

Tech Team

장정훈

Analyst
jhooni.chang@samsung.com
02 2020 7752

이종욱

Analyst
jwstar.lee@samsung.com
02 2020 7793

Global Equity Team

김철민, CFA

Analyst
C9082.kim@samsung.com
02 2020 7212

Tech Team

배현기

Research Associate
hk.bae@samsung.com
02 2020 7846

이경록

Research Associate
kyungrokkevin.lee@samsung.com
02 2020 7765

Tech (OVERWEIGHT)

AirPods driving big growth

WHAT'S THE STORY

(이종욱) 2020년 TWS 헤드셋 (True Wireless Headset) 시장의 폭발적 성장: 우리는 2020년과 2021년의 TWS헤드셋 출하량을 각각 49%, 19% 성장한 1.86억대, 2.21억대로 추정한다. 시장 규모는 2019년 151억달러에서 2020년 242억달러로 60% 성장이 예상된다. 시장은 에어팟이 2019년부터 1년에 2종씩 출시되며 40%대의 시장 점유율을 유지할 것으로 예상하며 삼성전자, 화웨이, 샤오미 등의 이어폰이 그 뒤를 따를 것으로 예상된다. IT 하드웨어 시장에서 최근 보기 힘들었던 고성장이며 아이티엠반도체, 덕우전자 등 관련 업체들의 수혜가 예상된다.

(장정훈) 고성장, 고부가 초소형 배터리: 글로벌 블루투스 헤드셋의 성장에 따라 리튬이온 2차전지 시장에도 새로운 바람이 불어오고 있다. 에어팟과 갤럭시버즈의 블루투스 헤드셋에 들어가는 초소형 코인 배터리의 독점 공급선인 Varta의 2019년 한해 376%의 주가수익률이 이러한 시장 기대치를 반증한다. 블루투스 헤드셋 배터리의 매력은 고성장 산업이면서, 단위 에너지 용량에 비해 고부가 제품이란 점이다. 코인형 배터리 단가를 기준으로 글로벌 헤드셋 배터리 시장 규모는 19년 6.3억 달러에서 22년에는 12억 달러 규모로 성장이 예상된다. 그리고 향후 초소형 코인 배터리 시장에서 공급선 다변화는 불가피해, SDI는 새로운 성장 기회를 챙길 수 있다는 점에서 긍정적이다.

(김철민) 무선 이어폰 중국 수혜주: 중국의 수혜 기업으로는 입신정밀(002475 CH)과 고어텍(002241 CH)를 꼽을 수 있다. 입신정밀은 애플의 대표 밸류체인으로, AirPods Pro의 ODM 생산한다. 애플이 노이즈캔슬링 기술 도입 등을 통해 고가 TWS 이어폰 시장을 형성한 만큼, 향후 기술력을 통한 고가 제품에서의 수혜가 예상된다. 고어텍 역시 AirPods의 ODM 생산기업으로, 주요 부품 중 MEMS 마이크로폰을 함께 공급하고 있다. 고어텍은 MEMS 마이크로폰 시장 점유율 2위 기업으로, 무선 이어폰 및 AI 스피커 등의 IoT 기기 수요 증가로 인한 수혜까지 예상된다.

(이종욱 책임연구위원): 2020 에어팟의 폭발적 성장

TWS 헤드셋(True Wireless Headset)이란 블루투스 기술을 이용해 선을 없앤 in-ear형태의 이어폰을 이야기한다. 그리고 TWS 헤드셋 시장에서 아이폰 출시 10년만에 우리는 애플과 삼성의 초창기 스마트폰 전쟁을 다시 목격하는 기분이다.

먼저 애플은 에어팟을 통해 하드웨어의 성공 사이클을 오랜만에 경험하고 있다. 시작부터 전형적이었다. 2016년 출시한 직후 평가는 대체적으로 부정적이었다. 가격은 비쌌고 기능은 새롭지 않았다. 특히 독특한 디자인은 출시 초창기에 종종 조롱의 대상이 되곤 하였다. 그러나 사람들은 디자인에 곧 익숙해져 갔고, 기능의 완성도와 편의성에 만족하기 시작하였다. 출시를 거듭할수록 가격은 비싸졌지만, 사람들의 반응은 더욱 긍정적으로 변하였다. 급기야 11월 블랙 프라이데이와 사이버 먼데이에 300만대의 에어팟을 판매하였는데, 불과 이틀 동안 3년전 연간 판매량의 2배 이상을 팔았다는 것을 의미한다.

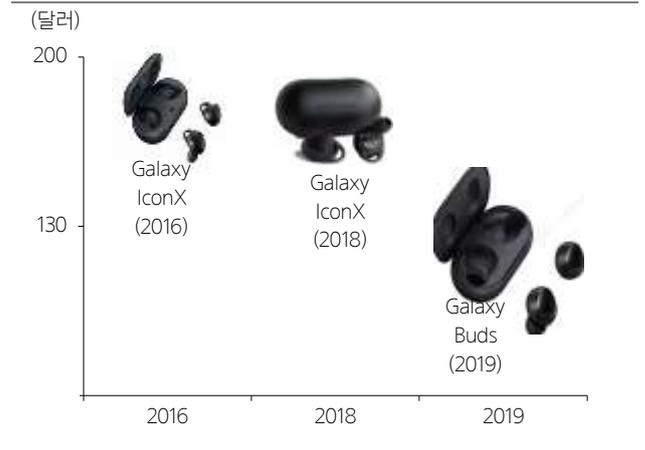
반면 삼성전자는 초창기에 고전하였지만 잘 적응해 가고 있다. 공교롭게도 두 종의 iConX를 낸 이후 제품명을 바꾸었다는 점도 스마트폰과 닮았다. 에어팟이 ASP를 올리며 프리미엄 시장을 개척하고 있는 반면 갤럭시 버즈는 ASP를 낮추며 대중 시장을 공략하고 있다는 점도 비슷하다.

에어팟 출시 역사



자료: 애플, 삼성증권

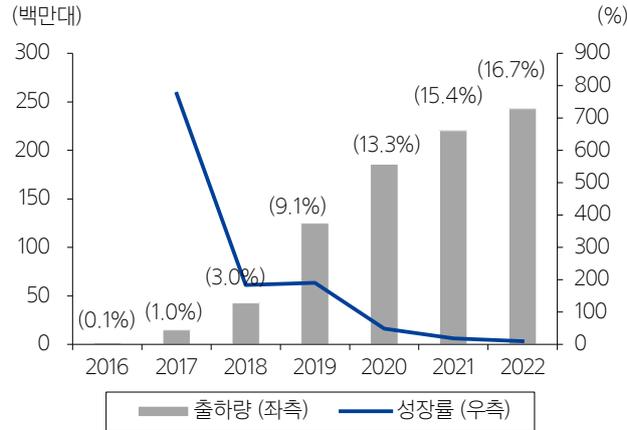
갤럭시 버즈 출시 로드맵



자료: 삼성전자, 삼성증권

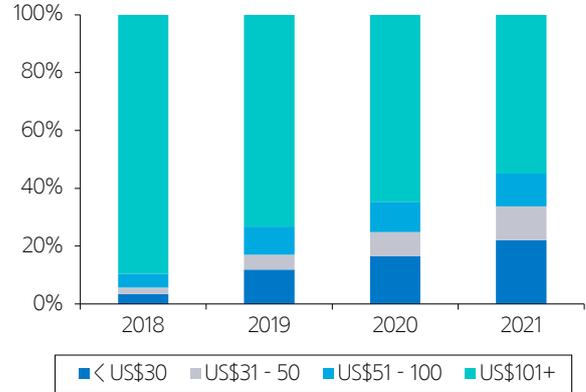
우리는 2020년과 2021년의 TWS헤드셋 출하량을 각각 49%, 19% 성장한 1.86억대, 2.21억대로 추정한다. 2020년은 시장 크기와 성장률로 볼 때 단연 성장의 정점이 될 것으로 생각된다. 시장 규모로는 2019년 151억달러에서 2020년 242억달러로 60% 성장이 예상된다. IT 하드웨어 시장에서 최근 보기 힘들었던 고성장이 분명하다.

글로벌 TWS 이어폰 출하량



참고: 괄호는 침투율
자료: 삼성증권 추정

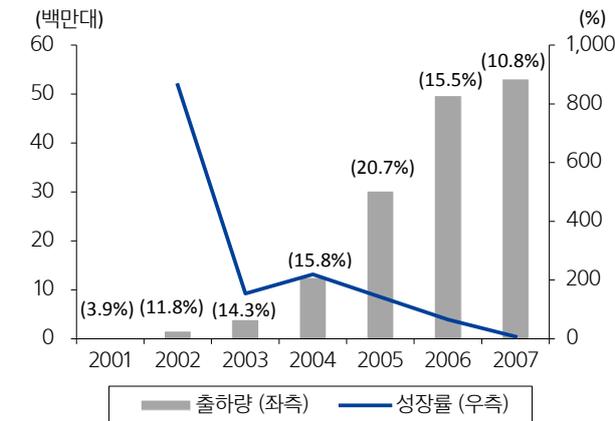
TWS 가격대별 비중 전망



자료: SA, 삼성증권 추정

우리는 과거 핸드폰에서 시작한 블루투스 헤드셋의 성장에서 추정의 근거를 찾았다. 2007 년 아이폰으로 음악을 듣게 되기 전까지 통화가 주가 되는 핸드셋 시장에서 모토로라가 주도한 블루투스 헤드셋은 훌륭한 약세서리였다. 2000 년대 중반 블루투스 헤드셋 시장의 큰 특징은 1) 큰 폭의 성장이 나타날지 3-4 년차에서 2) 매스 모델의 등장으로 저가 비중이 30%를 넘어서는 시점에서 3) 핸드폰 시장의 대략 15%의 침투율까지 고속 성장하였다는 점이다. TWS 헤드셋 역시 1) 2017 년 에어팟이 출현한지 3-4 년차에서 2) 삼성, 샤오미, 화웨이 등의 매스 모델이 등장하며 2020 년 저가 모델이 처음으로 30%를 넘게 되면서 3) 2020 년 큰 폭의 성장 이후 성장률은 점차 둔화될 것이라고 판단한다. 변수가 있는데, TWS 헤드셋은 시리, 빅스비와 연결할 수 있는 기능이 추가되었기 때문에 대화형 인공지능의 발달이 추가 성장을 촉진할 개연성이 있다.

글로벌 블루투스 헤드셋 출하량 (2001-2007)



참고: 괄호는 침투율
자료: SA, 삼성증권

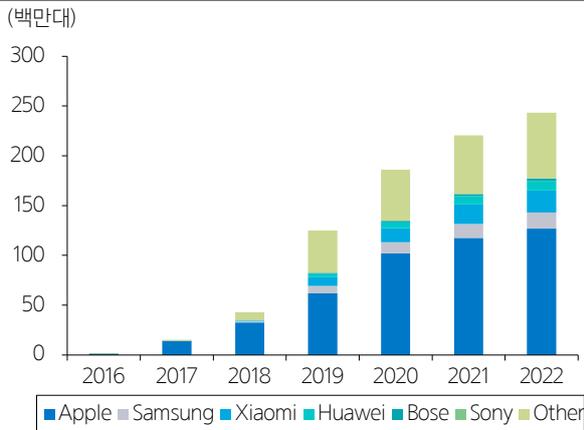
모토로라 블루투스 헤드셋 H605 (CES2006 출시)



자료: 모토로라, 삼성증권

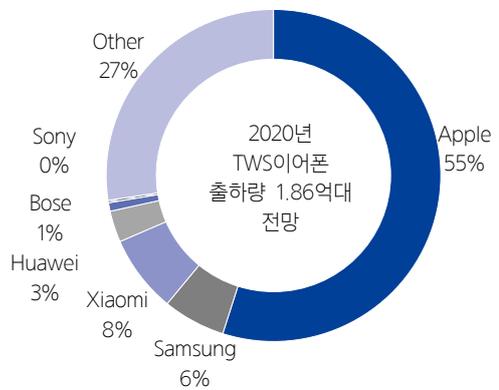
우리는 애플이 주도하는 프리미엄 제품의 입지가 흔들리지 않는다는 점에서 TWS헤드셋의 시장이 스마트폰보다는 태블릿PC나 스마트워치 시장과 더 비슷하다고 생각한다. 애플의 경우 2019년부터 1년에 두 차례의 신제품을 지속적으로 내면서 프리미엄 시장과 매스 시장을 동시에 공략하리라 예상한다. 당연히 애플이 초기 시장의 점유율을 유지할 수는 없겠지만 대략 40%대의 시장 점유율을 유지할 수 있을 것이라 전망한다. 삼성전자 역시 공격적이고 빠르게 시장에 진입하며 갤럭시워치나 갤럭시탭이 차지한 포지션을 차지하기 위해 노력할 것이다. 1등 제품의 확실한 대안으로서의 입지이다. 특히 이번에는 샤오미와 화웨이가 TWS 헤드셋 시장에 적극적으로 뛰어 들고 있다. 이들 역시 중국 시장에서의 침투율이 삼성을 압도하며 판가는 떨어지지만 삼성전자와 대등한 수준의 출하량을 유지할 것으로 예상된다.

