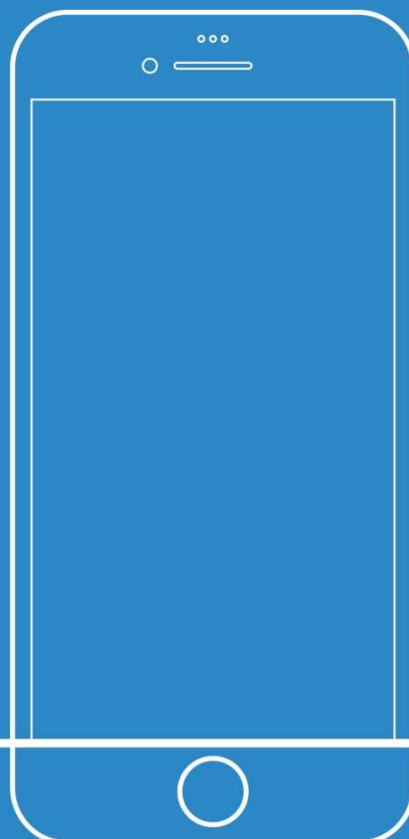


변화와 방향성

주요 변화의 시사점과 글로벌 업체들의 방향성

- Part I 글로벌 스마트폰 동향
- Part II 주요 변화와 시사점
- Part III Investment Strategy



이베스트투자증권 전기전자 **이왕진** 입니다.

2020년 글로벌 스마트폰 판매량 전망은 연초까지만 하여도 상당히 긍정적이었습니다. 각국이 5G 인프라를 확충하는 가운데 글로벌 제조사들이 앞다투어 5G 모델을 출시할 전망이었고, 폴더블 스마트폰 역시 판매량이 크게 기대되었기 때문입니다.

하지만 지난 1월 말부터 급속도로 확산된 COVID-19 영향이 겹잡을 수 없이 번지며 글로벌 스마트폰 판매량은 날이 갈수록 전망치가 하향되고 있는 추세입니다. 특히 COVID-19가 중국을 넘어 스마트폰 주요 소비국인 인도, 유럽, 미국에 확산되며 각국이 봉쇄령을 강행하고 있어 상황은 공급에서 수요의 문제로 이전되고 있습니다.

반면에 중국 2월 판매량에서 판매량이 출하량대비 크게 증가하는 모습을 보이고 있어 연간 20~30% 감소될 것이란 우려보단 판매량이 견조할 것으로 전망됩니다. 당사는 2020년 스마트폰 전망치를 약 13.4(yoy -9.5%)억대로 전망합니다.

작년 스마트폰 시장에서는 다양한 변화가 있었습니다. 그 중 당사가 판단하였을 때 1) 중국의 M/S변화와 화웨이의 향후 행보, 2) 인도시장에서의 M/S 경쟁, 3) 삼성전자의 폴더블과 애플의 가격인하 등이 가장 중요한 변화라 판단하여 이에 대한 시사점을 도출해 보았습니다

COVID-19 영향은 5월이 변곡점입니다. 사실상 5월 이후로 각국의 봉쇄령이 이어질 경우 실물 경제에 끼치는 영향은 하루하루 급속도로 증가할 것입니다. 따라서 당사는 핸드셋 섹터에서 스마트폰 제조업체들의 중장기적 방향성, 즉 확실히 확장할 것 같은 산업에 투자하는 것을 권고합니다.

당사는 이에 따라 폴더블, 무선이어폰, HIAA 관련업체를 추천하며,

아이티엠반도체와 **인텍플러스**를 **최선호주**로 추천합니다.

가전/전기전자

Analyst **이왕진**

02 3779 8832

wangjin4268@ebestsec.co.kr



자료는 크게 3 가지 Part 로 구성했습니다.

[Part I. 글로벌 스마트폰 동향]

2020년 낙관적이었던 글로벌 스마트폰 판매량은 COVID-19라는 큰 악재를 만나 전망치가 지속적으로 하향되고 있는 추세입니다. 특히 질병의 글로벌화로 문제는 현재 공급에서 수요측면으로 이동되고 있는 추세입니다.

중국의 경우 업체별 중국 판매량 비중은 비보 68%, 오포 59%, 화웨이 58%, 샤오미 32% 순으로 중화권 업체들의 노출도가 가장 높습니다. 특히 확산 국면이 극에 달하던 2~3월 판매비중이 높은 오포와 비보의 타격이 가장 클 것으로 전망됩니다.

유럽의 경우 글로벌 1Tier들이 상대적으로 노출도가 높습니다. 업체별 판매량 비중은 삼성전자 22.4%, 애플 21.5%, 화웨이 17.8% 순입니다. 유럽의 확산 시기는 3월부터 크게 증가하였으며 중국의 선례를 보았을 때 3~4월 간 매출 타격이 가장 클 것으로 전망됩니다. 3~4월 매출비중의 경우 화웨이가 23%로 독보적인 수준이며 삼성전자 16%, 애플 12% 순입니다.

미국과 인도 역시 확산시기가 3~4월달로 유럽과 비슷합니다. 미국의 경우 노출도가 가장 큰 기업은 애플(31%)이 독보적이며, 인도의 경우 샤오미(35%)와 비보(23%)의 타격이 가장 클 것으로 전망됩니다. 삼성전자의 경우 중3사의 공격적 시장침입으로 판매비중이 상대적으로 낮아져 있습니다(11%)

현재 시장 컨센서스는 약 yoy -20% 수준의 판매량 감소가 지배적이나 당사는 2월 중국 스마트폰 판매량vs출하량 데이터가 방증하듯 온라인 수요의 선방으로 -10% 수준의 감소폭에 그칠 것으로 전망합니다. 하나 이 또한 COVID-19 증가세가 5월까지 지속된다면 하향될 여지는 남아 있습니다

[Part II. 주요 변화와 시사점]

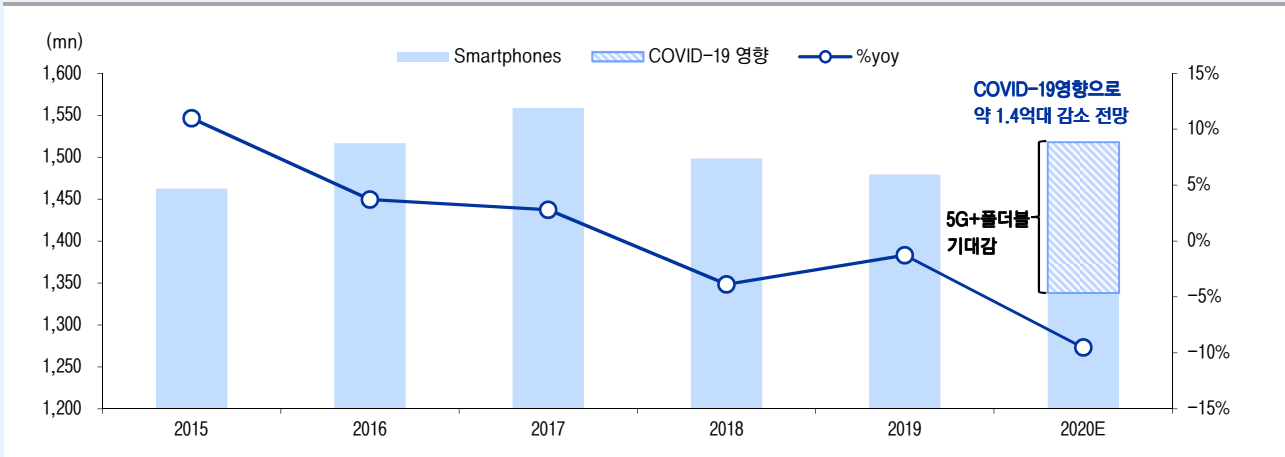
작년 스마트폰 시장의 변화 가운데 가장 눈의 띠 변화는 1) 중국의 M/S 변화와 화웨이의 행보, 2) 인도의 M/S 변화와 삼성전자의 ODM확대, 3) 폴더블의 출시와 아이폰의 가격하락입니다. 중국 case를 보았을 때 화웨이는 이번년 예상보다 더 큰 판매량 하락이 전망됩니다. 인도 case의 경우 삼성전자는 ODM확대를 하여도 M/S를 증가시키긴 더 이상 힘들어 보입니다. 3) 삼성전자의 폴더블은 단순한 트렌드가 아닌 전략적 방향으로 향후 강한 drive가 예상되며, 애플은 아이폰의 가격저하로 EM시장 M/S를 공략할 것으로 전망됩니다.

[Part III . Investment Strategy]

COVID-19영향에 따른 스마트폰 수요 감소가 어디까지 하향될 지는 사실상 증가세가 감소하기 전까지 예측하기 힘든 영역입니다. 따라서 현재 핸드셋에서의 투자아이디어는 중장기적 성장동력이 확실한 산업에 투자하는 것이 바람직하다 판단합니다. 향후 확장국면이 전망되는 산업으로 폴더블, 무선이어폰, HIAA등이 전망되며 이에 따라 아이티엠반도체와 인텍플러스를 최선호주로 추천합니다.

Key Charts

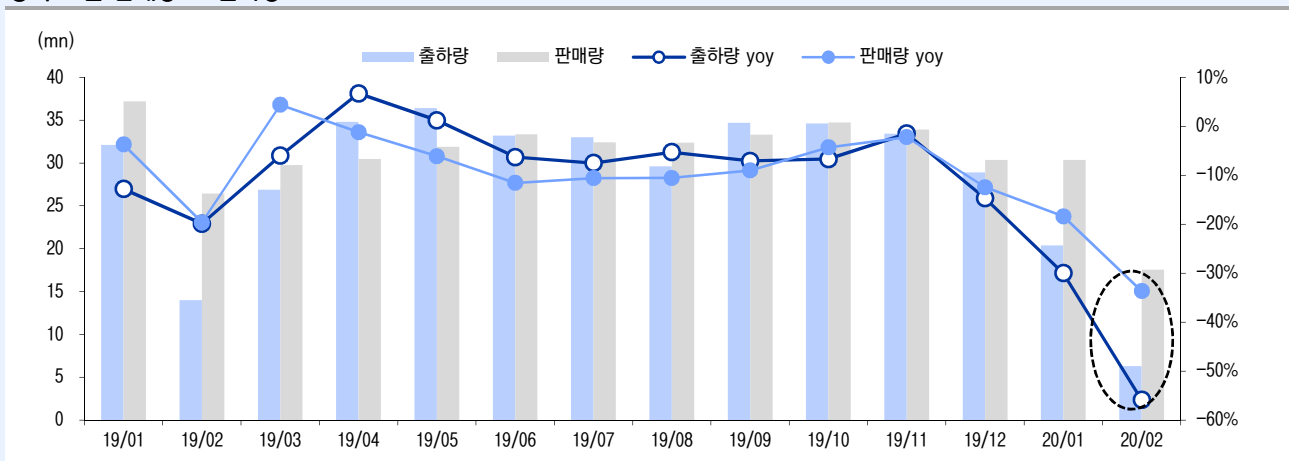
스마트폰 판매량 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- GSM 제제 이전모델과 이후 모델에서 유럽 판매량 급격한 차이 발생
- 화웨이 중국 내수 례 한계에 봉착한 가운데 대외 판매량 크게 감소 전망되어 yoy 감소 클 전망

중국 2월 판매량 vs 출하량

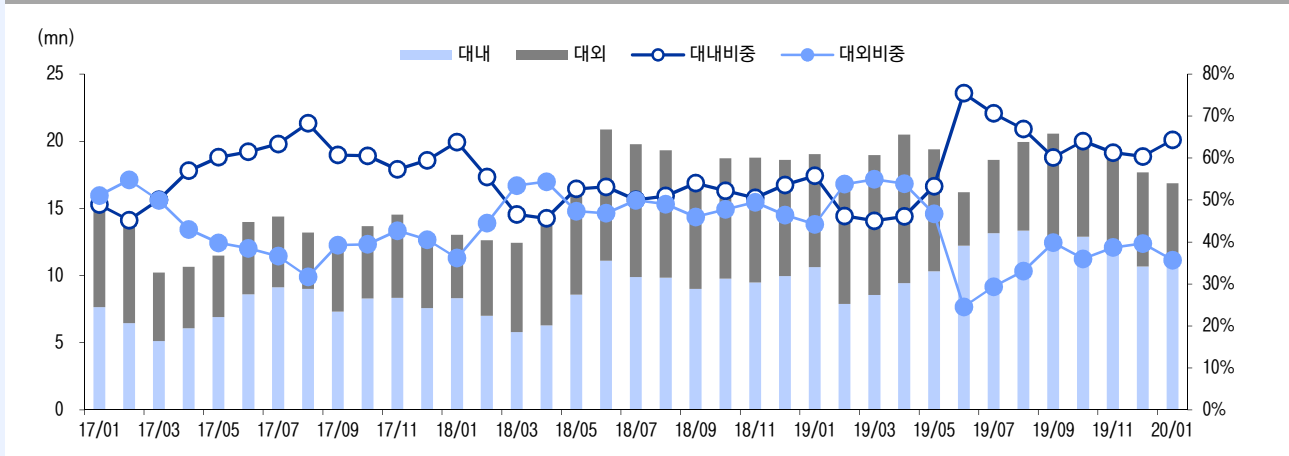


자료: counter point, 이베스트투자증권 리서치센터

- COVID-19 영향으로 스마트폰 감소는 확실히 특히 5G+폴더블 기대감으로 낙관적이었던 만큼 하락에 대한 심리적 타격은 더 크게 작용
- 하지만 중국의 2월 판매량 vs 출하량 괴리 크게 벌어지며 온라인 수요의 가능성을 시사

Key Charts

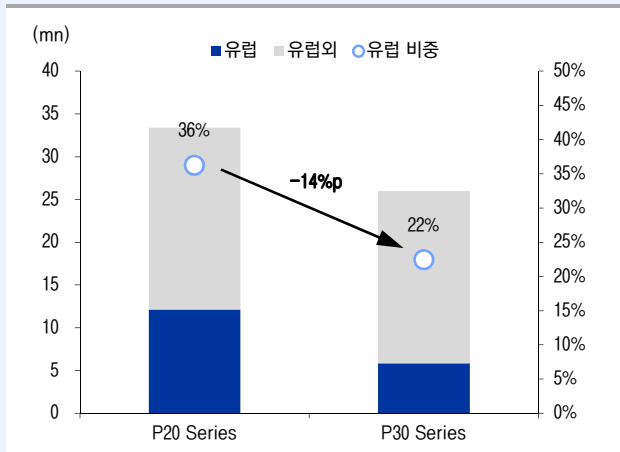
중국 내 스마트폰 판매량 추이



자료: counter point, 이베스트투자증권 리서치센터

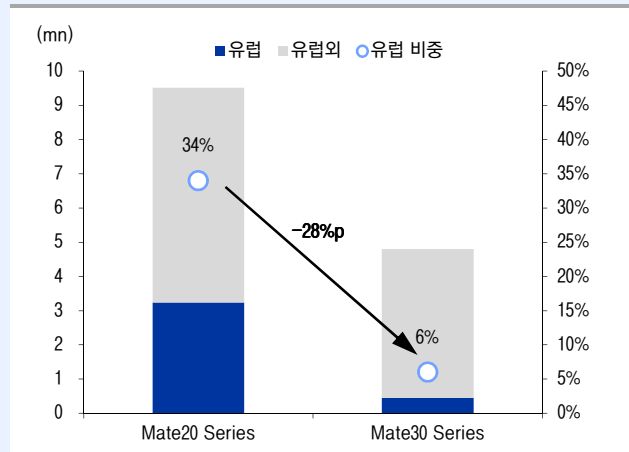
- 작년 화웨이 제재 이후 대내비중 급격하게 증가
- 중 3사 M/S 잠식하며 작년 성장을 주도

화웨이 상반기 플래그십 모델 유럽 판매량



자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

화웨이 하반기 플래그십 모델 유럽 판매량



자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

- GSM 제재 이전모델과 이후 모델에서 유럽 판매량 급격한 차이 발생
- 화웨이 중국 내수 례 한계에 봉착한 가운데 대외 판매량 크게 감소 전망되어 yoy 감소 클 전망

Key Charts

2018 vs 2019 각 사별 인도 출시 모델 정리

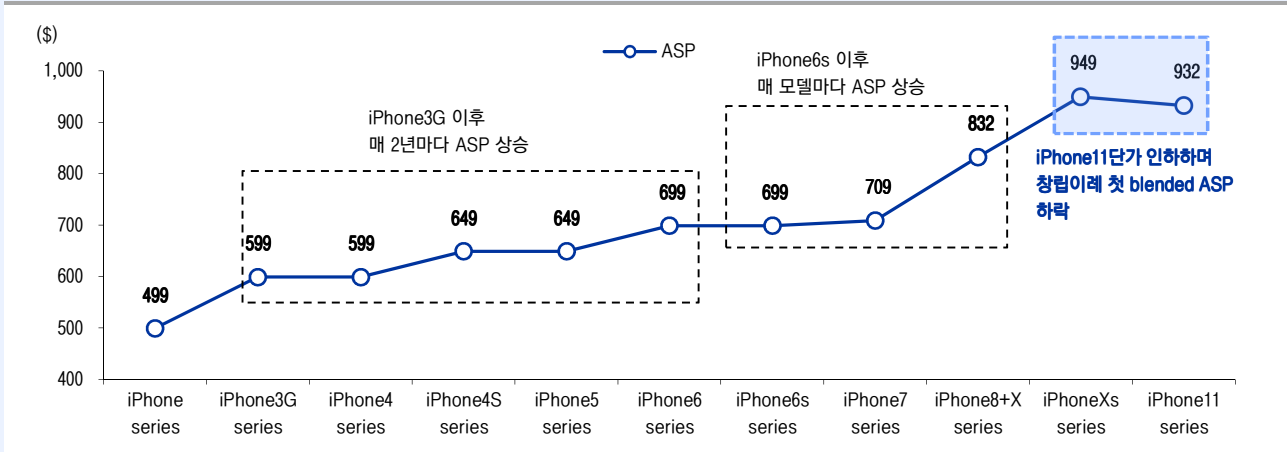
	Vivo		Oppo		Xiaomi		Samsung	
연도	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
모델명	Y81	Y91i	A3s	A5s	Redmi 6A	Redmi Note 8	Galaxy J6 Plus	Galaxy A30s
	Y71i	Y12	A7	A5 2020	Redmi Note 6 Pro	Redmi Note 7 Pro	Galaxy A7 2018	Galaxy M30s
	V11 Pro	S1	A5	A9 2020	Redmi Note 5 Pro	Redmi 7A	Galaxy J4 Plus	Galaxy A50s
	Y95	Y91	A83 2018	K3	Redmi 6	Redmi 8	Galaxy J4	Galaxy A20s
	V11	Y17	F9 Pro	Reno 2Z	Redmi Y2	Redmi 8A	Galaxy J6	Galaxy A2 Core
	Y71	Y19	F9	Reno 2F	Redmi 6 Pro	Redmi Note 8 Pro	Galaxy J2 Core	Galaxy A50
	Y83 Pro	Y15 2019	A71 2018	A9	Redmi 6 Pro	Redmi Note 7S	Galaxy J2 2018	Galaxy A10s
	V9 Pro	V17 Pro	R17	F11	MI A2	Mi A3	Galaxy A9 2018	Galaxy A70s
	Z10	Y90	R17 Pro	F11 Pro	Poco F1	Redmi Go	Galaxy J8	Galaxy M30
	Y93	Y11 2019	Find X	Reno 2	Redmi 5	Redmi 7	Galaxy On 8	M10s
	Nex	U10	Reno 10X Zoom		Redmi Note 5	Redmi Y3	Galaxy A6 Plus	Galaxy A10
		U20		A1k		Redmi K20	Galaxy Note 9	Galaxy A20
		S1 Pro		Reno		Redmi K20 Pro	Galaxy S9 Plus	Galaxy Note 10 Plus
		Z1X					Galaxy A8 Star	Galaxy A70
		V17					Galaxy A8 Plus 2018	Galaxy M10
		Z1 Pro					Galaxy Note8	Galaxy M20
		V15 Pro					Galaxy S9	Galaxy S10 Plus
								Galaxy S10
								Galaxy Fold
								Galaxy S10e
								Galaxy A30
								Galaxy Note 10
								Galaxy A80
모델수	11	17	10	13	11	13	17	23
증감률		55%		30%		18%		35%
ASP (₹)	13,564	13,840	19,366	20,375	9,891	11,528	21,780	31,652
증감률		2%		5%		17%		45%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 인도 시장의 주요 트리거는 출하 모델수와 가격
- 삼성전자 많은 모델 출시에도 ASP 로 점유율 지속 하락. ODM 확대에도 중 3 사대비 ASP 를 더 낮출 수 없기 때문에 ODM 는 결국 수성의 영역

