이익	40	660	680	533	678
비재계분포괄이익	11	30	19	32	41
재계분포괄이익	29	630	661	501	638

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	2,084	8,457	7,694	5,853	7,446
PER	48.0	12.2	11.5	15.1	11.9
BPS	54,531	62,126	68,845	73,723	80,193
PBR	1.8	1.7	1.3	1.2	1.1
EBITDAPS	12,072	22,609	17,060	19,515	21,809
EV/EBITDA	10.4	5.2	5.8	5.1	4.6
SPS	88,124	105,579	104,940	111,832	113,775
PSR	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
CFPS	13,415	25,905	23,257	22,136	25,114
DPS	750	1,000	1,000	1,000	1,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증감률	13.4	19.8	-0.6	6.6	1.7
영업이익 증감률	1,155.0	232.5	-33.3	12.5	15.3
순이익 증감률	673.6	286.5	-10.4	-21.3	27.2
수익성					
ROIC	4.0	12.1	7.4	8.1	8.8
ROA	4.0	12.4	7.6	8.3	9.3
ROE	3.8	14.5	11.7	8.2	9.7
안정성					
부채비율	79.3	74.8	67.7	58.7	53.5
순차입금비율	46.2	24.4	16.4	15.8	14.0
이자보상배율	4.6	11.3	6.9	8.4	9.9

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,479	3,525	3,847	3,669	3,764
현금및현금성자산	445	1,002	1,307	981	961
매출채권 및 기타채권	914	1,061	1,036	1,100	1,183
재고자산	919	1,116	1,163	1,240	1,261
기타유동자산	202	346	341	348	358
비유동자산	5,289	5,120	5,322	5,608	5,982
유형자산	4,155	4,558	4,775	5,073	5,455
관계기업투자금	53	60	68	75	83
기타비유동자산	1,081	501	479	460	443
자산총계	7,767	8,645	9,169	9,277	9,745
유동부채	2,454	2,510	2,542	2,291	2,308
매입채무 및 기타채무	752	927	925	943	948
차입금	1,204	962	981	726	741
유동상채무	468	432	442	422	413
기타유동부채	31	189	194	200	206
비유동부채	982	1,189	1,159	1,139	1,089
차입금	898	1,060	1,028	1,009	958
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	84	129	130	130	130
부채총계	3,436	3,698	3,701	3,430	3,397
자배분	4,232	4,821	5,342	5,721	6,223
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
이익잉여금	2,610	3,179	3,701	4,079	4,581
기타자본변동	189	208	208	208	208
비자배분	100	125	125	125	125
자본총계	4,331	4,946	5,468	5,846	6,348
순차입금	6,062	6,613	5,284	5,709	순차입금

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	718	1,559	1,599	1,409	1,616
당기순이익	177	685	614	483	615
비현금항목의가감	864	1,325	1,191	1,235	1,334
감가상각비	631	736	703	750	812
외환손익	-7	9	-1	-8	-17
자본법평가손익	-8	-7	-7	-8	-8
기타	248	587	496	501	547
자산부채의증감	-265	-370	46	-53	-30
기타현금흐름	-58	-82	-251	-256	-303
투자활동 현금흐름	-1,232	-698	-895	-1,026	-1,176
투자자산	214	464	-3	-4	-4
유형자산			유형자산		
기타	-62	2	8	8	6
재무활동 현금흐름	196	-236	-168	-459	-210
단기차입금	416	-179	19	-255	15
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	245	444	-32	-20	-50
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-48	-61	-76	-76	-76
기타	-417	-441	-80	-109	-98
현금의증감	-351	558	305	-326	-20
기초 현금	796	445	1,002	1,307	981
기말 현금	445	1,002	1,307	981	961
NOPLAT	214	742	484	558	643
FCF	-699	272	255	245	243

자료: 삼성전기, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업분석

서울반도체
(046890)

박강호
kangho.park@daishin.com

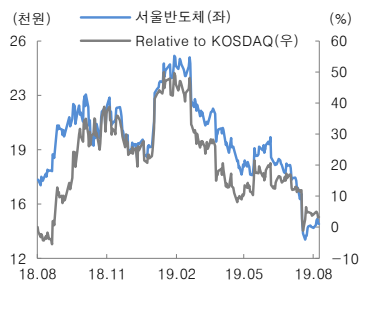
투자이전
BUY
매수, 유지

6개월
목표주가
23,000
유지

현재주가
(19.08.23)
14,200

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue	
KOSDAQ	608.98
시가총액	828십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	25,050원 / 13,200원
120일 평균거래대금	91억원
외국인지분율	12.35%
주요주주	이정훈 외 2 인 31.00% 신영자산운용 6.10%
주가수익률(%)	1M 3M 6M 12M
절대수익률	-17.4 -20.7 -42.0 -16.5
상대수익률	-9.4 -9.2 -29.2 8.5



성수기에 진입

- 투자이전 매수(BUY) 및 목표주가 23,000원 유지
- 2019년 3분기의 매출(2,919억원), 영업이익(241억원)은 전분기대비 각각 3%(-8.9% yoy), 263%(-14.4% qoq) 씩 증가 추정. 전통적으로 3분기에 북미 전략거래선향 IT용 LED 공급, TV 성수기 효과로 와이캡(LED) 출하량이 증가 예상. 또한 자동차용 헤드램프의 추가 매출 등 제품 믹스 효과로 3분기 및 4분기 영업이익률이 상반기대비 높아질 전망. 지난 2분기에 반영된 일회성 비용을 감안하면 영업이익 증가세는 상대적으로 높을 전망
 - 투자이전은 매수(BUY) 및 목표주가 23,000원 유지. LED 공급과잉으로 예상 대비 매출 성장 둔화가 부담되나 단거적으로 2019년 2분기 저점, 수익성 개선은 긍정적으로 평가

- 마이크로 LED 시장 진출 전망 : 새로운 성장 기회로 판단
- 2019년 하반기 조명분야에서 공급과잉 지속, 중국 업체와 가격경쟁으로 조명분야의 수익성 개선은 지연. 전체적으로 매출 증가가 이전대비 낮은 점은 실적 개선, 주가에 부담으로 작용. 그러나 하반기 제품 믹스 개선, 와이캡 비중 확대로 영업이익은 상반기대비 113% 증가 추정. 베트남 공장 이전 효과도 매출 증가와 동반하여 원가개선에 기여 전망
 - 마이크로 LED 시장 참여로 신성장 LED 포트폴리오 구축은 증가에 긍정적으로 반영 전망. TV는 프리미엄 영역의 일부가 마이크로(미니) LED를 적용 예상되기 때문
 - 2020년 매출은 1조 1,945억원, 영업이익은 952억원으로 각각 전년대비 4.2%, 98.7% 씩 증가 추정

영업실적 및 주요 투자지표			(단위: 십억원 원, 배, %)		
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,110	1,194	1,146	1,194	1,229
영업이익	98	95	74	95	101
세전순이익	70	78	75	96	100
총당기순이익	46	63	53	69	72
지배지분순이익	40	63	52	66	69
EPS	692	1,077	887	1,129	1,178
PER	40.3	18.0	16.0	12.6	12.1
BPS	10,196	11,122	11,729	12,579	13,478
PBR	2.7	1.7	1.1	1.0	1.0
ROE	6.7	10.1	7.8	9.3	9.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 서울반도체, 대신증권 Research&Strategy본부

표 4. 서울반도체, 영업실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q	3QF	4QF	1Q20F	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F
매출	281.9	283.3	291.9	289.3	286.9	297.6	312.1	297.9	1,194.2	1,146.3	1,194.5
매출비중											
IT(NBPC/Monitor)	7.7%	8.0%	7.8%	7.5%	7.1%	7.4%	6.9%	6.9%	8.5%	7.8%	7.1%
TV	23.1%	24.0%	24.1%	24.5%	25.0%	25.0%	24.6%	24.5%	23.1%	23.9%	24.8%
조명/자동차/가전	57.5%	55.5%	55.0%	55.9%	55.9%	56.1%	56.0%	57.6%	56.6%	56.0%	56.4%
Mobile	11.7%	12.5%	13.2%	12.1%	12.1%	11.5%	12.5%	11.0%	11.8%	12.4%	11.8%
매출총이익	64.6	69.3	87.4	84.8	71.8	74.7	88.6	88.7	323.2	305.9	323.7
이익률	22.9%	24.4%	29.9%	29.3%	25.0%	25.1%	28.4%	29.8%	27.1%	26.7%	27.1%
판매비	47.6	62.6	63.3	58.5	53.8	55.7	60.1	58.9	228.3	232.0	228.4
비중	16.9%	22.1%	21.7%	20.2%	18.8%	18.7%	19.2%	19.8%	19.1%	20.2%	19.1%
영업이익	17.1	6.6	24.1	26.3	17.9	18.9	28.5	29.8	94.9	74.0	95.2
이익률	6.0%	2.3%	8.2%	9.1%	6.2%	6.4%	9.1%	10.0%	7.9%	6.5%	8.0%
세전이익	18.9	9.1	23.1	24.3	18.3	19.4	29.0	29.6	78.4	75.3	96.2
이익률	6.7%	3.2%	7.9%	8.4%	6.4%	6.5%	9.3%	9.9%	6.6%	6.6%	8.1%
당기순이익	11.8	7.0	16.6	17.5	13.2	13.9	20.9	21.3	62.6	52.9	69.3
이익률	4.2%	2.5%	5.7%	6.0%	4.6%	4.7%	6.7%	7.2%	5.2%	4.6%	5.8%

자료: 서울반도체, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

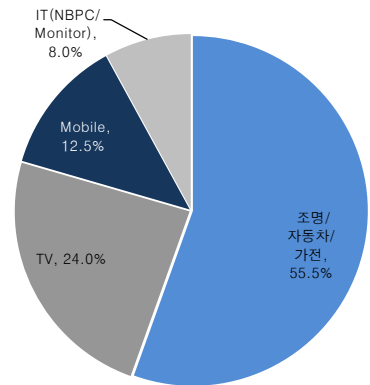
- IT, 자동차, 일반조명 등 전세계 5위권 내의 종합 LED 제조업체
- 고부가 가치 LED 제품 시장 및 적용 분야(자동차, 웨어러블) 확대가 중요
- 이정훈 대표이사: 삼성전기 부사장 역임
- 자산 1,31조, 부채 0.57조, 자본 0.73조(2019년 6월 기준)
(발행주식 수: 58,305,400 / 자기주식수: 912,552)

주가 변동요인

- 고부가 제품인 자동차 헤드램프(Woop) 채용 대수 증가
- 베트남 생산시설의 가동률 확대 및 수출 안정화
- 미니 LED, 마이크로 LED 등 차세대 디스플레이 기술 상용화 시기 및 동사의 대량생산 가능 시기

자료: 서울반도체, 대신증권 Research&Strategy본부

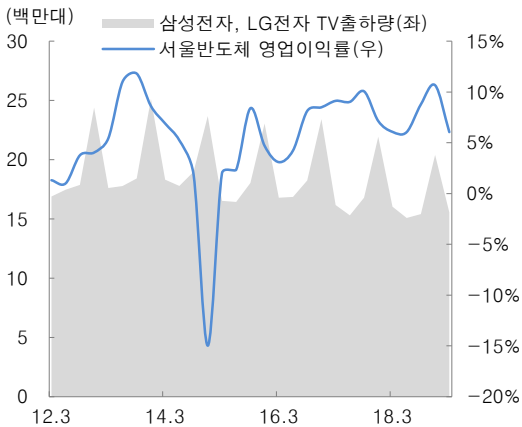
매출 비중



주: 2019년 2분기 연결 매출 기준
자료: 서울반도체, 대신증권 Research&Strategy본부

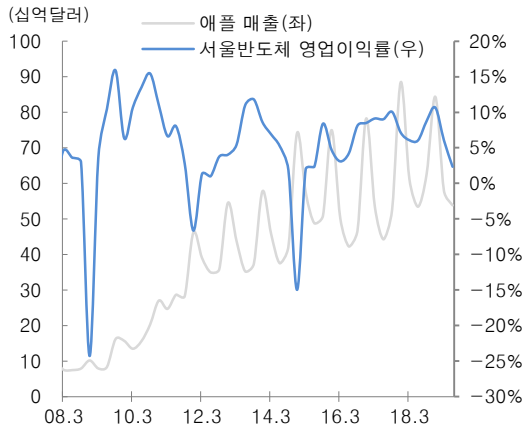
Earnings Driver

TV 출하량 vs. 서울반도체 영업이익률



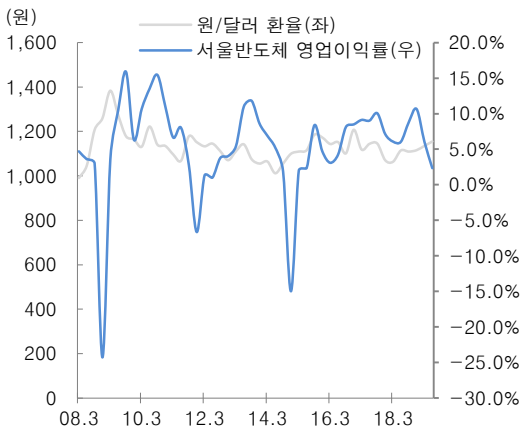
자료: 서울반도체, IHS, 대신증권 Research&Strategy본부

애플 매출 vs. 영업이익률



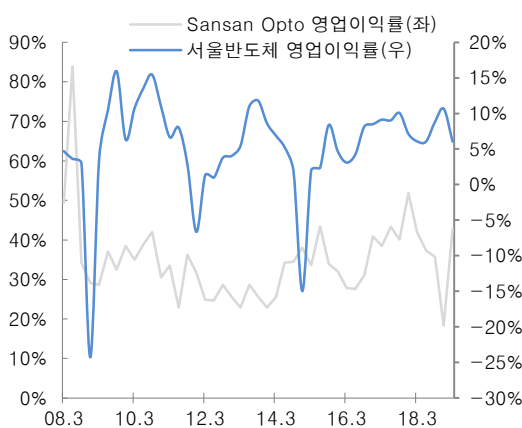
자료: 서울반도체, 애플, 대신증권 Research&Strategy본부

원달러 vs. 영업이익률



자료: 서울반도체, Quantivise, 대신증권 Research&Strategy본부

대만 싼안 옵토 vs. 서울반도체 영업이익률



자료: 서울반도체, Quantivise, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,110	1,194	1,146	1,194	1,229
매출원가	826	871	840	871	899
매출총이익	284	323	306	324	330
판매비와관리비	186	228	232	228	229
영업이익	98	95	74	95	101
영업이익률	8.8	7.9	6.5	8.0	8.2
EBITDA	213	202	172	192	198
영업외손익	-28	-16	1	1	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	36	43	31	31	31
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-64	-46	-37	-37	-38
외환관련손실	59	38	29	28	30
기타	0	-13	8	7	7
법인세비용차감전순이익	70	78	75	96	100
법인세비용	24	16	22	27	28
계속사업순이익	46	63	53	69	72
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	46	63	53	69	72
당기순이익률	4.2	5.2	4.6	5.8	5.9
비재계분순이익	6	0	1	3	4
재계분순이익	40	63	52	66	69
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	39	63	53	69	72
비재계분포괄이익	6	0	0	0	0
재계분포괄이익	33	63	53	70	73

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	692	1,077	887	1,129	1,178
PER	40.3	18.0	16.0	12.6	12.1
BPS	10,196	11,122	11,729	12,579	13,478
PBR	2.7	1.7	1.1	1.0	1.0
EBITDAPS	3,649	3,463	2,946	3,291	3,391
EV/EBITDA	8.7	7.1	6.3	5.8	5.5
SPS	19,045	20,481	19,662	20,486	21,082
PSR	1.5	0.9	0.8	0.8	0.8
CFPS	3,359	3,595	3,389	3,725	3,818
DPS	183	284	284	284	284

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	16.4	7.5	-4.0	4.2	2.9
영업이익 증가율	70.8	-3.4	-22.0	28.7	5.9
순이익 증가율	23.5	35.0	-15.5	31.0	4.4
수익성					
ROIC	8.3	8.7	5.7	7.3	7.2
ROA	8.5	7.5	5.7	7.2	7.3
ROE	6.7	10.1	7.8	9.3	9.0
안정성					
부채비율	81.6	78.4	70.0	67.1	64.1
순차입금비율	23.0	31.6	22.7	24.6	21.6
이자보상배율	22.6	15.6	12.2	15.7	16.6