업체별 TWS 헤드셋 출하 전망



자료: 삼성증권 추정

2020년 TWS 헤드셋 점유율 추정



자료: 삼성증권 추정

2차전지 (장정훈 수석 연구위원): 20년 이슈 - 작지만 주목할 초소형 2차전지

일러두기: 본 보고서의 '초소형 2차전지(마이크로 배터리)'는 블루투스 헤드셋(또는 블루투스 이어셋)과 관련된 1Ah 이하의 리튬이온 배터리를 언급하고 있다. 그것이 코인형이든 폴리머형이든 구분하지 않았다.

2차전지 업체 Varta의 성과: 2019년 글로벌 2차전지 시장에서 가장 아웃퍼폼한 주식은 독일의 리튬이온 배터리업체이자 코인형 시장 점유율 1위인 'Varta(ERT: VAR1)'다. 2019년 한 해 동안 주가수익률은 376%에 이른다. Varta의 눈부신 성과는 단연코 애플의 블루투스 이어폰, 에어팟 붐 때문이다. 동사 CEO에 따르면 2019년 전방산업의 성장에 비해 2배 이상 성장하고 있고, 이에 따라 Varta는 지난해 6월 기사를 통해, 20년말까지 1억개 셀 제조를 언급한 바 있다. 이후 동사는 다시 22년까지 초소형 배터리 캐패를 현재 보다 2배 커진 연간 1.5억개로 확대한다고 했다.

2016년 에어팟 1세대가 출시되었을 때 블루투스 헤드셋 시장 규모는 9백만대 수준에 불과했으나 2019년의 경우 1.2억대로 추정되고 있다. 애플만 보면 2020년에 약 1.2억개 정도로 커질 것으로 예상되고 있다. 현재 단일 공급사인 Varta의 20년 캐파 계획이 1억개 셀이고, 양쪽 배터리 수요를 감안하면 턱없이 부족한 셈이다.

블루투스 헤드셋 배터리 시장의 매력: Varta의 영업성과가 보여주듯, 블루투스 헤드셋 배터리는 전방산업인 스마트폰 시장보다 성장 레버리지를 기대할 수 있는 아이템이다. 헤드셋에 연결된 단말기가 하나라고 해도 헤드셋 배터리는 복수로 존재하고 충전기용 배터리 또한 함께 추가되기 때문이다. 현재 에어팟프로는 Varta의 초소형 원형코인 배터리가, 충전기에는 Sunwoda의 폴리머 배터리팩(셀은 ATL 추정)이 채용되어 있다. SA자료에 따르면 애플의 헤드셋 액세서리 판매 규모를 19년 52백만대, 20년을 65백만대로 보고 있다. 이를 헤드셋 배터리 개수로 환산하면 2배수인 20년 1.3억개에 해당된다. 충전기를 포함하면 1.9억개 규모로 커지게 된다.

물론 헤드셋 한 개 배터리의 용량은 25mAh(에어팟) ~ 44mAh(에어팟 프로)에 불과하다. 따라서 Wh로 환산하면 애플이 필요로 하는 헤드셋 배터리는 22MWh ~ 39MWh 규모다. 충전기 단위 배터리 용량은 폴리머 배터리 2개가 병렬로 배치되어 398mAh(에어팟)에서 519mAh(에어팟프로)이기 때문에 애플이 필요하는 충전기 배터리 수요는 176MWh ~ 230MWh 규모다. 애플이 글로벌 블루투스 헤드셋 시장 점유율이 20년 기준 48% 수준으로 본다면 전체 시장 규모는 414~561MWh대로 추정해 볼 수 있다. 하지만 헤드셋과 충전기 배터리를 다 합쳐도 EV 배터리 규모(20년 추정 170GWh)와는 비교할 수 없을 정도로 작다.

에어팟, 갤럭시 버즈 배터리/ 충전기 비교

	에어팟	에어팟 충전기	에어팟2	에어팟 충전기	에어팟 프로	에어팟 프로 충전기	삼성 버즈	삼성 버즈 충전기
가격	159달러		159달러		249달러		129달러	
용량	93mWh	1.52Wh	93mWh	1.52Wh	160mWh	1.98Wh	0.2Wh	1.03Wh
	25mAh	398mAh	25mAh	398mAh	44mAh	519mAh	58 mAh	252 mAh
사용시간*			5시간				6시간	
무게(g)	4	38	4	40	5.4	45.6	11.3	40.1
크기(mm)	16.5x18x40.5	44.3x21.3x53.5	16.5x18x40.5	44.3x21.3x53.5	30.9x21.8x24	45.2x60.6x21.7	19.2x17.5x22.5	26.5x70x38.8

참고: * 최대사용시간 기준

자료: Apple, 삼성전자

에어팟 배터리



자료: ifixit

에어팟2 배터리



자료: ifixit

에어팟 프로 배터리



자료: ifixit

에어팟 충전기 배터리



자료: ifixit

에어팟2 충전기 배터리



자료: ifixit

에어팟 프로 충전기 배터리



자료: ifixit

갤럭시 버즈 배터리



자료: 52audio

갤럭시 버즈 충전기 배터리



자료: 52audio

Varta의 코인형 배터리 형태와 사양

	전압(V)	용량(mAh)	지름(mm)	무게(g)
CP1654	3.7	120	16.1	3.2
CP1454	3.7	85	14.1	2.4
CP1254	3.7	60	12.1	1.6
CP1240	3.7	43	12.1	1.2
CP9440	3.7	25	9.4	0.8
CP0854	3.7	25	8.4	0.9
CP7840	3.7	16	7.8	0.7

자료: Varta

고부가 초소형 배터리: 하지만, 단위당 가격은 상대적으로 높다. 원가를 알 수 없는 상황에서 판가를 추정해 볼 수 있는 것은 헤드셋 공급사의 공식홈페이지의 배터리 교체 가격이다. 에어팟의 배터리 교체 비용은 개당 49달러, 에어팟프로는 89달러에 해당한다. 교체비용을 Wh당 비용으로 계산하면 526달러다. 하지만 애플이 액세서리 판매에서 높은 부가가치를 향유한다고 볼 때 배터리 공급사 입장에서 공급 가격은 훨씬 낮을 것이다.

다른 형태로 조사해 보면, 에어팟프로의 배터리 포맷은 CP1154, 0.16Wh 제품인데 비해, 삼성 갤럭시버즈 헤드셋 배터리는 CP1254, 0.2Wh 제품이다. CP1154제품 가격 정보가 없어서 대신 CP1254 제품을 온라인 판매 사이트에서 검색해 보면 판매가가 개당 13달러 수준이다. 판매/유통 마진을 감안해 원가를 30~40%선으로 잡는다면 배터리 공급가는 평균 4달러 정도를 기준삼아 볼 수 있다.

2018년 에어팟 출하량이 3,500만대고, 2019년에 6,000만대다. 공급자 입장에서 코인형 배터리 매출은 좌우 복수를 감안해야 하니 18년 2.8억달러 19년 4.8억 달러로 추정된다. Varta의 2018년 매출액은 2.7억 유로, 19년은 3.2억 유로로 추정되고 있기 때문에, 주요 공급선에 대한 공급가는 이보다 낮은 2.5달러선으로 보는 것이 좀 더 합리적이다. 20년 기준 배터리 수요량을 Wh기준으로 환산한다면, 애플향 초소형 코인 배터리의 개당 용량이 0.16Wh니, 판가는 Wh당 20달러라는 계산이 나온다. 19년 EV배터리 팩 가격이 kWh당 160달러 수준으로 평가되고 있으니, 블루투스 헤드셋에 들어가는 초소형 코인 배터리 가격은 100배가 훨씬 넘는 고부가 제품인 셈이다.

에어팟 스펙 비교

	에어팟 충전기		에어팟2 충전기		에어팟 프로 충전기	
가격	159달러		159달러		249달러	
용량	93mWh 25mAh	1.52Wh 398mAh	93mWh 25mAh	1.52Wh 398mAh	160mWh 44mAh	1.98Wh 519mAh
사용시간*	5시간					
무게(g)	4g	38g	4g	40g	5.4g	45.6g
크기(mm)	16.5x18x40.5	44.3x21.3x53.5	16.5x18x40.5	44.3x21.3x53.5	30.9x21.8x24	45.2x60.6x21.7
배터리 교체가격**	49달러	49달러	49달러	49달러	89달러	89달러

참고: * 최대사용시간 기준, **공식 홈페이지 교체가격

자료: Apple

CP 1254 온라인 판매가격



New CP1254 A3 3.7V 220 mAh Bluetooth Headset Battery
Wearable Battery For VARTA

\$13.99 Free Shipping

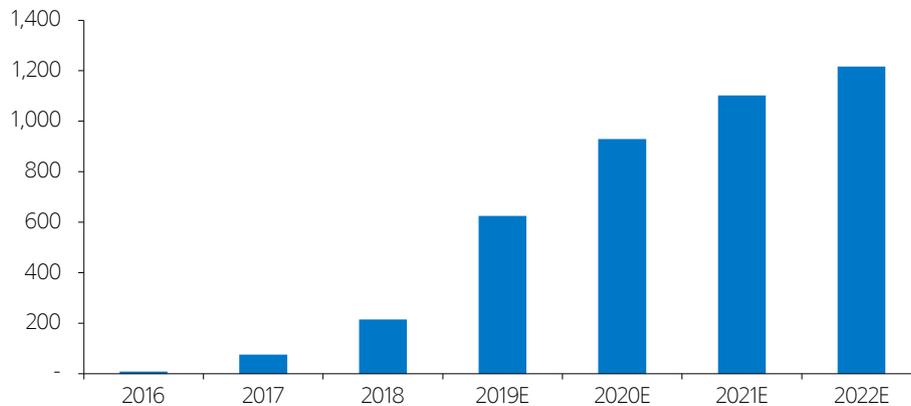
Est. Delivery Wed, Jan 22 - Wed, Feb 26

자료: Ebay

만약 현재 2.5달러 기준으로 시장 규모를 추정해 보면, 당사는 19년 글로벌 블루투스 헤드셋 시장 규모를 1.25억대로 추정하며 이를 배터리 개수로 환산하면 2.5억대, 금액으로는 6.3억 달러의 시장이 만들어지게 된다. 22년 블루투스 헤드셋 시장 규모는 2.3억대로 추정하며 관련 배터리 시장 규모는 12억 달러로 커지게 된다.