Key Charts

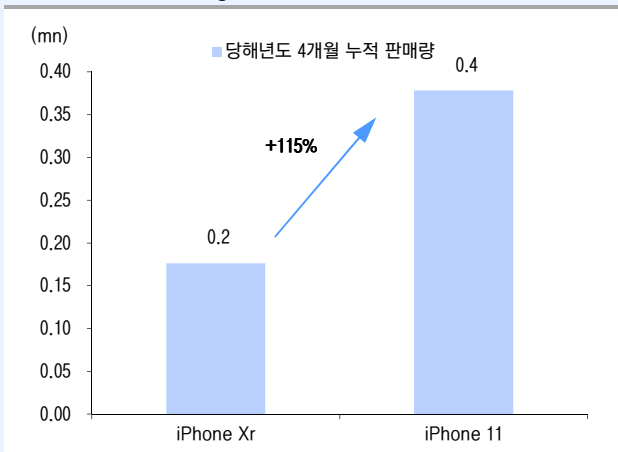
애플 첫 단가 인해



자료: marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

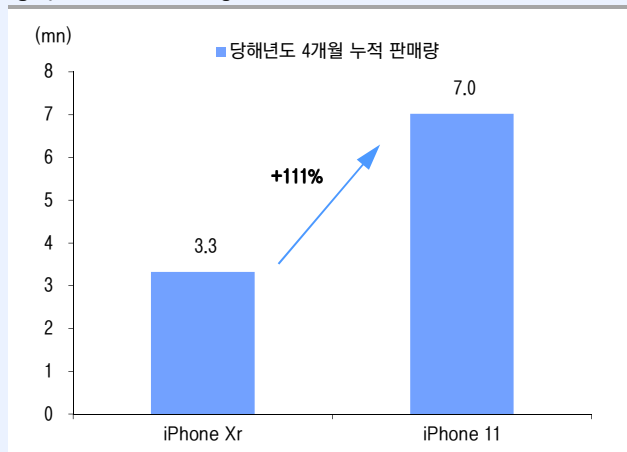
- 애플은 과거 출시모델대비 신모델 ASP 를 항상 증가 시켜 왔음
- 작년 아이폰 11 단가 인하하며 처음으로 blended ASP 하락

인도 내 아이폰 판매량



자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

중국 내 아이폰 판매량

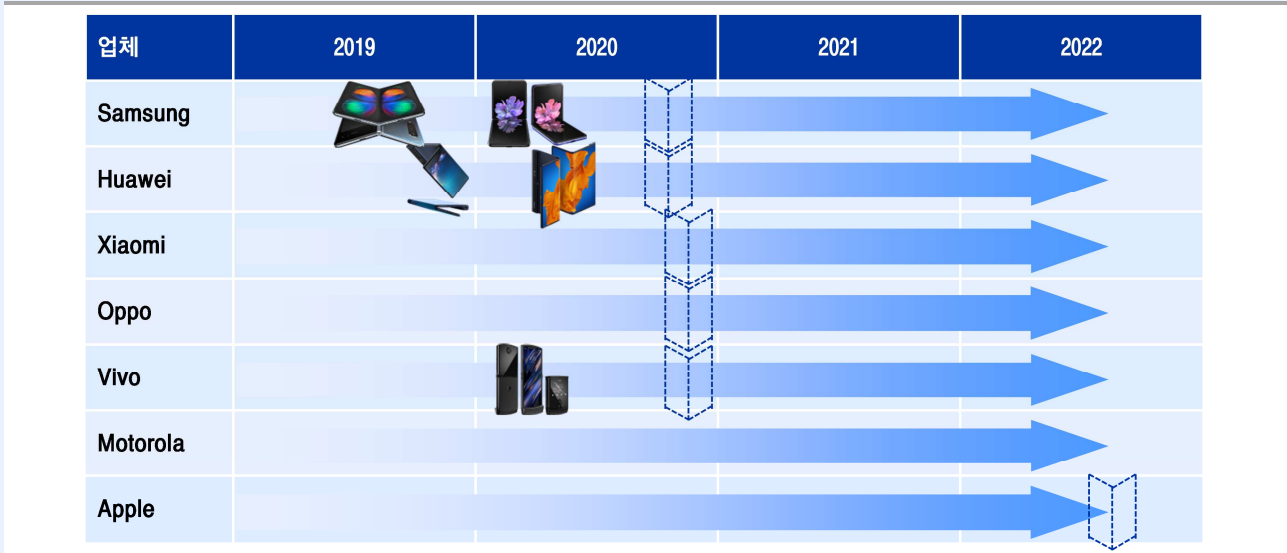


자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

- 아이폰 11 의 단가 인하 전략으로 EM 시장 내 판매량 크게 증가
- 아이폰에 대한 가격 탄력성을 확인한 애플은 저가모델 출시 및 플래그십 ASP 조정전략을 이어갈 것으로 전망

Key Charts

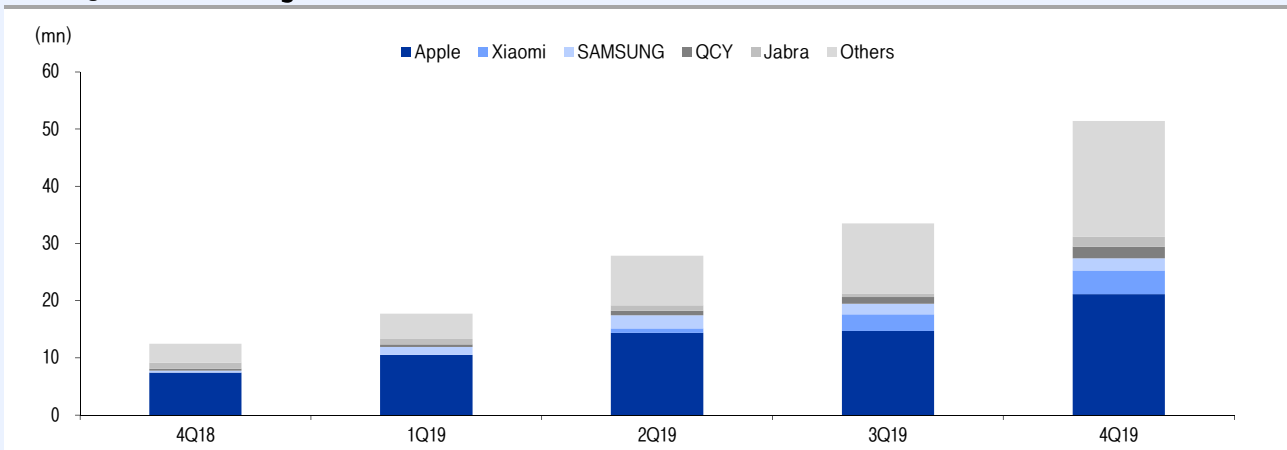
유럽 내 완성차 업체들 예상 패널티 추이



자료: JATO, 이베스트투자증권 리서치센터

- Galaxy Fold 로 삼성전자 폴더블 시장 개막
- 각 사들의 뒤따른 폴더블 출시로 폴더블 스마트폰은 빠르게 대규모 확장 국면으로 진입

유럽 자동차 수출 vs GDP growth



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 스마트폰 판매량에 대한 불확실성 커지는 가운데 폴더블 스마트폰 확장은 필연적
- 스마트폰 제조사들 3.5 파이 이어폰 단자 없애며 무선이어폰은 이제 스마트폰 제조사들의 영역으로 진입. 향후 스마트폰 제조사들의 새로운 수익창출 모델로 급 부상할 전망

Key Charts

S20 Ultra vs Z-flip

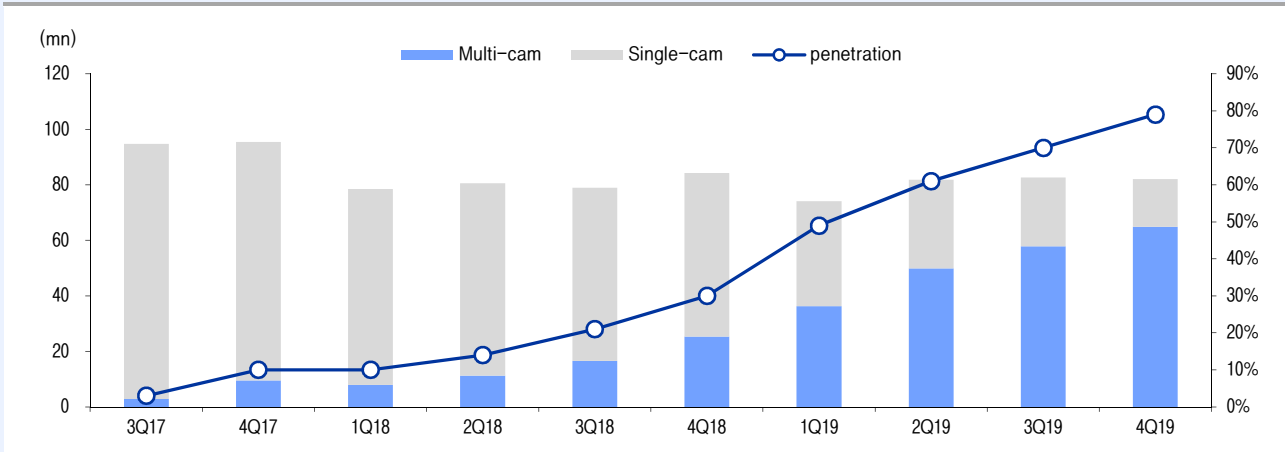
		
기기명	S20 Ultra	Z-flip
출시일	2020/03	2020/02
가격	\$1,290	\$1,390
무게	220 g	174 g
해상도	1440 x 3200 pixels	1080 x 2636 pixels
OS	Android 10.0	Android 10.0
Chipset	Exynos 990 Qualcomm SM8250 Snapdragon 865	Qualcomm SM8250 Snapdragon 855
CPU	Octa core	Octa core
Main Cam	108MP+48MP+12MP+ToF	12MP+12MP
Selfie Cam	40MP	10MP

자료: GSM arena, 이베스트투자증권 리서치센터

- 폴더블 스마트폰 부품이 상대적으로 스펙다운되어 탑재되는 가운데
- 폴더블에서 가장 매력적인 투자 아이디어는 단연 신규 부품인 힌지

Key Charts

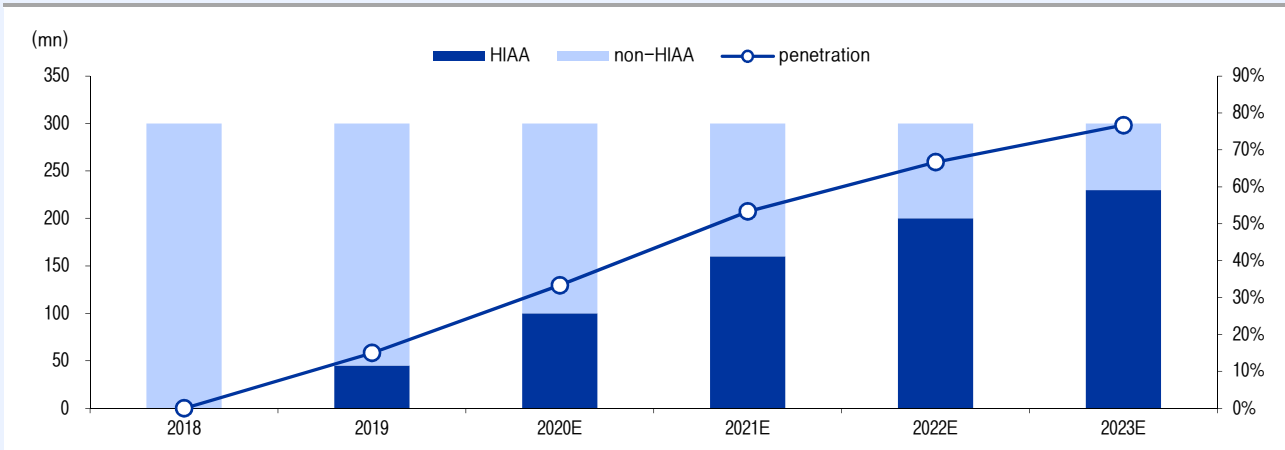
멀티카메라 침투율 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 멀티카메라 채용 모델 작년부터 급증
- 9 개 분기만에 penetration 80%에 육박

HIAA 침투율 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- HIAA 모델 올해 중저가에 전가되기 시작
- 멀티캠과 마찬가지로 중저가 확산 빠른속도로 될 전망

전기전자 Overweight

변화와 방향성

주요 변화의 시사점과 글로벌 업체들의 방향성

Contents

Part I	글로벌 스마트폰 동향	12
	1. 폴더블+5G 기대감 vs COVID-19 의 역습	13
Part II	주요 변화와 시사점	26
	1. 중국의 M/S 변화 및 화웨이의 행보	27
	2. 인도시장에서의 M/S 경쟁	30
	3. 삼성전자의 폴더블 출시와 애플의 아이폰 가격인하	33
Part III	Investment Strategy	36
	1. 확장 국면에 있는 산업	37
	2. 중저가 모델로 확산되는 트렌드	42
	Appendix: 카메라	45

기업분석

아이티엠반도체(084850)	48
에스코넥(096630)	52
세경하이테크(148150)	56
파인테크닉스(106240)	61
인텍플러스(064290)	66
파트론(091700)	70
나무가(190510)	75

Part I

글로벌 스마트폰 동향

폴더블+5G 기대감 VS COVID-19의 역습

2020년 글로벌 스마트폰 outlook은 폴더블과 더불어 각 제조사들이 5G 모델을 대폭 출하하며 yoy 증가 의견이 지배적이었습니다. 하지만 1월 초부터 발발된 COVID-19영향이 중국을 넘어 스마트폰 주요 소비지역인 미국, 유럽, 인도까지 크게 확산되고 있습니다. 중국의 경우 확산시기인 2~3월 스마트폰 판매량이 크게 감소하였고 유럽, 미국, 인도 등 중국을 제외한 글로벌 지역은 3~4월에 스마트폰 수요가 크게 감소할 것으로 전망됩니다. 따라서 각 지역별 익스포저와 확산 기간동안의 판매비중이 높은 업체들의 타격이 가장 클 것으로 전망됩니다. 하지만 중국 2월 스마트폰 판매량 vs 출하량의 괴리가 상당히 크게 벌어진 점을 고려하였을 때 예상 외의 온라인 수요가 COVID-19의 하방 압력을 어느정도 보호하고 있는 것으로 보여집니다.

1) 각 나라별 COVID-19 증가율 감소시기가 비슷하며, 2) 각 스마트폰의 신제품이 정상적으로 출시되며, 3) 각 나라별 소비심리 위축이 중국과 동일한 3개월 미만, 4) 진정국면에서 이연 수요가 20% 수준이라는 가정 시 2020년 글로벌 스마트폰 판매량은 yoy -9.1% 감소한 1.3억대로 전망합니다.

글로벌 스마트폰 동향

폴더블+5G 기대감 vs COVID-19의 역습

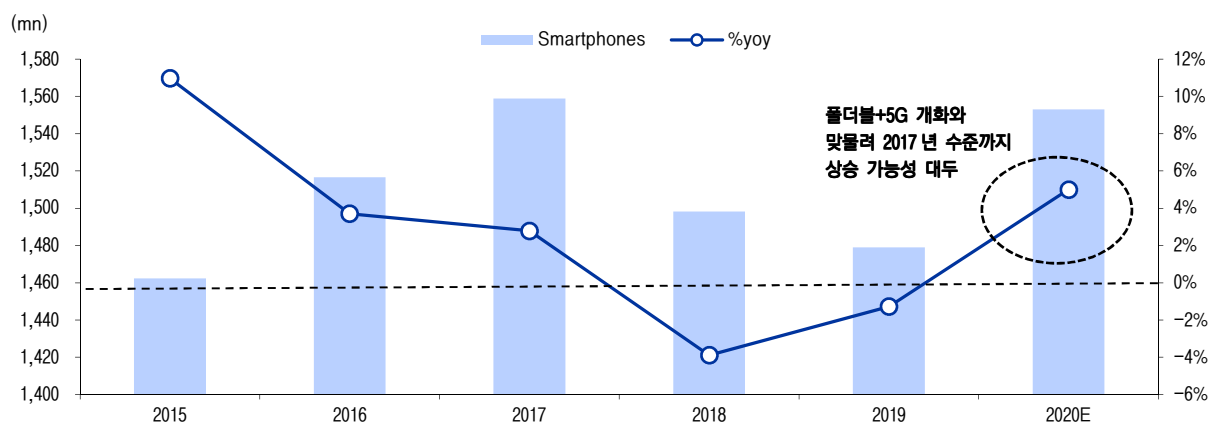
폴더블과 5G 기대감으로 시장 컨센서스 높게 형성

2019년 글로벌 스마트폰 판매량은 14.7억대로 전년동기대비 -2.7% 감소하였다. 2018년 글로벌 스마트폰 판매량이 첫 감소를 시작한 이후로 감소폭이 더 증가하였다. 블루오션으로 꼽히는 인도시장 판매량이 1.6억대를 기록하며 전년동기대비 +8.0% 견조한 성장을 보였지만, 주요 스마트폰 판매국인 미국이 전년동기대비 -4.5% 감소한 1.5억대, 중국이 -7.0% 감소한 3.9억대, 유럽이 -2.9% 감소한 2.2억대를 기록하며 글로벌 스마트폰 판매량의 역성장을 주도하였다.