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	575	602	585	648	705
현금및현금성자산	47	22	39	20	41
매출채권 및 기타채권	352	407	352	460	483
재고자산	137	155	143	119	137
기타유동자산	39	17	51	47	44
비유동자산	652	692	711	711	718
유형자산	541	577	604	611	622
관계기업투자금	2	2	2	2	2
기타비유동자산	109	113	105	98	94
자산총계	1,227	1,294	1,296	1,359	1,423
유동부채	435	413	385	394	401
매입채무 및 기타채무	293	277	247	254	258
차입금	32	41	40	39	39
유동상채무	28	39	40	42	43
기타유동부채	83	55	57	59	61
비유동부채	116	156	149	152	155
차입금	115	154	147	150	153
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	2	2	2	2
부채총계	551	569	533	545	556
자본계분	595	648	684	733	786
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	348	331	331	331	331
이익잉여금	299	350	385	435	487
기타자본변동	-81	-61	-61	-61	-61
비재계분	81	77	78	80	81
재계분	676	725	762	813	867
순차입금	155	229	173	200	188

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	167	104	206	105	152
당기순이익	46	63	53	69	72
비현금항목의 가감	149	147	145	148	150
감가상각비	115	107	98	97	97
외환손익	11	-1	-1	-1	0
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	24	41	47	52	53
자산부채의 증감	-8	-76	36	-80	-37
기타현금흐름	-21	-30	-28	-33	-34
투자활동 현금흐름	-168	-146	-150	-93	-100
투자자산	0	15	0	0	0
유형자산					-148
기타	-21	-19	-35	1	1
재무활동 현금흐름	17	17	-51	-41	-41
단기차입금	0	0	-1	-1	-1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	2	58	-7	3	3
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-5	-13	-16	-16	-16
기타	20	-28	-27	-27	-27
현금의 증감	15	-25	17	-18	21
기초 현금	32	47	22	39	20
기말 현금	47	22	39	20	41
NOPLAT	65	76	52	69	73
FCF	-7	20	32	68	65

자료: 서울반도체, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업분석

LG전자
(066570)

박강호 kangho.park@daishin.com

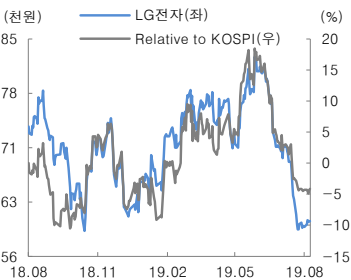
투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 82,000
유지
현재주가 60,700
(19.08.23)

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급 Sky Blue

KOSPI	1,948.30
시가총액	10,371십억원
시가총액비중	0.81%
자본금(보통주)	818십억원
52주 최고/최저	82,600원 / 59,400원
120일 평균거래대금	530억원
외국인지분율	33.69%
주요주주	LG 외 3 인 33.68% 국민연금공단 10.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.3	-19.4	-17.1	-18.6
상대수익률	-7.5	-14.8	-5.1	-4.7



새로운 변화가 필요

투자 의견 매수(BUY) 및 목표주가 82,000원 유지

- 2019년 3분기 영업이익(연결)은 5,813원(-22.4% yoy / -10.9% qoq)으로 추정. 가전(H&A) 부문은 프리미엄 제품으로 전환, 신성장군 매출(공기청정기, 무선청소기, 건조기)은 양호한 증가세 지속 추정. 반면에 TV(HE) 부문은 TV 수요 정체와 프리미엄 영역에서 가격 경쟁으로 영업이익률 개선은 제한적으로 판단. MC 부문은 스마트폰 판매 정체 가운데 마케팅비용, 고정비 부담으로 영업적자(2,329억원) 지속. 3분기 전체 매출(연결)은 15조 7,764억원으로 전년대비 2.3%(0.9% qoq) 증가 추정
- 투자 의견은 매수(BUY) 유지 및 목표주가 82,000원 유지. 밸류에이션 측면 저평가(P/B 0.8배) 전략으로 접근

2019년 가전(H&A)은 호조 / TV(HE)와 스마트폰(MC)는 부진

- 가전(H&A) 이외의 타 사업 부진으로 2019년 하반기 실적 개선은 제한적으로 추정. MC 사업은 5G 시장에서 판매 증가를 보장하지 못하면 수익의 턴어라운드 가능성 낮다고 분석. 삼성전자, 애플, 중국 업체는 2020년에 5G 폰 출시 예정으로 LG전자는 글로벌 점유율 확대에 어려움이 있다고 존재. 결국 현재대비 사업규모 축소 가능성이 높다고 판단
- TV(HE) 사업은 LCD 패널과 LCD TV의 주도권이 중국으로 넘어간 과정에서 OLED TV 프리미엄에 국한된 전략은 단기적으로 판매 증가에 어려움이 존재. 글로벌 경기 둔화가 지속될 경우, TV 판매 정체 및 가격 하락 영향으로 마진율 개선이 제한적으로 판단
- 2019년 매출은 62조 2,889억원(1.5% yoy), 영업이익은 2조 4,475억원(-9.5% yoy)으로 추정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	61,396	61,342	62,289	64,812	67,558
영업이익	2,469	2,703	2,448	2,750	2,915
세전순이익	2,558	2,009	1,595	2,329	2,646
총당기순이익	1,870	1,473	1,126	1,630	1,852
지배지분순이익	1,726	1,240	1,042	1,402	1,593
EPS	9,543	6,858	5,764	7,753	8,808
PER	11.1	9.1	10.5	7.8	6.9
BPS	73,129	78,820	83,921	91,362	99,252
PBR	1.4	0.8	0.6	0.6	0.5
ROE	13.7	9.0	7.1	8.8	9.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: LG전자, 대신증권 Research&Strategy본부

표 5. LG 전자, 사업부문별 영업실적 전망

(단위: 십억원)

		1Q19	2Q	3QF	4QF	1Q20F	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F
매출액	HE	4,024	3,671	3,826	4,557	4,193	3,803	3,949	4,620	16,208	16,051	16,565
	MC	1,510	1,613	1,652	1,589	1,646	1,724	1,779	1,816	7,980	6,365	6,966
	H&A	5,466	6,103	5,237	4,646	5,556	6,202	5,315	4,683	19,362	21,451	21,756
	VS	1,347	1,423	1,442	1,508	1,470	1,547	1,644	1,705	4,288	5,720	6,366
	BS	626	676	737	749	676	697	756	780	2,406	2,788	2,909
	기타	756	843	826	802	810	836	854	844	4,152	3,226	3,344
	LG 이노텍	1,187	1,301	2,057	2,144	1,240	1,239	2,174	2,254	6,946	6,689	6,906
	합계	14,915	15,629	15,776	15,968	15,591	16,048	16,471	16,702	61,342	62,289	64,812
영업이익	HE	347	206	222	190	352	289	272	213	1,507	964	1,126
	MC	-204	-313	-233	-167	-166	-191	-169	-156	-778	-916	-683
	H&A	728	718	447	136	659	571	387	67	1,545	2,029	1,685
	VS	-15	-56	-65	-44	-18	3	16	17	-120	-180	19
	BS	56	58	49	49	45	45	49	49	168	211	188
	기타	0	29	21	22	14	28	27	29	150	71	98
	LG 이노텍	-10	11	141	127	14	23	140	140	232	269	317
	합계	901	652	581	313	900	767	723	359	2,703	2,448	2,750
영업이익률	HE	8.6%	5.6%	5.8%	4.2%	8.4%	7.6%	6.9%	4.6%	9.3%	6.0%	6.8%
	MC	-13.5%	-19.4%	-14.1%	-10.5%	-10.1%	-11.1%	-9.5%	-8.6%	-9.8%	-14.4%	-9.8%
	H&A	13.3%	11.8%	8.5%	2.9%	11.9%	9.2%	7.3%	1.4%	8.0%	9.5%	7.7%
	VS	-1.1%	-3.9%	-4.5%	-2.9%	-1.2%	0.2%	1.0%	1.0%	-2.8%	-3.2%	0.3%
	BS	8.9%	8.6%	6.6%	6.5%	6.7%	6.4%	6.5%	6.3%	7.0%	7.6%	6.5%
	기타	0.0%	3.4%	2.5%	2.7%	1.7%	3.3%	3.2%	3.4%	3.6%	2.2%	2.9%
	LG 이노텍	-0.8%	0.9%	6.8%	5.9%	1.1%	1.8%	6.5%	6.2%	3.3%	4.0%	4.6%
	합계	6.0%	4.2%	3.7%	2.0%	5.8%	4.8%	4.4%	2.1%	4.4%	3.9%	4.2%
세전이익		754	227	436	178	771	660	625	273	2,009	1,595	2,329
순이익		571	92	270	110	464	397	376	165	1,240	1,042	1,402

주1: HE(Home Entertainment), MC(Mobile Communication), H&A(Home Appliance & Air Solution), VS(Vehicle component Solutions), BS(Business Solutions), 기타(수처리+Lighting+기타), 기존 VC 사업본부와 E2B사업본부의 명칭이 각각 VS와 BS로 변경

주2: 순이익은 지배지분 기준

자료: LG전자, 대신증권 Research&Strategy본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

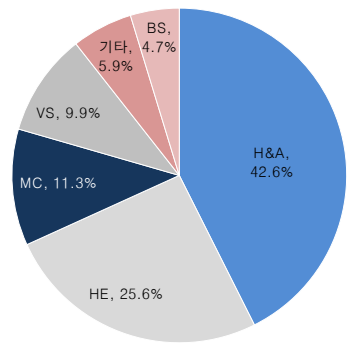
- 전자제품, 모바일 통신기기 및 가전제품 제조업체
- 대형 프리미엄 TV 및 가전세탁기, 냉장고, 에어컨 등의 판매 확대에 인한 수익성 개선
- 조성진 대표이사/부회장: 36년 동안 LG 전자 세탁기 사업에 주력 세탁기사업부장 H&A사업본부장(사장) 등 역임
- 자산 45,87조, 부채 28,77조, 자본 17,09조(2019년 6월 기준)
(발행주식 수: 180,833,806 / 자기주식수: 767,864)

주가 변동요인

- TV 시장 내 OLED 제품 판매 비중 및 증가, 높은 마진의 하이엔드 가전(세탁기, 건조기, 냉장고, 공기청정기, 스타일러 등) 시장 확대
- 미국 및 중국 등의 주요 시장의 관세 및 무역전쟁
- 스마트폰을 담당하는 MC 부문의 적자폭 축소 여부, VS(전장부품, 자회사 ZKW 포함)의 주주 및 수익성 개선 BS 사업의 확장 여부

자료: LG전자, 대신증권 Research&Strategy본부

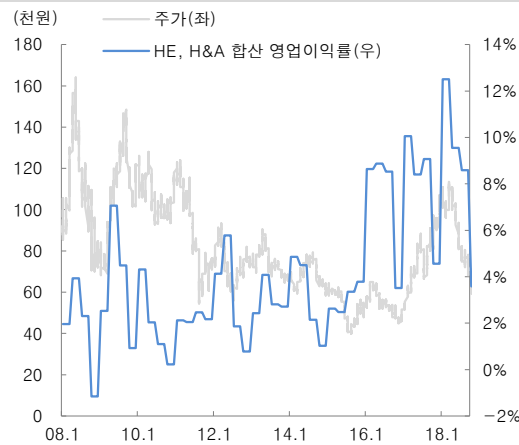
매출 비중



주1: 2019년 2분기 매출 기준 LG이노텍 제외
주2: H&A: 가전 HE: TV, MC: 스마트폰 VS: 전장부품 BS: 비즈니스 솔루션
자료: LG전자, 대신증권 Research&Strategy본부

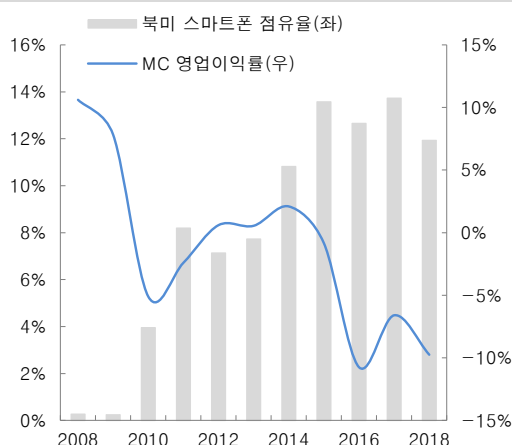
Earnings Driver

HE, H&A 합산 영업이익률 vs. 주가



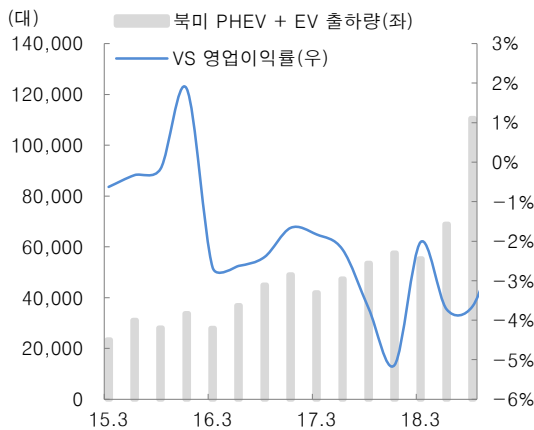
자료: LG전자, Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

북미 스마트폰 점유율 vs. MC 영업이익률



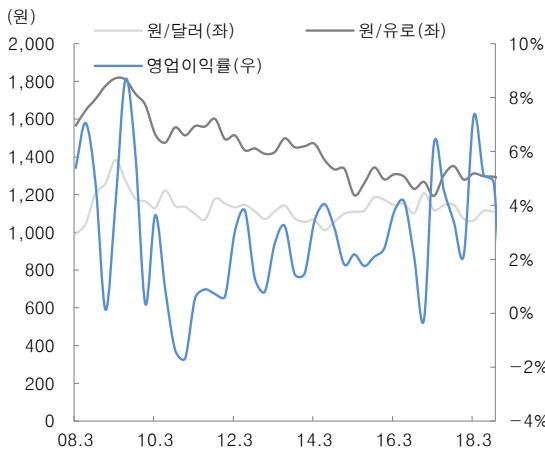
자료: LG전자, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부

북미 전기차 출하량 vs. VS 영업이익률



자료: LG전자, InsideEV, 대신증권 Research&Strategy본부

원/달러, 원/유로 환율 vs. 영업이익률



자료: LG전자, Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	61,396	61,342	62,289	64,812	67,558
매출원가	46,738	46,261	47,382	49,446	51,807
매출총이익	14,659	15,081	14,907	15,366	15,751
판매비와관리비	12,190	12,378	12,459	12,617	12,836
영업이익	2,469	2,703	2,448	2,750	2,915
영업외수익	40	44	39	42	43
EBITDA	4,236	4,703	4,456	4,745	4,957
영업외손익	90	-695	-853	-421	-269
관계기업손익	667	-77	-256	74	103
금융수익	484	487	477	474	477
외환관련이익	1,184	1,085	1,107	1,129	1,152
금융비용	-831	-797	-798	-785	-784
외환관련손실	448	351	351	351	351
기타	-230	-308	-275	-184	-64
법인세비용차감전순이익	2,558	2,009	1,595	2,329	2,646
법인세비용	689	536	469	699	794
계속사업순이익	1,870	1,473	1,126	1,630	1,852
종단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,870	1,473	1,126	1,630	1,852
당기순이익률	3.0	2.4	1.8	2.5	2.7
비재계분순이익	144	233	83	228	259
재계분순이익	1,726	1,240	1,042	1,402	1,593
매도가능금융자산평가	-1	0	0	0	0
기타포괄이익	-435	-141	-141	-141	-141
포괄순이익	1,434	1,332	985	1,490	1,712
비재계분포괄이익	124	234	73	110	240
재계분포괄이익	1,310	1,098	912	1,379	1,472

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	9,543	6,858	5,764	7,753	8,808
PER	11.1	9.1	10.5	7.8	6.9
BPS	73,129	78,820	83,921	91,362	99,252
PBR	1.4	0.8	0.6	0.6	0.5
EBITDAPS	23,425	26,010	24,640	26,240	27,409
EV/EBITDA	6.1	4.1	4.0	3.9	3.7
SPS	339,518	339,216	344,453	358,407	373,590
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	33,227	33,428	38,825	40,899	42,697
DPS	400	750	750	750	750

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2010A2017A	2011A2018A	2012F2019F	2013F2020F	2014F2021F
성장성					
매출액 증가율	10.9	-0.1	1.5	4.1	4.2
영업이익 증가율	84.5	9.5	-9.5	12.3	6.0
순이익 증가율	1,380.0	-21.2	-23.6	44.8	13.6
수익성					
ROC	9.6	9.9	8.3	8.8	8.7
ROA	6.2	6.3	5.5	6.1	6.3
ROE	13.7	9.0	7.1	8.8	9.2
안정성					
부채비율	180.9	171.8	156.8	141.0	131.1
순차입금비율	41.3	40.6	30.4	30.2	25.4
이자보상배율	6.7	6.5	5.9	6.8	7.3