글로벌 헤드셋 배터리 시장 추정

(백만달러)



참고: 글로벌 헤드셋 배터리 출하량 전망에 코인형 배터리 공급단가 추정치를 감안해 산출

자료: 삼성증권

SDI - 초소형 배터리 기회를 본다: 애플과 삼성 등 주요 스마트폰 업체들이 연결 잭이 필요없는 무선 헤드셋 형태로 가다 보니 글로벌 블루투스 헤드셋 시장이 빠른 속도로 성장하고 있는 반면, 이들 배터리 공급선은 Varta에 의존하고 있다. 따라서 블루투스 헤드셋 제조사 입장에서 초소형 코인 배터리 공급선 다변화가 절실할 것이며, 이들 업체들에 대한 증설 요청이 필요한 것으로 판단된다. 국내 배터리업체로서는 캡티브 고객층 충전기용 소형 폴리머 배터리를 공급하고 있는 SDI가 코인형 배터리까지 확대해 나갈 수 있는 좋은 기회로 여겨진다. 배터리용량은 낮지만 시장 규모가 빠르게 성장하고 있고, 상대적으로 고부가이기 때문에 동사의 전방산업 중 전동공구 시장의 약세를 어느 정도 상쇄함과 동시에 시장에서 긍정적인 모멘텀을 받아갈 수 있을 것으로 판단된다.

2020. 1. 3

Tech Team

장정훈

Analyst
jhooni.chang@samsung.com
02 2020 7752

이경록

Research Associate
kyungrokkevin.lee@samsung.com
02 2020 7765

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	310,000원	(33.6%)
현재주가	232,000원	
시가총액	16.0조원	
Shares (float)	68,764,530주 (74.6%)	
52주 최저/최고	201,000원/255,500원	
60일-평균거래대금	490.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
삼성SDI (%)	-0.9	-1.1	10.2
Kospi 지수 대비 (%pts)	-4.6	-3.5	1.8

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	310,000	310,000	0.0%
2019E EPS	7,522	7,522	0.0%
2020E EPS	13,724	16,250	-15.5%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	23
Target price	298,522
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

삼성SDI (006400)

20년 연초에 꾸는 꿈

WHAT'S THE STORY

20년 실적 전망치 조정: 20년 매출액은 11조원, 영업이익은 9,167억원으로 기존 추정치 보다 21.4% 하향 조정한다. 1) 전자재료 편광부품 조정 - 글로벌 LCD TV 출하가 전년대비 줄어 들 것으로 예상되는 가운데, 동사의 편광필름 부문의 성장 기대치도 기존 보다 소폭 조정한다. 2) ESS 상반기 수주는 주춤 - 19년 ESS 화재 발생 이후 보급된 전체 ESS시스템에 대해 자체적으로 수거해 특수 소화시스템을 설치하기로 함에 따라 20년 상반기까지는 신규 수주 보다 유지보수에 집중될 것으로 판단된다. 이에 따라 해외 수주는 지속 성장하겠지만 연간 매출은 전년비와 유사한 수준에 그칠 전망이다. 3) 소형전지 기대치 조정 - 20년 물량기준 증가는 꾸준하겠지만 원통형 배터리 전방시장 중에서 전동공구 시장의 회복이 늦어지면서 판가 하락을 피하긴 어려울 듯 하다.

모멘텀 반전의 기회는 있다: 1) 유럽 EV 성장 수혜 - ESS로 인한 노이즈보다 유럽 전기차 성장으로 인한 EV배터리 모멘텀을 기대한다. 2020년은 유럽 자동차 업체로서 전기차 판매에 좀 더 집중해야 되는 시기이고 유럽 배터리 시장 의존도가 높은 동사로서는 긍정적인 영향을 받을 것으로 기대된다. 2) 상용 전기차 이벤트 수혜 - 20년 상용 전기차의 등장과 소형 원통형 배터리의 전기차향 공급 시작을 주목한다. 2020년은 테슬라 세미트럭의 판매, 아마존 리비안 밴의 시제품 출현 등 상용 전기차(미니밴, 트럭) 이벤트가 몰려있다. 지난해 볼보와의 상용 전기트럭에 대한 전략적 제휴를 맺은 동사로서는 고용량 배터리 시장 성장과 함께 중요한 공급자 지위를 가져갈 것으로 기대된다. 이와함께 JLR 승용전기차향 원통형 배터리 출하가 본격화 되면서 모멘텀이 배가될 가능성이 있다. 3) 초소형 배터리 시장 - 에어팟, 갤럭시버즈와 같이 스마트폰과 연계된 블루투스 헤드셋의 고속 성장은 동사에게 새로운 시장 진입 기회를 열어줄 가능성이 있다. 이 경우, 상대적으로 높은 판가로 소형 전지 부문 매출 및 손익에 긍정적인 영향을 줄 것으로 보인다.

목표주가 310,000원, 투자의견 BUY 유지: 20년 실적 추정치 하향 조정에도 불구하고, 지난달 주가 급락의 과정에서 상당부분 반영된 것으로 판단된다. 19년말 종가 기준으로 20년 P/E 16배, P/B 1.2배 수준이지만 글로벌 Peer 대비 저평가된 상황이다. 전년 총당금 영향이 있지만 올해 이익 성장률은 80% 중반대로 두드러질 것으로 예상되면서 19년 소폭 증가에 그친 주가 흐름은 이익 성장을 따라갈 것으로 판단된다. 따라서 목표주가 310,000원과 투자의견 BUY를 유지한다

위 리포트는 1월 2일 기발간 되었음

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	9,158	10,090	11,374	13,850
영업이익 (십억원)	715	525	917	1,492
순이익 (십억원)	745	563	1,026	1,453
EPS (adj) (원)	9,962	7,522	13,724	19,420
EPS (adj) growth (%)	6.7	(24.5)	82.5	41.5
EBITDA margin (%)	14.2	13.0	16.3	18.4
ROE (%)	6.0	4.4	7.5	9.8
P/E (adj) (배)	23.3	30.8	16.9	11.9
P/B (배)	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (배)	13.9	12.7	9.1	6.4
Dividend yield (%)	0.4	0.4	0.4	0.4

자료: 삼성증권 추정

4분기 예상 실적

(십억원)	4Q19E	4Q18	3Q19	증감	
				전년동기대비	전분기대비
매출액	2,813.6	2,478.6	2,567.9	13.5	9.6
영업이익	83.2	248.7	166.0	(66.6)	(49.9)
세전사업계속이익	152.3	391.2	300.4	(61.1)	(49.3)
순이익	127.1	266.0	217.4	(52.2)	(41.5)
이익률 (%)					
영업이익	3.0	10.0	6.5		
세전사업계속이익	5.4	15.8	11.7		
순이익	4.5	10.7	8.5		

자료: 삼성SDI

연간 실적 추정 변경

(십억원)	2019E			2020E		
	수정 전	수정 후	차이 (%)	수정 전	수정 후	차이 (%)
매출액	10,090.1	10,090.1	0.0	12,218.6	11,374.1	(6.9)
영업이익	525.2	525.2	0.0	1,166.6	916.7	(21.4)
세전사업계속이익	740.2	740.2	0.0	1,613.5	1,362.7	(15.5)
순이익	562.5	562.5	0.0	1,215.3	1,026.3	(15.5)

자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
매출액	1,908.8	2,248.0	2,522.5	2,478.6	2,304.1	2,404.5	2,567.9	2,813.7	2,394.9	2,648.5	3,021.0	3,309.7	10,090.1	11,374.1	13,849.8
전지	1,417.1	1,727.3	1,922.3	1,879.3	1,730.1	1,821.4	1,951.7	2,205.1	1,807.5	2,007.8	2,320.2	2,608.1	7,708.4	8,743.6	10,688.4
2차전지(IT)	886.9	913.5	1,123.1	1,134.4	1,115.8	1,161.5	1,059.7	1,096.0	1,074.1	1,116.6	1,182.8	1,229.5	4,432.9	4,603.0	4,692.4
2차전지(EV+ESS)	530.2	813.9	799.2	744.9	614.3	659.9	892.1	1,109.2	733.4	891.2	1,137.4	1,378.6	3,275.4	4,140.6	5,995.9
전자재료	489.9	518.8	598.2	597.2	572.1	581.2	614.3	606.6	585.5	638.9	698.9	699.6	2,374.1	2,622.9	3,153.8
영업이익	71.9	152.8	241.5	248.7	118.8	157.3	166.0	83.1	116.5	193.1	300.9	306.3	525.2	916.7	1,491.9
전지	21.2	86.6	151.1	158.1	44.1	79.5	90.8	(1.3)	60.0	122.3	206.2	226.7	213.2	615.2	1,119.0
2차전지(IT)	79.8	85.3	159.5	170.2	145.1	164.9	126.1	142.5	96.7	111.7	153.8	147.5	578.6	509.6	609.0
2차전지(EV+ESS)	(58.6)	1.3	(8.4)	(12.1)	(101.0)	(85.4)	(35.3)	(143.7)	(36.7)	10.6	52.4	79.1	(365.4)	105.5	510.0
전자재료	50.7	66.2	90.4	90.6	74.8	77.8	75.1	84.4	56.5	70.8	94.7	79.6	312.0	301.6	373.0
영업이익률 (%)	3.8	6.8	9.6	10.0	5.2	6.5	6.5	3.0	4.9	7.3	10.0	9.3	5.2	8.1	10.8
전지	1.5	5.0	7.9	8.4	2.5	4.4	4.7	(0.1)	3.3	6.1	8.9	8.7	2.8	7.0	10.5
전자재료	10.3	12.8	15.1	15.2	13.1	13.4	12.2	13.9	9.6	11.1	13.5	11.4	13.1	11.5	11.8

자료: 삼성SDI, 삼성증권 추정

목표주가 산정

(십억원)		비고
총 영업가치	19,922	
기존 사업영역	12,881	
소형전자*	8,096	
전자재료*	4,785	
신규 성장 사업영역	7,041	
자동차배터리/ESS**	7,041	
총 비영업가치	6,418	
상장계열사 지분가치	1,186	
비상장회사 지분가치	396	3분기말 장부가에 30% 할인 적용
삼성디스플레이	4,837	3분기말 장부가 적용
순부채	241	19년말 기준
순자산가치	26,100	
할인(%)	15	ESS 수주 변동성
주당 순자산가치 (원)	322,618	
12개월 목표주가 (원)	310,000	
현주가 (원)	232,000	1월 2일 종가 기준
상승 여력 (%)	33.6	

참고: * 2019년, 2020년 평균 EBITDA에 부문별 Peer 그룹 평균 배수 적용

** 2020년 예상 EBITDA를 현재 할인 후 Peer 그룹 평균 배수 적용

자료: 삼성증권 추정

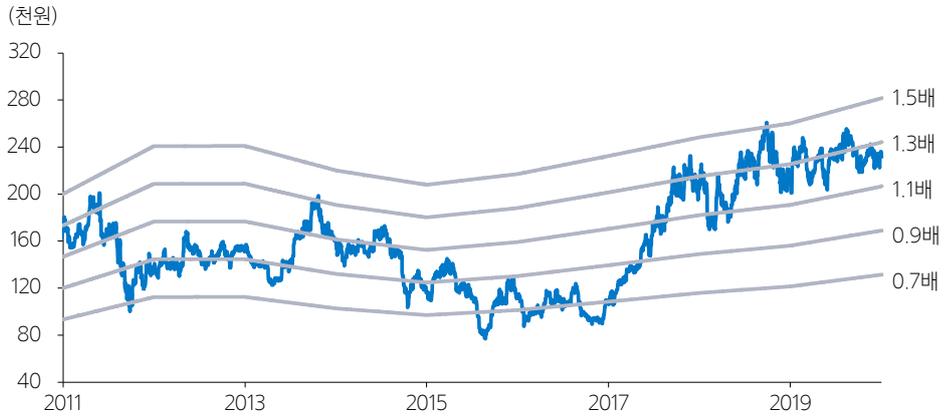
중대형 전지 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E	비고
1. 실적 추정						
매출액	959	1,471	2,888	3,275	4,141	
EV 배터리 매출액	768	1,044	1,366	2,276	3,127	
출하량 (GWh)	2.8	4.4	6.4	12.5	21.1	
ASP (달러)	354	313	277	237	195	팩 비중에 따라 달라짐
EV 환산대수	128,421	192,930	256,850	445,000	640,000	HEV관련 미포함
EBITDA	(215)	(153)	125	123	794	
영업이익	(315)	(253)	(78)	(365)	106	
감가상각비	100	100	203	488	688	
2. 밸류에이션						
2020년 예상 EBITDA	794					
무위험 이자율 (%)	2.08					국고채 3년물 금리 5개년 평균
2019년 현재가치	778					
전지업체 평균	9.1					
EV/EBITDA						
중대형 전지 영업가치	7,041					