작년 연말과 올해 연초까지만 하여도 폴더블 스마트폰과 5G 스마트폰 개화가 맞물리며, 2020년 글로벌 스마트폰 판매량이 yoy 크게 증가할 것이란 의견이 지배적이었다. 따라서 당사를 포함한 대부분의 시장조사기관+증권사들은 2020년 글로벌 스마트폰 판매량 컨센서스를 yoy +3%에서 많게는 +7%까지 추정하였다. 그 중 글로벌 스마트폰 판매량 중 5G스마트폰 판매량에 대한 시장 컨센서스는 2~3억대수준으로 형성되어 있었는데, 글로벌 스마트폰 출하량이 연간 15억대 수준이 것을 감안하면 상당히 높은 비중이다.

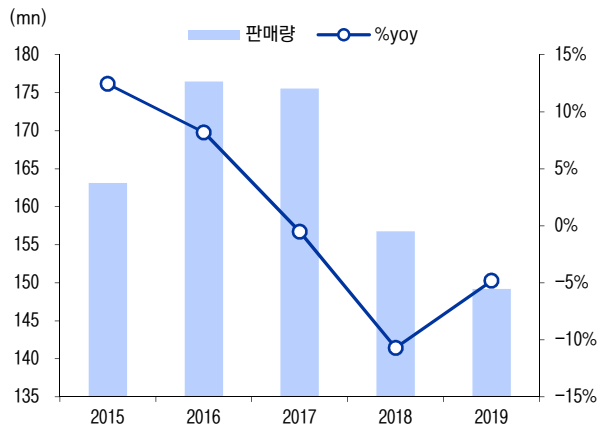
폴더블 역시 마찬가지로 삼성전자의 작년 Galaxy Fold모델 4개월 누적판매량은 백만대에 안 되는 수치이지만 기기에 대한 반응이 상당히 긍정적이게 형성되어, 올해 상반기 출시된 Z-flip과 하반기 폴드2(코드네임 Champ)의 연간 판매량 컨센서스는 약 500~600만대로 형성되어 있었다. 참고로 폴더블과 5G 출시에 가장 선제적이었던 삼성전자는 2019년 플래그십 판매량이 yoy +5.7% 증가한 효과를 보았다.

그림1 COVID-19 발발 전 글로벌 스마트폰 출하량 yoy 상승 의견이 지배적



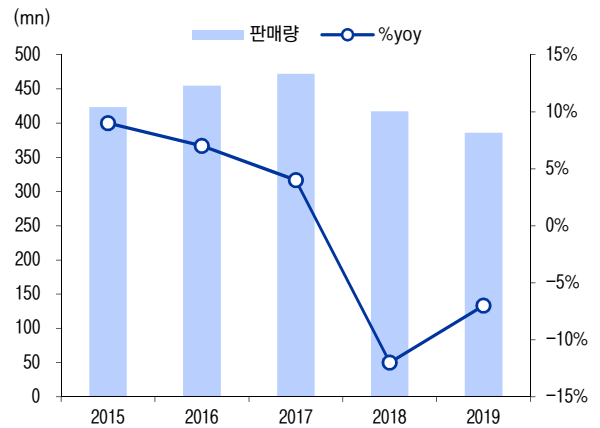
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 미국 판매량 1.5 억대로 4 년만에 yoy 감소폭 축소



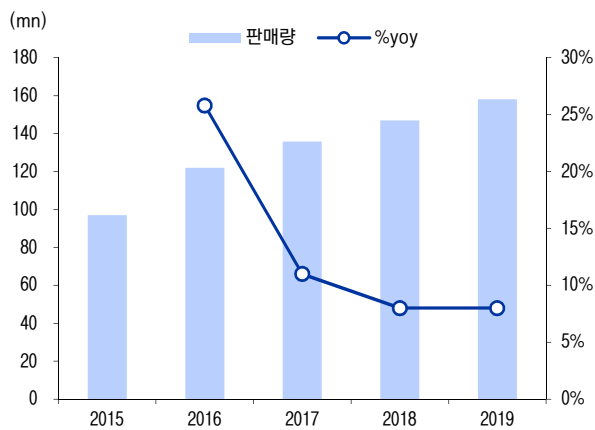
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 중국 역시 판매량 3.9 억대로 4 년만에 yoy 감소폭 축소



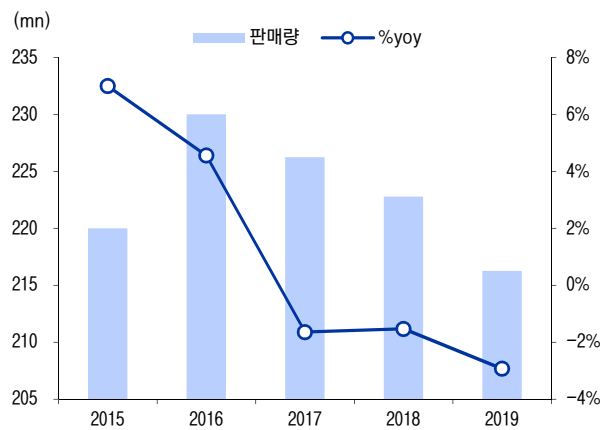
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 인도 판매량 1.6 억대로 yoy 성장률 flat



자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 유럽 판매량 2.2 억대로 4 년연속 감소 유지



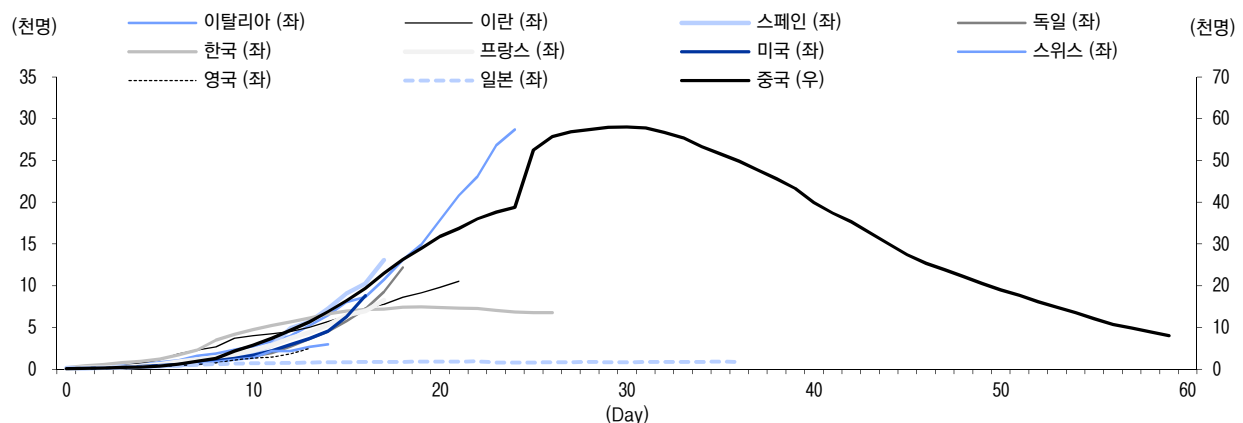
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

COVID-19의 역습, 공급의 문제는 수요로 이전

지난 12월 중국에서 시작된 COVID-19는 아시아를 중심으로 확산되기 시작하여, 현재는 북미, 유럽 등 전세계 162개국으로 확산, 글로벌 확진자는 20만명을 돌파하였다. 과거 중국의 확진자 증가율이 발생 +30일 까지 증가한 점을 고려하였을 때 아직 20일도 채 안된 북미, 유럽의 확진자 증가율은 추가적으로 상승할 가능성이 높다.

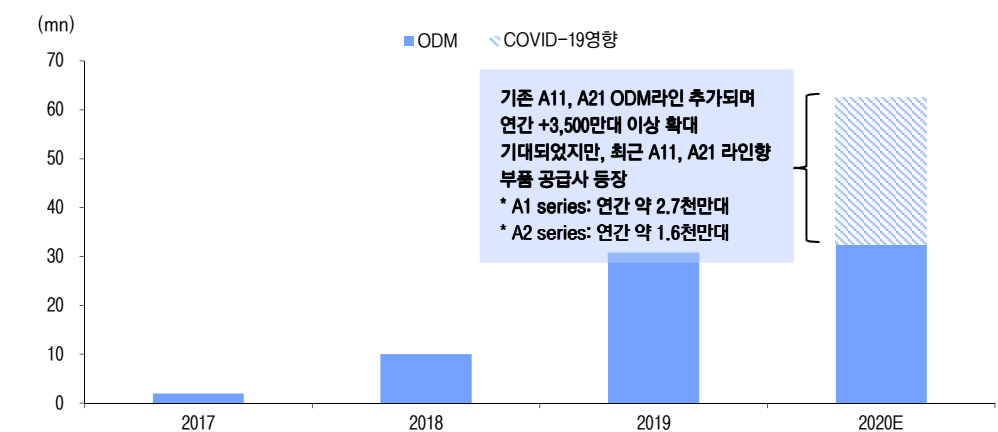
스마트폰 시장에서의 COVID-19 영향은 공급측면에서 시작되었다. 중국의 춘절 연장 영향으로 글로벌 생산기지가 예상외로 10일 이상 가동하지 못하는 상황이 발생했기 때문이다. 애플의 주요 생산기지인 폭스콘 상하이공장은 연장된 춘절 직후 생산에 착수하겠다고 발표하였지만, 2/10일까지 재가동이 보류되었고, 2/11일 시작한 가동마저 근로자 복귀율이 10% 수준이었다. 폭스콘 외에도 인접지역 공장들이 대부분 정지하는 사태로 인해 오히려 국내 기판, 렌즈, 카메라 등 일부 업체는 낙수효과까지 누리게 되었으며, 금년 대폭 확대될 것으로 전망되던 ODM마저 축소하는 지경에 이르렀다.

그림6 글로벌 COVID-19 확진자 증가 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

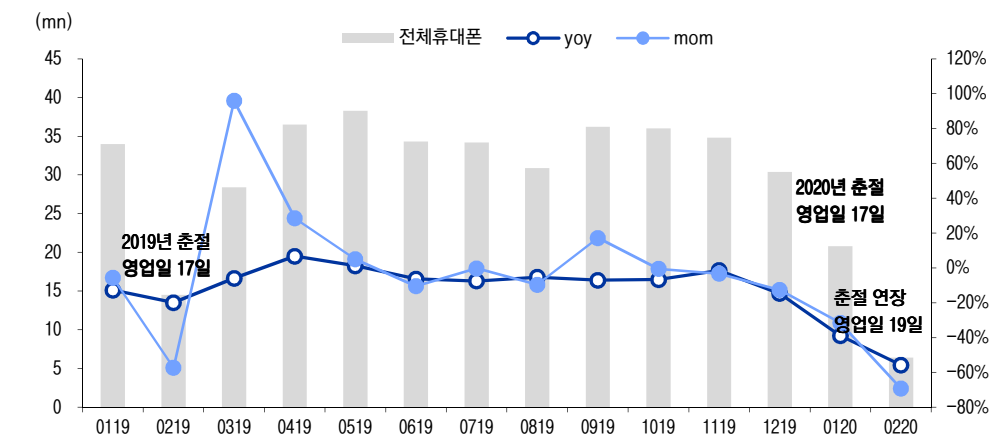
그림7 2020년 삼성전자 ODM은 당초 예상대비 크게 감소할 것으로 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

중국의 확진자가 감소함에 따라 대부분 공장은 생산을 재개하였지만, 글로벌 COVID-19 확진자가 가파르게 확산되는 지금, 문제는 더 이상 공급이 아닌 수요로 넘어가고 있다. 각국의 입국제한 정책, 이동 제한 명령 등으로 오프라인 판매가 제한적이기 때문이다. 특히 애플의 경우 기존 중화권 애플스토어를 재 오픈 하였지만 중화권 외 매장을 '무기한' 셧다운 시켰다. 선제적 지표인 중국의 경우를 보면 2월 COVID-19로 인한 소비자 수요 둔화가 정점일 당시 중국 내 스마트폰 출하량은 6.4백만대로 yoy -55.9%감소하였다. 특히 작년 2월이 춘절이어서 영업일수가 올해 2월대비 약 5일정도 차이 난다는 점을 고려한다면, 1영업일당 출하량은 yoy -75% 수준으로 감소하였다.

그림8 중국 2월 COVID-19 정점에 달할 때 스마트폰 판매 yoy -55.9% 감소

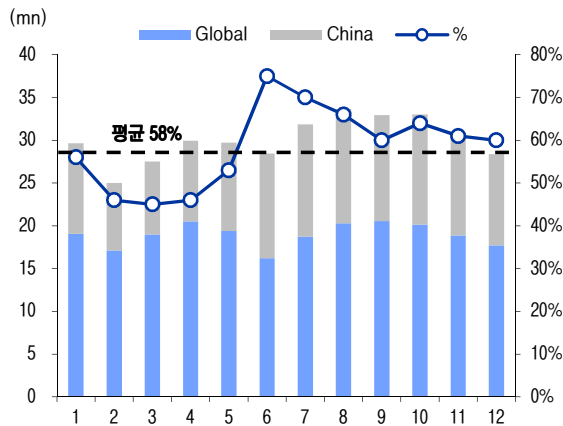


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

중국 Oppo와 Vivo의 타격이 상대적으로 강할 전망

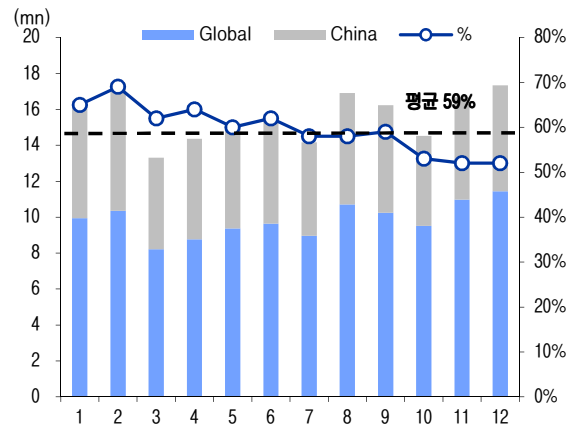
중국의 경우 이번 COVID-19 영향으로 중국 내수 판매량이 54.7%에 달하는 중국 Big4업체들의 타격은 확연하다. 업체별 내수비중은 Huawei 58%, Oppo 59%, Vivo 68%, Xiaomi 32%로 Xiaomi를 제외한 중3사가 모두 과반 이상의 비중을 가지고 있다. 특히 Oppo와 Vivo의 경우 수요가 크게 침체되었던 2~3월 판매비중이 높아 타격이 상대적으로 높을 것으로 보인다. 애플의 경우 중국 내 판매량이 전체 판매량 중 16.9%로 미비한 수준은 아니지만 플래그십이 출시되지 않는 2~3월 판매 비중이 6~7% 수준으로 낮다. 삼성전자는 중국 판매비중 중 3월이 차지하는 비중이 19%로 상당히 높지만 삼성전자 글로벌 판매량에서 중국이 차지하는 비중은 불과 1.4% 수준으로 매우 낮다.

그림9 2019년 화웨이 내수비중 58%



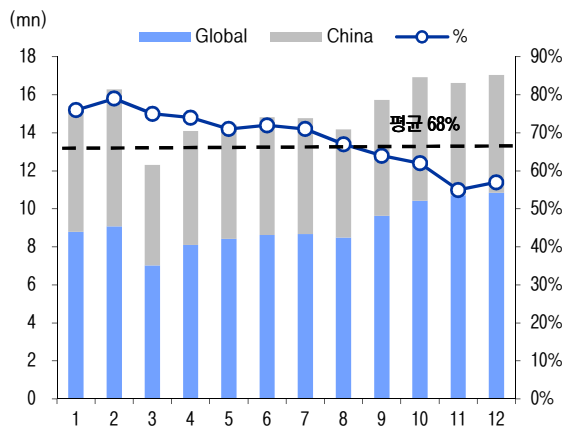
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 오포 역시 작년 내수비중 59%로 높고,



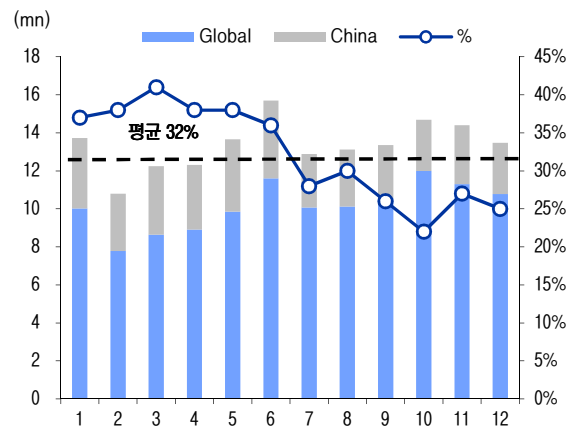
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 비보의 경우 가장 높은 68% 수준



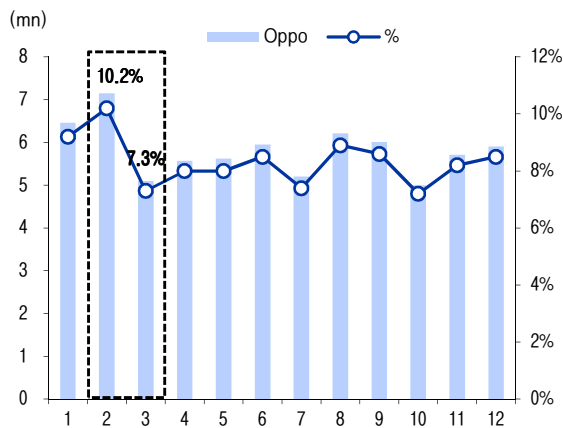
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 그에 비해 샤오미는 상대적으로 낮은 32% 수준



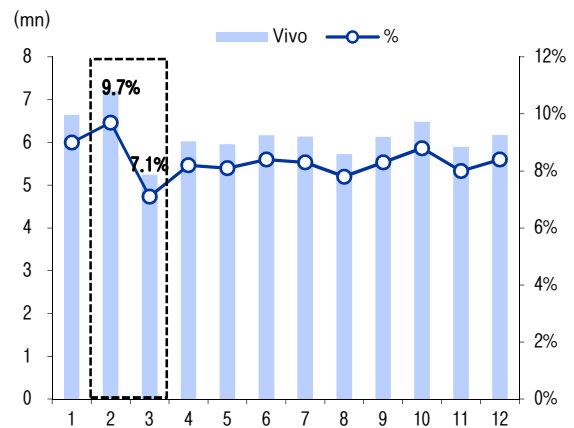
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 오포, 2+3월 누계 판매비중은 18%로 중 4사중 최고



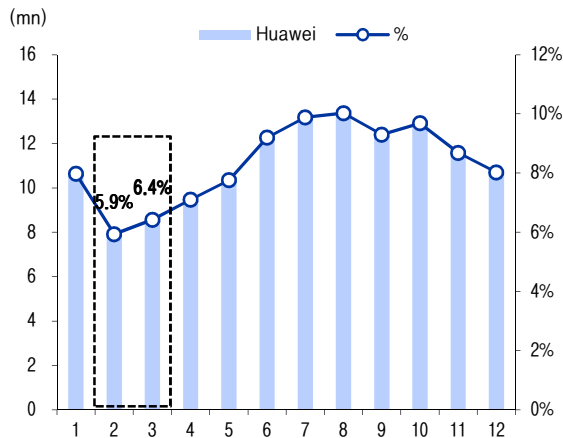
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 그 다음은 17%로 비보가 차지