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	19,195	19,363	19,091	18,826	19,818
현금및현금성자산	3,351	4,270	4,609	3,869	4,338
매출채권 및 기타채권	8,621	6,857	6,917	7,143	7,395
재고자산	5,908	6,021	6,114	6,362	6,632
기타유동자산	1,315	2,214	1,451	1,453	1,454
비유동자산	22,026	24,966	25,499	26,735	27,641
유형자산	11,801	13,334	14,662	16,149	17,262
관계기업투자지분	5,620	5,538	5,369	5,530	5,720
기타비유동자산	4,605	6,094	5,468	5,055	4,659
자산총계	41,221	44,328	44,591	45,561	47,459
유동부채	17,536	17,135	17,736	17,612	17,978
매입채무 및 기타채무	14,802	13,379	13,948	13,787	14,110
차입금	314	293	302	311	320
유동상채무	1,047	1,112	1,181	1,255	1,334
기타유동부채	1,374	2,351	2,304	2,258	2,213
비유동부채	9,011	10,887	9,493	9,048	8,948
차입금	8,090	9,496	8,427	8,031	7,913
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	921	1,390	1,065	1,016	1,035
부채총계	26,547	28,022	27,228	26,659	26,925
자본계분	13,224	14,253	15,176	16,521	17,948
자본금	904	904	904	904	904
자본잉여금	2,923	2,923	2,923	2,923	2,923
이익잉여금	10,964	12,075	12,962	14,248	15,705
기타자본변동	-1,567	-1,650	-1,634	-1,554	-1,584
비재계분	1,449	2,054	2,187	2,380	2,586
자본총계	14,674	16,307	17,362	18,902	20,534
순차입금	6,062	6,613	5,284	5,709	5,209

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2,166	4,542	5,024	4,132	4,804
당기순이익	1,870	1,473	1,126	1,630	1,852
비현금항목의가감	4,139	4,572	5,895	5,766	5,869
감가상각비	1,768	2,000	2,008	1,996	2,041
외환손익	-4	50	1,285	1,279	1,273
자본법정평가손익	-667	77	256	-74	-103
기타	3,043	2,445	2,346	2,565	2,657
자산부채의증감	-3,071	-752	-1,216	-2,265	-1,826
기타현금흐름	-771	-751	-780	-999	-1,091
투자활동 현금흐름	-2,583	-4,420	-3,388	-3,864	-3,576
투자자산	-98	-79	176	-154	-183
유형자산					-1,947
기타	-538	-1,323	-649	-649	-649
재무활동 현금흐름	841	819	-1,126	-449	-167
단기차입금	0	0	9	9	9
사채	0	0	-263	-499	-225
장기차입금	958	942	-806	103	106
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-117	-123	-136	-136	-136
기타	0	0	69	74	78
현금의 증감	335	920	338	-740	469
기초 현금	3,015	3,351	4,270	4,609	3,869
기말 현금	3,351	4,270	4,609	3,869	4,338
NOPLAT	1,804	1,982	1,727	1,925	2,041
FCF	354	141	727	792	1,266

자료: LG 전자, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업분석

대덕전자
(008060)

박강호
kangho.park@daishin.com

투자이견

6개월
목표주가

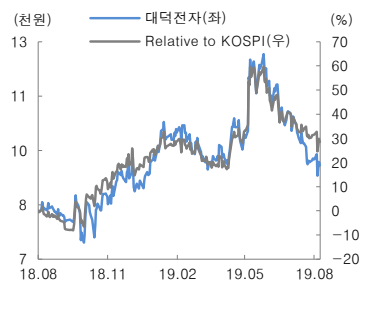
현재주가
(19.08.23)

BUY
매수, 유지
14,000
유지
9,530

기전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue	
KOSPI	1,948.30
시가총액	764십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	39십억원
52주 최고/최저	12,650원 / 7,360원
120일 평균거래대금	74억원
외국인지분율	19.94%
주요주주	김영재 외 5 인 17.66% 국민연금공단 12.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.9	-23.8	-10.5	15.0
상대수익률	-3.9	-19.4	2.4	34.7



5G 시대의 수혜

- 투자이견은 매수(BUY) 및 목표주가 14,000원 유지
- 2019년 3분기 영업이익은 205억원으로 -9.5% 감소(qoq), 매출은 2,702억원으로 3.1% 감소(qoq) 추정. 국내 전략거래선의 프리미엄 스마트폰 판매 둔화, 보급형 신모델 출시 효과 축소로 전분기대비 실적 둔화 예상. 그러나 반도체 PCB는 계절적인 성수기 진입과 전략거래선내 점유율 증가로 가동률 상승, 통신장비용 PCB(MLB)는 5G 투자 관련한 수주 증가로 전분기대비 개선되면서 전반적인 포트폴리오의 성과는 긍정적으로 평가
 - 투자이견은 매수(BUY) 및 목표주가 14,000원 유지. 주당 300원의 배당 예상 및 2020년 5G 투자 관련한 수혜(MLB, 반도체 PCB, R/F PCB 공급 증가)로 실적 개선 가능. 비중 확대 제시

- 2020년 영업이익(975억원)은 31.8% 증가(yoy) 추정
- 단기적인 투자 시각보다 2020년 연간 실적 개선에 주목. 전사업의 가동률 상승으로 매출, 영업이익 증가 전망. 통신장비용 PCB(MLB)는 5G 인프라 투자 확대 및 화웨이 영향으로 삼성전자의 점유율 증가에 힘입어 고성장세를 전망
 - 통신장비용 MLB 매출(1,617억원)은 26.1%(yoy) 증가 추정. 또한 R/F PCB는 전략고객의 멀티카메라(트리플 및 ToF) 채택으로 R/F PCB 면적 증가, 평균공급단가(ASP) 상승 영향으로 매출 증가 가능하다고 판단
 - 연결, 2020년 매출은 1조 1,471억원(5.9% yoy), 영업이익은 975억원 (31.8% yoy)으로 추정

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	512	592	1,075	1,147	1,188
영업이익	31	35	74	97	109
세전순이익	45	279	98	121	134
총당기순이익	36	265	74	91	100
지배지분순이익	36	265	74	91	100
EPS	730	5,152	916	1,115	1,235
PER	13.5	1.8	10.4	8.5	7.7
BPS	10,658	19,150	16,269	16,189	16,350
PBR	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6
ROE	13.7	35.2	6.5	6.9	7.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 대덕전자, 대신증권 Research&Strategy본부

표 6. 대덕전자, 사업부문별 영업실적 (단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q	3QF	4QF	1Q20F	2QF	3QF	4QF	2019F	2020F
매출액	252.8	278.8	270.2	272.9	273.3	291.4	295.9	286.6	1,074.8	1,147.1
패키징	98.3	124.9	125.3	121.5	118.5	125.1	129.3	124.9	469.9	497.8
모바일	109.7	108.3	97.4	101.4	106.1	113.1	109.5	102.1	416.7	430.9
MLB/기타	44.8	45.7	47.5	50.1	48.7	53.2	57.1	59.5	188.1	218.5
매출비중										
패키징	39%	45%	46%	45%	43%	43%	44%	44%	44%	43%
모바일	43%	39%	36%	37%	39%	39%	37%	36%	39%	38%
MLB/기타	18%	16%	18%	18%	18%	18%	19%	21%	18%	19%
영업이익	9.1	22.7	20.5	21.6	22.7	27.1	23.8	23.9	74.0	97.5
이익률	3.6%	8.1%	7.6%	7.9%	8.3%	9.3%	8.0%	8.4%	6.9%	8.5%
세전이익	17.9	28.6	25.2	26.4	27.8	32.9	30.0	30.3	98.2	120.9
이익률	7.1%	10.3%	9.3%	9.7%	10.2%	11.3%	10.1%	10.6%	9.1%	10.5%
순이익	14.1	21.6	18.9	19.8	20.9	24.6	22.5	22.7	74.5	90.7
이익률	5.6%	7.7%	7.0%	7.3%	7.6%	8.5%	7.6%	7.9%	6.9%	7.9%

주: 패키징 : 다램, 낸드에 사용되는 반도체 PCB, 모바일 : 스마트폰 카메라모듈용 연성 PCB, MLB/기타 : 고다층 PCB(통신장비 및 전장용)
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

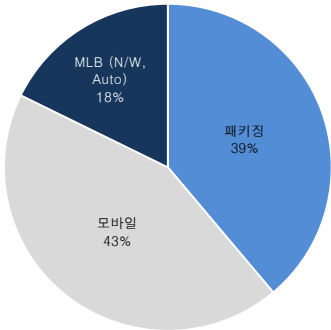
- 반도체(디램, 낸드), 통신장비, 스마트폰, 카메라 모듈, 자동차 및 셋톱박스 등에 사용되는 PCB(Printed Circuit Board : 기판) 전문 제조업체
- 5G 서비스 시작으로 통신장비용 MLB 매출 증가 기대, 반도체는 서버 / 네트워크 시장 확대도 긍정적 평가, 멀티 카메라 채용에 따른 FPCB 증익 전망, 차세대 SLP 기판의 적용처 확대(IT, 전장)
- 감영채 대표이사, 장홍은 대표이사
- 자산 1.2조원, 부채 0.2조원, 자본 1조원(2019년 6월 기준)
(발행주식 수: 81,314,848 / 자기주식수: 11,793,680)

주가 변동요인

- 전장 부품 시장 확대 및 5G 통신 네트워크 상용화 과정 간 동사의 호실적 기대
- 반도체 고용량 증가 및 FO-WLP 시장 개회사에 시장 재편 예상
- 삼성전자 갤럭시 시리즈 내 듀얼 카메라 채용 비중 및 전체 판매량

자료: 대덕전자, 대신증권 Research&Strategy본부

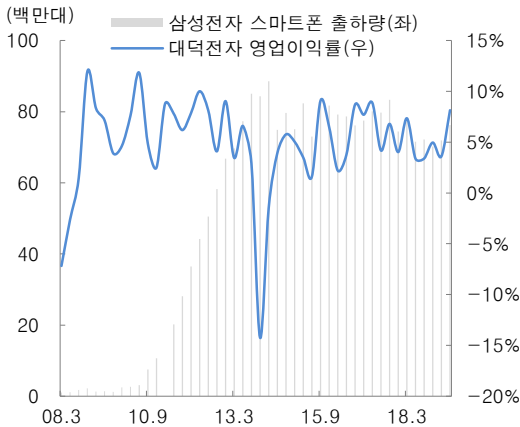
매출 비중



주: 2019년 2분기 매출 기준
자료: 대덕전자, 대신증권 Research&Strategy본부

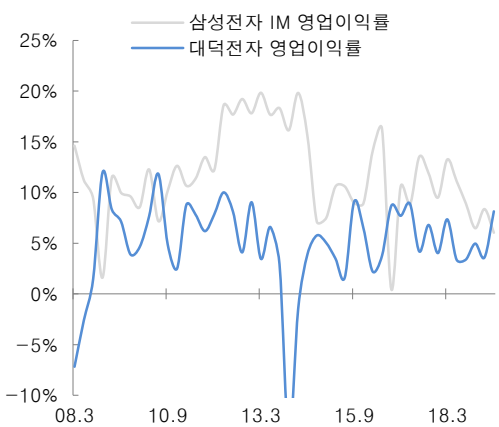
Earnings Driver

삼성전자 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



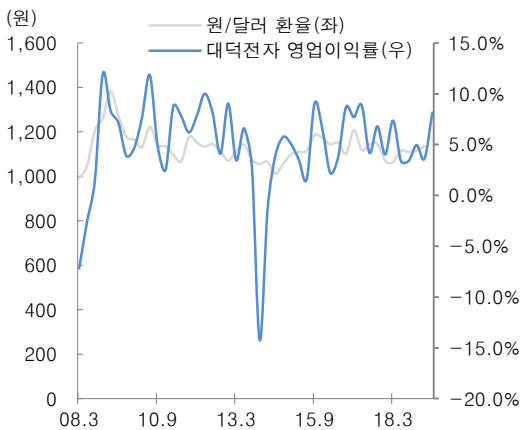
자료: 대덕전자, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부

삼성전자 IM 영업이익률 vs. 영업이익률



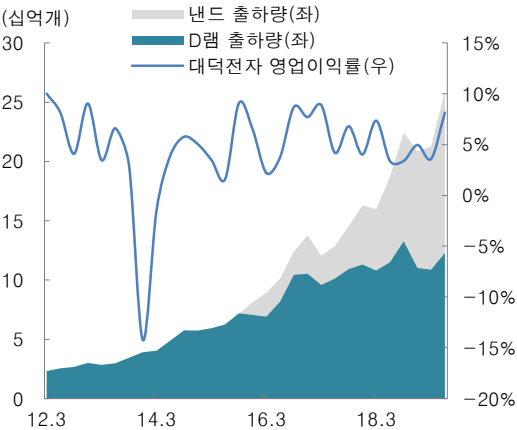
자료: 대덕전자, 대신증권 Research&Strategy본부

원달러 vs. 영업이익률



자료: 대덕전자, 대신증권 Research&Strategy본부

삼성전자 D램+낸드 출하량 vs. 영업이익률



자료: 대덕전자, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	512	592	1,075	1,147	1,188
매출원가	458	536	956	1,002	1,032
매출총이익	54	56	119	145	156
판매비와관리비	24	21	45	47	47
영업이익	31	35	74	97	109
영업이익률	6.0	5.9	6.9	8.5	9.2
EBITDA	71	82	139	158	163
영업외손익	15	244	24	23	25
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	4	6	8	9	10
외환관련이익	4	7	6	6	6
금융비용	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	10	238	16	14	14
법인세비용차감전순이익	45	279	98	121	134
법인세비용	10	14	24	30	33
계속사업순이익	36	265	74	91	100
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	265	74	91	100
당기순이익률	7.0	44.7	6.9	7.9	8.5
비재계분순이익	0	0	0	0	0
자계분순이익	36	265	74	91	100
매도가능금융자산평가	3	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	66	230	40	56	66
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
자계분포괄이익	66	230	40	56	66

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	730	5,152	916	1,115	1,235
PER	13.5	1.8	10.4	8.5	7.7
BPS	10,658	19,150	16,269	16,189	16,350
PBR	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6
EBITDAPS	1,457	1,587	1,712	1,939	2,011
EV/EBITDA	4.1	6.3	1.9	1.7	1.5
SPS	10,496	11,523	13,217	14,107	14,614
PSR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
CFPS	1,599	1,827	-662	-455	-379
DPS	300	300	300	300	300

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	0.0	15.6	81.5	6.7	3.6
영업이익 증가율	0.0	13.8	112.5	31.8	11.9
순이익 증가율	0.0	643.4	-71.9	21.8	10.7
수익성					
ROIC	18.9	6.8	7.5	9.5	10.8
ROA	10.1	4.0	5.7	6.6	7.4
ROE	13.7	35.2	6.5	6.9	7.6
안정성					
부채비율	16.7	15.5	11.2	11.5	11.6
순차입금비율	-37.0	-21.7	-37.5	-37.9	-39.2
자보상배율	1,308.8	1,479.2	0.0	0.0	0.0

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	310	531	900	925	961
현금및현금성자산	28	35	310	328	349
매출채권 및 기타채권	60	190	249	265	273
재고자산	49	102	134	143	149
기타유동자산	173	204	207	188	191
비유동자산	297	606	571	542	522
유형자산	185	492	458	430	410
관계기업투자금	0	77	77	77	77
기타비유동자산	111	37	36	35	34
자산총계	607	1,137	1,472	1,467	1,483
유동부채	84	141	143	145	148
매입채무 및 기타채무	69	119	125	130	133
차입금	6	12	7	4	4
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	9	10	10	11	11
비유동부채	3	12	6	6	6
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	12	6	6	6
부채총계	87	153	149	151	154
자계분	520	984	1,323	1,316	1,330
자본금	24	41	41	41	41
자본잉여금	80	313	350	320	320
이익잉여금	433	676	977	1,001	1,014
기타자본변동	-17	-46	-46	-46	-46
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	520	984	1,323	1,316	1,330
순차입금	-192	-214	-496	-499	-521