참고: 환율 1,100원 가정

자료: 삼성증권 추정

Forward P/B 밴드



자료: 삼성SDI, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,347	9,158	10,090	11,374	13,850
매출원가	5,181	7,118	8,071	8,760	10,301
매출총이익	1,166	2,040	2,019	2,614	3,549
(매출총이익률, %)	18.4	22.3	20.0	23.0	25.6
판매 및 일반관리비	1,049	1,325	1,494	1,697	2,057
영업이익	117	715	525	917	1,492
(영업이익률, %)	1.8	7.8	5.2	8.1	10.8
영업외손익	707	321	215	446	446
금융수익	250	382	34	51	67
금융비용	251	339	81	98	119
지분법손익	695	342	262	494	497
기타	13	(64)	0	0	1
세전이익	824	1,036	740	1,363	1,938
법인세	181	291	178	336	484
(법인세율, %)	21.9	28.1	24.0	24.7	25.0
계속사업이익	643	745	563	1,026	1,452
중단사업이익	0	0	0	0	1
순이익	643	745	563	1,026	1,453
(순이익률, %)	10.1	8.1	5.6	9.0	10.5
지배주주순이익	657	701	529	966	1,368
비지배주주순이익	(14)	44	33	60	86
EBITDA	577	1,297	1,313	1,851	2,553
(EBITDA 이익률, %)	9.1	14.2	13.0	16.3	18.4
EPS (지배주주)	9,338	9,962	7,522	13,724	19,434
EPS (연결기준)	9,139	10,586	7,993	14,582	20,650
수정 EPS (원)*	9,338	9,962	7,522	13,724	19,420

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	(250)	261	1,701	1,345	2,123
당기순이익	643	745	563	1,026	1,453
현금유출입이없는 비용 및 수익	29	630	725	799	1,079
유형자산 감가상각비	369	491	720	884	1,024
무형자산 상각비	91	91	68	50	37
기타	(431)	47	(63)	(135)	18
영업활동 자산부채 변동	(841)	(979)	613	(122)	101
투자활동에서의 현금흐름	89	(1,705)	(2,306)	(1,838)	(2,043)
유형자산 증감	(957)	(2,142)	(2,000)	(1,800)	(1,800)
장단기금융자산의 증감	661	1,600	(31)	(38)	(243)
기타	385	(1,162)	(275)	0	(0)
재무활동에서의 현금흐름	353	1,756	735	735	536
차입금의 증가(감소)	475	1,854	802	802	603
자본금의 증가(감소)	11	(5)	0	0	0
배당금	(70)	(72)	(67)	(67)	(67)
기타	(63)	(21)	0	0	(0)
현금증감	197	308	2,176	607	982
기초현금	1,012	1,209	1,517	3,693	4,300
기말현금	1,209	1,517	3,693	4,300	5,282
Gross cash flow	672	1,375	1,288	1,826	2,532
Free cash flow	(1,242)	(1,886)	(299)	(455)	323

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 삼성SDI, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,585	5,519	7,456	8,490	10,545
현금 및 현금등가물	1,209	1,517	3,693	4,300	5,282
매출채권	1,000	1,496	1,441	1,625	1,979
재고자산	967	1,746	1,484	1,625	1,979
기타	409	761	838	940	1,306
비유동자산	12,157	13,830	13,549	14,564	15,476
투자자산	8,009	8,073	6,580	6,730	6,902
유형자산	2,930	4,608	5,888	6,804	7,580
무형자산	897	866	799	749	711
기타	321	282	282	282	282
자산총계	15,742	19,350	21,005	23,054	26,021
유동부채	2,664	4,013	4,213	4,283	4,836
매입채무	461	639	673	758	923
단기차입금	768	1,490	1,490	1,490	1,490
기타 유동부채	1,435	1,884	2,051	2,035	2,423
비유동부채	1,626	3,112	4,071	5,091	6,115
사채 및 장기차입금	345	1,514	2,314	3,114	3,714
기타 비유동부채	1,280	1,597	1,757	1,977	2,400
부채총계	4,290	7,125	8,284	9,374	10,950
지배주주지분	11,257	11,934	12,396	13,295	14,600
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,043	5,038	5,038	5,038	5,038
이익잉여금	5,601	6,613	7,075	7,974	9,275
기타	257	(73)	(73)	(73)	(69)
비지배주주지분	195	291	324	385	470
자본총계	11,452	12,225	12,721	13,680	15,071
순부채	120	1,631	241	419	(161)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	22.0	44.3	10.2	12.7	21.8
영업이익	흑전	511.6	(26.5)	74.6	62.7
순이익	204.7	15.8	(24.5)	82.5	41.6
수정 EPS**	199.6	6.7	(24.5)	82.5	41.5
주당지표					
EPS (지배주주)	9,338	9,962	7,522	13,724	19,434
EPS (연결기준)	9,139	10,586	7,993	14,582	20,650
수정 EPS**	9,338	9,962	7,522	13,724	19,420
BPS	154,919	165,505	173,431	187,624	207,693
DPS (보통주)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuations (배)					
P/E***	24.8	23.3	30.8	16.9	11.9
P/B***	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	28.5	13.9	12.7	9.1	6.4
비율					
ROE (%)	6.0	6.0	4.4	7.5	9.8
ROA (%)	4.2	4.2	2.8	4.7	5.9
ROIC (%)	2.1	8.5	6.7	9.8	14.6
배당성향 (%)	10.0	9.3	12.4	6.8	4.8
배당수익률 (보통주, %)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
순부채비율 (%)	1.1	13.3	1.9	3.1	(1.1)
이자보상배율 (배)	5.1	13.8	6.5	9.3	13.1

2020. 1. 3

Team

이종욱

Analyst

jwstar.lee@samsung.com

02 2020 7793

배현기

Research Associate

hk.bae@samsung.com

02 2020 7846

▶ AT A GLANCE

투자의견	Not Rated
목표주가	n/a
현재주가	42,400원
시가총액	9,679.1억원
Shares (float)	22,828,069주 (31.9%)
52주 최저/최고	24,650원/42,450원
60일-평균거래대금	341.3억원

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
아이티엠반도체 (%)	23.8	n/a	n/a
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	16.5	n/a	n/a

아이티엠반도체 (084850)

S커브 성장의 시작점

- POC, PMP 등 패키지 기술이 차별화된 배터리 보호회로를 생산
- TWS 블루투스 이어폰의 성장으로 PMP 시장의 성장 가속화
- 2019년 이후 미주, 중화권 업체로 고객 다변화 진행 중. 새로운 리레이팅의 동력

WHAT'S THE STORY

패키지 기술 차별화로 독점적인 경쟁력 확보: 아이티엠 반도체는 배터리용 보호회로를 제조하는 업체이다. 기존 보호회로(PCM:Protection Circuit Module)에 사용되는 보호IC와 FET(Field Effect Transistor)를 단일 패키지로 구성하는 POC(Protection One Chip) 제품으로 국내 스마트폰 고객사 내 과점적인 지위를 확보하였다. 2012년부터는 PCM 자체를 하나의 패키지화하여 구현하는 PMP(Protection Module Package)를 양산하기 시작하였다. 또한 PMP는 여러개의 특허로 방어되는 독점 기술이다. 판가가 좋은 PMP 매출이 지속 상승하며 2019년 POC매출을 앞지르기 시작하였으며 2019년 상반기 기준 POC와 PMP제품이 전체 매출의 약 34%와 58%를 차지했다. 장기적으로는 대형 배터리용 BMS시장까지의 진입을 목표로 하고 있다.

웨어러블 디바이스의 성장 수혜: 웨어러블 디바이스는 배터리 보호회로가 여러개 필요한 것이 특징이다. 특히 웨어러블 디바이스의 특성상 형태의 변형이 쉽고 크기가 작으며 발열이 낮은 PMP의 경쟁력이 극대화된다. 동사는 2016년부터 TWS 블루투스 이어폰으로 PMP 납품을 시작한 이후 2019년과 2020년 TWS 헤드셋이 고속 성장하며 PMP 매출의 성장에 기여하고 있다. TWS의 성장 이후에도 다양한 웨어러블 디바이스의 증가는 PMP의 잠재 시장의 성장과 직결된다.

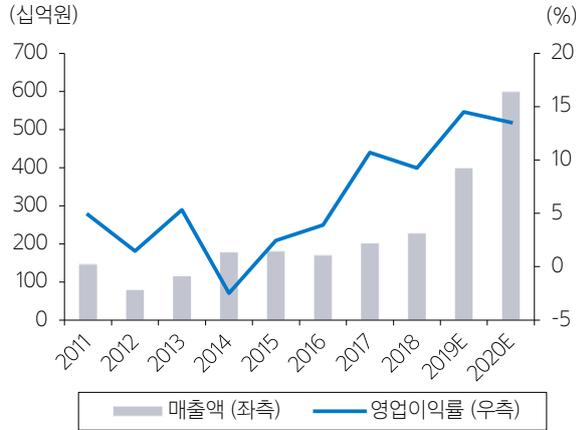
고객과 어플리케이션 다변화로 리레이팅 가능: 2019년부터는 국내 고객사를 넘어 미주와 중화권 고객사로 영역을 확장하기 시작하였다. 3Q19부터 시작된 미주 스마트폰 매출 확장으로 매출이 큰 폭으로 개선되기 시작하였고, 2020년에는 중화권 Big 4 업체를 대상으로 웨어러블 기기 뿐 아니라 스마트폰으로 추가적인 영역 확장이 나타날 가능성이 높다고 판단한다. 특히 하이엔드 스마트폰에는 배터리 학습 기능 및 EEPROM 기능을 포함하는 고사양 PMP가 탑재되며 믹스 개선에 기여하고 있다. 이처럼 고객사와 어플리케이션이 다변화되며 독점적인 지위가 주가로 재평가될 수 있을 것으로 기대한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2015	2016	2017	2018
매출액 (십억원)	181	170	202	228
영업이익 (십억원)	4	7	22	21
순이익 (십억원)	(22)	(19)	8	18
EPS (adj) (원)	(1,962)	(1,656)	558	1,214
EPS (adj) growth (%)	적지	적지	흑전	117.7
EBITDA margin (%)	8.4	10.9	17.9	15.4
ROE (%)	(42.3)	(47.4)	18.0	24.4
P/E (adj) (배)	n/a	n/a	76.0	34.9
P/B (배)	11.1	15.7	12.4	7.4
EV/EBITDA (배)	71.7	58.2	30.0	29.8
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