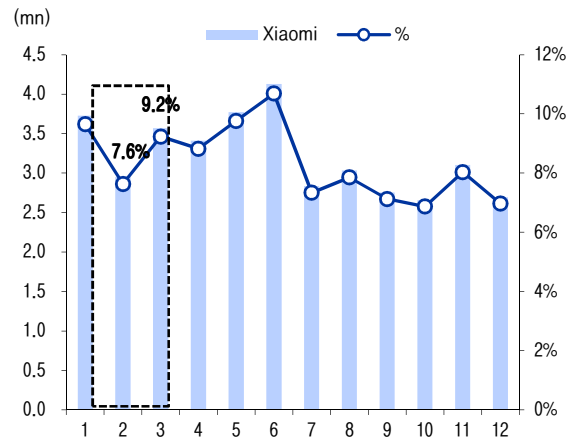
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 화웨이의 경우 2~3월 판매량 상대적으로 낮은 편



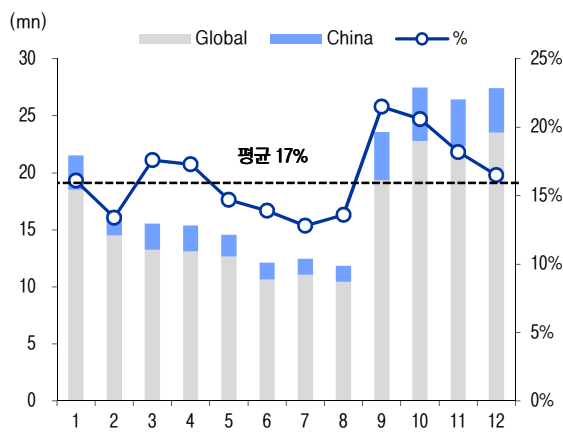
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 샤오미 2~3월 판매비중 약 16.8%



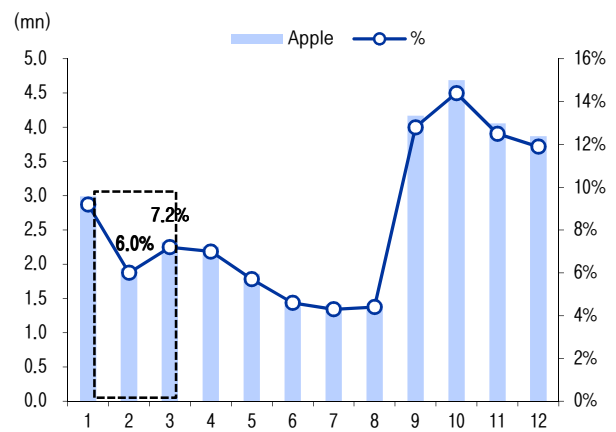
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 애플의 중화 판매비중 17% 소폭 타격 전망되나



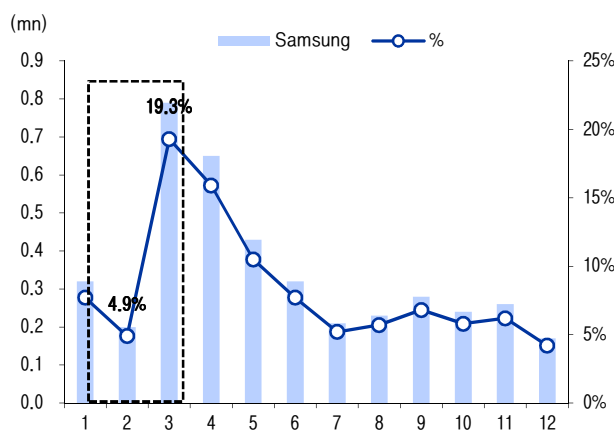
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 하반기 모델 출시 영향으로 2~3월 판매 비중 낮음



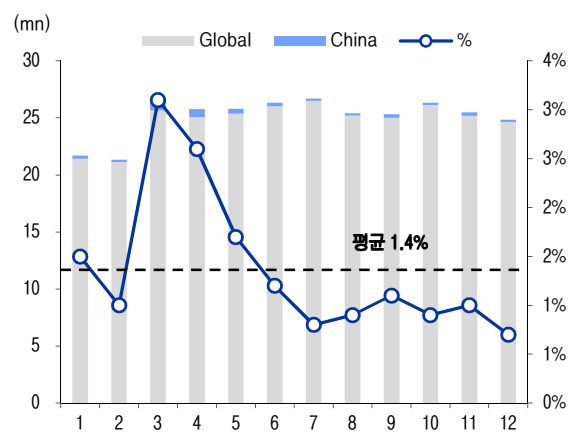
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 삼성전자 상반기 판매비중 높으나



자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 전체 출하 중 중국이 차지하는 비중 매우 미비

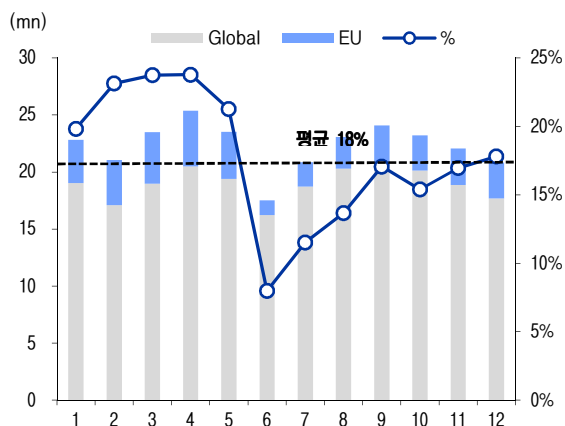


자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

유럽: 삼성전자, 애플, 화웨이 모두 타격이 있을 것으로 전망

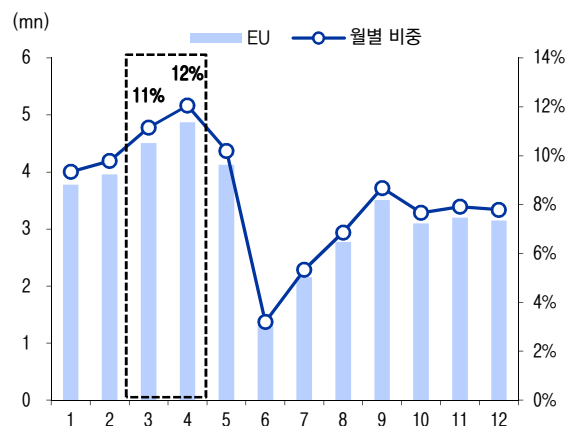
유럽은 지난 2월 21일 이탈리아에서 다량의 확진자가 발견된 것을 시작으로 3월부터 유럽 전역에 본격적 확산이 시작되고 있는 추세이다. 중국과 달리 유럽 수요 둔화의 타격은 1Tier(Huawei, Apple, Samsung)업체들이 상대적으로 높을 것으로 전망된다. 업체별 유럽 판매량 비중은 삼성전자 22.4%, Apple 21.5% Huawei 17.8%로 1Tier 업체들이 가장 많으며 Xiaomi 11.5%, Oppo 3.0%, Vivo 0.4% 순이다. 유럽의 경우 확진자가 급격하게 증가되기 시작한 시기는 3월, 중국의 선례를 보았을 때 4월까지도 수요 타격이 있을 것으로 전망된다. 각 업체들의 유럽 내 3~4월 매출 비중은 Huawei가 23% 수준으로 독보적이며, 그뒤로 삼성전자 16%, 애플 12% 수준으로 1Tier업체들의 3~4월 매출 비중이 타 제조사대비 월등히 높다. 참고로 유럽 내 Oppo의 3~4월 판매 비중은 9%, Xiaomi 9%, Vivo는 5% 수준이다.

그림21 화웨이 평균 판매량 높은 편이며



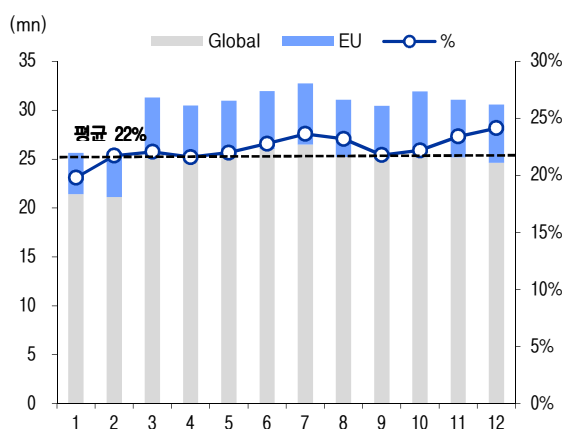
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 월간 판매 비중 1Tier 중 가장 높은 23%



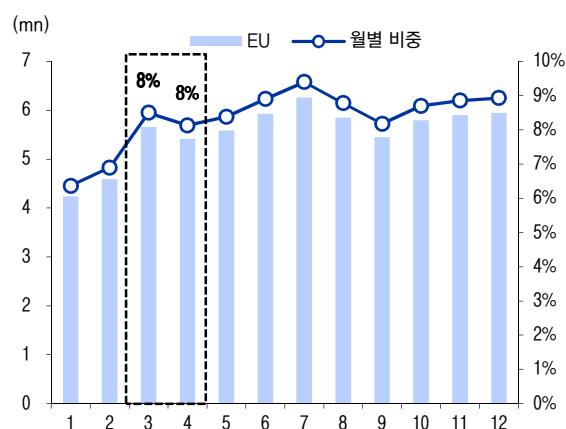
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 삼성전자 평균 22.4% 1Tier 중 가장 높으며



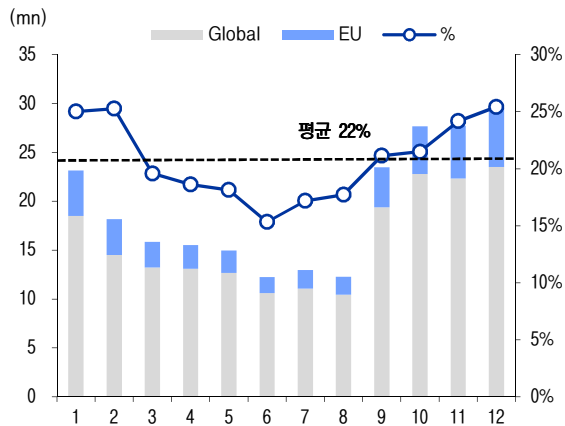
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 3~4월 비중 16% 수준으로 애플 상회



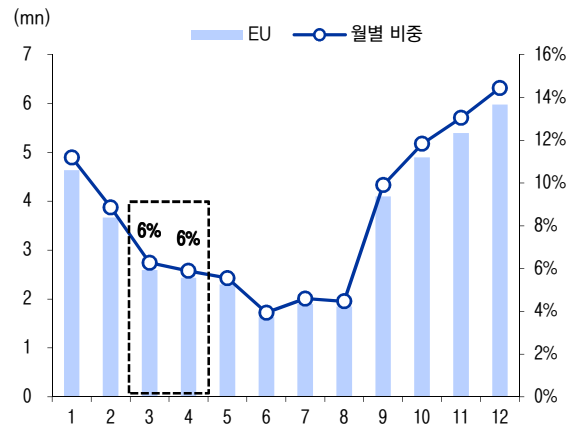
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 애플 판매 비중 21.5%로 화웨이를 상회



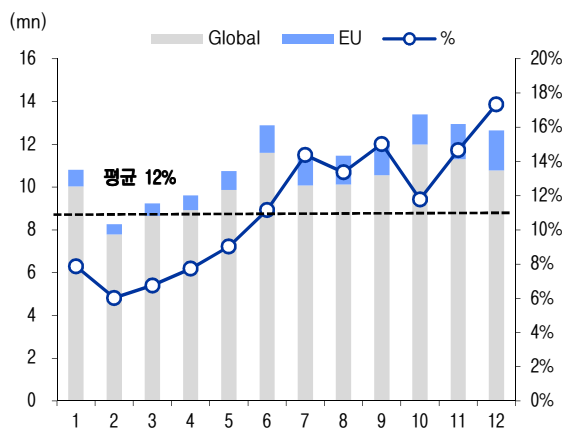
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 3~4월 판매비중 1Tier 대비 상대적으로 미비한 상황



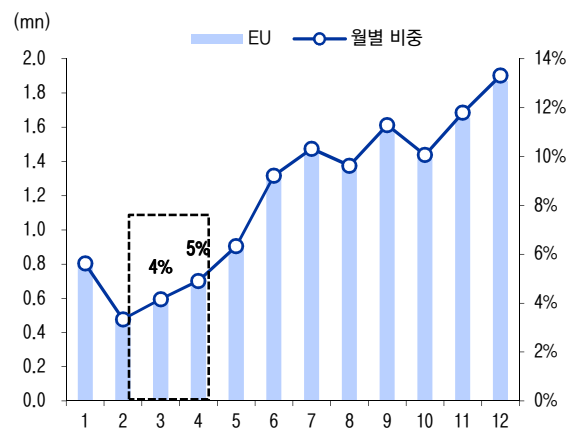
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 2Tier 업체중 Xiaomi가 상대적으로 높으나



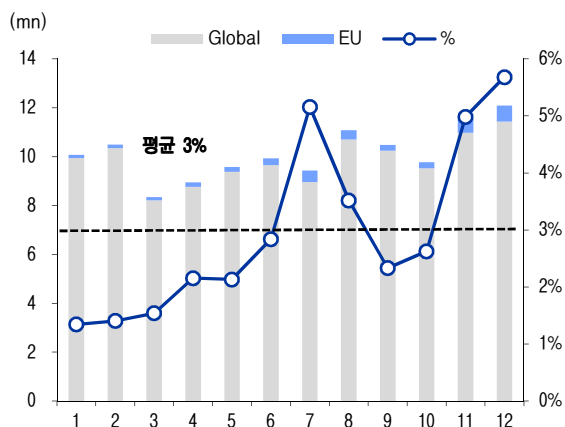
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 3~4월 비중 상당히 낮음



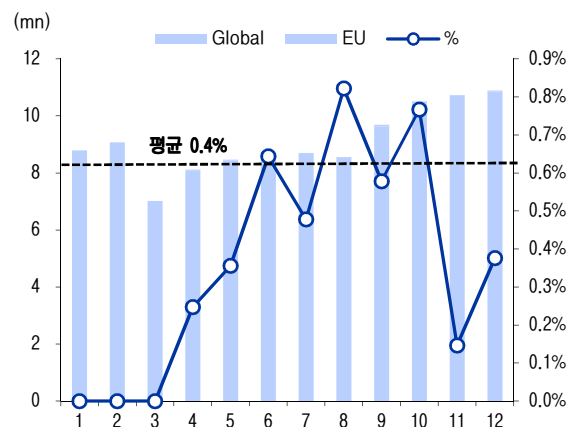
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 Oppo와



자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 Vivo는 상당히 미비한 수준

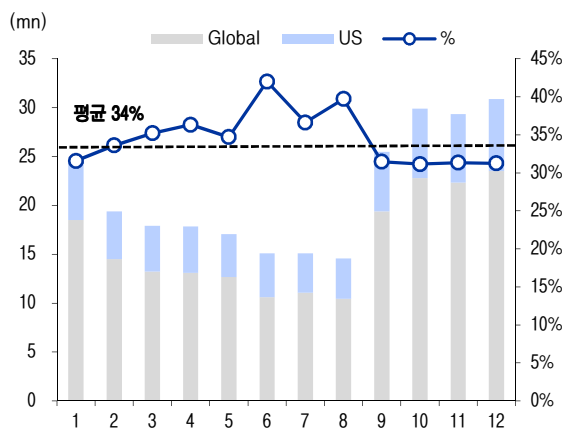


자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

미국: 어차피 애플과 삼성전자

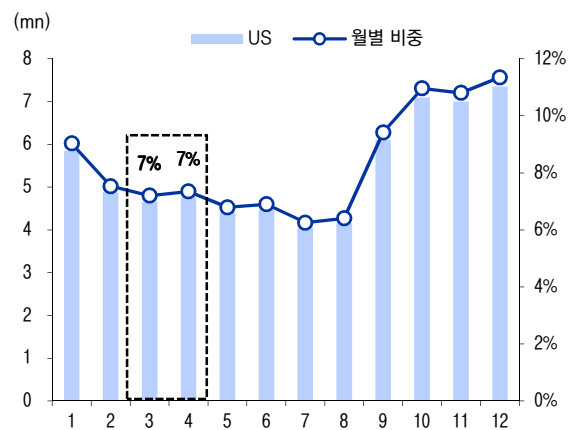
미국은 3월부터 COVID-19영향에 진입하였다. 미국 스마트폰 시장은 타 시장과 달리 글로벌리 유의미한 판매량을 기록하는 업체가 삼성전자와 애플뿐이다. 노출도 측면에서 전체 판매량 중 미국이 차지하는 비중이 1/3인 애플이 가장 높으며 삼성전자는 전체 판매량에 약 12% 수준으로 상대적으로 미비하여 애플보단 타격이 적을 것으로 전망된다. 참고로 미국 내 애플 판매량은 34%, 삼성전자는 12%이다.