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	69	38	-188	-112	-100
당기순이익	36	265	74	91	100
비현금항목의 가감	42	-171	-128	-128	-131
감가상각비	40	47	65	60	54
외환손익	3	0	-3	-3	-2
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-218	-191	-185	-183
자산부채의 증감	-9	-56	-117	-52	-44
기타현금흐름	0	0	-17	-23	-25
투자활동 현금흐름	-58	-16	-18	3	-20
투자자산	-20	-2	0	0	0
유형자산					-39
기타	2	13	12	35	13
재무활동 현금흐름	-6	-15	-26	-22	-19
단기차입금	6	-5	-5	-3	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-12	-21	-19	-19
기타	0	2	0	0	0
현금의 증감	4	7	275	19	20
기초 현금	25	28	35	310	328
기말 현금	28	35	310	328	349
NOPLAT	24	33	56	73	82
FCF	8	37	78	89	89

자료: 대덕전자, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업분석

파트론
(091700)

박강호
kangho.park@daishin.com

투자 의견
BUY
매수, 유지

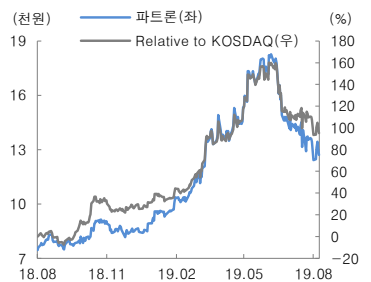
6개월
목표주가
21,000
유지

현재주가
(19.08.23)
12,550

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Dark Gray	
KOSDAQ	608.98
시가총액	680십억원
시가총액비중	0.33%
자본금(보통주)	27십억원
52주 최고/최저	18,250원 / 7,200원
120일 평균거래대금	130억원
외국인지분율	41.84%
주요주주	김중구 외 10 인 25.73%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.2	-27.0	26.1	68.0
상대수익률	-3.6	-16.5	54.0	118.3



2020년 성장 가능

- 투자 의견은 매수(BUY) 및 목표주가 21,000원 유지
- 2019년 3분기의 매출(3,240억원), 영업이익(280억원)은 전분기대비 각각 21.1%, 31.2%씩 감소하나 전년대비 각각 75%, 191.3%씩 증가 추정. 전분기대비 3분기 부진은 갤럭시노트10 출시는 긍정적이나 갤럭시S10 판매 둔화, 보급형인 갤럭시A시리즈 출시 효과 축소에 기인. 삼성전자의 멀티 카메라 전략과 모델 통합으로 전년대비 높은 성장세 유지는 긍정적으로 평가
 - 투자 의견은 매수(BUY) 및 목표주가 21,000원 유지. 2019년 하반기보다 2020년 상반기에 초점 맞춘 중장기 비중 확대 전략이 유효하다고 판단

- 2020년 영업이익은 1,250억원(4.7% yoy) 추정 : ASP 상승
- 2020년 삼성전자의 스마트폰 카메라 전략이 트리플(3개)에서 ToF 카메라를 추가한 쿼드(4개) 전략으로 전환, 파트론의 평균공급단가 상승으로 매출과 이익 증가 전망. 또한 ToF(3D센싱) 카메라는 파트론 포함한 국내 2개사가 공급을 담당, 새로운 성장 기회를 제공. 카메라모듈은 글로벌 스마트폰의 성장(판매량 증가)보다 멀티 카메라 채택으로 가격(평균공급단가)이 상승하여 높은 성장세를 예상
 - 파트론은 전체적인 카메라 수 증가로 가격 상승, 모델의 통합으로 삼성전자 내 점유율 증가가 포괄적으로 반영되어 2019년 최고 실적, 2020년 갱신할 가능성이 높다고 판단
 - 2020년 매출은 1조 4,216억원(6.8% yoy), 영업이익은 1,250억원(4.7% yoy)으로 추정

영업실적 및 주요 투자지표			(단위: 십억원 원, 배, %)		
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	791	796	1,331	1,422	1,444
영업이익	11	31	119	125	121
세전순이익	9	26	116	120	116
총당기순이익	4	12	72	84	81
지배지분순이익	1	10	64	67	65
EPS	23	179	1,184	1,239	1,203
PER	413.9	45.8	10.6	10.1	10.4
BPS	5,707	5,602	6,596	7,645	8,658
PBR	1.7	1.5	1.6	1.4	1.3
ROE	0.4	3.2	19.4	17.4	14.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 파트론, 대신증권 Research&Strategy본부

표 7. 파트론 사업부문별 영업실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q	3QF	4QF	1Q20F	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F
RF부문	28.7	24.3	23.7	22.6	26.2	26.4	26.8	25.8	89.7	99.3	105.3
반도체부문	207.1	296.3	222.6	205.5	234.1	273.7	235.0	225.3	558.0	931.4	968.1
기타	57.5	89.9	77.6	75.4	77.6	84.6	92.4	93.6	148.9	300.4	348.2
매출액	293.4	410.4	324.0	303.4	338.0	384.7	354.1	344.8	796.5	1,331.2	1,421.6
YoY	27.7%	141.4%	75.0%	43.4%	15.2%	-6.3%	9.3%	13.6%	0.6%	67.1%	6.8%
QoQ	38.7%	39.9%	-21.1%	-6.3%	11.4%	13.8%	-7.9%	-2.6%			
매출비중											
RF부문	9.8%	5.9%	7.3%	7.4%	7.8%	6.9%	7.6%	7.5%	11.3%	7.5%	7.4%
반도체부문	70.6%	72.2%	68.7%	67.7%	69.3%	71.1%	66.4%	65.4%	70.1%	70.0%	68.1%
기타	19.6%	21.9%	24.0%	24.8%	23.0%	22.0%	26.1%	27.1%	18.7%	22.6%	24.5%
영업이익	26.1	40.7	28.0	24.6	29.6	36.1	31.1	28.3	30.5	119.4	125.0
이익률	8.9%	9.9%	8.6%	8.1%	8.8%	9.4%	8.8%	8.2%	3.8%	9.0%	8.8%
YoY	174.1%	흑전	191.3%	62.7%	13.5%	-11.5%	10.9%	15.0%	176.4%	291.0%	4.7%
QoQ	72.9%	56.0%	-31.2%	-12.3%	20.6%	21.7%	-13.9%	-9.0%			
세전이익	27.6	38.6	29.0	21.0	28.6	34.0	31.0	26.2	25.5	116.2	119.8
이익률	9.4%	9.4%	8.9%	6.9%	8.5%	8.8%	8.8%	7.6%	3.2%	8.7%	8.4%
당기순이익	20.6	16.9	20.3	14.7	20.1	23.8	21.7	18.3	11.5	72.5	83.8
이익률	7.0%	4.1%	6.3%	4.9%	5.9%	6.2%	6.1%	5.3%	1.4%	5.4%	5.9%

주: 기타에 연결 매출 포함
자료: 파트론, 대산증권 Research&Strategy본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

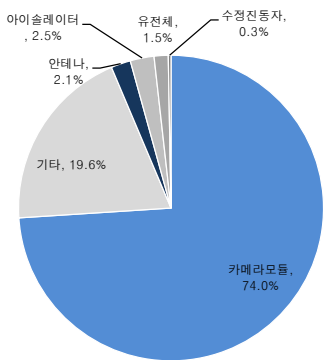
- 스마트폰 및 전자부품 제조업
- 스마트폰의 필수 부품인 지문인식, 카메라 모듈 등을 삼성전자 프리미엄 제품과 중저가 제품에 공급
- 김종구 대표이사 회장: 삼성전자 종합연구소장, 작중백사업부장 CTO 등 29년 동안 삼성전자/삼성그룹 재직 후 파트론 설립
- 자산 5,971억원 부채 2,217억원 자본 3,754억원(2019년 6월 기준)
(발행주식 수: 54,156,410 / 자기주식수: 2,750,000)

주가 변동요인

- 삼성전자 스마트폰 전체 판매량(지문인식, 전면/후면 카메라 모듈 등 다양한 부품 탑재)
- 전장/ADAS 카메라 등 웨어러블 및 메디컬과 같은 사업 다변화 진행 여부

자료: 파트론, 대신증권 Research&Strategy본부

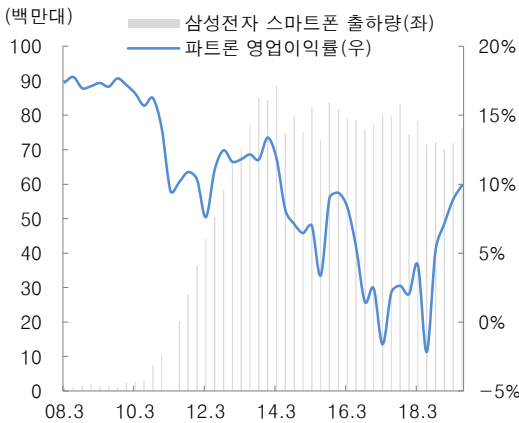
매출 비중



주: 2019년 2분기 연결 매출 기준, 기타에 연결 매출 포함
자료: 파트론, 대신증권 Research&Strategy본부

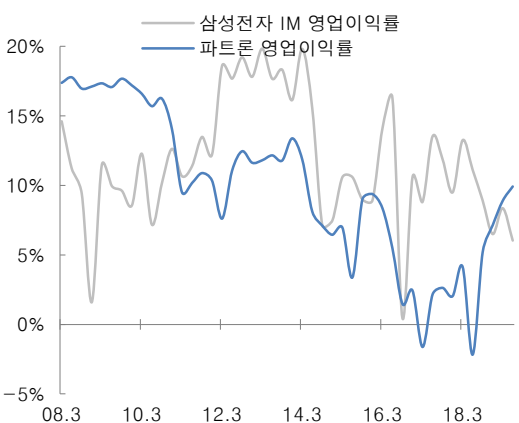
Earnings Driver

삼성전자 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



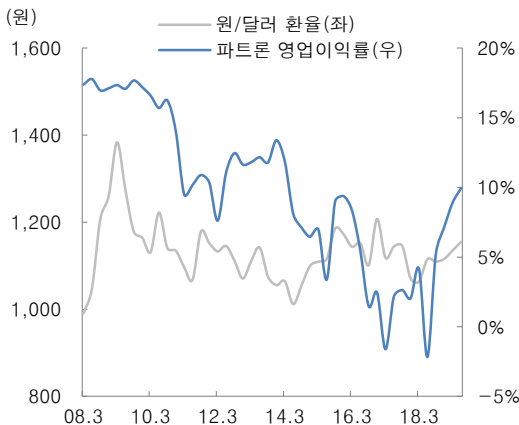
자료: 파트론, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부

삼성전자 IM 영업이익률 vs. 영업이익률



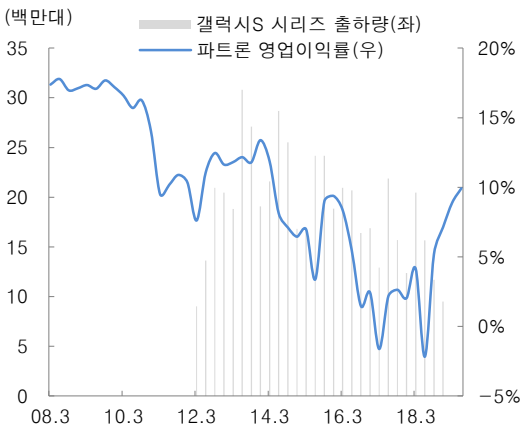
자료: 파트론, 삼성전자, 대신증권 Research&Strategy본부

원달러 vs. 영업이익률



자료: 파트론, 대신증권 Research&Strategy본부

갤럭시S 시리즈 출하량 vs. 영업이익률



자료: 파트론, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	791	796	1,331	1,422	1,444
매출원가	712	697	1,115	1,197	1,222
매출총이익	79	99	216	224	222
판매비와관리비	68	69	97	99	101
영업이익	11	31	119	125	121
영업외수익	1.4	3.8	9.0	8.8	8.4
EBITDA	62	81	161	167	165
영업외손익	-2	-5	-3	-5	-5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	0	0	1
외환보통이익	24	15	13	13	13
금융비용	-1	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	-4	-2	-5	-4
법인세비용차감전순이익	9	26	116	120	116
법인세비용	4	14	44	36	35
계속사업순이익	4	12	72	84	81
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4	12	72	84	81
당기순이익	0.6	1.4	5.4	5.9	5.6
비배분순이익	3	2	8	17	16
자배분순이익	1	10	64	67	65
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-21	2	0	0	0
포괄순이익	-17	14	72	84	81
비배분포괄이익	2	2	8	17	16
자배분포괄이익	-19	12	64	67	65

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	23	179	1,184	1,239	1,203
PER	413.9	45.8	10.6	10.1	10.4
BPS	5,707	5,602	6,596	7,645	8,658
PBR	1.7	1.5	1.6	1.4	1.3
EBITDAPS	1,148	1,505	2,968	3,088	3,038
EV/EBITDA	9.7	6.1	4.7	4.4	4.5
SPS	14,612	14,707	24,581	26,249	26,655
PSR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
CFPS	1,239	1,597	3,030	3,107	3,063
DPS	175	200	200	200	200

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증감률	0.0	0.6	67.1	6.8	1.5
영업이익 증감률	-71.1	176.4	291.0	4.7	-3.0
순이익 증감률	-84.2	158.2	528.5	15.7	-2.9
수익성					
ROC	1.4	3.8	19.6	20.0	17.5
ROA	2.2	6.2	23.3	21.1	18.3
ROE	0.4	3.2	19.4	17.4	14.8
안정성					
부채비율	42.4	33.8	33.9	31.3	27.8
순차입금비율	12.3	2.3	2.9	-0.9	-3.8
이자보상배율	8.9	24.0	90.9	114.3	105.1

자료: 파트론, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	202	176	262	334	393
현금및현금성자산	20	29	23	30	45
매출채권및기타채권	91	73	127	152	177
재고자산	80	66	102	142	160
기타유동자산	11	9	10	10	11
비유동자산	309	294	293	297	302
유형자산	257	239	239	243	249
관계기업투자지분	1	1	1	1	1
기타비유동자산	51	54	53	53	52
자산총계	511	471	555	630	695
유동부채	145	116	138	148	149
매입채무및기타채무	73	67	90	109	110
차입금	62	40	38	28	27
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	10	10	10	11	12
비유동부채	7	2	2	2	2
차입금	5	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	2	2	2	2
부채총계	152	119	140	150	151
자본비율	309	303	357	414	469
자본금	27	27	27	27	27
자본잉여금	3	6	6	6	6
이익잉여금	318	320	373	430	485
기타자본변동	-39	-49	-49	-49	-49
비자본비율	50	48	57	66	75
자본총계	359	352	414	480	544
순차입금	44	8	12	-4	-20

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	23	90	49	83	85
당기순이익	4	12	72	84	81
비현금항목의가감	63	75	92	84	84
감가상각비	51	51	41	42	43
외환손익	0	0	-2	-2	-2
자본법정손익	0	0	0	0	0
기타	11	24	52	44	43
자산부채의증감	-33	16	-71	-48	-45
기타현금흐름	-11	-12	-45	-37	-36
투자활동 현금흐름	-51	-34	-40	-46	-49
투자자산	-5	7	0	0	0
유형자산					-50
기타	4	-3	0	0	0
재무활동 현금흐름	20	-48	-12	-19	-11
단기차입금	25	-23	-2	-9	-1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	4	-5	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-13	-11	-10	-10	-10
기타	3	-9	1	1	1
현금의증감	-10	9	-6	7	15
기초 현금	30	20	29	23	30
기말 현금	20	29	23	30	45
NOPLAT	6	14	74	87	85
FCF	2	22	74	81	78

기업분석

옵트론텍
(082210)

박강호
kangho.park@daishin.com

투자이견
BUY
매수, 유지

6개월
목표주가
8,500
유지

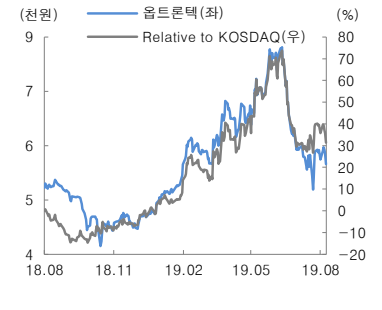
현재주가
(19.08.23)
5,700

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	608.98
시가총액	129십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	8,550원 / 3,700원
120일 평균거래대금	43억원
외국인지분율	8.91%
주요주주	임지윤 외 3 인 20.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.3	-26.7	-8.8	10.5
상대수익률	2.9	-16.2	11.3	43.5