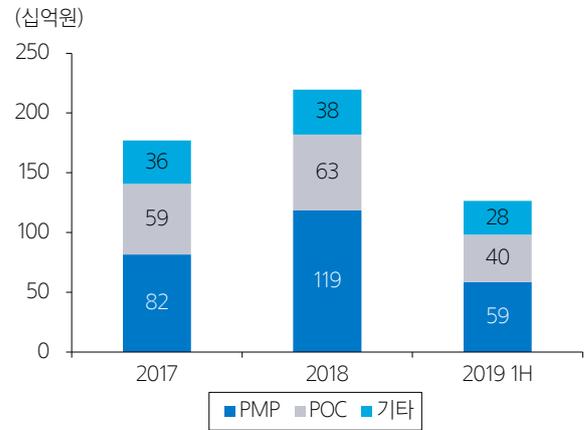
자료: 삼성증권 추정

연간 매출액과 영업이익률 추이



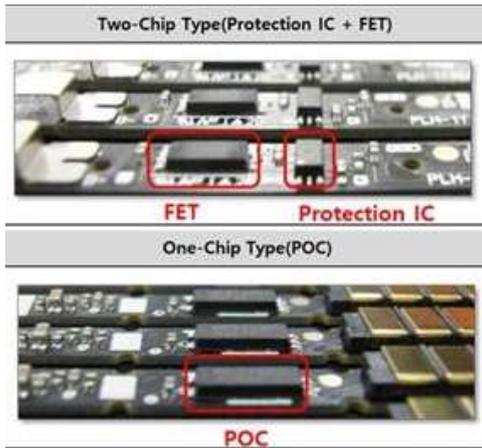
참고: 19년, 20년은 기업 가이드스 기준
자료: 아이티엠반도체, 삼성증권

제품별 매출 Breakdown



자료: 아이티엠 반도체

POC의 장점은 내구성과 차폐 용이



자료: 아이티엠반도체, 삼성증권

PMP의 장점은 설계편의성과 발열 감소



자료: 아이티엠반도체, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	178	181	170	202	228
매출원가	166	155	140	154	175
매출총이익	12	25	31	48	53
(매출총이익률, %)	6.8	14.0	18.0	23.9	23.2
판매 및 일반관리비	17	21	24	27	32
영업이익	(4)	4	7	22	21
(영업이익률, %)	(2.5)	2.4	3.9	10.7	9.2
영업외손익	(3)	(5)	(8)	(16)	(2)
금융수익	1	1	2	1	1
금융비용	4	5	7	5	5
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	(0)	(3)	(12)	2
세전이익	(7)	(0)	(1)	6	19
법인세	0	(1)	1	(2)	0
(법인세율, %)	(0.1)	363.1	(44.2)	(26.5)	2.5
계속사업이익	(7)	1	(2)	8	18
중단사업이익	0	(23)	(17)	0	0
순이익	(7)	(22)	(19)	8	18
(순이익률, %)	(4.0)	(12.2)	(11.1)	3.8	8.0
지배주주순이익	(7)	(22)	(19)	8	18
비지배주주순이익	(0)	(0)	(0)	(0)	0
EBITDA	6	15	19	36	35
(EBITDA 이익률, %)	3.4	8.4	10.9	17.9	15.4
EPS (지배주주)	(1,049)	(1,962)	(1,656)	558	1,214
EPS (연결기준)	(1,050)	(1,962)	(1,656)	558	1,214
수정 EPS (원)*	(1,049)	(1,962)	(1,656)	558	1,214

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동에서의 현금흐름	11	8	13	15	28
당기순이익	(7)	(22)	(19)	8	18
현금유출입이없는 비용 및 수익	14	14	20	27	22
유형자산 감가상각비	10	10	11	14	13
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
기타	3	3	8	12	8
영업활동 자산부채 변동	8	(4)	(2)	(14)	(7)
투자활동에서의 현금흐름	(27)	(34)	(10)	(22)	(28)
유형자산 증감	(31)	(44)	(7)	(18)	(27)
장단기금융자산의 증감	(3)	6	(3)	(2)	(0)
기타	7	4	0	(3)	(1)
재무활동에서의 현금흐름	22	21	(2)	5	12
차입금의 증가(감소)	37	26	(6)	(3)	(20)
자본금의 증가(감소)	33	4	12	5	34
배당금	0	0	0	0	0
기타	(47)	(9)	(7)	2	(2)
현금증감	6	(5)	1	(3)	10
기초현금	2	9	4	5	2
기말현금	9	4	5	2	12
Gross cash flow	7	(8)	2	34	40
Free cash flow	(20)	(36)	2	(4)	(5)

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회식, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 아이티엠반도체, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	66	66	71	74	91
현금 및 현금등가물	9	4	5	2	12
매출채권	28	21	30	39	43
재고자산	19	24	22	22	26
기타	10	18	15	11	9
비유동자산	128	132	117	125	150
투자자산	2	1	2	1	1
유형자산	109	117	98	97	119
무형자산	13	6	7	6	7
기타	3	6	11	21	22
자산총계	194	198	189	199	241
유동부채	104	96	105	118	128
매입채무	18	15	19	22	22
단기차입금	68	67	58	77	78
기타 유동부채	18	15	27	19	29
비유동부채	29	59	47	33	12
사채 및 장기차입금	26	52	43	31	11
기타 비유동부채	2	7	4	2	1
부채총계	133	155	152	151	140
지배주주지분	61	43	36	48	101
자본금	5	6	7	7	9
자본잉여금	40	43	54	59	91
이익잉여금	16	(6)	(24)	(17)	1
기타	0	0	0	(1)	1
비지배주주지분	0	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	61	43	36	48	101
순부채	90	126	116	113	83

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2014	2015	2016	2017	2018
증감률 (%)					
매출액	53.5	1.3	(5.8)	18.5	13.1
영업이익	적전	흑전	50.8	224.4	(2.3)
순이익	적전	적지	적지	흑전	138.5
수정 EPS**	적전	적지	적지	흑전	117.7
주당지표					
EPS (지배주주)	(1,049)	(1,962)	(1,656)	558	1,214
EPS (연결기준)	(1,050)	(1,962)	(1,656)	558	1,214
수정 EPS**	(1,049)	(1,962)	(1,656)	558	1,214
BPS	5,651	3,822	2,694	3,415	5,725
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	n/a	76.0	34.9
P/B***	7.5	11.1	15.7	12.4	7.4
EV/EBITDA	174.3	71.7	58.2	30.0	29.8
비율					
ROE (%)	(14.8)	(42.3)	(47.4)	18.0	24.4
ROA (%)	(4.5)	(11.2)	(9.7)	3.9	8.3
ROIC (%)	(3.6)	(7.4)	6.2	19.1	13.5
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	147.1	293.8	317.5	234.7	82.5
이자보상배율 (배)	(1.5)	1.4	1.4	4.5	4.7

2020. 1. 3

Team

이종욱

Analyst

jwstar.lee@samsung.com

02 2020 7793

배현기

Research Associate

hk.bae@samsung.com

02 2020 7846

▶ AT A GLANCE

투자의견	Not Rated
목표주가	n/a
현재주가	8,670원
시가총액	1,381.2억원
Shares (float)	15,930,310주 (44.5%)
52주 최저/최고	3,755원/8,670원
60일-평균거래대금	26.0억원

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
덕우전자 (%)	16.7	65.1	108.9
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	9.8	70.6	107.5

덕우전자 (263600)

장기 성장의 전초전

WHAT'S THE STORY

카메라용 소형 프레스부품 업체: 덕우전자는 1992년 설립된 금형, 프레스 업체이다. 주로 LG전자형 TV 기구물을 납품해 오다가, 2012년부터 북미 고객사로 카메라모듈을 위한 스티프너(stiffener)와 브라켓(bracket) 등 소형 프레스부품을 주로 생산하기 시작하였다. 스티프너는 카메라모듈 후면에서 차폐와 이물 보호를 하고, 브라켓은 카메라모듈 전면에서 내구성을 보완한다. 고객사내 높은 점유율을 바탕으로 성장세를 지속하고 있다.

웨어러블 제품 성장이 기회 요소: 최근 미주 고객사의 웨어러블 디바이스 성장세가 눈에 띈다. SA에서는 인이어 블루투스 이어폰 출하량을 2022년까지 3년간 연평균 43% 성장할 것으로 전망하였고, 우리는 애플의 에어팟은 2019년 6,000만대, 2020년 8,500만대 이상 판매할 것으로 예상한다. 동사는 2018년부터 웨어러블 기기에 들어가는 배터리 모듈용 프레스물을 납품하기 시작하였다. 우리는 관련 매출이 2019년 4%에서 2020년 6% 수준으로 성장하리라 예상한다. 현재 비중은 작지만 1) 고부가 제품으로, 2) 자동화 설비에서 규모의 경제를 갖추며 독점적 지위 유지가 가능하며, 3) 장기적으로도 웨어러블 기기의 종류가 늘어날 수록, 내구성과 두께를 개선시키는 브라켓 기구물의 수요가 증가하리라 생각한다.

트리플카메라로 인한 시장 성장: 보통 스티프너는 렌즈당 1개씩, 브라켓은 모듈당 한개씩 들어가기 때문에 트리플카메라의 경우 스티프너 3개와 브라켓 1개가 사용된다. 따라서 카메라 렌즈의 증가는 기본적으로 동사에게 성장 요소이다. 다만 고객사가 트리플카메라를 적용 시 다른 가공 기술을 채택하며 동사의 브라켓 매출이 하락하였다. 단기적으로는 오히려 고객사 듀얼카메라의 비중이 동사의 매출에 중요하며, 장기적으로는 브라켓 공정기술 변화가 또 다른 기회 요인이 될 수도 있을 것이다.

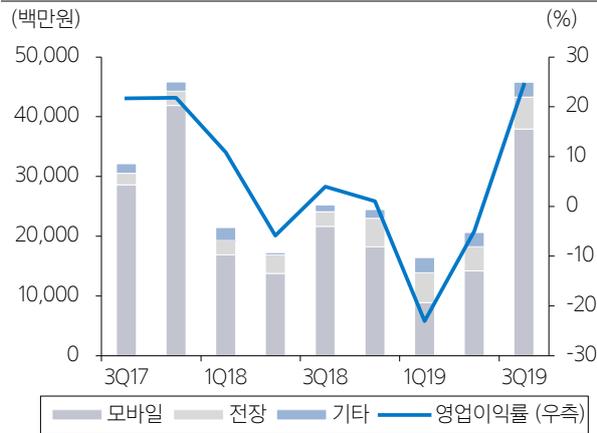
자동차 부품 사업 정체: 제동장치, 조향장치용 사출/프레스 부품을 주로 LG이노텍에 납품한다. 전방 수요의 부진으로 고객 다각화를 시도 중이다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2015	2016	2017	2018
매출액 (십억원)	88	77	113	88
영업이익 (십억원)	16	14	20	2
순이익 (십억원)	11	11	15	(1)
EPS (adj) (원)	899	895	1,022	(95)
EPS (adj) growth (%)	n/a	(0.4)	14.2	적전
EBITDA margin (%)	20.7	22.6	22.6	9.8
ROE (%)	37.6	31.3	23.3	(1.9)
P/E (adj) (배)	9.6	9.7	8.5	n/a
P/B (배)	3.6	2.6	1.7	1.7
EV/EBITDA (배)	7.2	7.2	3.8	14.5
Dividend yield (%)	1.0	0.0	0.0	1.2