그림31 애플 미국 판매량 평균 34% 가장 높음



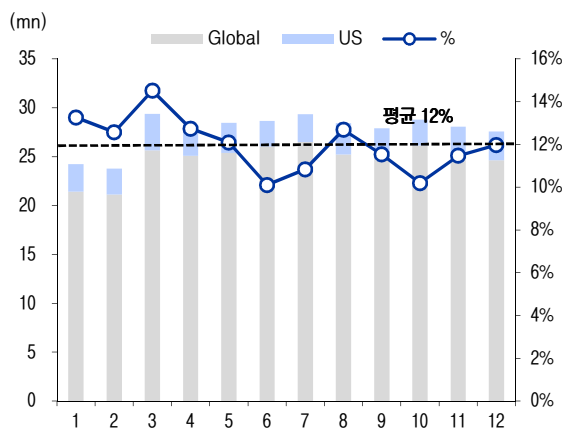
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 하반기 신작 출시로 상반기 판매비중 비교적 낮음



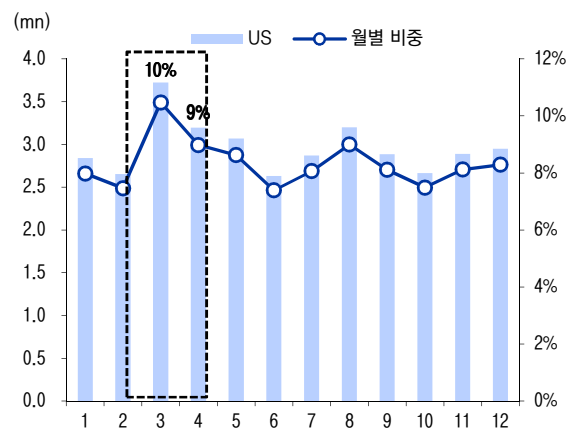
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 삼성전자 미국 판매량 12%



자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 상반기 플래그십 출시로 3~4월 판매비중 19%

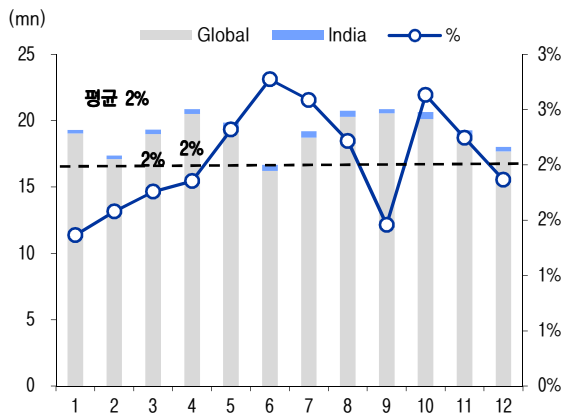


자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

인도: 중3사+삼성전자

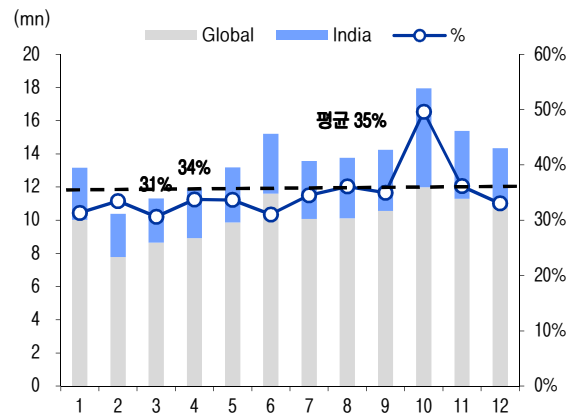
인도 역시 3월부터 COVID-19확산이 크게 증가, 4월까지 영향이 지속될 것으로 전망된다. 인도시장은 판매 스마트폰 ASP가 \$211로 형성되어 있는 중저가 주류 시장이다. 인도시장에서 판매비율이 가장 높은 업체는 Xiaomi(35%)와 Vivo(23%)이며, 삼성전자의 경우 중3사의 공격적 시장 침입으로 판매비중이 상대적으로 낮아져 있다(11%). 수요에 가장 큰 타격이 있을 것으로 전망되는 3~4월 판매비중은 중3사와 삼성전자가 6~7%대로 비슷한 수준이다.

그림35 Huawei 인도 비중 평균 2%로 영향 미비



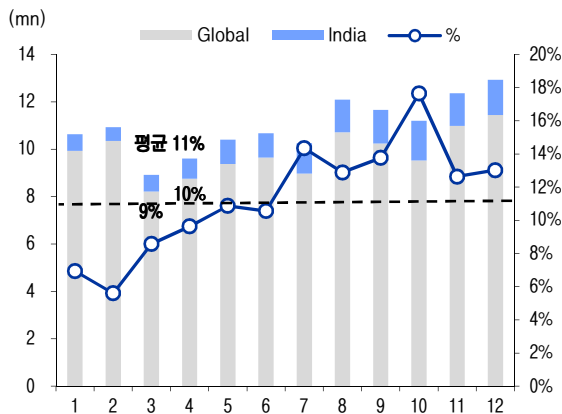
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 Xiaomi 평균 35%로 가장 높음



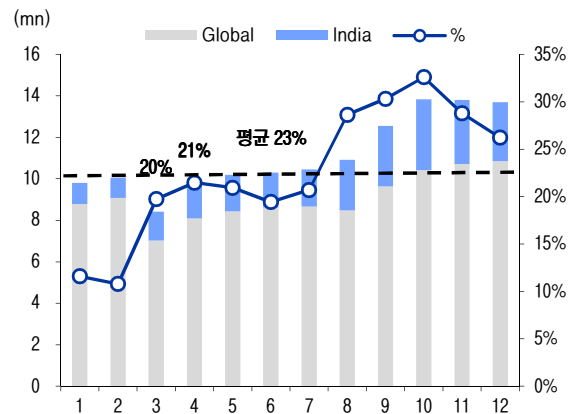
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 Oppo 평균 11%로 중3사 중 가장 낮은편



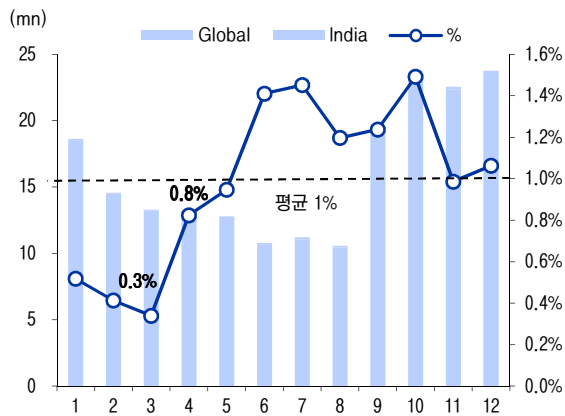
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 Vivo 평균 23%로 OEM 중 2 번째로 노출도 높음



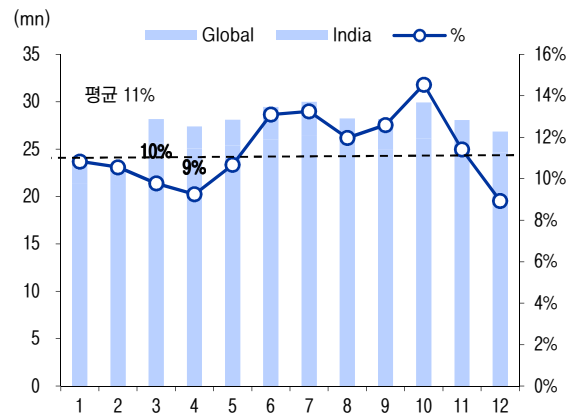
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 애플 평균 판매량 1% 수준으로 영향 없는 수준



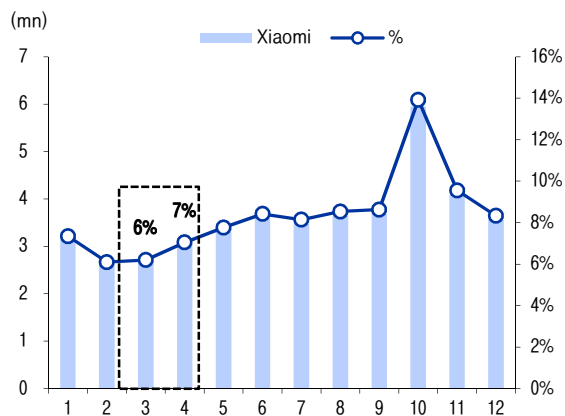
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 삼성전자 평균 11% 수준



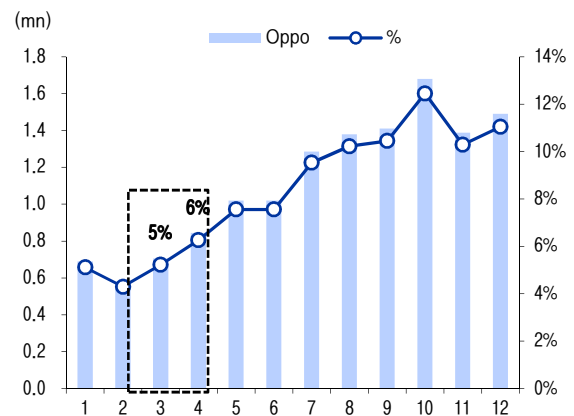
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 Xiaomi 3~4 월 판매비중 13%



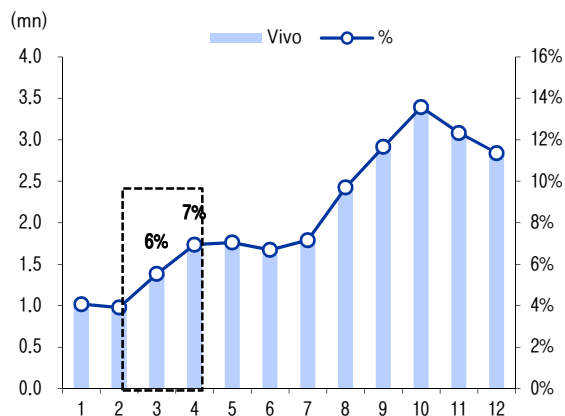
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 Oppo 3~4 월 판매비중 11%



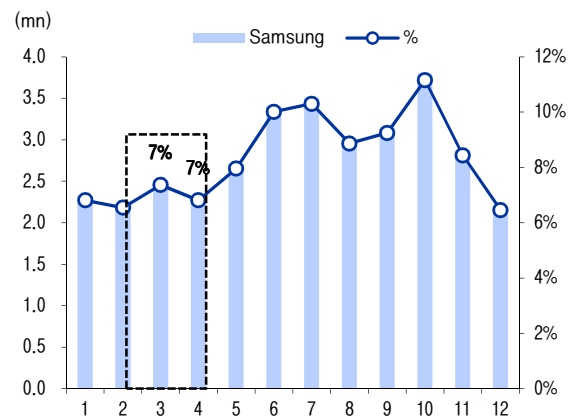
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 Vivo 3~4 월 판매비중 13%



자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 삼성전자 14%

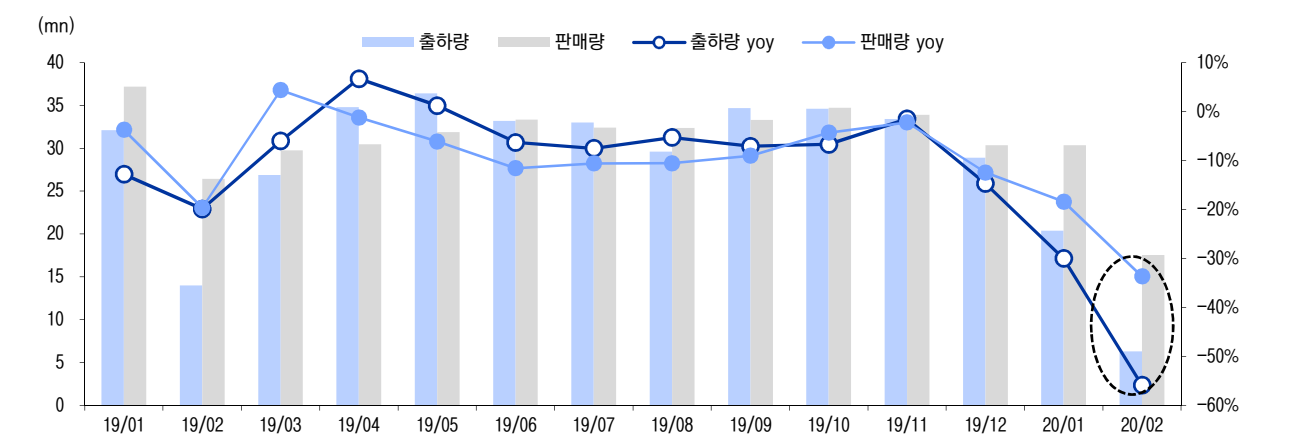


자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

중국 2월 스마트폰 판매량 vs 출하량 데이터의 의미

이번 발표된 중국 2월 스마트폰 판매량 vs 출하량 데이터가 상당히 의미가 있다. 이번 CAICT에서 발표된 중국의 2월 스마트폰 출하량 데이터는 6.3백만대로 yoy -55%, mom -69%나 감소하였다. 이는 중국 스마트폰 출하량을 집계한 이래 최고 하락폭으로 COVID-19 영향이 수요에 미치는 영향이 상당하다는 점을 방증했다. 반면 시장조사 기관 Counter Point에서 집계된 2월 중국 스마트폰 판매량은 17.6백만대로 yoy -33.6%, mom -42.2% 감소하며 출하량 대비 견조한 수치를 제시하였다. 과거 판매량과 출하량의 절대수치는 항상 괴리가 있었지만 yoy 증감율은 크게 다르지 않았다. 하지만 이번 중국의 2월 데이터는 판매량 하락율이 출하량 하락율 대비 상당히 견조하게 나오며 하락율 간 괴리율이 크게 벌어진 것이다.

그림45 2월 중국 스마트폰 판매량 vs 출하량

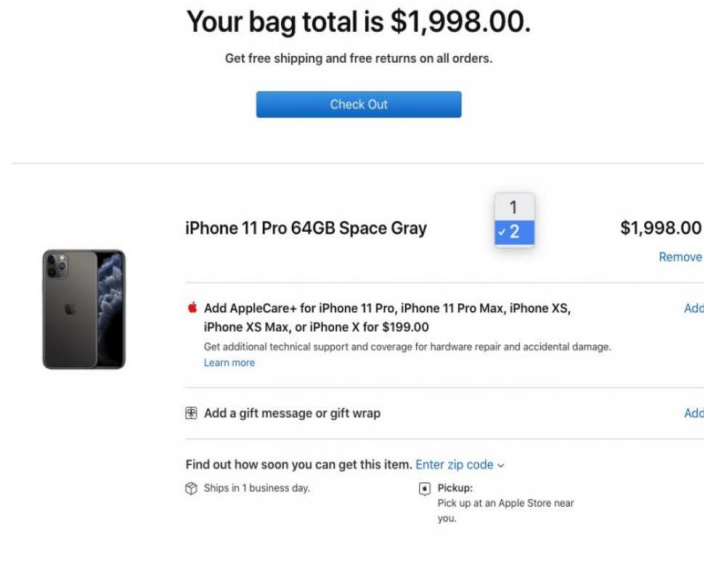


자료: CAICT, Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

당사는 이 하락율 간 괴리차이가 온라인 판매로의 수요 이연에서 비롯된 것이라 판단한다. 쉽게 말해 오프라인 판매매장 폐쇄와 이동제한, 공장 shut down 등 스마트폰 출하 자체에 문제가 있었지만, 결국 소비자들은 온라인을 통해 어느 정도의 소비를 충족시킨 것이다.

이는 애플 웹사이트에서도 확인되는 바이다. 애플은 2월 초 COVID-19 확산에 따라 중화권 오프라인 매장을 약 1개월간 중지, 3월 중국 오프라인 매장을 재 오픈한 반면 함께 글로벌 오프라인 매장을 shut down시켰다. 이 후 온라인 판매만 이어가던 애플은 지난 3월 23일 돌연 온라인 아이폰 구매를 구매자당 2개로 제한하였다. 물론 해당 제한은 중국 공장이 재가동되며 단기간 종료되었지만 이는 분명 온라인 수요가 단기간 폭증하였단 점을 방증한다.

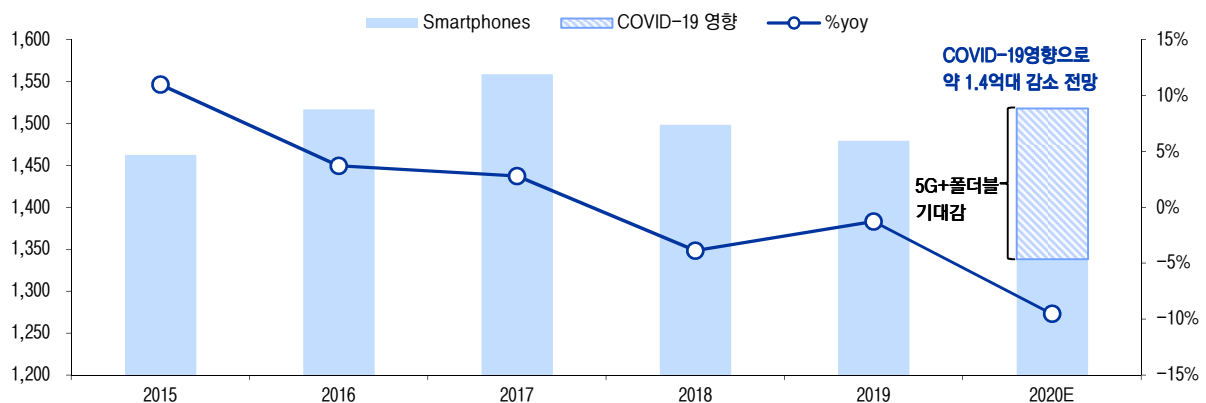
그림46 애플은 지난 3월 23일 돌연 구매자당 판매 개수를 2개로 제한



자료: 애플, 이베스트투자증권 리서치센터

이러한 점들을 고려해 보았을 때 당사는 글로벌 스마트폰 수요가 현재 우려(컨센서스 yoy -20% 수준) 대비 실질적 감소폭은 적을 것으로 전망한다. 1) 각 나라별 COVID-19 증가율 감소시기가 비슷하며, 2) 각 스마트폰의 신제품이 정상적으로 출시되며, 3) 각 나라별 소비심리 위축이 중국과 동일한 3개월 미만, 4) 진정국면에서 이연 수요가 20% 수준이라는 전제하에 중국의 패턴을 고려 시 금번 COVID-19 영향으로 인한 스마트폰 감소량은 약 1억대 수준에 그칠 것으로 전망한다. 결론적으로 2020년 글로벌 스마트폰 판매량은 13.4억대로 yoy -9.5% 감소할 것으로 전망된다.

그림47 스마트폰 판매량 yoy -9.5% 수준에 그칠 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

주요 변화와 시사점

2019년에서 찾아본 1Tier들의 방향성

2019은 글로벌 스마트폰 탑라인이 정체된 가운데 여러가지의 변화가 시작되었던 해입니다. 당사는 그 중 1) 중국의 M/S 변화 및 화웨이의 행보, 2) 인도시장에서의 M/S경쟁, 3) 삼성전자의 폴더블 출시와 애플의 아이폰 가격인하가 중요도가 가장 높다 판단하여 이에 따른 시사점을 분석해 보았습니다.

먼저 화웨이는 GMS 제제가 지속되는 한 판매량이 큰 타격을 받을 것으로 전망됩니다. 유럽형 플래그십 모델 비중이 높기 때문입니다. 삼성전자의 경우 인도에서 M/S가 감소하는 중입니다. ODM 확대라는 자구책을 강구하고 있지만 M/S 확대는 어려워 보입니다. 삼성전자의 폴더블 출시와 애플의 아이폰 가격인하는 탑라인이 정체된 가운데 삼성전자와 애플의 돌파구가 될 것으로 전망됩니다.

주요 변화와 시사점

2019년에서 찾아본 1Tier들의 방향성

작년은 2018년 3월 시작된 미-중 무역분쟁이 업체별로 직접적 영향이 가해지며 업체 별 행보가 다양했던 해였다. 당사는 작년부터 이어지고 있는 여러 변화 중 다음 세가지 변화의 중요도가 가장 높다 판단하며, 이러한 변화의 의미와 시사점에 대해 분석해보고자 한다: 1) 중국의 M/S 변화 및 화웨이의 행보, 2) 인도시장에서의 M/S경쟁, 3) 삼성전자의 폴더블 출시와 애플의 아이폰 가격인하

중국의 M/S 변화 및 화웨이의 행보

작년 중국의 스마트폰 시장은 변화의 연속이었다. 특히 2018년 3월 시작된 무역분쟁이 화웨이라는 중국의 큰 산을 침범하기 시작하며 변화를 촉발하였다. 기존 중국 시장은 삼성전자, 애플과 같은 스마트폰 초기 개척자들의 블루오션이었으나, 화웨이의 스마트폰 사업 시작과 중3사의 등장과 함께 M/S 경쟁이 치열한 시장으로 탈바꿈 되었다. 특히 Oppo, Vivo, Xiaomi와 같은 중3사가 새로이 부상하며 중국 시장을 빠르게 잠식해 나가기 시작하였으며, 중3사 침투율은 지속적으로 증가하여 50%를 초과하기까지 하였다. 이러한 가운데 지난 5월 '안보 위협성'이라는 명목 하에 미국 산업 안보국 BIS(Bureau of Industry and Security)는 화웨이와 관련 기업을 Entity List에 추가, 화웨이와 미국 기업간 기술, 부품 등의 거래를 전면 중단시켰다. 상당히 치명적인 공격이었다. 물리적 부품들은 미국 외 업체로 충분히 대체 가능하였지만 소프트웨어의 경우 그렇지 않기 때문이다. 특히 OS(Operating System: 운영체제)가 문제였다. 사실 안드로이드 OS는 오픈소스이기 때문에 수출제한과 사실상 상관 없으나, Youtube, Google play store등 사실상 모든 GMS(Google Mobile Service)의 사용이 중지되기 때문에 중국 외 국가 판매량 타격은 자명했다.