5G 폰,
멀티 카메라의 수혜

- 투자이견 매수(BUY) 및 목표주가 8,500원 유지
- 2019년 3분기의 매출(599억원), 영업이익(59억원)은 전년대비 각각 67.6%, 78.4%씩 증가 추정. 삼성전자의 스마트폰에 트리플(3개) 카메라 적용으로 광학필터 수량 증가, 평균공급단가(ASP) 상승으로 2019년 1분기 기점으로 전년대비 매출, 이익 증가세를 시현. 광학필터는 필름형태이며, 경쟁사대비 제품 경쟁력을 보유, 고객사내 높을 점유율을 유지
 - 2019년 2분기 실적이 전분기대비 부진, 3분기 개선은 제한적으로 추정. 그러나 스마트폰 차별화가 멀티 카메라로 판단, ToF(3D 센싱) 추가 등을 감안하면 전년대비 증가가 중요
 - 투자이견은 매수(BUY) 및 목표주가 8,500원 유지. 2020년 실적 호조 및 5G 폰으로 교체 수요시에 반사이익 예상. 중장기으로 비중 확대 유지

- 2020년 멀티카메라 시장 확대로 광학필터 수요 증가
- 2020년 매출(2,630억원)과 영업이익(272억원)은 각각 3.9%, 4% 증가 전망. 삼성전자의 스마트폰에 트리플 비중 확대, 5G 폰에 적용된 ToF 카메라에 밴드패스 필터를 추가로 공급, 매출 확대로 높은 성장세가 지속
 - 스마트폰 시장 정체 가운데 삼성전자와 중국 스마트폰 업체의 멀티 카메라 채택으로 광학필터 수 증가 추세는 2020년~2021년에 이어질 전망. 또한 5G 폰 비중 확대도 새로운 제품(밴드패스필터) 공급 초기인 점을 감안하면 멀티 카메라의 수혜주로 판단
 - 2020년 광학렌즈는 자동차시장으로 매출 확대 추진, 광학필터 경쟁력을 감안하면 새로운 성장 기회로 판단

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	155	144	253	263	268
영업이익	17	14	26	27	28
세전순이익	9	1	15	19	20
총당기순이익	7	3	11	14	15
지배지분순이익	5	4	12	14	14
EPS	213	156	511	603	616
PER	30.5	28.2	11.2	9.4	9.2
BPS	4,334	4,308	4,790	5,346	5,914
PBR	1.5	1.0	1.3	1.1	1.0
ROE	5.3	3.7	11.2	11.9	10.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 옵트론텍, 대신증권 Research&Strategy본부

표 8. 옵트론텍, 사업부문별 영업 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q	3QF	4QF	1Q20F	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F
매출	70.5	58.3	59.9	64.3	73.4	61.7	62.8	65.0	143.6	253.1	263.0
이미지센서용 필터	62.0	49.7	50.7	54.4	64.5	52.6	53.2	55.0	119.3	216.8	225.3
광학렌즈 및 모듈	7.2	7.3	7.9	8.4	7.4	7.6	8.0	8.3	20.6	30.7	31.3
광픽업용 필터/기타	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7	3.7	5.6	6.4
매출비중											
이미지센서용 필터	87.9%	85.2%	84.5%	84.6%	87.8%	85.2%	84.7%	84.6%	83.1%	85.7%	85.7%
광학렌즈 및 모듈	10.2%	12.4%	13.1%	13.1%	10.1%	12.3%	12.7%	12.8%	14.3%	12.1%	11.9%
광픽업용 필터/기타	1.9%	2.3%	2.4%	2.4%	2.1%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	2.2%	2.4%
영업이익	7.0	5.7	5.9	7.5	7.3	6.1	6.3	7.6	13.5	26.2	27.2
이익률	9.9%	9.7%	9.9%	11.7%	9.9%	9.9%	10.0%	11.6%	9.4%	10.3%	10.3%
세전이익	4.8	1.7	3.5	5.0	5.2	4.1	4.2	5.5	0.9	15.1	19.1
이익률	6.8%	3.0%	5.9%	7.8%	7.1%	6.6%	6.7%	8.5%	0.7%	6.0%	7.3%
당기순이익	3.8	0.6	2.6	3.8	3.9	3.1	3.2	4.1	2.9	10.8	14.3
이익률	5.3%	1.0%	4.4%	5.8%	5.4%	5.0%	5.1%	6.4%	2.0%	4.3%	5.4%

자료: 옵트론텍, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

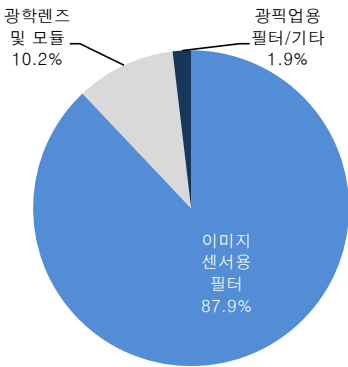
- 스마트폰 등 전자기기의 카메라 내 이미지센서용 필터 및 광학렌즈 모듈, 광학 필터 등을 제조하는 광학부품 전문기업
- 듀얼카메라 채택 확대를 통한 광학렌즈 및 필름필터 공급 확대 전망
- 홍사관 대표이사: 삼성전기 카메라 모듈 및 모터 사업부 부사장 역임
- 자산 2,538억원 부채 1,575억원 자본 963억원(2019년 6월 기준)
(발행주식 수: 22,560,627 / 자기주식수: 857,239)

주가 변동요인

- 고객사 다변화 고객사의 듀얼카메라 채택 확대 스마트폰 판매량
- 자동차 자율주행 기술의 고도화 채택으로 광학렌즈 및 필터 매출 확대

자료: 옵트론텍, 대신증권 Research&Strategy본부

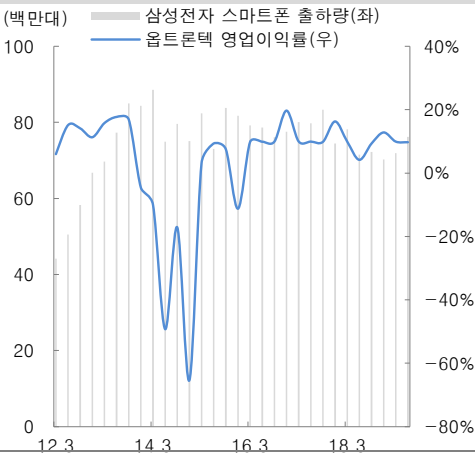
매출 비중



주: 2019년 2분기 전사 매출 기준
자료: 옵트론텍, 대신증권 Research&Strategy본부

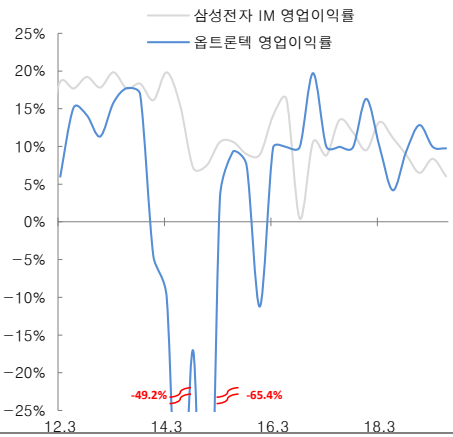
Earnings Driver

삼성전자 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



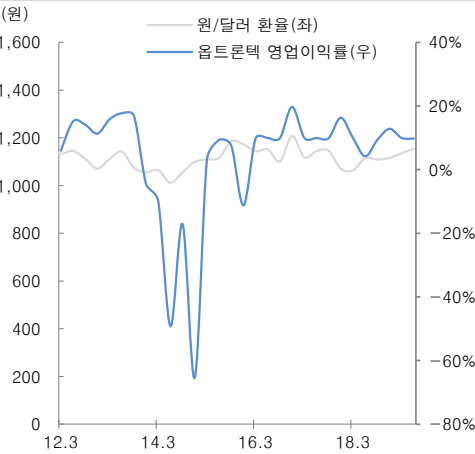
자료: 옵트론텍, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부

삼성전자 IM 영업이익률 v. 영업이익률



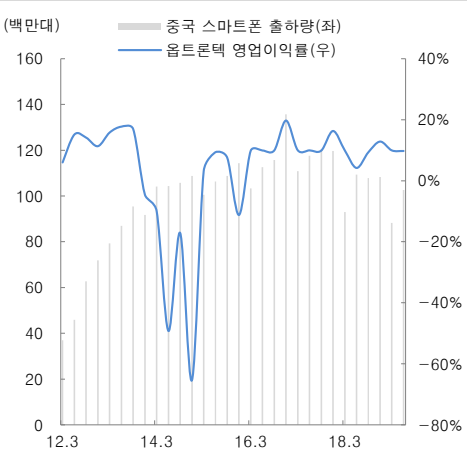
자료: 옵트론텍, 삼성전자, 대신증권 Research&Strategy본부

원달러 vs. 영업이익률



자료: 옵트론텍, 대신증권 Research&Strategy본부

중국 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



자료: 옵트론텍, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	155	144	253	263	268
매출원가	105	102	200	208	211
매출총이익	50	41	53	55	57
판매비와관리비	33	28	27	28	29
영업이익	17	14	26	27	28
영업이익률	11.1	9.4	10.3	10.3	10.4
EBITDA	32	28	38	40	40
영업외손익	-8	-13	-11	-8	-8
관계기업손익	-1	0	-1	-1	-1
금융수익	6	5	4	4	4
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-13	-12	-12	-13	-13
외환관련손실	8	5	5	5	6
기타	-1	-5	-2	2	2
법인세비용차감전순이익	9	1	15	19	20
법인세비용	2	-2	4	5	5
계속사업순이익	7	3	11	14	15
종단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	3	11	14	15
당기순이익률	4.5	2.0	4.3	5.4	5.5
비재계분순이익	2	-1	-1	1	1
재계분순이익	5	4	12	14	14
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	4	3	11	14	15
비재계분포괄이익	2	-1	-1	1	1
재계분포괄이익	1	3	11	14	14

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	213	156	511	603	616
PER	30.5	28.2	11.2	9.4	9.2
BPS	4,334	4,308	4,790	5,346	5,914
PBR	1.5	1.0	1.3	1.1	1.0
EBITDAPS	1,446	1,220	1,705	1,773	1,784
EV/EBITDA	7.3	7.0	5.9	5.5	5.4
SPS	7,073	6,364	11,218	11,656	11,867
PSR	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5
CFPS	1,625	1,326	1,988	2,224	2,234
DPS	0	30	50	50	50

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	120	-7.1	76.3	3.9	1.8
영업이익 증가율	1.4	-21.1	93.6	4.0	2.8
순이익 증가율	215.2	-58.4	272.9	33.0	2.2
수익성					
ROIC	8.9	33.6	12.6	13.4	13.5
ROA	7.7	6.0	10.7	10.4	10.2
ROE	5.3	3.7	11.2	11.9	10.9
안정성					
부채비율	140.3	154.0	149.5	135.3	121.7
순차입금비율	96.0	108.5	100.9	86.6	75.7
이자보상배율	3.9	3.2	5.9	6.2	6.4

자료: 옵트론텍, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	69	69	90	102	110
현금및현금성자산	2	1	3	7	9
매출채권 및 기타채권	28	28	34	36	41
재고자산	30	32	46	53	54
기타유동자산	8	7	7	7	7
비유동자산	152	164	164	165	168
유형자산	95	94	91	88	88
관계기업투자금	4	9	15	20	25
기타비유동자산	54	60	58	57	56
자산총계	221	233	254	267	279
유동부채	109	111	122	127	131
매입채무 및 기타채무	23	30	36	38	38
차입금	76	70	71	69	68
유동상채무	7	10	14	19	24
기타유동부채	3	1	1	1	1
비유동부채	20	30	30	27	22
차입금	16	26	26	23	17
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	4	4	4	4
부채총계	129	141	152	154	153
자본계분	95	97	108	121	133
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	58	58	58	58	58
이익잉여금	38	41	52	64	77
기타자본변동	-12	-13	-13	-13	-13
비재계분	-3	-6	-6	-7	-8
자본총계	92	92	102	114	126
순차입금	88	99	103	98	95

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	38	21	16	27	29
당기순이익	7	3	11	14	15
비현금항목의 가감	29	27	34	36	36
감가상각비	15	14	12	13	12
오환손익	-1	0	2	2	3
자본법평가손익	1	0	1	1	1
기타	14	13	19	20	20
자산부채의 증감	7	-7	-20	-14	-13
기타현금흐름	-4	-2	-8	-9	-9
투자활동 현금흐름	-29	-25	-12	-13	-15
투자자산	-4	-4	-6	-6	-6
유형자산					-22
기타	-3	-11	1	1	1
재무활동 현금흐름	-10	4	4	-1	-2
단기차입금	-6	-7	1	-1	-1
사채	-7	-1	-1	-1	-1
장기차입금	8	19	1	-3	-5
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-1	-1	-1
기타	-5	-8	4	5	6
현금의 증감	0	-1	1	5	2
기초 현금	3	2	1	3	7
기말 현금	2	1	3	7	9
NOPLAT	13	48	19	20	21
FCF	3	44	20	21	19

기업분석

자화전자
(033240)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자이견

BUY

매수, 유지

6개월
목표주가

14,000

유지

현재주가
(19.08.23)

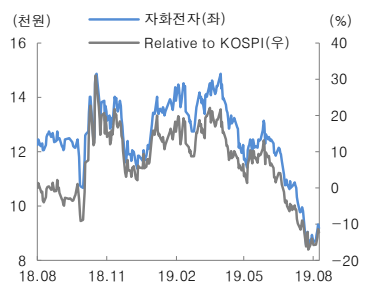
9,100

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSPI	1,948.30
시가총액	163십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	14,850원 / 8,460원
120일 평균거래대금	13억원
외국인지분율	13.95%
주요주주	김상면 외 3 인 32.63% 페트라스산운용 6.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.0	-25.4	-34.1	-24.2
상대수익률	-8.3	-21.1	-24.5	-11.2



2020년 턴어라운드!

- 투자이견은 매수(BUY) 및 목표주가 14,000원 유지
- 2019년 3분기, 실적 턴어라운드가 가능할 전망. 매출(843억원), 영업이익(47억원)은 전분기대비 각각 15.6%, 흑자전환 추정. 자동초점(A/F) 및 손떨림보정 장치(OIS)의 공급이 프리미엄업에서 보급형으로 확대, 매출 증가로 고정비가 감소하여 2019년 2분기대비 흑자전환(영업이익), 3분기 연속 적자에서 벗어날 것으로 추정
 - 투자이견은 매수(BUY) 및 목표주가 14,000원 유지. 2019년 3분기 이후 실적 턴어라운드와 주당순자산(P/B 0.6배)의 밸류에이션 매력도를 감안하면 중장기 관점에서 비중확대 전략 유효, 순현금 1천억원 보유를 감안하면 저평가로 판단

2020년 영업이익(213억원)은 흑자전환 예상(yoy)

- 2019년 트리플 카메라 효과는 제한적이었으나 2020년 고화소 비중 확대로 프리미엄 스마트폰의 전면엔 OIS 추가, 후면 기준으로 보급형 모델엔 OIS 점유율 증가가 예상. 또한 모바일 부품 매출 구조에서 벗어나 전장부품 사업을 강화할 전망. PTC는 전기자동차의 필수 부품이며, 중국 전기자동차 업체 향으로 수주 확보에 노력, 가시적인 성과 기대
- 2020년 연간 매출은 3,518억원(5.3% yoy), 영업이익은 212억원(흑자전환 yoy)으로 추정

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	446	358	334	352	380
영업이익	28	-8	-2	21	24
세전순이익	30	-1	8	29	32
총당순이익	25	-1	5	22	25
지배지분순이익	24	-1	5	22	24
EPS	1,322	-72	255	1,209	1,344
PER	20.2	NA	35.6	7.5	6.8
BPS	15,845	15,473	15,540	16,561	17,718
PBR	1.7	0.8	0.6	0.5	0.5
ROE	8.5	-0.5	1.6	7.5	7.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