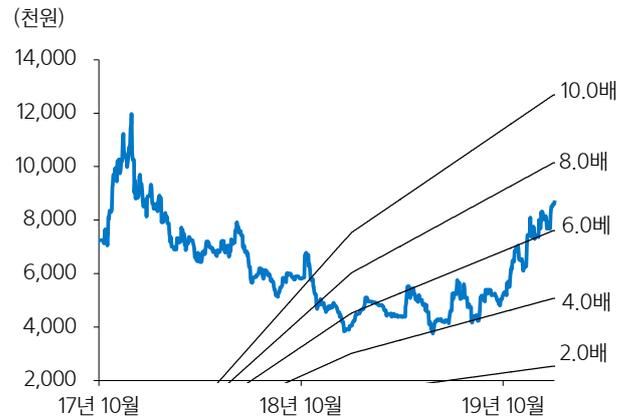
자료: 삼성증권 추정

분기별 매출, 영업이익률 추이



자료: 덕우전자, 삼성증권

P/E 추이



자료: 덕우전자, 삼성증권

카메라 스티프너, 브라켓



Stiffener



Bracket

자료: 덕우전자, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	n/a	88	77	113	88
매출원가	n/a	64	56	84	76
매출총이익	n/a	24	21	29	12
(매출총이익률, %)	n/a	27.0	27.1	25.4	13.6
판매 및 일반관리비	n/a	8	7	8	10
영업이익	n/a	16	14	20	2
(영업이익률, %)	n/a	18.1	17.9	18.1	2.3
영업외손익	n/a	(3)	(0)	(1)	0
금융수익	n/a	1	1	1	2
금융비용	n/a	2	2	2	2
지분법손익	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	(2)	0	0	0
세전이익	n/a	13	14	20	2
법인세	n/a	3	3	3	0
(법인세율, %)	n/a	19.8	21.3	16.5	15.6
계속사업이익	n/a	11	11	17	2
중단사업이익	n/a	0	0	(2)	(3)
순이익	n/a	11	11	15	(1)
(순이익률, %)	n/a	12.1	13.8	12.9	(1.6)
지배주주순이익	n/a	11	11	14	(2)
비지배주주순이익	n/a	(0)	(0)	0	0
EBITDA	n/a	18	17	26	9
(EBITDA 이익률, %)	n/a	20.7	22.6	22.6	9.8
EPS (지배주주)	n/a	899	895	1,022	(95)
EPS (연결기준)	n/a	888	891	1,031	(89)
수정 EPS (원)*	n/a	899	895	1,022	(95)

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동에서의 현금흐름	n/a	14	25	13	(6)
당기순이익	n/a	11	11	15	(1)
현금유출입이없는 비용 및 수익	n/a	8	7	10	10
유형자산 감가상각비	n/a	2	4	5	6
무형자산 상각비	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	6	3	5	4
영업활동 자산부채 변동	n/a	(3)	11	(9)	(9)
투자활동에서의 현금흐름	n/a	(9)	(19)	(38)	(3)
유형자산 증감	n/a	(9)	(19)	(14)	(8)
장단기금융자산의 증감	n/a	(3)	2	(23)	18
기타	n/a	3	(2)	(1)	(13)
재무활동에서의 현금흐름	n/a	(3)	(1)	36	(1)
차입금의 증가(감소)	n/a	3	(3)	5	1
자본금의 증가(감소)	n/a	1	0	30	0
배당금	n/a	(1)	0	0	0
기타	n/a	(5)	2	0	(2)
현금증감	n/a	3	5	10	(9)
기초현금	n/a	3	6	11	21
기말현금	n/a	6	11	21	12
Gross cash flow	n/a	19	17	24	9
Free cash flow	n/a	5	6	(1)	(14)

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 덕우전자, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	n/a	20	22	66	54
현금 및 현금등가물	n/a	6	11	21	12
매출채권	n/a	10	4	10	9
재고자산	n/a	3	3	7	10
기타	n/a	2	4	28	22
비유동자산	n/a	24	39	49	49
투자자산	n/a	1	0	1	1
유형자산	n/a	23	38	47	47
무형자산	n/a	0	0	1	1
기타	n/a	0	0	0	1
자산총계	n/a	45	61	116	103
유동부채	n/a	14	20	31	22
매입채무	n/a	8	15	18	11
단기차입금	n/a	0	0	5	6
기타 유동부채	n/a	5	5	8	4
비유동부채	n/a	2	2	0	0
사채 및 장기차입금	n/a	1	0	0	0
기타 비유동부채	n/a	2	2	0	0
부채총계	n/a	16	22	31	22
지배주주지분	n/a	29	40	85	81
자본금	n/a	1	1	4	4
자본잉여금	n/a	0	0	27	27
이익잉여금	n/a	28	39	54	52
기타	n/a	(0)	0	(0)	(2)
비지배주주지분	n/a	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	n/a	28	40	85	81
순부채	n/a	(5)	(11)	(39)	(12)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2014	2015	2016	2017	2018
증감률 (%)					
매출액	n/a	n/a	(12.2)	46.6	(22.0)
영업이익	n/a	n/a	(13.0)	48.2	(89.9)
순이익	n/a	n/a	0.3	36.6	적전
수정 EPS**	n/a	n/a	(0.4)	14.2	적전
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	899	895	1,022	(95)
EPS (연결기준)	n/a	888	891	1,031	(89)
수정 EPS**	n/a	899	895	1,022	(95)
BPS	n/a	2,394	3,327	5,220	5,090
DPS (보통주)	83	83	0	0	100
Valuations (배)					
P/E***	n/a	9.6	9.7	8.5	n/a
P/B***	n/a	3.6	2.6	1.7	1.7
EV/EBITDA	n/a	7.2	7.2	3.8	14.5
비율					
ROE (%)	n/a	37.6	31.3	23.3	(1.9)
ROA (%)	n/a	23.9	20.1	16.5	(1.3)
ROIC (%)	n/a	51.6	40.0	45.6	3.1
배당성향 (%)	n/a	9.3	0.0	0.0	(103.7)
배당수익률 (보통주, %)	1.0	1.0	0.0	0.0	1.2
순부채비율 (%)	n/a	(16.4)	(28.8)	(46.2)	(14.5)
이자보상배율 (배)	n/a	400.9	499.7	1,137.8	28.3

2020. 1. 3

Global Equity Team

김철민, CFA
Analyst
C9082.kim@samsung.com
02 2020 7212

▶ AT A GLANCE

현재주가	20.5 CNY
시가총액 (위안)	189.3 십억 위안
시가총액 (원)	10.9 조 원
Shares (float)	1,771.6 백만주 (54.6%)
52주 최저//최고	6.6 / 22.3 위안
90일-평균거래대금	1.6 십억 위안

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
고어텍 (%)	6.0	120.0	200.9
CSI300 대비 (%pts)	(2.4)	114.5	163.0

▶ 주가 vs EPS 추정치



고어텍 (002241 CH)

TWS를 등에 업은 글로벌 음향 솔루션 기업

- 글로벌 MEMS 마이크로폰 시장점유율 2위 중국 음향 솔루션 기업
- 애플 AirPods의 주요 밸류체인 중 하나로, 안드로이드 계열 TWS 출시에 수혜 예상
- 중장기 VR/AR 모멘텀 견비, 밸류에이션 부담은 존재하지만 Trading 관점 유효

WHAT'S THE STORY

기업소개: 고어텍은 음향 솔루션을 제공하는 중국 기업으로, 글로벌 MEMS(Micro-Electro Mechanical Systems)마이크로폰 시장 점유율 2위 기업. 애플 및 중국 제조사의 스마트폰 및 TWS(True Wireless Stereo) 이어폰, AI 스피커 등에 음향 솔루션을 제공. 그 외에 소니, 오쿨러스, HTC 등 주요 VR 기업의 VR/AR 헤드셋을 ODM 공급 중.

투자포인트

1. TWS 시장 성장, MEMS 마이크로폰 제조기업 수혜: 애플 AirPods가 성공 후, TWS 이어폰 시장이 성장하면서 안드로이드 계열의 화웨이, vivo, 샤오미 등 중국 제조업체의 TWS 제품이 다량으로 출시. 2018년 4,600만대 규모였던 TWS 이어폰 시장은 2020년 1억 3,000만대 수준까지 늘어날 예정. 향후 노이즈캔슬링, 바이오센싱, 방수 기능 등 기술 차용에 따라 고가 모델과 보급형 모델의 차별화 예상. 동사는 애플에 MEMS마이크로폰 및 ODM을 공급하고 있는 기업인만큼, 기술력 기반으로 고가 모델에서 수혜 예상.

2. 중장기 모멘텀은 VR/AR: 2016년부터 소니 PSVR, 페이스북 산하 오쿨러스의 ODM을 독점하면서 VR 헤드셋 출하량의 70%를 차지. 2018년 VR 헤드셋 출하량이 전년동기대비 45.2% 감소하면서, 스마트기기 제조사업 부문 부진. 2019년 5월에 출시된 오쿨러스 Quest가 3분기에만 18만대 판매. 2018년 오쿨러스 판매량은 약 10만대로, 출시 1분기만에 지난해 판매량을 넘어서면서 시장 회복. 독립형 VR헤드셋이 흥행을 끌고 있음에 따라, IDC는 2020년은 2019년 대비 50% 이상 성장할 것으로 전망. 동사는 주요 VR헤드셋 브랜드 ODM업체로, 기존 점유율을 바탕으로 시장확대에 따른 수혜 기대.

3. 5G 스마트폰 교체수요, Turnaround의 시작: 2018년 전 세계 스마트폰 출하량이 3.4% 감소한 영향으로 동사의 정밀제조 부문은 전년대비 4.2% 역성장. 2020년은 본격적인 5G 스마트폰 교체수요로 인해 전 세계 출하량이 1.6% 증가할 것으로 예상. 이 외에 IoT 기기의 활성화에 따른 음향 솔루션 수요도 긍정적으로 전망. MEMS 마이크로폰 시장은 상위 3개 시장 점유율 70% 이상을 차지하고 있는 과점화된 시장. 동사는 시장점유율 2위 (28%)로 시장 확대에 따른 직접적인 수혜를 볼 것.

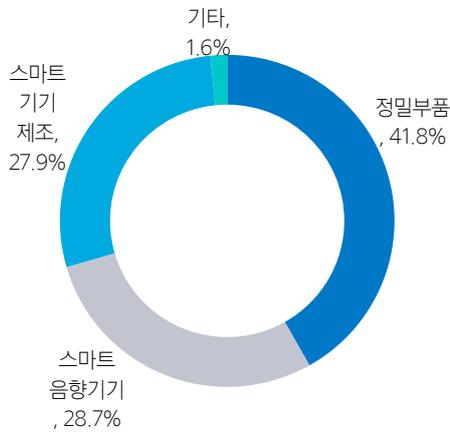
Valuation 및 투자전략

동사 12개월 Forward 기준 P/E는 48배로 과거 5년 내 최고 수준. 다만 애플의 신제품 계획 및 2020년 스마트폰 출하량 예상치 상향 전망 등에 근거해 Trading 관점에서 접근은 유효하다고 판단.

리스크 요인

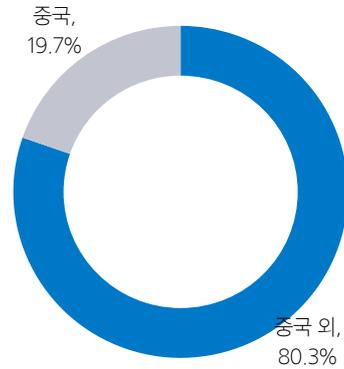
1) 5G 스마트폰 교체수요 미미, 2) VR/AR 시장의 성장 둔화, 3) TWS 이어폰 경쟁 심화로 인한 부품가격 인하 압박