그림48 작년 5월 BIS는 화웨이 제재를 발표

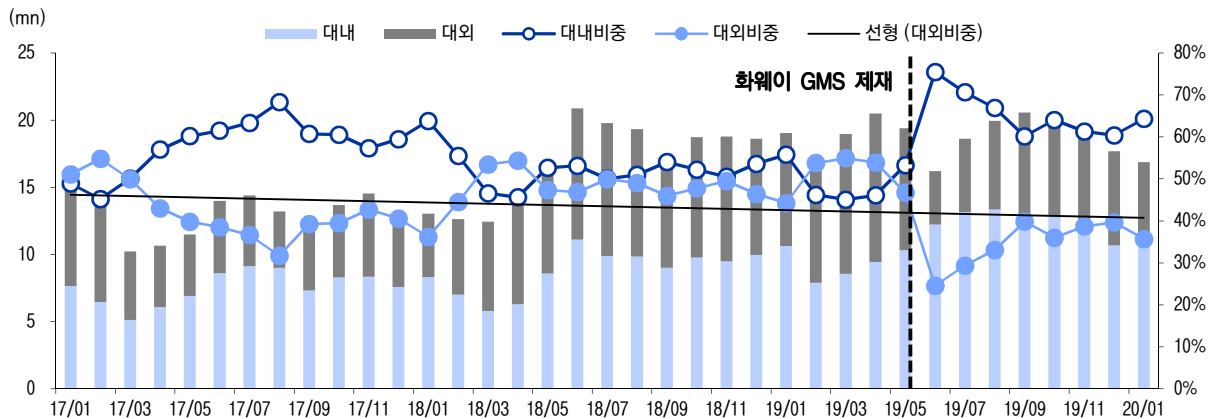


자료: BIS, 이베스트투자증권 리서치센터

제재로 인해 대외 판매량 감소에 대한 우려가 강해지자 화웨이는 빠르게 각종 프로모션을 통한 중국 내수시장에서의 스마트폰 판매 확대에 나섰다. 먼저 화웨이는 중저가 Honor 브랜드의 과격적 cash back과 대대적 홍보 및 광고활동, 화웨이 라인업의 대대적인 Trade-In 전략까지 선보이며 내수시장에 집중하였다. 그 결과 화웨이의 중국 외 판매량이 2백만대 하락하였음에도 불구하고 중국 내 판매량은 약 28백만대 증가하며 화웨이의 글로벌 판매량은 26백만대 증가하였다. 특히 연평균 26%, 제재 직전 30% 수준이었던 중국 내 화웨이 점유율은 제재 직후 5월부터 급격하게 증가하기 시작하여 최대 41%까지 상승하였다.

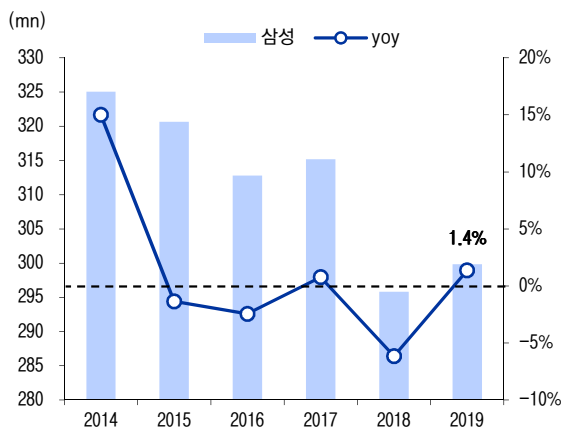
화웨이의 전략은 성공적이었다. Tier1 업체 중 yoy 두 자릿수 성장률을 보인 기업은 화웨이 뿐이기 때문이다. 2019년 화웨이 전체 스마트폰 판매대수는 2.3억대로 전년동기대비 +12.9% 성장한 반면, 삼성전자는 +1.4%, 애플의 경우 -6.6%로 감소하였다.

그림49 화웨이 대외비중 감소에도 불구하고 대내비중 대폭 증가하며 yoy 성장 시현



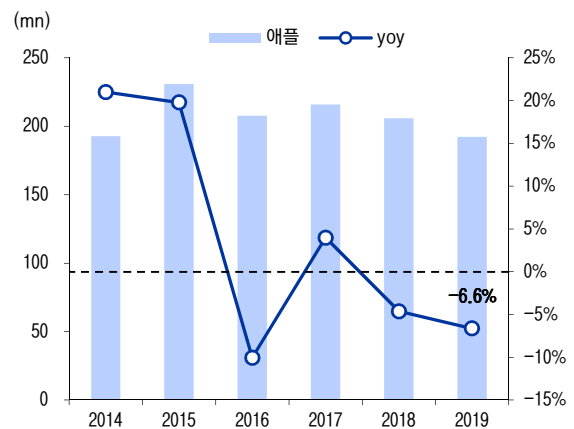
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 삼성전자 A 시리즈 라인 확대되며 소폭 성장



자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 애플 아이폰 11 효과에도 불구하고 yoy -6.6% 감소



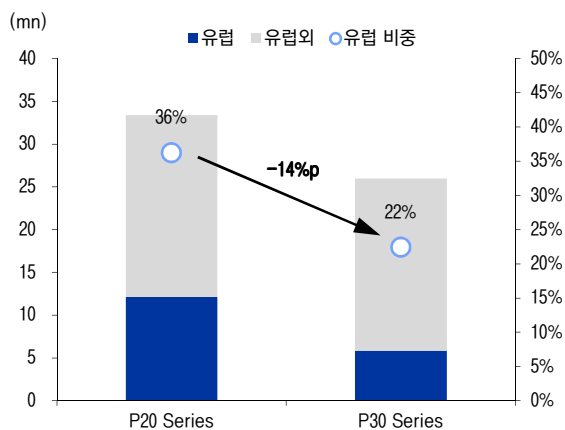
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

올해는 화웨이의 이런 전략이 한계치에 임할 것으로 전망되어 전년동기대비 역성장이 불가피 할 것으로 예상된다. 작년과 달리 올해는 출시되는 전체 모델에 GMS를 사용할 수 없기 때문이다. 제재는 작년 5월부터 시작되었기 때문에 5월 전에 출시된 화웨이 스마트폰 모델에서는 GMS를 사용할 수 있다. 화웨이의 경우 삼성전자와 마찬가지로 상반기 플래그십 한모델과 하반기 플래그십 한모델을 출시하는 패턴을 가지는데, 상반기 출시되는 P시리즈의 경우 통상 4월경에 출시된다. P시리즈 판매량은 화웨이 전체 스마트폰 판매량 중 약 17%를 차지할 만큼 가장 높은 판매 비중을 차지하는 모델이다. 때문에 작년 출시된 P30에서 GMS 사용 가능했었던 점이 어느 정도의 수요를 유지시켰을 것이다.

실제로 P20시리즈 글로벌 판매량(33백만대) 중 유럽에서 판매된 비중은 36%로 상당히 큰 비중이었지만, 제재 이후 큰 폭으로 감소할 것 같았던 유럽 판매 비중은 22%로 상당히 선방하였다. 하지만 제재 전 출시된 Mate20시리즈와 제재 후 출시되어 GMS사용이 아예 불가능한 Mate30시리즈의 경우 유럽 내 수요가 거의 사라진 수준이다.

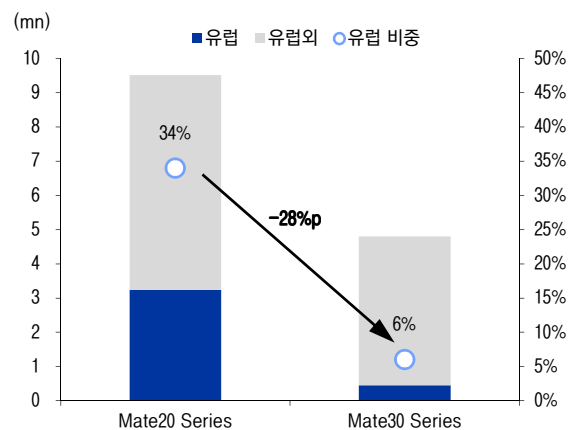
당사는 GMS제재가 유지될 경우 화웨이 플래그십 모델의 대외 판매량은 0에 가까워 질 것으로 전망하며, 중저가 라인의 판매량 역시 확대되기 어려울 것으로 보여진다. 대내 판매량 역시 중국 외 업체가 아닌 중국 내 업체의 점유율을 잠식한 것이기 때문에 추가적인 점유율 확대는 어려울 것으로 예상된다. 결과적으로 COVID-19 영향까지 감안한다면 화웨이의 2020년 판매량은 1.8억대 수준으로 yoy -21% 급감할 것으로 전망된다.

그림52 GMS 가능한 P30 모델의 경우 유럽비중 -14%p 하락



자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 불가능한 Mate30 모델의 경우 유럽비중 -28%p 하락



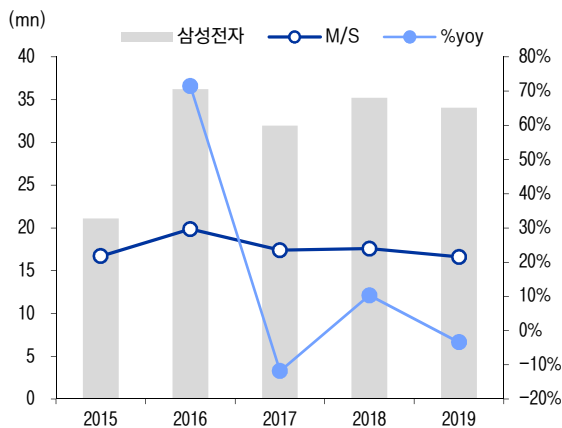
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

인도시장에서의 M/S 경쟁

가파르게 성장하던 인도시장의 성장률이 점차 감소하며 성숙기 시장으로 접어들고 있다. 인도시장의 작년 스마트폰 판매량은 1.6억대로 2018년 1.5억대 대비 yoy +8.0% 성장한 수치이다. 글로벌 성장률이 -2.7%인 것을 고려하면 상대적으로 높은 성장률이다. 하지만 평균 두 자리 성장률을 기록하던 과거와 비교하면 성장동력이 점차 감소하고 있는 것은 자명한 사실이다.

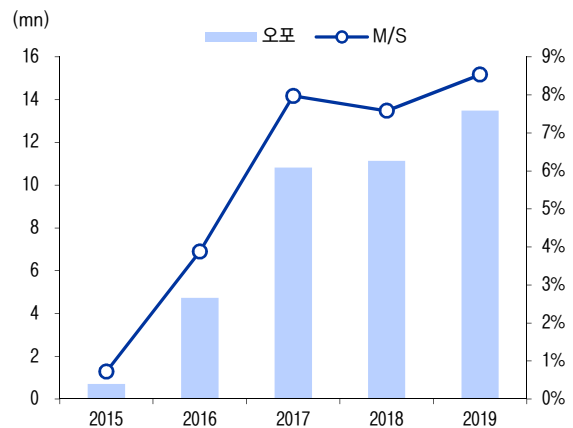
초기 인도시장을 선점하였던 삼성전자는 스마트폰 판매량은 점유율을 더 이상 확대하지 못하며 판매량 변동이 미비하였다. 작년 절대판매수량만 본다면 오히려 2016년도 대비 감소하였다(2016년 36백만대 vs 2019년 34백만대). 오히려 인도시장의 성장률은 중 3사(오포+비보+샤오미)가 4년 평균 성장률을 +108%나 기록하며 만끽하였다. 특히 비보의 경우 2019년도 판매량이 2018년대비 yoy +83% 증가하며 전년동기대비 M/S가 +6.5%p 증가한 15.9%로 상승하였다.

그림54 삼성전자 인도시장에서 M/S 정체하는 모습



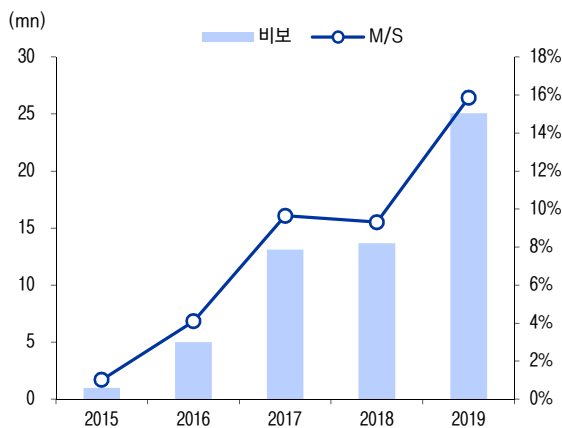
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 오포 판매량 데이터 상승곡선 그리는 가운데



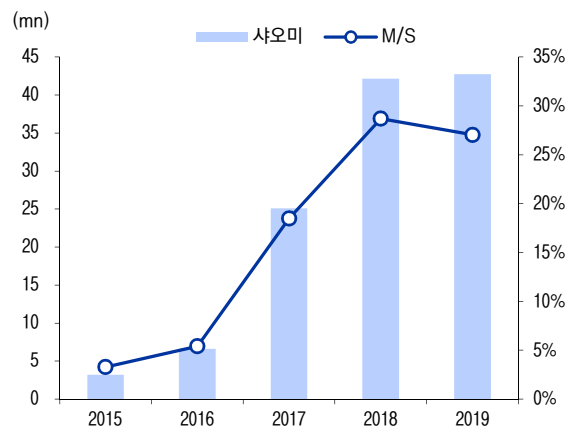
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 비보 판매량 크게 증가하며 M/S 16%대까지 침투



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 인도 M/S 1위 샤오미는 정체국면



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

통상 인도시장에서 업체별 판매량은 신모델 출시 주기와 밀접한 관계를 가지고 있다. 연간 신모델을 자주 낼수록 판매량이 좋다는 것인데 이는 특정업체의 당해년도 출시 모델수가 전년대비 많을수록 해당업체의 스마트폰 판매량 증가 폭이 높다는 말과 같다.

실제로 작년 업체별 판매 수 증가 폭 vs 모델 수 증가 폭을 보면 알 수 있다. 작년 인도 내에서 업체별 스마트폰 판매량은 삼성전자 34백만대, 오포 13백만대, 비보 25백만대, 샤오미 43백만대이다. 업체별 yoy 증가율은 삼성전자 -3.4%, 오포 +21.1%, 비보 +83.2%, 샤오미 +1.4%로 비보와 오포의 성장률이 두드러진다. 작년 인도 내에서 출시된 업체별 모델 수를 비교해보면, 2019년도 비보의 출하 모델 수는 총 17개로 2018년 총 11개 모델 대비 +55% 가장 많이 증가하였다. 오포의 경우 총 13개로 2018년도 10개 대비 +30% 증가한 수치를 보여준다. 반면 샤오미의 경우 13대vs11대로 +18% 증가하며 오포, 비보 대비 미비한 판매량 성장률을 방증한다.

문제는 삼성전자다. 삼성전자는 작년 J시리즈와 같은 일부 모델을 A시리즈로 대대적 통폐합하는 동시에 인도 출시 모델을 대폭적으로 늘렸다. 작년 총 23개의 모델을 인도에 출시하며 2018년 17개 대비 +35%나 증가시켰다. 이는 오포의 증가 폭보다 오히려 +5%p 많은 수치이다. 하지만 오포의 판매량은 +21.1%증가한 반면, 삼성전자의 인도시장 판매량은 오히려 -3.4% 감소한 수치를 기록하였다.

결국 문제는 가격으로 귀결된다. 작년 인도에서 출시된 삼성전자의 ASP는 ₹31,652로 yoy +45%증가하였다. 모델 확대에도 불구하고 인도시장에서의 삼성전자 판매량이 정체되는 현상은 결과적으로 삼성전자 스마트폰이 타사대비 저렴하지 않기 때문이다. 삼성전자가 수익성 측면에서 ODM을 확대하고 있는 전략을 펼치고 있지만 이는 확장의 영역이 아닌 방어적 영역이다. 중3사 대비 더 저렴하게 만들 수는 없다. 가령 더 저렴하게 만들어 판매량을 확대한다 해도 저성장 시장에서의 억지 M/S 확대는 출혈경쟁을 촉발시킬 뿐이다. 결론적으로 ODM을 확대한다 해서 M/S가 급격하게 상승하는 그림은 나오기 힘들 것이다.