표 9. 자화전자 사업부문별 영업실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q	3QF	4QF	1Q19F	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F
매출액	92.8	72.9	84.3	83.9	89.0	85.1	87.8	89.8	358.3	334.0	351.8
증감률(yoy)	-4.5%	2.2%	-20.6%	0.5%	-4.1%	16.6%	4.2%	7.0%	-19.6%	-6.8%	5.3%
증감률(qoq)	11.1%	-21.4%	15.6%	-0.4%	6.1%	-4.5%	3.2%	2.3%			
통신기기(Auto, Motor)	87.1	67.8	78.8	78.4	83.7	79.5	81.8	83.7	332.4	312.1	328.8
기타	5.7	5.2	5.5	5.5	5.3	5.6	6.0	6.1	25.9	21.9	23.0
매출비중 (%)											
통신기기(Auto, Motor)	93.9%	92.9%	93.5%	93.4%	94.0%	93.4%	93.2%	93.2%	92.8%	93.4%	93.5%
기타	6.1%	7.1%	6.5%	6.6%	6.0%	6.6%	6.8%	6.8%	7.2%	6.6%	6.5%
영업이익	-2.3	-9.3	4.7	4.5	5.1	5.1	5.5	5.6	-7.7	-2.4	21.2
이익률	-2.5%	-12.7%	5.6%	5.4%	5.7%	6.0%	6.2%	6.2%	-2.2%	-0.7%	6.0%
YoY	적지	적지	-47.0%	흑전	흑전	흑전	15.5%	23.6%	적전	적지	흑전
QoQ	적지	적지	흑전	-4.5%	12.4%	1.1%	6.4%	2.3%			
세전이익	0.1	-4.5	6.4	6.4	6.7	6.8	7.3	7.8	-1.4	8.4	28.6
이익률	0.1%	-6.1%	7.6%	7.6%	7.5%	8.0%	8.3%	8.7%	-0.4%	2.5%	8.1%
YoY	흑전	적지	-16.9%	2300.3%	6481.5%	흑전	14.0%	22.5%	적전	흑전	241.0%
QoQ	-61.9%	적전	흑전	-0.1%	4.5%	2.7%	6.3%	7.4%			
자비자분순이익	-0.7	-4.3	4.8	4.8	5.0	5.2	5.5	5.9	-1.3	4.6	21.6
이익률	-0.8%	-6.0%	5.9%	5.9%	5.8%	6.3%	6.5%	6.8%	-0.4%	1.5%	6.3%
YoY	적지	적지	-35.6%	511.9%	흑전	흑전	14.0%	22.5%	적전	흑전	358.2%
QoQ	적전	적지	흑전	-0.1%	4.5%	2.7%	6.3%	7.4%			

주: K-IFRS 연결 기준/ 통신기기: Auto Focus OIS 및 진동 Motor 실적 포함 / 기타: PTC, OA부품 및 기타 실적 포함

자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

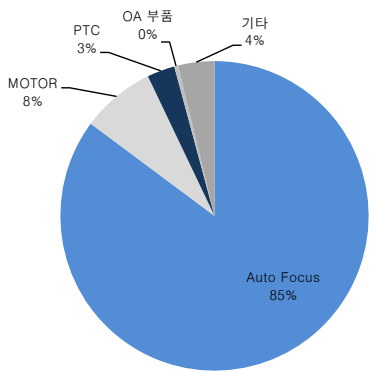
- 스마트폰 카메라 모듈에 적용되는 자동초점장치(AFA) 및 손떨림 방지장치(OIS) 등 원천기술 전자부품 제조 기업
- 듀얼/트리플 카메라를 포함한 전/후면 스마트폰 카메라의 기능 상향으로 AFA 및 OIS 전망 긍정적
- 김상면 대표이사: 경북대학교 재료공학 교수 재직 후 1981년 자화전자 설립
- 자산 3,398억원 부채 701억원 자본 2,696억원(2019년 6월 기준)
(발행주식수: 17,900,000 / 자기주식수: 1,070,670)

주가 변동요인

- 삼성전자 프리미엄 라인업을 포함한 전체 스마트폰 판매량 추이
- 자율주행차, 전기차 등 전장부품 시장 확대에 따른 PTC 제품 판매 영향

자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

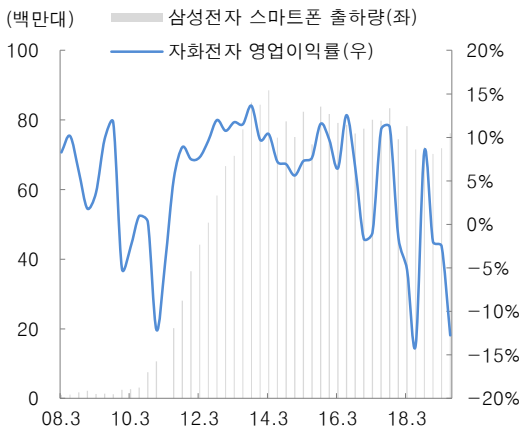
매출 비중



주: 2019년 2분기 연결 매출 기준
자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

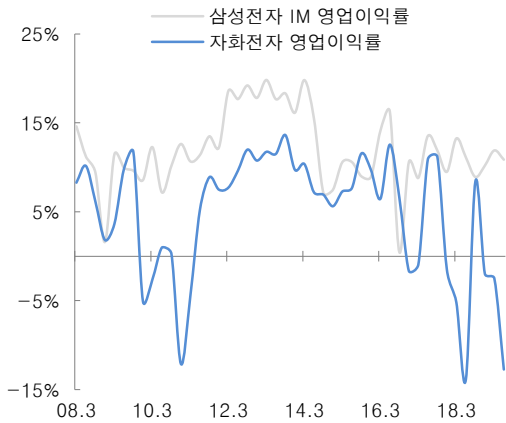
Earnings Driver

삼성전자 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



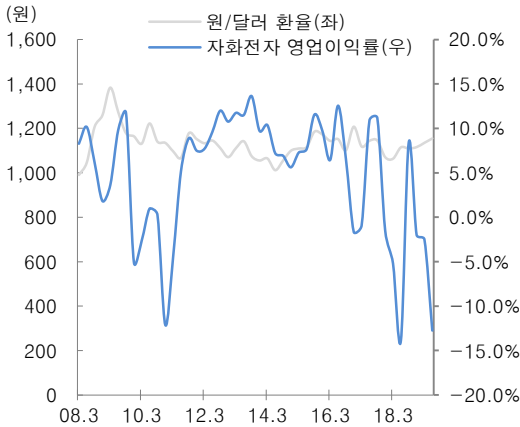
자료: 자화전자, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부

삼성전자 IM 영업이익률 vs. 영업이익률



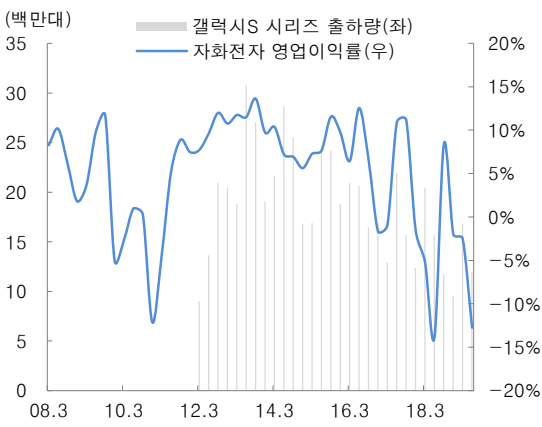
자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

원달러 vs. 영업이익률



자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

갤럭시S 시리즈 출하량 vs. 영업이익률



자료: 자화전자, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	446	358	334	352	380
매출원가	354	309	282	277	300
매출총이익	92	49	52	75	80
판매비와관리비	64	57	54	54	56
영업이익	28	-8	-2	21	24
영업이익률	6.3	-2.2	-0.7	6.0	6.4
EBITDA	64	37	39	61	71
영업외손익	2	6	11	7	7
관계기업손익	1	1	1	1	1
금융수익	16	13	11	12	12
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-22	-10	-6	-6	-6
외환관련손실	12	7	5	5	5
기타	8	2	5	1	1
법인세비용차감전순이익	30	-1	8	29	32
법인세비용	5	0	4	6	7
계속사업순이익	25	-1	5	22	25
종단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	-1	5	22	25
당기순이익률	5.6	-0.4	1.5	6.3	6.5
비재계분순이익	1	0	0	1	1
자계분순이익	24	-1	5	22	24
매도가능금융자산평가	1	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	2	2	2	2
포괄순이익	21	1	7	25	27
비재계분포괄이익	2	0	0	2	2
자계분포괄이익	19	1	7	23	25

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,322	-72	255	1,209	1,344
PER	20.2	NA	35.6	7.5	6.8
BPS	15,845	15,473	15,540	16,561	17,718
PBR	1.7	0.8	0.6	0.5	0.5
EBITDAPS	3,563	2,077	2,196	3,385	3,968
EV/EBITDA	6.1	3.3	1.6	0.5	0.3
SPS	24,896	20,019	18,662	19,653	21,229
PSR	1.1	0.6	0.5	0.4	0.4
CFPS	3,742	2,499	2,673	3,655	4,239
DPS	450	200	200	200	200

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증감률	49.3	-19.6	-6.8	5.3	8.0
영업이익 증감률	44.3	-127.7	-69.0	-989.3	14.9
순이익 증감률	66.8	-105.2	-479.6	358.2	11.2
수익성					
ROIC	15.3	-4.1	-0.9	11.3	13.1
ROA	6.3	-1.9	-0.7	6.0	6.6
ROE	8.5	-0.5	1.6	7.5	7.8
안정성					
부채비율	62.5	27.2	25.3	21.9	20.6
순차입금비율	-31.7	-31.7	-36.0	-44.7	-44.3
이자보상배율	14.2	-6.0	-8.5	197.7	405.7

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	286	196	212	244	263
현금및현금성자산	72	36	42	65	68
매출채권 및 기타채권	53	36	43	45	55
재고자산	25	28	28	32	35
기타유동자산	136	96	99	102	105
비유동자산	175	156	137	118	119
유형자산	132	114	94	74	75
관계기업투자금	8	10	10	11	12
기타비유동자산	35	32	32	32	32
자산총계	461	352	349	361	382
유동부채	168	73	63	62	62
매입채무 및 기타채무	48	40	38	39	41
차입금	112	30	21	19	18
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	8	4	4	4	4
비유동부채	9	2	7	3	3
차입금	2	2	7	2	3
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	0	0	0	0
부채총계	177	75	70	65	65
자계분	284	277	278	296	317
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	28	28	28	28	28
이익잉여금	258	252	253	271	292
기타자본변동	-11	-12	-12	-12	-12
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	284	277	278	296	317
순차입금	-90	-88	-100	-132	-140

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	38	36	34	53	56
당기순이익	0	0	5	22	25
비현금항목의 가감	42	46	43	43	51
감가상각비	36	45	42	39	47
외환손익	1	0	-1	-1	-1
자본법정이익	-1	-1	-1	-1	-1
기타	6	2	4	6	7
자산부채의 증감	-28	-1	-13	-10	-16
기타현금흐름	24	-9	0	-3	-4
투자활동 현금흐름	-79	31	-21	-19	-47
투자자산	-14	56	-1	-1	-1
유형자산					-69
기타	4	4	1	1	1
재무활동 현금흐름	55	-94	-9	-12	-7
단기차입금	0	0	-9	-2	-2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	68	-85	5	-5	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-7	-8	-3	-3	-3
기타	-6	-2	-2	-2	-2
현금의 증감	14	-35	6	23	3
기초 현금	58	72	36	42	65
기말 현금	72	36	42	65	68
NOPLAT	23	-7	-1	17	19
FCF	-18	8	18	36	17

자료: 지리전자, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업분석

인터플렉스
(051370)

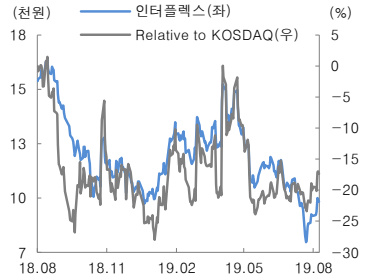
박강호
kangho.park@daishin.com

투자이전
Marketperform
시장수익률 유지
6개월
목표주가
11,000
하향
현재주가
(19.08.23)
9,870
기전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSDAQ	608.98
시가총액	230십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	16,850원 / 7,890원
120일 평균거래대금	37억원
외국인지분율	3.69%
주요주주	코리아씨티 외 4 인 47.72%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.3	-15.6	-23.5	-37.7
상대수익률	1.8	-3.5	-6.6	-19.1



새로운 거래선이 필요

- 투자의견 시장수익률 유지, 목표주가 11,000원 하향
- 연결, 2019년 2분기의 매출은 865억원(77.7% yoy / 29.3% qoq), 영업이익은 -13억원(적자지속 yoy / qoq) 시현. 삼성전자 및 중국향 연성PCB 공급증가로 전분기대비 성장. 삼성전자내 점유율 증가가 쉽지 않은 가운데 경쟁심화로 매출 정체를 보이고 있음. 고정비 부담과 제품 믹스 효과가 상대적으로 미미하여 적자가 지속
 - 투자의견은 시장수익률 유지, 목표주가는 11,000원으로 하향

- 2019년 3분기 성장하나 4분기 부진 전망
- 2019년 3분기 매출(1,294억원)과 영업이익(20억원)은 전분기대비 큰 폭의 성장세를 예상. 갤럭시노트10향 연성PCB(디지털라이저)를 공급하여 일시적으로 매출이 증가, 고정비 커버로 영업이익은 흑자로 전환(qoq) 예상. 다만 갤럭시노트10 판매량이 갤럭시노트9(970만대 판매 추정)를 상회하기 쉽지 않아서 4분기에 다시 매출과 이익이 감소 전망
 - 2020년 삼성전자내 점유율 확대 및 신규 거래선 개척, 매출 증가가 중요. 턴어라운드를 기대하기 위해서 분기 1천억원 이상의 매출 규모가 필요. 삼성전자내 점유율 확대보다 중국 스마트폰 업체, 또한 IT 이외의 응용분야로 R/F PCB 공급이 필요한 시점으로 판단

영업실적 및 주요 투자지표			(단위: 십억원 원, 배, %)		
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	806	314	372	404	453
영업이익	61	-66	-4	5	13
세전순이익	52	-63	-8	5	13
총당순이익	42	-79	-6	5	12
지배지분순이익	36	-83	-6	5	11
EPS	1,636	-3,546	-253	196	454
PER	27.4	NA	NA	50.3	21.7
BPS	14,751	10,474	10,221	10,417	10,872
PBR	3.0	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE	13.4	-29.1	-2.4	1.9	4.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출. 자료: 인터플레이스, 대산증권 Research&Strategy본부

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 인터플렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

표 10. 인터플렉스 사업부문별 영업실적 전망

(단위: 십억원)

		1Q19	2Q	3QF	4QF	1Q20F	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F
매출액		67.0	86.5	129.4	89.0	87.6	89.7	131.3	95.0	313.9	371.9	403.6
	SS/DS	39.7	40.5	69.8	35.7	34.6	31.5	54.6	29.6	163.3	185.6	150.3
	Multi	16.4	23.1	32.8	29.8	30.4	34.1	46.3	37.5	68.9	102.0	148.3
	R/F	10.9	23.0	26.9	23.5	22.6	24.2	30.4	27.9	81.7	84.2	105.0
증감률	QoQ	-13.6%	29.3%	49.5%	-31.2%	-1.5%	2.5%	46.3%	-27.7%			
	YoY	22.7%	77.7%	-2.8%	14.7%	30.8%	3.7%	1.5%	6.8%	-61.0%	18.4%	8.5%
매출비중	SS/DS	59.3%	46.8%	53.9%	40.1%	39.5%	35.1%	41.6%	31.1%	52.0%	49.9%	37.2%
	Multi	24.4%	26.7%	25.3%	33.5%	34.7%	37.9%	35.3%	39.5%	22.0%	27.4%	36.7%
	R/F	16.3%	26.6%	20.8%	26.4%	25.8%	27.0%	23.1%	29.4%	26.0%	22.7%	26.0%
영업이익		-4.0	-1.3	2.0	-0.3	-0.4	0.8	3.2	1.2	-66.2	-3.5	4.7
	이익률	-5.9%	-1.4%	1.6%	-0.4%	-0.5%	0.8%	2.4%	1.3%	-21.1%	-0.9%	1.2%
증감률	QoQ	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	317.3%	-62.2%			
	YoY	적지	적지	10.6%	적지	적지	흑전	55.5%	흑전	적전	적지	흑전
세전이익		-5.1	-3.7	1.8	-0.6	-0.4	0.9	3.3	1.3	-63.5	-7.6	5.2
	이익률	-7.6%	-4.2%	1.4%	-0.7%	-0.4%	1.1%	2.5%	1.4%	-20.2%	-2.1%	1.3%
순이익		-5.3	-1.6	1.6	-0.6	-0.3	0.8	2.9	1.2	-82.7	-5.9	4.6
	이익률	-7.9%	-1.9%	1.2%	-0.6%	-0.3%	0.9%	2.2%	1.2%	-26.3%	-1.6%	1.1%

주: 순이익은 지배지분 기준, R/F 매출은 애플향 매출 포함한 수치
자료: 인터플렉스, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업개요