Goertek 사업부별 매출액 비중



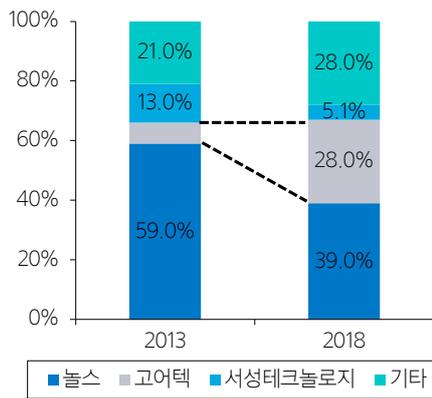
자료: Goertek, 2018년 기준

Goertek 지역별 매출 비중



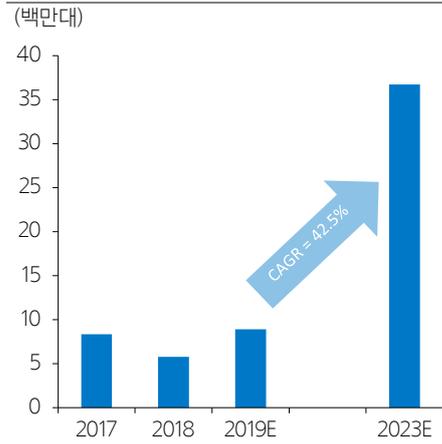
자료: Goertek, 2018년 기준

글로벌 MEMS 마이크로폰 시장점유율 변화



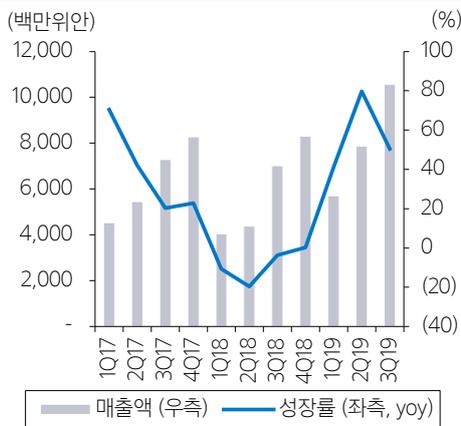
자료: HIS Technology, MarketWatch, 삼성증권

VR/AR 헤드셋 출하량 추이 및 전망



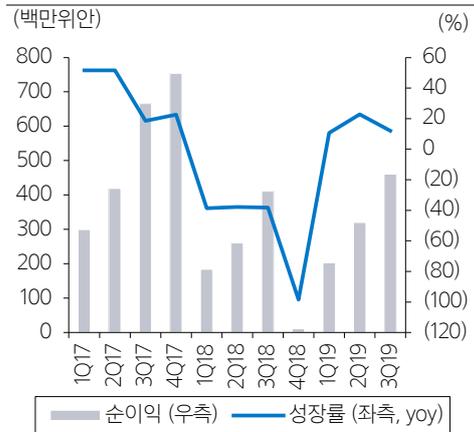
자료: IDC, 삼성증권 정리

매출액 및 성장률 추이



자료: Goertek, 삼성증권

주주 배당가능 순이익 및 성장률 추이



자료: Goertek, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(백만원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	12,639	13,604	19,288	25,536	23,751
매출원가	9,216	10,256	14,969	19,917	19,282
매출총이익	3,424	3,348	4,319	5,619	4,469
판매관리비	644	788	952	1,159	1,240
R&D비용	618	771	1,024	1,233	1,334
기타영업비용	8	16	159	243	377
EBITDA	2,504	2,308	2,802	4,181	3,012
유무형자산상각비	441	678	888	1,260	1,606
영업이익	2,063	1,631	1,915	2,921	1,406
영업외손실	57	140	10	421	413
세전이익 (조정)	2,004	1,485	1,911	2,565	1,234
비경상손실	(2)	(5)	6	65	240
세전이익 (GAAP)	2,006	1,491	1,905	2,500	993
법인세비용	321	250	296	394	149
비지배지분귀속 수익	27	(11)	(43)	(32)	(23)
당기순이익	1,657	1,251	1,651	2,139	868
EPS (위안)	0.55	0.41	0.54	0.68	0.27
희석 EPS (위안)	0.55	0.41	0.54	0.68	0.27

현금흐름표

12월 31일 기준(백만원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동에서의 현금흐름	955	2,221	2,076	3,343	2,084
당기순이익	1,657	1,251	1,651	2,139	868
감가상각비&무형자산상각비	441	678	888	1,260	1,606
비현금항목	35	192	71	212	588
비현금 운전자본 변동	(1,178)	100	(534)	(268)	(978)
투자활동에서의 현금흐름	(1,680)	(2,228)	(3,470)	(3,776)	(4,268)
고정&무형자산 변동	(1,338)	(2,029)	(3,313)	(3,508)	(4,190)
인수&사업매각	(225)	0	(10)	0	15
기타	(118)	(199)	0	7	91
재무활동에서의 현금흐름	2,997	(191)	666	739	827
배당금	(153)	(153)	(153)	(231)	(325)
차입금의 증가(감소)	985	(277)	509	855	1,687
자본금의 증가(감소)	0	0	0	9	10
기타	2,164	239	309	105	(545)
현금증감	2,250	(186)	(702)	145	(1,350)
기초현금	1,852	4,102	3,915	3,213	3,358
기말현금	4,193	4,164	3,468	3,358	2,008
Free cash flow	(390)	185	(1,264)	(203)	(2,156)

자료: Bloomberg

재무상태표

12월 31일 기준(백만원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산 총계	10,773	10,643	11,818	13,246	13,820
현금 및 현금성자산	4,193	4,164	3,468	3,358	2,008
매출채권	4,216	3,843	5,456	6,331	7,211
재고자산	1,613	2,147	2,433	2,995	3,549
기타 비유동자산	752	490	461	563	1,053
비유동자산 총계	6,985	8,605	11,094	13,324	15,922
순 유형자산	6,150	7,437	9,530	11,193	13,328
장기투자자산	0	130	139	361	328
기타 비유동자산	835	1,038	1,425	1,770	2,266
자산 총계	17,758	19,248	22,912	26,571	29,742
유동부채 총계	5,629	5,900	9,216	10,462	13,453
매입채권	2,668	3,091	4,443	5,333	6,028
단기차입금	2,930	2,767	4,737	5,058	7,211
기타 유동부채	31	42	36	71	217
비유동부채 총계	3,607	3,851	2,848	1,191	1,100
장기차입금	3,563	3,742	2,576	996	608
기타 비유동부채	44	109	272	195	494
부채 총계	9,236	9,751	12,064	11,653	14,553
보통주자본금/주식발행초과금	3,487	3,463	3,522	6,194	6,188
이익잉여금	4,355	5,453	6,952	8,823	9,366
자사주	0	0	0	0	298
기타자본	489	489	371	(122)	(55)
자본 총계	8,522	9,497	10,848	14,917	15,190

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2014	2015	2016	2017	2018
증감률 (%)					
매출액	26.3	7.6	41.8	32.4	(7.0)
영업이익	21.6	(20.9)	17.4	52.6	(51.9)
순이익	26.8	(24.5)	32.0	29.5	(59.4)
희석 EPS	26.7	(24.8)	31.9	25.7	(60.3)
주당지표					
희석 EPS	0.5	0.4	0.5	0.7	0.3
BPS	2.7	3.1	3.6	4.6	4.7
DPS (보통주)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuations (배)					
P/E	22.5	42.2	24.5	25.5	25.5
P/B	4.5	5.6	3.7	3.8	1.5
EV/EBITDA	16.0	23.9	15.8	14.1	9.2
비율					
ROE (%)	22.6	14.1	16.3	16.6	5.8
ROA (%)	10.9	6.8	7.8	8.6	3.1
ROIC (%)	13.9	8.6	9.6	12.4	5.4
배당성향(%)	9.2	12.2	14.0	15.2	36.8

2020. 1. 3

Global Equity Team

김철민, CFA
Analyst
C9082.kim@samsung.com
02 2020 7212

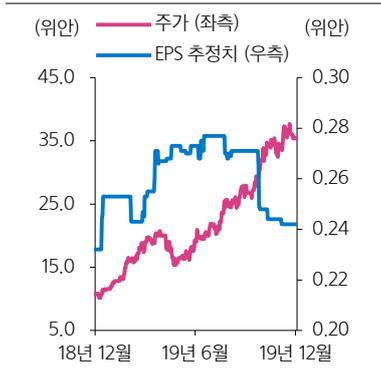
▶ AT A GLANCE

현재주가	37.6 CNY
시가총액 (위안)	189.3 십억 위안
시가총액 (원)	31.4 조 원
Shares (float)	2,490 백만주 (46.6%)
52주 최저//최고	9.9 / 37.8 위안
90일-평균거래대금	2.2 십억 위안

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
입신정밀 (%)	11.4	81.2	245.6
CSI300 대비 (%pts)	3.0	75.7	207.7

▶ 주가 vs EPS 추정치



입신정밀 (002475 CH)

M&A를 활용한 기술 확장, 글로벌 부품사로 도약

- 중국 정밀부품 제조기업으로, 애플의 주요 공급사
- 웨어러블 시장이 TWS 이어폰 중심으로 성장, AirPods 공급사의 수혜 예상
- M&A를 활용한 기술력 확보에 따른 스마트폰 밸류체인 내 선호주로 판단

WHAT'S THE STORY

기업소개: 입신정밀은 2004년에 설립된 회사로서, 스마트폰 등 전자기기 정밀부품을 생산하는 기업. 동사 주요 성장전략은 M&A를 통한 정밀 전자부품 다각화. PC 주변기기를 생산하는 애플의 공급사를 인수하면서 애플 밸류체인으로 진입. 음향, 카메라 모듈 등의 생산 기업을 추가로 인수하며 공급부품 다각화 중.

투자포인트

1. AirPods Pro의 과점적 공급사: 동사는 AirPods Pro의 생산 중 ODM을 담당하는 기업으로, ODM 물량 중 약 70%를 생산하고 있는 것으로 추정. 현재 웨어러블 시장 성장을 이끌고 있는 것은 애플의 AirPods. 웨어러블 시장이 2019년 3분기 전년동기대비 94.6% 성장한 것에 비해, 애플의 출하량 195.5% 성장하며 시장 성장률 상회. AirPods는 TWS 이어폰 중에서도 노이즈캔슬링 등 신규 기술을 선제적으로 도입함에 따라 상대적으로 고가 시장 형성. 저가 제품을 ODM하는 업체에 비해 애플 공급사인 동사의 수혜가 비교적 클 것으로 예상.

2. 고마진 분야로 확장하는 사업모델: 동사의 매출 중 50% 가량은 애플이 차지. 진입 초기 MacBook 커넥터, iPhone 케이블 등 저마진 위주 부품을 공급. 하지만 최근에는 대만 Liteon의 카메라 모듈 사업부문 인수, iPhone의 LCP 안테나 공급 등 비교적 고마진 부품 제조 능력까지 확보. 2020년부터 애플이 1년에 2차례 신제품 공개를 할 것으로 예상되는 바, 고마진 부품까지 커버리지를 확대한 동사의 매출 확대 및 이익률 개선 예상.

3. 애플이 전부는 아니다: 매출 중 10% 미만을 차지하고 있는 통신과 차량용 부품사업이지만, 향후 전망은 긍정적. 통신용 정밀부품은 2016년 7.5억위안을 투자해 대만에 R&D 센터를 구축. 기지국 및 데이터센터에 활용되는 안테나와 광트랜시버, 광모듈 등을 생산. 5G 기지국에 대한 투자가 국가적으로 일어나고 있는 만큼, 향후 매출 확대 기대. 차량용 정밀 부품은 2013년 독일의 부품사를 인수하면서 BMW와 벤츠의 공급사로 진입했으며, 중국의 차량 국산화 및 전장화에 따른 전자부품 수요 증가 기대.

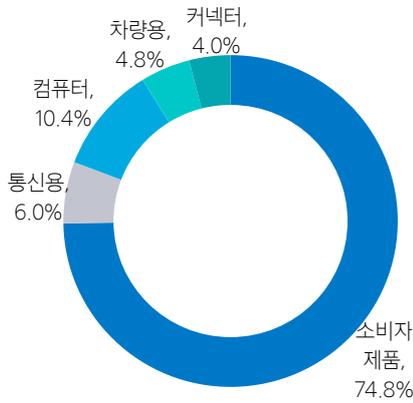
Valuation 및 투자전략

동사 12개월 Forward 기준 P/E는 36배로 과거 5년 평균 P/E(39배)에 비해 높지 않은 수준. 단기적으로 카메라 모듈, LCP 안테나로 인한 이익률 개선이 기대되는 바, 업종 내 선호주로 판단.