표1 2018 vs 2019 각 사별 인도 출시 모델 정리

	Vivo		Oppo		Xiaomi		Samsung	
연도	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
모델명	Y81	Y91i	A3s	A5s	Redmi 6A	Redmi Note 8	Galaxy J6 Plus	Galaxy A30s
	Y71i	Y12	A7	A5 2020	Redmi Note 6 Pro	Redmi Note 7 Pro	Galaxy A7 2018	Galaxy M30s
	V11 Pro	S1	A5	A9 2020	Redmi Note 5 Pro	Redmi 7A	Galaxy J4 Plus	Galaxy A50s
	Y95	Y91	A83 2018	K3	Redmi 6	Redmi 8	Galaxy J4	Galaxy A20s
	V11	Y17	F9 Pro	Reno 2Z	Redmi Y2	Redmi 8A	Galaxy J6	Galaxy A2 Core
	Y71	Y19	F9	Reno 2F	Redmi 6 Pro	Redmi Note 8 Pro	Galaxy J2 Core	Galaxy A50
	Y83 Pro	Y15 2019	A71 2018	A9	Redmi 6 Pro	Redmi Note 7S	Galaxy J2 2018	Galaxy A10s
	V9 Pro	V17 Pro	R17	F11	MI A2	Mi A3	Galaxy A9 2018	Galaxy A70s
	Z10	Y90	R17 Pro	F11 Pro	Poco F1	Redmi Go	Galaxy J8	Galaxy M30
	Y93	Y11 2019	Find X	Reno 2	Redmi 5	Redmi 7	Galaxy On 8	M10s
	Nex	U10	Reno 10X Zoom		Redmi Note 5	Redmi Y3	Galaxy A6 Plus	Galaxy A10
		U20		A1k		Redmi K20	Galaxy Note 9	Galaxy A20
		S1 Pro		Reno		Redmi K20 Pro	Galaxy S9 Plus	Galaxy Note 10 Plus
		Z1X					Galaxy A8 Star	Galaxy A70
		V17					Galaxy A8 Plus 2018	Galaxy M10
		Z1 Pro					Galaxy Note8	Galaxy M20
		V15 Pro					Galaxy S9	Galaxy S10 Plus
								Galaxy S10
								Galaxy Fold
								Galaxy S10e
								Galaxy A30
								Galaxy Note 10
								Galaxy A80
모델수	11	17	10	13	11	13	17	23
증감률		55%		30%		18%		35%
ASP (₹)	13,564	13,840	19,366	20,375	9,891	11,528	21,780	31,652
증감률		2%		5%		17%		45%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

삼성전자의 폴더블 출시와 애플의 아이폰 가격인하

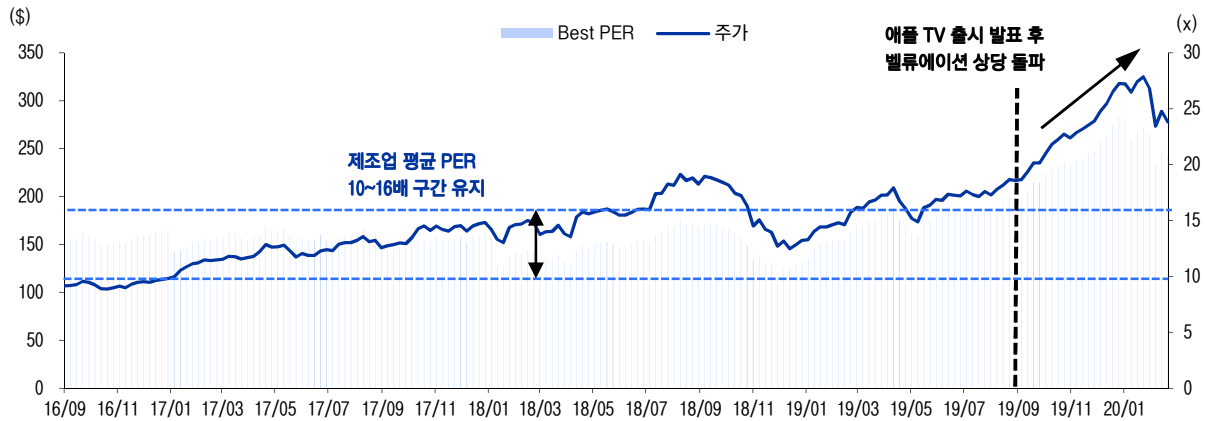
중4사가 EM 중심의 판매량 확대에 치고 올라오는 가운데 글로벌 스마트폰 판매량은 오히려 감소하는 상황이다. 초기 시장을 선도하였던 애플과 삼성전자는 확고한 브랜드 네임을 구축하였지만 각 사의 스마트폰 판매량은 더 이상 증가하고 있지 않는 상황이다. 이러한 가운데 삼성전자의 폴더블 출시와 애플의 아이폰11시리즈 가격 인하+저가모델 출시는 향후 두 업체에게 성장동력을 제공할 중요한 전략적 방향으로 보여진다.

ODM확대가 삼성전자에게 방패와 같은 존재라면, 폴더블은 삼성전자에게 창과 같은 존재다. 앞서 언급한 것처럼 ODM을 통해 수익성을 소폭 개선할 수는 있지만 대대적인 판매량 증가로 M/S gain을 그리긴 힘들 것이다. 하지만 폴더블의 경우는 다르다. 특정 품목의 선구자로서 타 업체들이 1~2년간 따라올 수 없는 영역을 선점하였다. 물론 화웨이가 곧바로 MateX를 출시하였지만, 완성도적인 측면에서 사실상 보여주지 못해 가깝다. 이익도 기존 프리미엄급 라인인 S series나 Note series 대비 상당하다. Galaxy Fold 출시 당시 50% 미만의 디스플레이 수율을 감안하여도 GPM이 40%에 가까웠다. 즉 삼성전자는 폴더블을 통해 탑라인이 정체된 시장에서 외형성장을 꾀할 수 있게 된 것이다. 경쟁사인 애플이 플랫폼으로써 전략적 약진을 시작하였다면, 삼성전자는 자신의 강점인 '제조'에 힘을 실었다. 폴더블은 이러한 전략적 방향성의 시발점이라 판단된다.

애플의 플래그십 모델 단가 인하와 저가모델 출시는 EM시장에서의 M/S 확대 전략으로 보여진다. 아이폰은 신규 출시모델라인의 평균가격이 전년도 출시모델라인의 평균가격 대비 높게 책정되어 왔다. 하지만 애플은 작년 이례적으로 신규모델(아이폰11)의 가격 인하전략을 구사, 신규모델라인의 평균가격이 전작대비 하락하는 상황이 발생하였다 (\$949 vs \$932). 전략은 효과적이었다. 전작 동일모델 대비 \$50 인하된 아이폰11의 판매량은 출시 당해년도 4개월동안 31백만대를 기록하며 동기간 Xr 판매량 대비 무려 +38.7%나 증가하였다. 특히 중국 시장에서 아이폰 11 판매량은 경이로웠다. 작년 아이폰 11의 중국 판매량은 7.0백만대로 동기간 Xr 판매량 대비 +111% 증가하였다. 점유율이 매우 미비한 인도 시장에서도 전체 판매량이 yoy +7.3%, 아이폰11 판매량은 +115% 증가하였다.

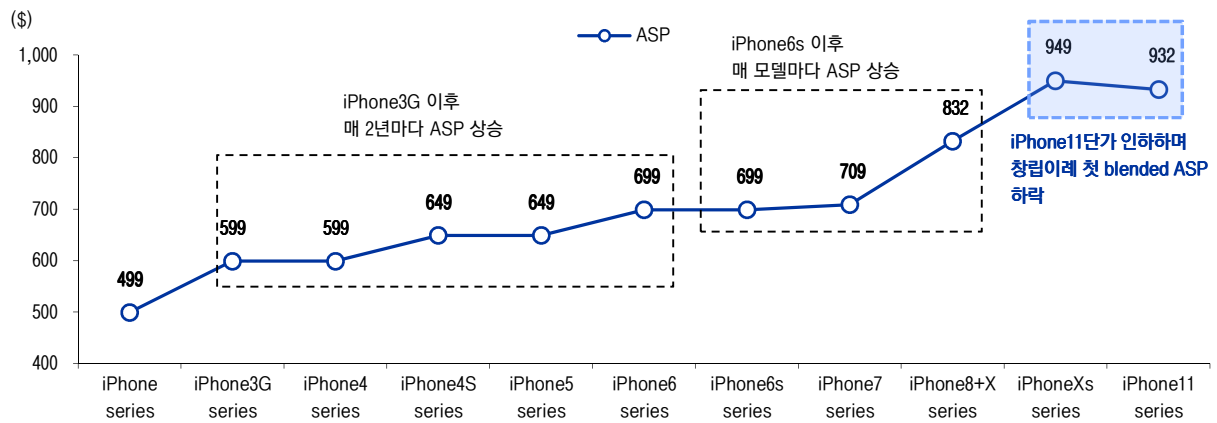
중국을 EM시장이라 칭하긴 무리가 있지만 유럽(2019년 기준 \$321)과 미국(2019년 기준 \$473) 같은 선진국대비 소비자들이 구입하는 스마트폰의 평균가격이 상대적으로 낮다(\$239). 인도 역시 \$211 수준으로 상당히 낮은 편이다. 스마트폰 소비 평균 가격이 상대적으로 낮다는 뜻은 소비자들의 스마트폰에 대한 가격 탄력성이 비교적 낮다는 의미로 해석할 수 있다. 결론적으로 가격 탄력성이 비교적 낮은 시장에서의 아이폰의 가격 인하는 판매량 증대라는 결과를 가져왔고 미국을 제외한 타국가에서 M/S가 상대적으로 낮은 애플은 점유율 상승으로 인한 성장률이 비교적 열려있기 때문에 이러한 전략을 고수하지 않을 이유가 없다 전망된다. 아이폰9이라는 중저가 라인 출시 역시 이러한 전략의 일환으로 보여진다.

그림58 애플 플랫폼기업으로서의 전략적 발표 후 제조업 밸류에이션 돌파



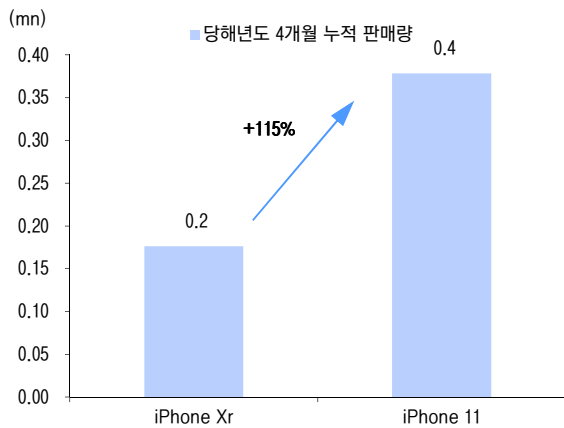
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 애플 창립이래 플래그십 blended ASP 작년 첫 인하



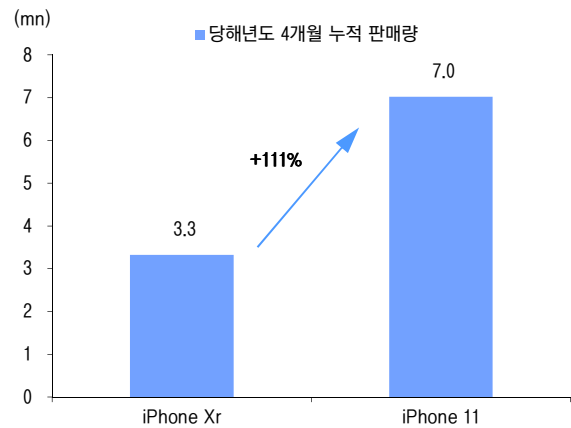
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 인도 아이폰 저가모델 판매량 +115%증가



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 중국 아이폰 저가모델 판매량 +111% 증가



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 나라별 스마트폰 ASP

Country	Brand	2018	2019
USA	Samsung	\$390	\$433
	Apple	\$766	\$745
	Huawei	\$259	\$258
	Xiaomi		\$167
USA Total		\$463	\$473
Europe	Samsung	\$272	\$242
	Apple	\$749	\$739
	Huawei	\$237	\$264
	Xiaomi	\$144	\$153
	Oppo	\$235	\$228
	Vivo	\$223	\$162
Europe Total		\$321	\$321
China	Samsung	\$444	\$443
	Apple	\$767	\$750
	Huawei	\$254	\$282
	Xiaomi	\$184	\$174
	Oppo	\$285	\$231
	Vivo	\$264	\$239
China Total		\$260	\$289
India	Samsung	\$294	\$301
	Apple	\$767	\$750
	Huawei	\$234	\$256
	Xiaomi	\$133	\$156
	Oppo	\$261	\$275
	Vivo	\$183	\$186
India Total		\$201	\$211

자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

Investment Strategy

확실히 성장하는 산업에 투자하자

COVID-19영향으로 연간 스마트폰 판매량 타격은 분명 불가피 합니다. 하지만 실질적인 연간 판매량 타격 수준보다 심리적 우려감이 압도하는 상황으로 거의 모든 스마트폰 밸류체인이 크게 하락해 있는 상황입니다. 이러한 상황에서 당사는 중장기적인 관점에서 확실히 성장하는 산업, 우려감이 도래하기 전 고멀티플 산업에 투자할 것을 권고합니다.

당사는 무선이어폰, 폴더블 сек터가 단순한 트렌드를 넘어선 업체들의 전략적 방향성으로 판단하여 중장기적 관점에서 지속적인 성장을 전망합니다. 더하여 과거 카메라와 같이 중저가 모델로 확산되는 сек터는 2~3년간 안정적 성장이 가능할 것으로 보여집니다. 이에 따라 당사는 **아이티엠반도체, 에스코넥, 인텍플러스**를 추천합니다.

Investment Strategy

Strategy1: 확장 국면에 있는 산업

COVID-19영향으로 상당 수의 스마트폰 서플라이 체인 내 부품사들은 연간 타격이 불가피한 가운데, 현재 스마트폰 서플라이 체인 내에서 투자아이디어는 중장기 관점으로 접근하는 것이 바람직하다. 즉 확실히 성장할 것으로 전망되는 산업에 집중하여야 한다. 특히 스마트폰 기술의 트렌드를 이끄는 1Tier들이 공통적으로 집중하고 있는 분야 일 수록 확장 국면일 가능성이 높다. 당사는 중장기 적인 투자 관점에서 향후 확장국면이 분명한 산업으로 1) 폴더블과 2) 무선이어폰을 추천한다.

그림62 삼성전자의 폴더블 Z-Flip



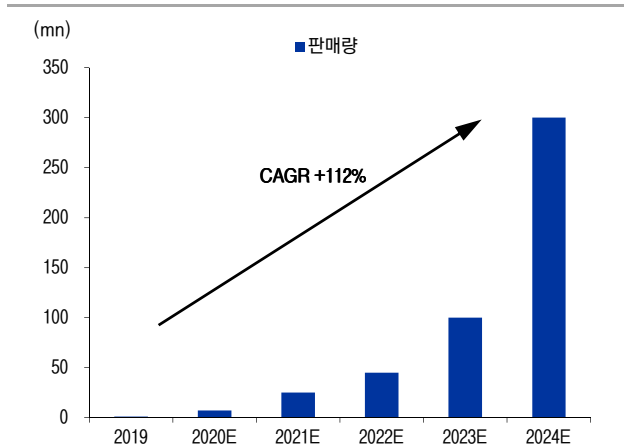
자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 애플의 무선이어폰 Airpod Pro



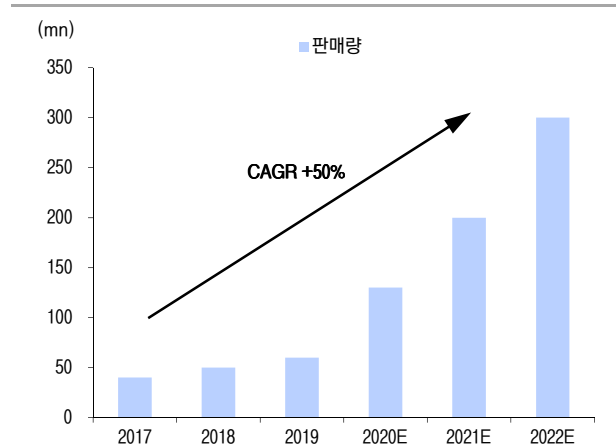
자료: 애플, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 폴더블 스마트폰 2022년부터 제조사들 본격적 참전



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 Airpod Pro 기점으로 스마트폰 제조사들 스펙업 집중

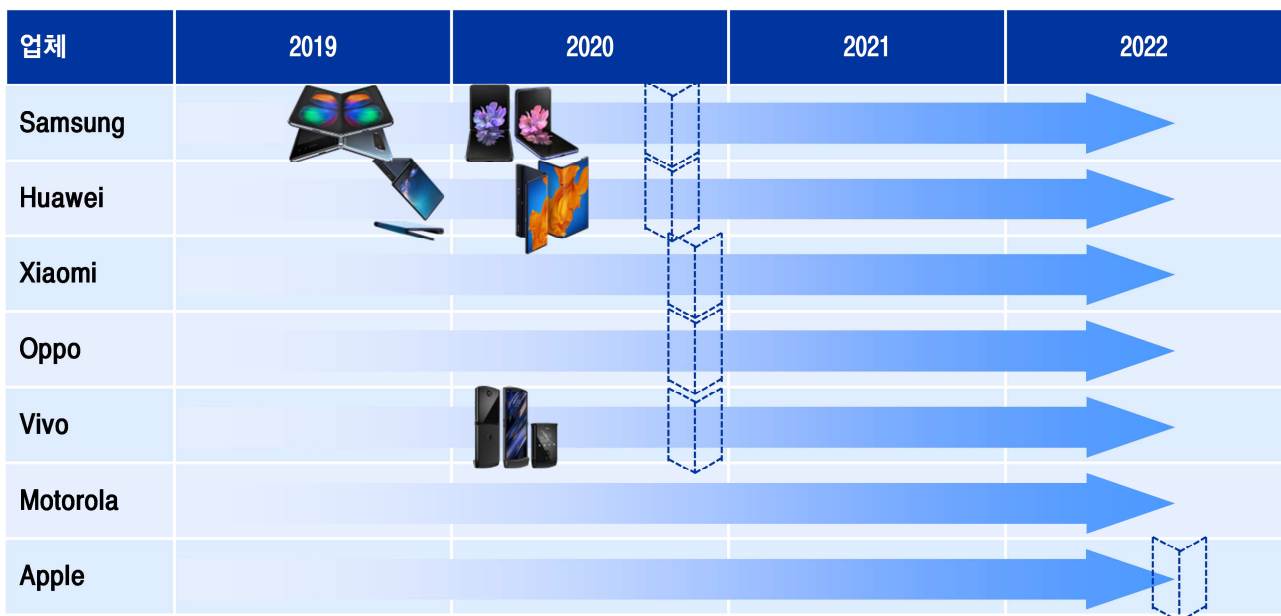


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

폴더블: 디스플레이와 힌지

앞서 언급한 것처럼 폴더블은 삼성전자가 침체된 스마트폰 시장에 제시한 돌파구다. 이에 따라 각 스마트폰 제조사들 역시 폴더블에 박차를 가하고 있다. Huawei는 삼성전자가 Galaxy Fold를 출시한 직후 MateX를 출시, 2020년 2월 Xs를 출시하였다. Xiaomi 역시 이번 년 하반기에 신모델을 출시하며 폴더블 대열에 합류할 것으로 전망된다. Oppo와 Vivo는 관련 특허를 등재, SNS와 컨퍼런스에서의 언급 등 기대감이 조성되어 있는 가운데, 최근 디스플레이를 수급하고 있는 것으로 체크되어 올해 안에 출시될 것으로 보여진다.

그림66 업체별 폴더블 출하 계획



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

탑재 부품의 경우 사실상 현재까지 출시된 폴더블 스마트폰들이 기존 플래그십 모델 대비 오히려 다운그레이드되어 출시되었다. 카메라가 가장 큰 예인데, 최근 출시된 Galaxy Z-flip의 후면 카메라 스펙은 12MP+12MP 듀얼카메라인 반면 Galaxy S20 Ultra의 경우 108MP+48MP+12MP 트리플 카메라에 0.3MP ToF가 탑재되었다. 그 이유는 폴더블 디스플레이 수율에 따른 가격조정 니즈로 타 부품에서 비교적 저가제품이 탑재되었을 것으로 추측된다. 향후 디스플레이 수율이 향상되면 플래그십 부품 스펙과 키 맞추기가 진행될 것으로 예상된다.