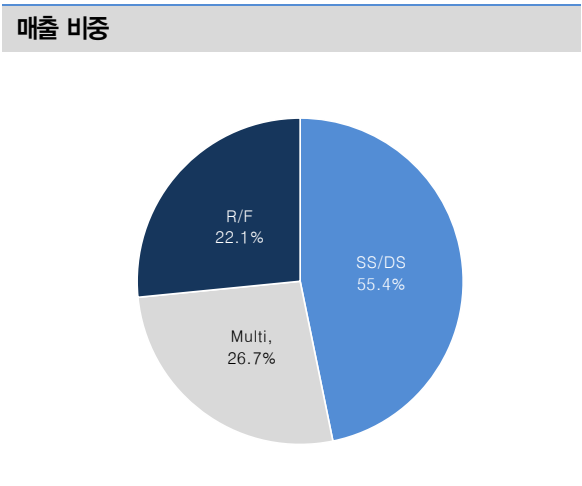
기업 및 경영진 현황

- 연/경성 인쇄회로기판(R/F PCB) 생산 전문 업체
- 애플향 TSP 기술이 R/F PCB에서 Multi로 변하면서 공급선 경쟁 심화로 전년 대비 양적 성장은 부정적
- 백동원 대표이사: 영풍그룹 계열사 시그니티스(반도체 패키징 및 테스트 전문업체) 대표 역임
- 자산 4,100억원 부채 1,702억원 자본 2,398억원 (2019년 6월 기준)
- (발행주식 수: 23,327,472 / 자기주식수: 0)

주가 변동요인

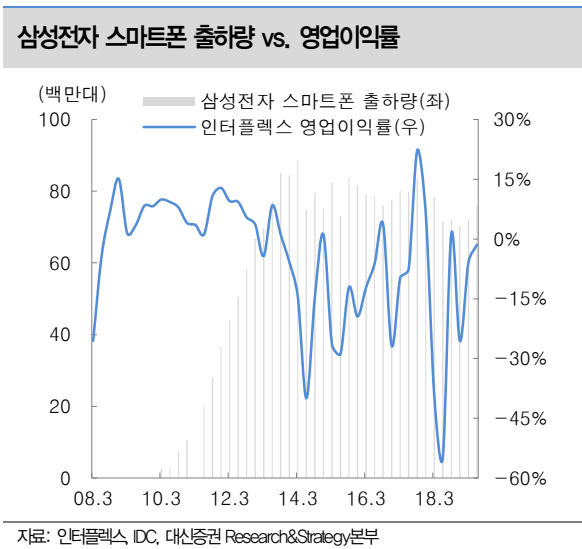
- 애플 내 공급 및 신규 스마트폰 판매량
- 국내 가전선 내 공급물량 확대여부

자료: 인터플렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

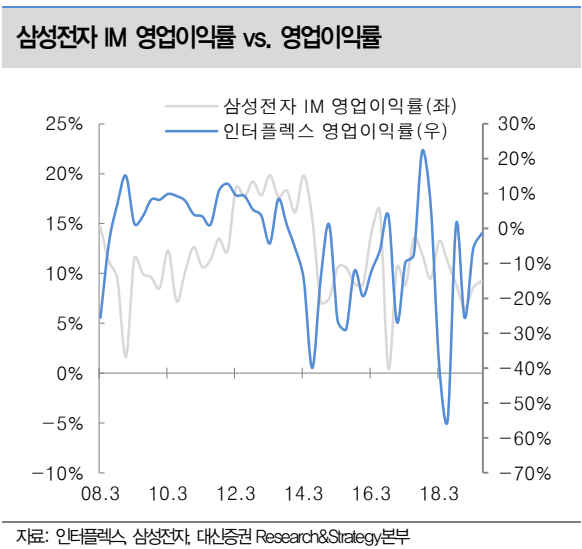


주: 2019년 2분기 전사 매출 기준
자료: 인터플렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

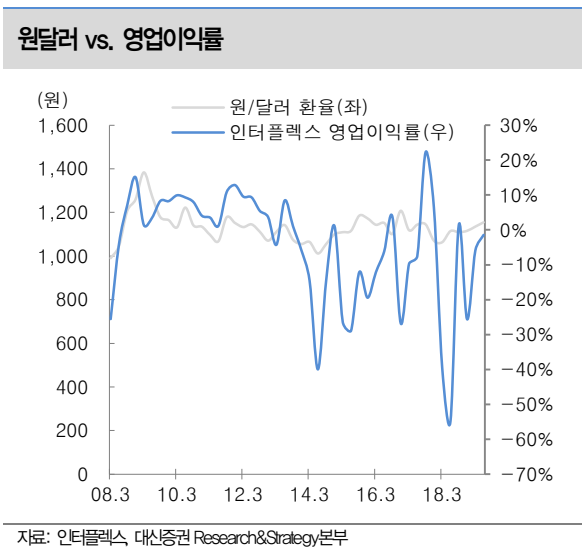
Earnings Driver



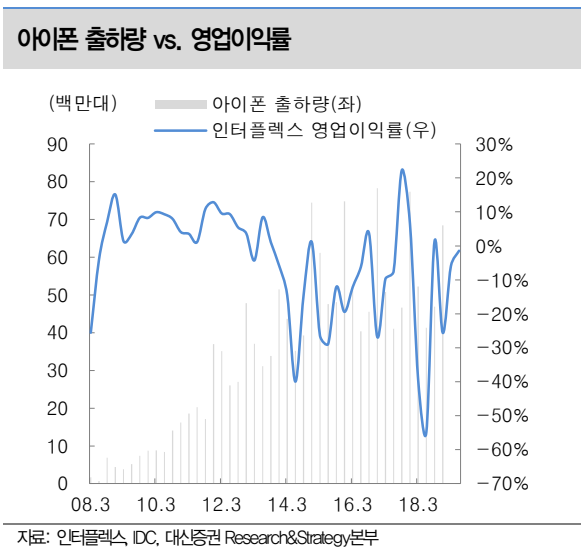
자료: 인터플렉스, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부



자료: 인터플렉스, 삼성전자, 대신증권 Research&Strategy본부



자료: 인터플렉스, 대신증권 Research&Strategy본부



자료: 인터플렉스, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	806	314	372	404	453
매출원가	721	357	358	380	421
매출총이익	85	-43	14	24	32
판매비와관리비	24	24	18	19	19
영업이익	61	-66	-4	5	13
영업외수익	7.6	-21.1	-0.9	1.2	2.8
EBITDA	82	-43	-3	5	13
영업외손익	-9	3	-4	1	0
관계기업손익	0	0	0	2	2
금융수익	32	25	25	25	25
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-44	-22	-23	-24	-24
외환관련손실	40	20	20	20	20
기타	2	0	-6	-2	-3
법인세비용차감전순이익	52	-63	-8	5	13
법인세비용	-11	-16	2	0	-1
계속사업순이익	42	-79	-6	5	12
종단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	42	-79	-6	5	12
당기순이익률	5.2	-25.3	-1.6	1.3	2.6
비재계분순이익	6	3	0	1	1
재계분순이익	36	-83	-6	5	11
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-8	2	2	2	2
포괄순이익	34	-77	-4	7	14
비재계분포괄이익	3	3	0	1	1
재계분포괄이익	30	-80	-4	7	13

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,636	-3,546	-253	196	454
PER	27.4	NA	NA	50.3	21.7
BPS	14,751	10,474	10,221	10,417	10,872
PBR	3.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EBITDAPS	3,730	-1,858	-125	224	569
EV/EBITDA	12.2	NA	NA	49.5	19.6
SPS	36,610	13,458	15,941	17,302	19,430
PSR	1.2	0.8	0.6	0.6	0.5
CFPS	3,687	-1,393	-172	325	665
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	39.9	-61.0	18.4	8.5	12.3
영업이익 증가율	흑전	적전	적지	흑전	172.5
순이익 증가율	흑전	적전	적지	흑전	131.5
수익성					
ROC	18.5	-35.2	-1.4	2.3	5.5
ROA	12.5	-14.4	-0.9	1.2	3.2
ROE	13.4	-29.1	-2.4	1.9	4.3
안정성					
부채비율	55.2	50.7	68.6	61.5	61.9
순차입금비율	7.8	4.0	8.9	11.6	12.0
이자보상배율	19.0	-29.9	-1.1	1.4	3.8

자료: 인터랙티브, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	317	132	157	137	146
현금및현금성자산	40	19	27	21	20
매출채권 및 기타채권	183	44	52	46	50
재고자산	91	46	53	45	50
기타유동자산	3	23	25	25	26
비유동자산	238	236	245	255	264
유형자산	196	173	182	191	198
관계기업투자금	0	36	36	38	40
기타비유동자산	41	27	27	27	26
자산총계	554	368	402	393	411
유동부채	168	112	134	122	123
매입채무 및 기타채무	105	59	82	70	78
차입금	39	33	34	35	30
유동상채무	10	14	14	14	14
기타유동부채	14	7	4	3	2
비유동부채	30	12	29	28	34
차입금	17	3	23	23	30
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	8	6	4	3
부채총계	197	124	164	150	157
자본계분	325	244	238	243	254
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	53	-30	-36	-31	-20
기타자본변동	-5	-3	-3	-3	-3
비재계분	32	0	0	0	0
재계분	357	244	238	243	254
순차입금	28	10	21	28	31

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	67	-37	97	99	103
당기순이익	42	-79	-6	5	12
비현금항목의 가감	39	47	2	2	4
감가상각비	21	23	1	0	0
외환손익	4	0	-4	-4	-4
자본법정이익	0	0	0	-2	-2
기타	15	24	6	8	9
자산부채의 증감	-11	3	102	95	92
기타현금흐름	-3	-7	-1	-3	-4
투자활동 현금흐름	-75	-48	-21	-21	-20
투자자산	-10	0	0	-2	-2
유형자산					-63
기타	-3	-33	-12	-10	-11
재무활동 현금흐름	30	64	21	1	2
단기차입금	3	-16	1	1	-5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	27	0	20	0	7
유상증자	0	81	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	22	-21	8	-6	-1
기초 현금	18	40	19	27	21
기말 현금	40	19	27	21	20
NOPLAT	49	-83	-3	5	12
FCF	1	-78	-14	-6	2

기업분석

코리아
써킷
(007810)

박강호 kangho.park@daishin.com

투자 의견

Marketperform

시장수익률 유지

6개월
목표주가

5,500

하향

현재주가
(19.08.23)

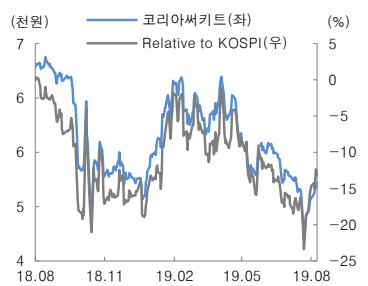
4,990

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	1,948.30
시가총액	128십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	6,900원 / 4,205원
120일 평균거래대금	2억원
외국인지분율	4.65%
주요주주	영풍 외 9인 58.04%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.0	-8.3	-23.7	-25.9
상대수익률	5.7	-3.0	-12.6	-13.1



경쟁 심화 지속

투자의견 시장수익률 유지, 목표주가 5,500원 하향

- 2019년 2분기의 매출은 1,290억원(-6.4% qoq / -0.3% yoy), 영업이익은 15.5억원(흑자전환 yoy / qoq)을 시현, 반도체 PCB 부문의 믹스 효과, 비용 절감 효과로 전분기대비 흑자전환 시현. 당기순이익은 14억원으로 흑자전환(yoy / qoq)
- 2019년 3분기 매출(1,358억원)과 영업이익(18억원)은 전분기대비 각각 5.3% 15.7%씩 증가 전망. 갤럭시노트10형 주기판 공급 증가, 반도체 PCB는 MCP 등 고부가 중심으로 믹스 변화가 수익성 개선에 기여 전망. 근본적으로 매출 증가, 이익의 턴어라운드를 진행하기 위해서 주기판(HDI) 변화가 필요. SLP로 기술 전환 또는 삼성전자내 점유율 확대로 ASP, 가동률 상승이 중요하기 때문. 현시점에서 시간이 필요 판단

-투자의견은 시장수익률 유지, 목표주가는 5,500원으로 하향

- 반도체 PCB 매출 증가와 수익성 개선에 필요한 설비투자 진행, 다양한 거래선, 제품의 기술적 상향 중요. 현재 투자를 진행하기에 한계가 존재
- 2019년 연간 매출(5,364억원)으로 0.1%(yoy) 증가, 영업이익(32억원)은 흑자전환 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	592	536	536	551	574
영업이익	11	-18	3	11	14
세전순이익	38	-28	4	14	18
총당기순이익	30	-28	3	11	14
지배지분순이익	23	-36	1	9	11
EPS	855	-1,306	22	330	416
PER	15.4	NA	223.5	15.1	12.0
BPS	13,413	12,117	12,148	12,485	12,905
PBR	1.0	0.4	0.4	0.3	0.3
ROE	6.5	-10.2	0.2	2.7	3.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 코리아써킷, 대신증권 Research&Strategy본부

표 11. 코리아써킷 사업부문별 영업실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q	3QF	4QF	1Q20F	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F
매출액 (연결)	137.8	129.0	135.8	133.7	138.1	133.5	138.6	140.9	535.8	536.4	551.1
매출액 (별도)	116.8	107.0	113.4	108.6	115.2	112.0	116.4	115.4	470.3	445.8	459.0
영업이익 (연결)	-1.1	1.5	1.8	0.9	2.8	2.3	2.7	3.1	-17.9	3.2	10.8
이익률	-0.8%	1.2%	1.3%	0.7%	2.0%	1.7%	1.9%	2.2%	-3.3%	0.6%	2.0%
세전이익 (연결)	-1.9	2.0	3.0	1.4	3.1	3.0	4.2	4.0	-27.9	4.4	14.3
이익률	-1.4%	1.6%	2.2%	1.0%	2.3%	2.3%	3.0%	2.8%	-5.2%	0.8%	2.6%
당기순이익 (연결)	-1.9	1.4	2.1	1.0	2.4	2.3	3.2	3.1	-27.9	2.5	11.0
이익률	-1.4%	1.1%	1.5%	0.7%	1.7%	1.8%	2.3%	2.2%	-5.2%	0.5%	2.0%

자료: 코리아써킷, 대신증권 Research&Strategy본부

기업개요

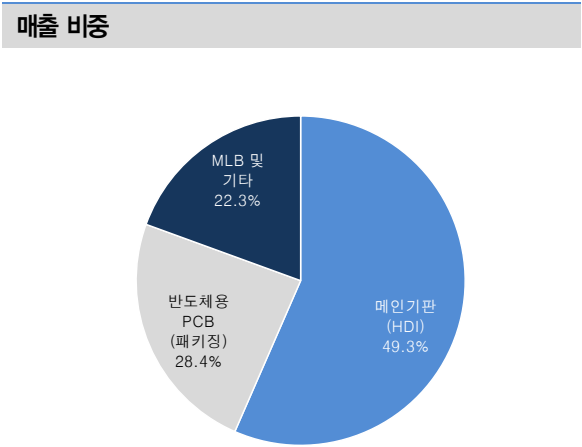
기업 및 경영진 현황

- IT 기기 디스플레이용 PCB와 반도체 패키징용 PCB 생산 전문 업체
- 전략거래선의 주기판 변화(HDI→SLP)가 적음으로 인한 반사이익 제한적
- 인터플렉스의 지분법평가손실 반영 등으로 부담 지속
- 박형건 대표이사/사장
- 자산 4,643억원 부채 763억원 자본 3,880억원 (2019년 6월 기준)
- (발행주식 수: 27,369,140 / 자기주식수: 0)