리스크 요인

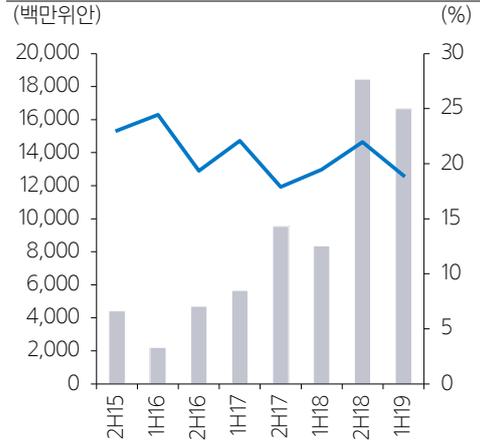
- 1) 애플 Supply chain에서의 배제, 2) 스마트폰 및 웨어러블 수요 급감, 3) 신규 M&A의 실패

사업부별 매출액 비중



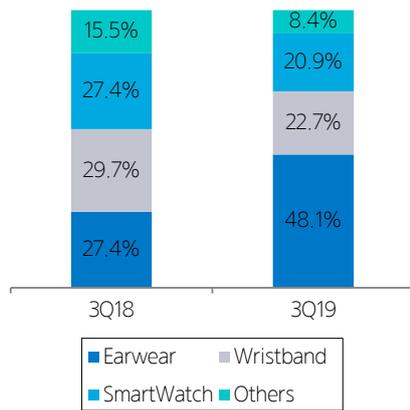
자료: 입신정밀, 2018년 기준

소비자 제품 부문 매출액 및 총이익률



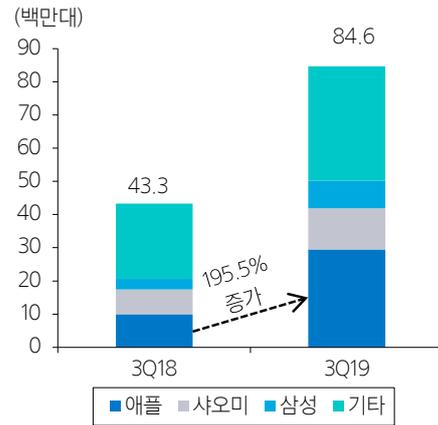
자료: 입신정밀

글로벌 웨어러블 기기별 시장점유율 변화



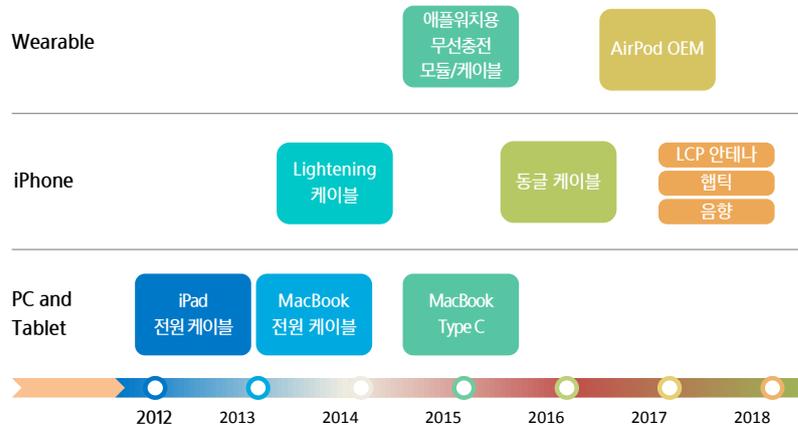
자료: IDC, 삼성증권

글로벌 웨어러블 시장 Top3 비교



자료: Earwear 포함, IDC, 삼성증권

입신정밀 2012년 이후 애플 공급 부품 현황



자료: 입신정밀, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(백만원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	7,259	10,087	13,763	22,826	35,850
매출원가	5,597	7,819	10,804	18,260	28,304
매출총이익	1,662	2,267	2,959	4,566	7,546
판매관리비	340	446	545	784	1,069
R&D비용	404	582	932	1,542	2,515
기타영업비용	38	6	70	137	391
EBITDA	1,049	1,472	1,782	2,739	4,479
유무형자산상각비	211	299	448	667	1,006
영업이익	838	1,173	1,335	2,072	3,473
영업외손실	(25)	(120)	(54)	33	191
세전이익 (조정)	905	1,299	1,387	1,970	3,417
비경상손실	41	7	(2)	(68)	135
세전이익 (GAAP)	864	1,293	1,389	2,039	3,282
법인세비용	125	161	207	291	469
비지배지분귀속 손익	109	53	26	57	91
당기순이익	630	1,079	1,157	1,691	2,723
EPS (위안)	0.14	0.25	0.24	0.43	0.59
희석 EPS (위안)	0.14	0.25	0.24	0.43	0.59

현금흐름표

12월 31일 기준(백만원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동에서의 현금흐름	270	427	1,248	164	3,028
당기순이익	630	1,079	1,157	1,691	2,723
감가상각비&무형자산상각비	211	299	448	667	1,006
비현금항목	143	4	75	208	916
비현금 운전자본 변동	(714)	(955)	(431)	(2,402)	(1,617)
투자활동에서의 현금흐름	(1,781)	(1,243)	(3,827)	(2,705)	(5,013)
고정&무형자산 변동	(963)	(1,003)	(1,514)	(3,519)	(5,114)
인수&사업매각	(54)	0	(510)	(42)	79
기타	(764)	(240)	(1,803)	856	22
재무활동에서의 현금흐름	2,970	549	5,180	1,989	1,652
배당금	(38)	(67)	(113)	(170)	(190)
차입금의 증가(감소)	998	496	733	2,225	1,812
자본금의 증가(감소)	2,011	131	4,590	0	0
기타	(1)	(11)	(30)	(66)	31
현금증감	1,482	(177)	2,610	(624)	(185)
기초현금	703	2,186	2,009	4,619	3,994
기말현금	2,186	2,009	4,619	3,994	3,810
Free cash flow	(714)	(619)	(315)	(3,363)	(2,128)

자료: Bloomberg

재무상태표

12월 31일 기준(백만원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산 총계	5,972	7,043	14,545	17,372	23,078
현금 및 현금성자산	2,255	2,178	7,096	5,704	5,490
매출채권	2,286	2,948	4,871	7,206	11,216
재고자산	1,161	1,509	2,122	3,474	4,735
기타 비유동자산	270	409	457	988	1,637
비유동자산 총계	3,720	4,544	6,410	9,514	13,363
순 유형자산	2,754	3,393	5,073	7,778	11,260
장기투자자산	79	109	127	351	242
기타 비유동자산	886	1,042	1,209	1,385	1,861
자산 총계	9,692	11,587	20,955	26,886	36,441
유동부채 총계	4,407	5,524	8,607	11,712	17,179
매입채권	2,203	2,685	4,351	6,899	11,077
단기차입금	2,182	2,819	3,699	4,774	6,016
기타 유동부채	22	21	558	38	86
비유동부채 총계	320	184	217	1,249	2,588
장기차입금	284	140	84	706	1,495
기타 비유동부채	36	44	133	543	1,093
부채 총계	4,727	5,708	8,825	12,961	19,767
보통주자본금/주식발행초과금	3,083	3,149	7,767	7,711	7,655
이익잉여금	1,517	2,529	3,572	5,093	7,625
자사주	0	131	94	51	0
기타자본	(8)	(20)	7	186	214
자본 총계	4,964	5,879	12,130	13,925	16,675

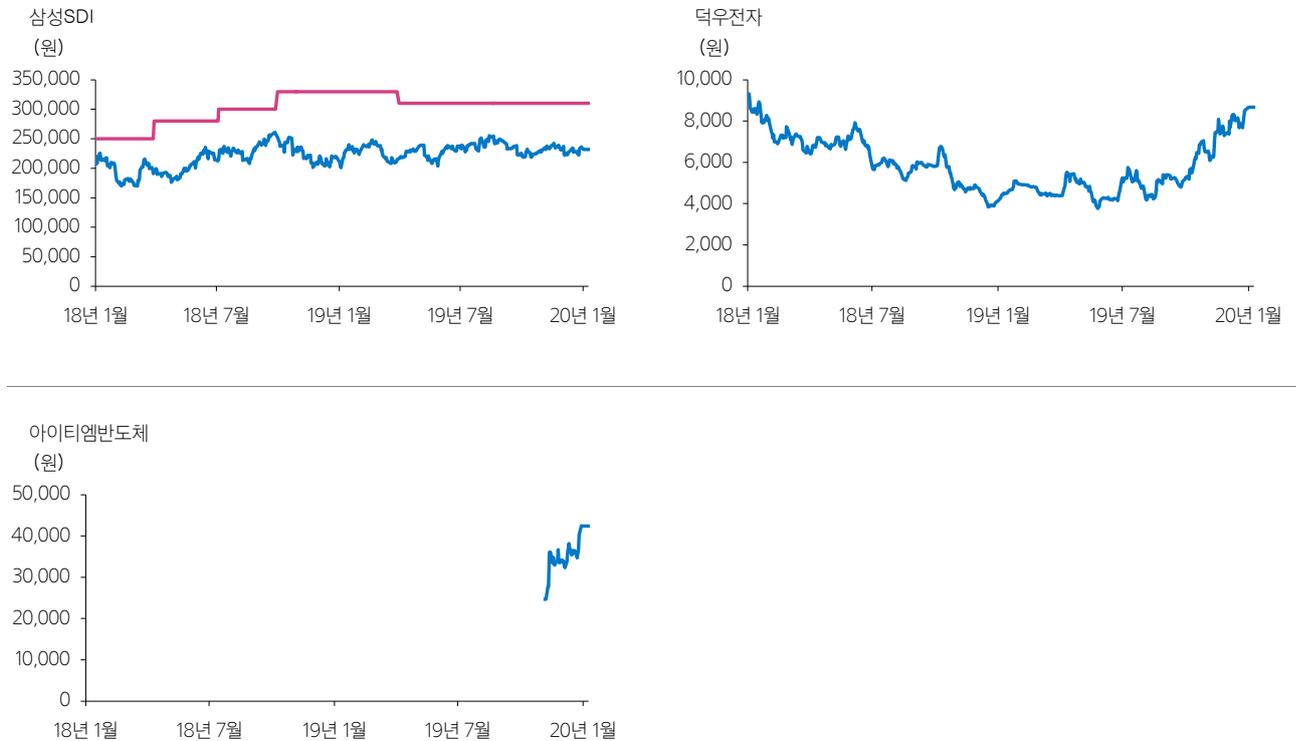
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2014	2015	2016	2017	2018
증감률 (%)					
매출액	59.0	39.0	36.4	65.9	57.1
영업이익	65.7	39.9	13.8	55.2	67.6
순이익	85.4	71.2	7.2	46.2	61.0
희석 EPS	80.5	80.1	(6.3)	81.7	37.5
주당지표					
희석 EPS	0.1	0.3	0.2	0.4	0.6
BPS	1.0	1.2	2.1	2.4	2.9
DPS (보통주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuations (배)					
P/E	34.6	33.3	34.6	32.3	18.3
P/B	5.0	7.2	3.9	5.7	3.7
EV/EBITDA	22.5	27.9	23.3	27.3	13.6
비율					
ROE (%)	18.2	21.3	13.8	14.0	19.1
ROA (%)	7.9	10.1	7.1	7.1	8.6
ROIC (%)	11.8	12.5	9.1	10.2	13.5
배당성향(%)	10.6	10.5	14.7	11.3	7.6

Compliance notice

- 당사는 1월 2일 현재 삼성SDI와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 1월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

삼성SDI					
일 자	2017/9/24	2018/3/30	7/5	10/1	2019/4/1
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	250,000	280,000	300,000	330,000	310,000
과리율 (평균)	(18.52)	(27.62)	(22.35)	(31.77)	
과리율 (최대or최소)	(7.00)	(15.89)	(13.00)	(23.48)	

덕우전자	
일 자	2020/1/3
투자의견	Not Rated
TP (원)	n/a
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

아이티엠반도체	
일 자	2020/1/3
투자의견	Not Rated
TP (원)	n/a
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상 UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외	
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 9월 30일 기준

매수 (76.6%) | 중립 (23.4%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지정 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with S&P Global