주가 변동요인

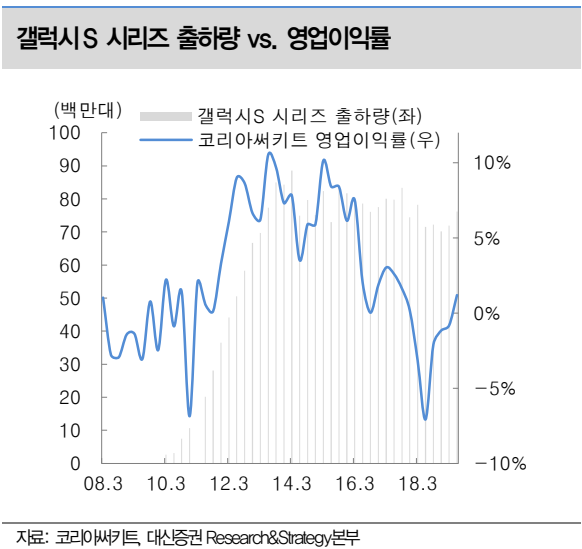
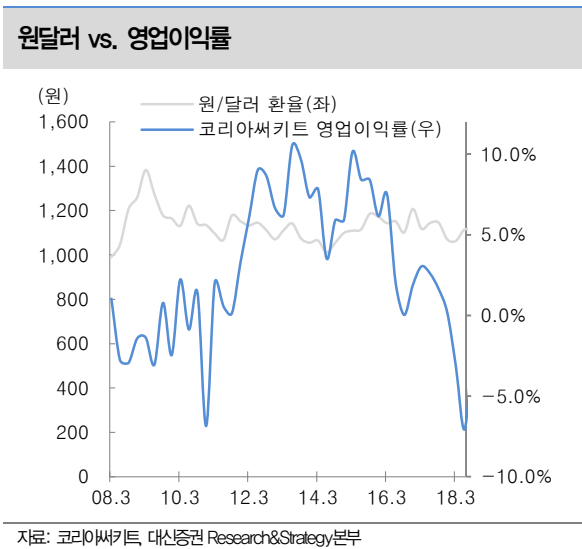
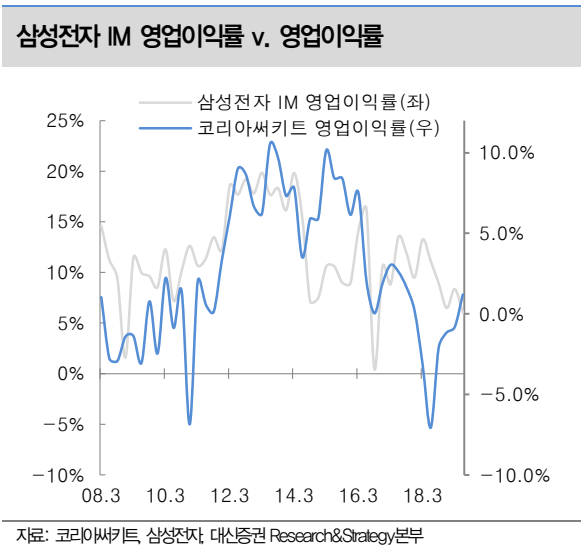
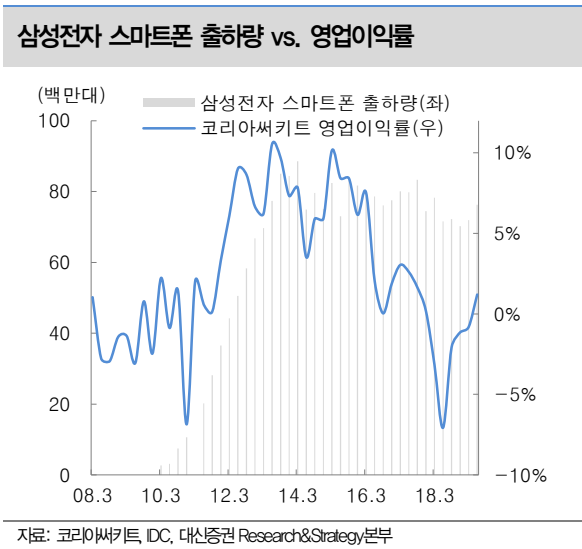
- 전략거래선의 주기판 변화 속도(HDI에서 SLP로 전환), 기판 가격 하락 등
- 지분법연결회사인 인터플렉스의 미국 전략거래선향 실적 추이

자료: 코리아씨키트, 대신증권 Research&Strategy본부



주: 2019년 2분기 연결 매출 기준
자료: 코리아씨키트, 대신증권 Research&Strategy본부

Earnings Driver



재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	592	536	551	558	582
매출원가	564	538	535	532	552
매출총이익	28	-3	16	26	30
판매비와관리비	17	15	15	15	16
영업이익	11	-18	1	11	14
영업이익률	1.9	-3.3	0.2	1.9	2.4
EBITDA	46	12	24	33	36
영업외손익	27	-10	1	5	4
관계기업손익	26	-14	-1	3	3
금융수익	3	2	2	2	2
외환관련이익	5	4	4	4	4
금융비용	-1	-2	-1	-2	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	5	2	2	2
법인세비용차감전순이익	38	-28	3	15	18
법인세비용	-8	0	-1	-4	-4
계속사업순이익	30	-28	2	12	14
종단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	-28	2	12	14
당기순이익률	5.0	-5.2	0.4	2.1	2.4
비재계분순이익	6	8	0	2	3
자계분순이익	23	-36	2	10	11
매도가능금융자산평가	-1	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	27	-28	2	12	14
비재계분포괄이익	6	8	0	2	3
자계분포괄이익	22	-36	2	10	12

Valuation 지표

(단위: -%)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	855	-1,306	22	330	416
PER	15.4	NA	2235	15.1	12.0
BPS	13,413	12,117	12,148	12,485	12,905
PBR	1.0	0.4	0.4	0.3	0.3
EBITDAPS	1,663	425	944	1,191	1,319
EV/EBITDA	7.7	11.6	5.0	3.2	2.6
SPS	21,616	19,578	19,597	20,135	20,981
PSR	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2
CFPS	1,712	582	130	345	452
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

(단위: -%)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	8.5	-9.4	2.9	1.3	4.2
영업이익 증가율	-31.0	작전	흑전	7498	26.5
순이익 증가율	흑전	작전	흑전	5022	17.4
수익성					
ROIC	2.8	-5.9	0.4	3.2	4.3
ROA	2.1	-3.4	0.3	2.1	2.6
ROE	6.5	-10.2	0.5	2.9	3.3
안정성					
부채비율	34.0	29.1	29.7	31.0	31.9
순차입금비율	-7.3	-13.8	-26.9	-33.2	-45.1
이자보상배율	7.7	-9.7	0.9	6.3	6.9

재무상태표

(단위: 억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	229	233	261	297	330
현금및현금성자산	31	28	81	118	179
매출채권 및 기타채권	85	81	82	83	56
재고자산	71	66	50	51	53
기타유동자산	41	58	48	46	43
비유동자산	328	268	244	229	217
유형자산	202	183	176	174	175
관계기업투자금	123	82	65	52	40
기타비유동자산	3	3	3	3	3
자산총계	557	500	506	526	547
유동부채	112	87	89	96	102
매입채무 및 기타채무	67	55	65	65	67
차입금	42	32	24	30	34
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	3	1	1	1	1
비유동부채	29	26	27	29	30
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	29	26	27	29	30
부채총계	141	113	116	124	132
자계분	367	332	333	343	355
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	98	98	98	98	98
이익잉여금	257	221	223	233	244
기타자본변동	-1	-1	-1	-1	0
비재계분	48	56	56	58	60
자본총계	415	388	390	402	415
순차입금	-30	-53	-105	-133	-187

현금흐름표

(단위: 억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	35	10	23	3	33
당기순이익	30	-28	2	12	14
비현금항목의 가감	17	44	-1	-2	-2
감가상각비	34	30	23	22	22
외환손익	0	0	-1	-1	-1
자본법정이익	-16	26	1	-3	-3
기타	-2	-12	-24	-21	-20
자산부채의 증감	-9	-1	22	-3	25
기타현금흐름	-3	-5	0	-4	-5
투자활동 현금흐름	-51	-3	10	-3	-8
투자자산	21	28	17	13	13
유형자산					-36
기타	-36	-16	9	3	3
재무활동 현금흐름	1	-10	-8	6	4
단기차입금	3	-10	-8	6	4
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-3	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	-15	-3	53	37	61
기초 현금	47	31	28	81	118
기말 현금	31	28	81	118	179
NOPLAT	9	-18	1	8	11
FCF	7	-3	8	11	10

자료: 코리아세미컨덕션, 대신증권 Research&Strategy 본부

[Daishin House View 4차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (하위)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (뛰음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박강호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research&Strategy본부의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

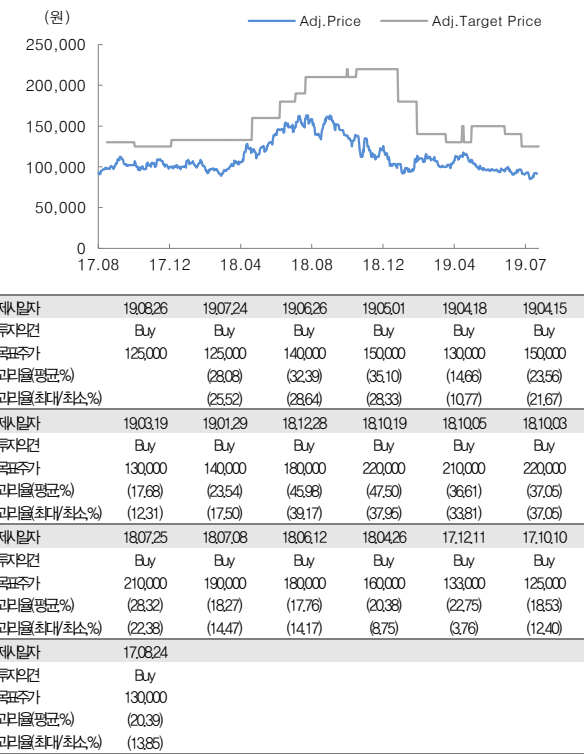
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.2%	10.3%	0.0%

(기준일자: 20190823)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성전자(009150) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



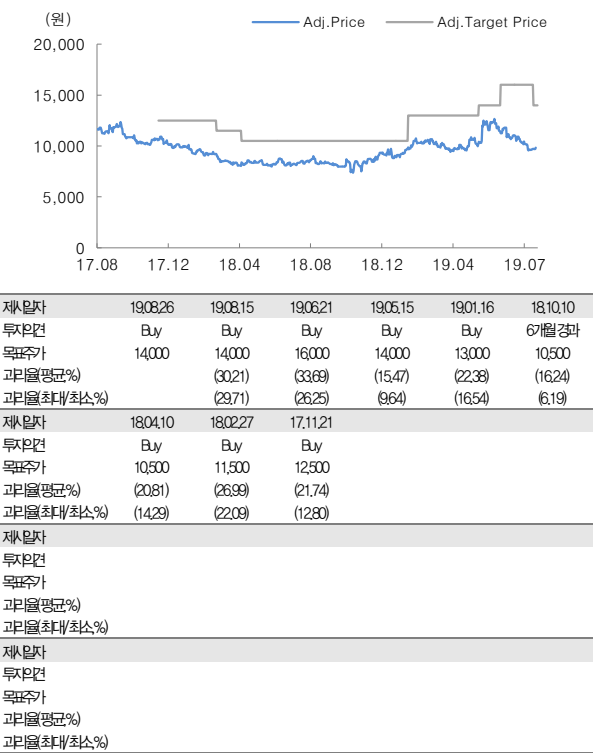
삼성SDI(006400) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



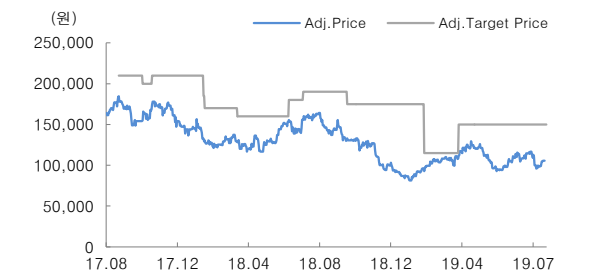
코리아써키트(007810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



대덕전자(008060) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

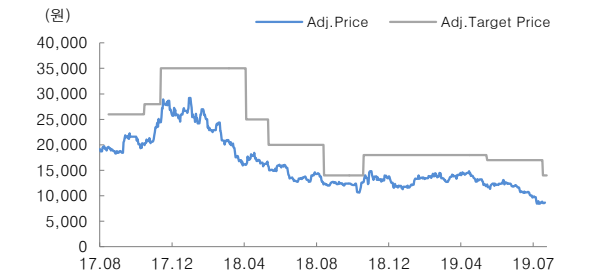


LG이노텍(011070) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



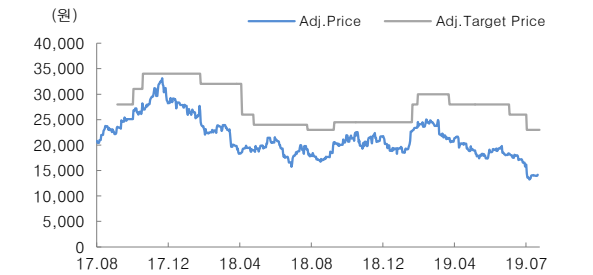
재수입자	190826	190327	190128	180920	180708	180614
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	150,000	150,000	115,000	175,000	190,000	180,000
과다율(평균%)		(27.02)	(8.36)	(40.04)	(21.09)	(19.81)
과다율(최대/최소%)		(13.67)	(3.48)	(24.00)	(13.68)	(13.33)
재수입자	180319	180123	180121	171026	171010	170831
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000	170,000	185,000	210,000	200,000	210,000
과다율(평균%)	(18.56)	(24.50)	(30.27)	(25.06)	(18.55)	(21.22)
과다율(최대/최소%)	(4.38)	(19.12)	(30.27)	(15.24)	(15.75)	(15.00)
재수입자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
재수입자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

지화전지(033240) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



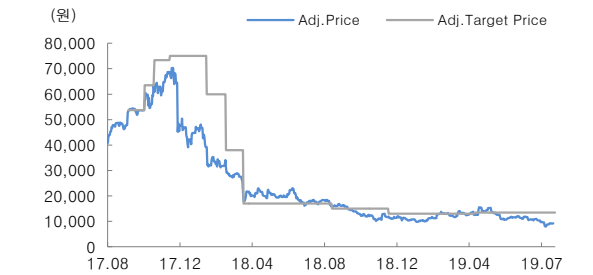
재수입자	190826	190816	190515	190422	181022	180817
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월경과	Buy	Marketperform
목표주가	14,000	14,000	17,000	18,000	18,000	14,000
과다율(평균%)		(38.21)	(34.37)	(29.06)	(25.71)	(13.19)
과다율(최대/최소%)		(38.21)	(22.94)	(25.00)	(17.50)	(9.29)
재수입자	180517	180410	171119	171023		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	20,000	25,000	35,000	28,000		
과다율(평균%)	(29.57)	(32.08)	(32.41)	(21.42)		
과다율(최대/최소%)	(19.50)	(26.20)	(16.57)	(10.36)		
재수입자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

서울반도체(046890) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



재수입자	190826	190801	190703	190429	190411	190324
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	23,000	23,000	26,000	28,000	28,000	28,000
과다율(평균%)		(39.96)	(34.14)	(31.60)	(27.42)	(25.70)
과다율(최대/최소%)		(38.48)	(30.38)	(22.68)	(22.68)	(22.68)
재수입자	190130	190121	181226	181030	180912	180729
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	28,000	24,500	24,500	24,500	23,000
과다율(평균%)	(22.13)	(16.99)	(16.49)	(15.56)	(14.56)	(22.41)
과다율(최대/최소%)	(16.50)	(16.25)	(7.55)	(7.96)	(7.96)	(10.65)
재수입자	180430	180410	180131	171109	171026	171010
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	24,000	26,000	32,000	34,000	34,000	31,000
과다율(평균%)	(20.07)	(25.78)	(31.17)	(16.20)	(17.89)	(13.96)
과다율(최대/최소%)	(10.21)	(23.46)	(25.00)	(2.50)	(14.26)	(9.03)
재수입자	170913					
투자의견	Buy					
목표주가	28,000					
과다율(평균%)	(12.84)					
과다율(최대/최소%)	(9.29)					

인터플렉스(051370) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



재수입자	190826	190411	181119	180817	180517	180410
투자의견	Marketperform	Marketperform	Underperform	Underperform	Underperform	Underperform
목표주가	11,000	13,500	13,000	15,000	17,000	17,000
과다율(평균%)		(13.96)	(9.22)	(10.23)	14.30	22.40
과다율(최대/최소%)		15.56	7.89	(32.67)	(7.35)	10.29
재수입자	180323	180222	180121	180102	171218	171211
투자의견	Underperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	17,000	38,000	60,000	75,000	75,000	75,000
과다율(평균%)	20.83	(27.23)	(45.11)	(34.30)	(31.10)	(25.49)
과다율(최대/최소%)	10.29	(23.29)	(41.08)	(6.27)	(6.27)	(6.27)
재수입자	171205	171121	171026	171023	171010	170913
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	75,000	75,000	73,300	63,600	63,600	53,800
과다율(평균%)	(21.08)	(14.06)	(12.78)	(8.52)	(10.06)	(0.42)
과다율(최대/최소%)	(6.27)	(6.27)	(6.32)	(0.31)	(4.92)	1.09
재수입자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

LG전자(066570) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



옵트론텍(082210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



파트론(091700) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