표3 S20 Ultra vs Z-flip

		
기기명	S20 Ultra	Z-flip
출시일	2020/03	2020/02
가격	\$1,290	\$1,390
무게	220 g	174 g
해상도	1440 x 3200 pixels	1080 x 2636 pixels
OS	Android 10.0	Android 10.0
Chipset	Exynos 990 Qualcomm SM8250 Snapdragon 865	Qualcomm SM8250 Snapdragon 855
CPU	Octa core	Octa core
Main Cam	108MP+48MP+12MP+ToF	12MP+12MP
Selfie Cam	40MP	10MP

자료: GSM arena, 이베스트투자증권 리서치센터

결국 폴더블 스마트폰 확장국면에서 부품단의 투자아이디어는 기존 탑재되지 않았던 새로 추가되는 부품이 가장 큰 수혜를 볼 전망이다. 가장 큰 예는 폴더블 디스플레이와 힌지가 있다. 폴더블 디스플레이 완성품은 삼성디스플레이가 제작한다. 소재 및 부품단에서 익스포저가 가장 큰 기업은 세경하이테크, 파인테크닉스가 있으며 그 뒤로 이녹스첨단소재, 캄트로닉스, SKC코오롱PI등이 있다. 힌지의 경우 KH바텍 단독으로 진행되어 왔지만 최근 에스코백이 합류한 것으로 보여진다.

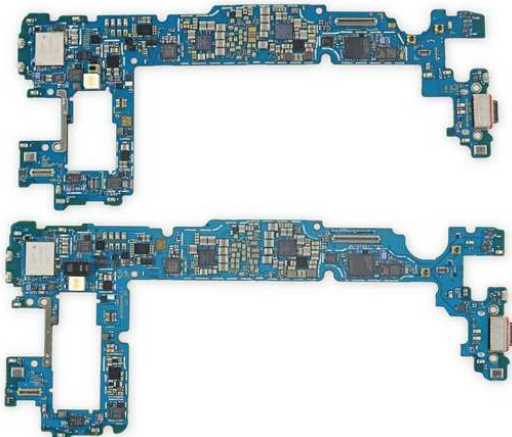
삼성디스플레이 벤더가 삼성전자 벤더대비 물량측면에서 증가세가 더 클 것이다. 삼성디스플레이는 삼성전자 외의 폴더블 제조업체에게 패널을 납품할 수 있기 때문이다. 최근 체크된 사항에 의하면 삼성디스플레이는 금년 하반기부터 삼성전자 외 스마트폰 제조사들에게 폴더블 패널을 출하할 것으로 전망된다.

무선이어폰

애플은 iPhone7에서 3.5mm파이 이어폰잭을 제거하며 첫 이어폰단자가 없는 스마트폰을 출시하였다. 그 뒤로 화웨이, 구글, 삼성전자 역시 최근 3.5mm파이 이어폰잭을 제거하며 스마트폰에서 이어폰 잭을 없애는 것이 추세가 되고 있다. 각 제조사들이 3.5mm파이 이어폰 잭을 제거한 이유는 1) 내부적인 공간 활용도 확대, 2) 음질향상, 3) 이어폰을 통한 수익성 창출 등으로 보여진다.

내부적인 공간활용도 향상은 단순히 배터리 크기가 증가하기 때문이다. 2차전지 면적당 에너지밀도 향상이 사실상 정체되어 있는 가운데, 데이터 트래픽 증가와 어플리케이션의 고도화등으로 인해 전력 소모량은 지속적으로 증가하는 추세이다. 이에 따라 배터리 용량은 모든 모델에 지속적으로 증가, 크기 역시 증가하는 추세이다. 주요 제조업체들은 한정된 공간에 배터리 크기가 증가하기 때문에 여러 부품단의 변화를 주고 있으며(e.g. 갤럭시 Note10 SLP→Interposer), 이어폰 잭의 제거 역시 그의 일환이라 볼 수 있다.

그림67 S10 vs Note10 기판 사이즈 확연하게 감소



자료: IFIXIT, 이베스트투자증권 리서치센터

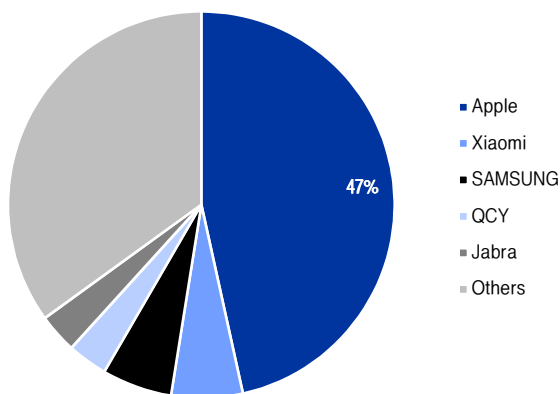
이론적으로 3.5mm파이 단자보다 USB-C단자에 DAC(Digital to Analog Converter)을 탑재시킨 것이 음질이 더 좋다. 아날로그 형식으로 소리 순서 변경, 소리증감 등 단순한 입출력밖에 할 수 없지만. 디지털 형식인 USB-C는 Equalizing등 다양한 디지털적 조작이 가능하며, 스마트폰, 스피커, 헤드폰 등의 센서와 연동이 용이하다.

하지만 사실상 3.5mm파이 단자가 없어진 가장 큰 이유는 이어폰을 통한 수익성의 극대화로 보여진다. 3.5mm파이 단자는 50년도 넘는 규격이기 때문에 제조사들끼리의 호환이 매우 용이하다(애플 이어폰을 갤럭시에 사용하기에 무리가 없다). 하지만 DAC 부품을 각 사별 스마트폰 단자로 이동시킬 경우 각 사별 호환이 되지 않는다(갤럭시 USB-C 이어폰은 아이폰에서 사용할 수 없다). 당연히 기존 일반 이어폰보다 충전단자 이어폰은 더 비싸며, 기존 3.5mm파이 단자를 사용하고 싶은 경우 별도의 3.5mm파이단자와 호환되는 부품을 별도로 구매해야 한다.

결국 사용하고 있는 스마트폰 제조사 외에 타 제조사의 음향기기를 쓰고 싶거나, 타 스마트폰 제조사의 음향기기를 쓰고 싶은 사용자들은 무선이어폰을 선택할 수 밖에 없다. 따라서 무선이어폰은 스마트폰 제조사들에게 있어 스마트폰 외 부가부품으로 수익을 창출할 수 있는 전략적 방향성이자 또 하나의 큰 흐름으로 판단된다.

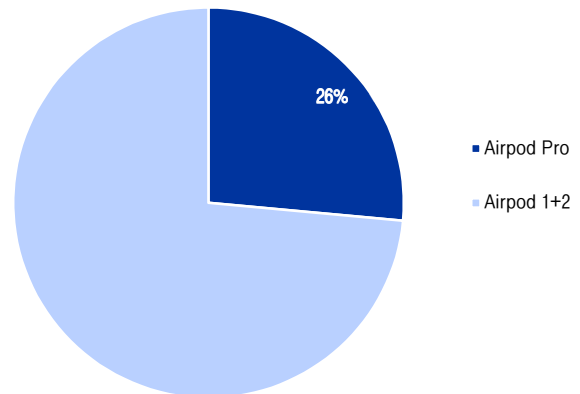
무선이어폰 중 현재 압도적 선두에 있는 기업은 단연 애플이다. 애플은 지난 2019년 60.7백만대의 무선이어폰을 판매하며 전체 무선이어폰 시장에서 47% 압도적 점유율을 기록하였다. 이러한 애플의 정보는 올해도 지속될 것으로 보여진다. 그 이유는 애플 무선이어폰 3세대인 Airpod Pro의 압도적 흥행성 때문이다. 애플의 Airpod Pro는 약 16백만대의 판매량을 기록하며 애플 전체 무선이어폰 판매량의 27%를 차지하였는데, 출시일이 작년 11월인 점을 고려해보면 흥행성이 상당하다. 이러한 이유로 애플의 올해 무선이어폰 판매 컨센서스는 9천만대~1.2억대로 형성되어 있으며, 최근 관련 부품사들과 체크해본 결과 COVID-19영향에도 판매호조는 지속되고 있는 것으로 파악된다. Airpod 관련 업체로는 **아이티엠반도체**와 **덕우전자**가 있다.

그림68 애플 전체 시장에서 압도적인 점유율 기록



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 판매 2개월만에 전체 판매량의 27% 기록



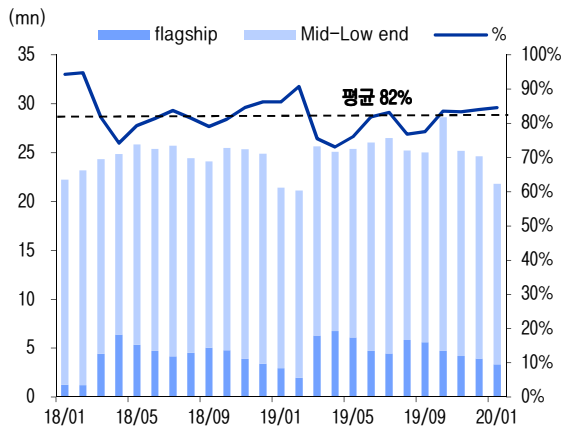
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Strategy2: 중저가 모델로 확산되는 트렌드

당사는 스마트폰 부품 중 플래그십라인에 채용되어 있지만 중저가라인에 채용되지 않은 기술에 주목할 것을 권고한다. 현재와 같은 수요 침체구간에서도 성장할 가능성이 높기 때문이다. 과거 삼성전자는 플래그십라인 스펙 사양은 매년 진행하였지만, 중저가 라인에의 평균적인 스펙 상향 속도는 상대적으로 더디었다. 하지만 중4사가 경쟁력 있는 저가 제품들로 EM시장에서 빠르게 점유율을 확대하자 삼성전자 역시 경쟁력 확보를 위해 중저가 스펙업을 과거대비 빠르게 하고 있는 상황이다.

삼성전자 연간 판매량 3억대중 2.5억대 가량이 중저가인 것을 감안하면, 특정 부품 및 기술이 플래그십에서 중저가로 확산될 때 해당 부품 및 기술과 관련있는 업체들은 큰 호황을 누리게 된다. 최근 이러한 호황은 카메라 모듈 업체에게서 나타났다. 2018년 시작된 중저가 모델의 멀티카메라 채용률은 2019년 급격하게 증가하며 카메라 모듈 벤더들의 외형을 2배 가까이 증가시켰다.

그림70 삼성전자 전체 판매량 중 중저가 평균 82%



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 파트론 영업이익 vs 주가추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 엠씨넥스 영업이익 vs 주가추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 파워로직스 영업이익 vs 주가추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

HIAA

당사는 카메라에 이어 중저가 라인으로 확산되는 차기 트렌드 중 HIAA 관련 업체에 주목할 것을 추천한다. HIAA는 Hole In Active Area 약자로, 말 그대로 디스플레이(Active Area)에 구멍(Hole)을 뚫는 기술이다. HIAA는 스마트폰 제조사들의 궁극적 목적지인 Full display 구현에 핵심적인 기술로 부상하고 있다. 삼성전자는 HIAA를 Galaxy S10에 첫 적용, Note10, S20 라인에 추가로 적용시키며 플래그십 라인에 확고한 자리 매김을 하였다. 그 후 A11, A51, A71과 같은 중저가 라인에 채용하며 penetration을 증가시키고 있다.

현재까지 출시된 HIAA는 크게 2종류로 HIAA와 HIAA1이 있다. 두 기술은 사실상 디스플레이에 카메라 구멍이 나있는 외형은 같으나 그 방식에 차이가 있다: HIAA의 경우 구멍 형성 시 식각을 통해 형성하지만 HIAA1은 레이저를 통해 형성한다. 이 두 기술의 차이는 Rigid OLED와 Flexible OLED의 구조차이에서 발생한다. 먼저 Rigid OLED는 패널의 기반이 되는 TFT기판이 유리다. 그 위 OLED 유기재료 층이 얹히고 그 위에 다시 유리로 된 봉지기판을 덮는다. 즉 OLED 유기재료 층 상하부분이 모두 유리로 형성된다. 이때 물리적인 식각으로(레이저) 유리에 구멍을 형성할 시 구멍이 고르게 형성되지 않는다. 화학적 식각이 제조원가 측면에서 물리적 식각보다 불리하지만, Rigid OLED의 구멍 형성과정에서는 화학적 식각이 효과적이다. 당연히 LCD에서도 동일한 논리가 적용된다. 반면 Flexible OLED는 기반이 되는 TFT기판이 플라스틱 기반의 PI 소재이다. 마찬가지로 그 위에 OLED 유기재료 층이 얹히고 그 상단에는 Rigid OLED의 유리봉지기판이 아닌 박막봉지 레이어(유기물과 무기물을 번갈아 가면서 적층)가 덮이게 된다. 즉 OLED 재료 층 상 하단이 더 이상 유리가 아닌 플라스틱과 막이다. 때문에 굳이 제조원가가 더 비싼 화학적 식각을 할 필요가 없이 물리적 식각으로 진행한다.

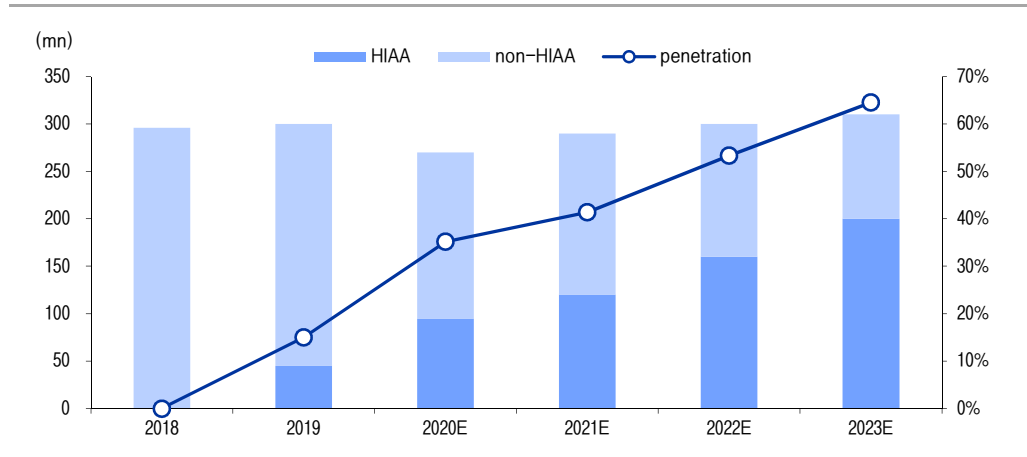
그림74 Rigid vs Flexible



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현재 삼성전자의 플래그십은 Flexible OLED, 중저가는 Rigid OLED+LCD이기 때문에, 중저가 라인의 초창기 HIAA 확장 국면에서는 HIAA기술이 주류를 이룰 것이다. 하지만 Flexible OLED의 중저가 모델 확산+레이저 장비기술의 발달 등이 순차적으로 이루어진다는 가정 하 중장기적 그림은 HIAA1이 점차 증가할 것이다. HIAA 관련 업체는 **캠트로닉스, 솔브레인** 등이 있으며, HIAA1관련업체는 **원익IPS, 필옵티кс** 등이 있다.

그림75 HIAA penetration 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

향후 외형상의 최종 목적지는 HIAA2가 될 것으로 전망된다. 물론 제조 공법에 따라 HIAA3, HIAA4가 충분히 나올 수 있지만 결국 외관상의 최종목적지는 UDC(Under Display Camera)가 될 것이며, 그 시작은 HIAA2부터이다. 이 기술은 카메라 홀이 아예 없어지며 Full display 구현이 가능하다. HIAA2는 아직 스마트폰에 적용되지 않았다. HIAA2는 HIAA1과 같이 레이저로 구멍을 뚫지만 구멍을 매우 미세하게 뚫는 방식으로 진행될 것으로 전망된다. 삼성전자는 빠르면 금년 하반기 Fold2(Codename 'Champ')부터 이 기술을 적용 시킬 것으로 전망된다. HIAA2 관련 업체는 HIAA1 관련업체와 더불어 검사장비가 추가되어 **영우디에스피, 인텍플러스** 등이 있다. HIAA관련 라인에 최근 검사장비가 추가되고 있는데, HIAA2뿐만 아니라 HIAA와 HIAA1검사장비 역시 확대되는 것으로 보여진다.

그림76 UDC 사용 시 Full display 구현가능



자료: Xiaomi, 이베스트투자증권 리서치센터

Appendix: 카메라 Q상승은 제한적

클라우드 개념 도입과 SNS의 대중화로 인해 카메라는 스마트폰에서 소비자들의 필수 고려사항으로 부상하였고, 이에 따라 글로벌 스마트폰 제조사들은 앞다투어 카메라 스펙 업에 집중하였다. 제조사들의 카메라 스펙상향 방식은 주로 1) 화소 상향과 2) 카메라 추가 탑재 등으로 진행되어 왔다.

안드로이드 진영은 매년 이미지센서 화소수를 증가시키고 있다. 최근 삼성전자 플래그십모델인 S20 최 상위버전의 경우 1억화소 이상이 탑재되었다. 카메라 개수 또한 2018년 이후로 매년 증가하고 있다. 촬영용 RGB 카메라의 개수는 광각, 초광각, 망원, 접사, 흑백 등 다양한 카메라가 등장하여 후면기준 현재 최대 3개까지 카메라 수가 증가하였다. 참고로 시판되는 스마트폰 중 후면카메라가 가장 많이 탑재된 모델은 Nokia 9 pure view 모델로 총 4개의 촬영용 카메라가 탑재되었다. 안드로이드 진영은 매 모델마다 화소수가 증가된 반면 아이폰의 경우 화소 증가가 상대적으로 더디다. 2016년 출시된 아이폰7(12MP) 이후 약 3년간 후면카메라 기준 화소수는 변하지 않았다. 반면 해당 탑재 카메라 수는 상대적으로 빠르게 채워졌다. 2017년 아이폰8+ 이후로 지속적으로 증가되어 현재 후면기준 세개의 촬영용 카메라가 탑재되었다.

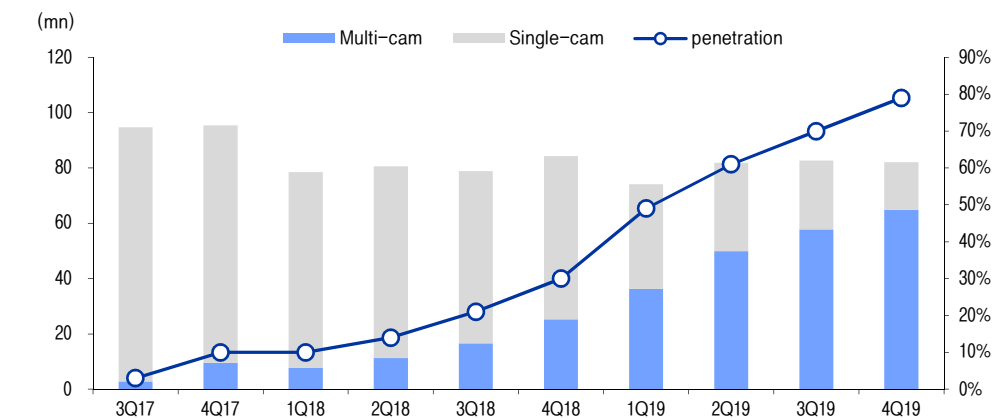
안드로이드와 아이폰의 후면기준 화소차이는 매우 크다(108MP vs 12MP). 하지만 실제 사용자들의 대부분은 두 스마트폰 카메라로 촬영한 사진과 동영상의 화질적 차이를 느끼지 못한다. 인간이 특정 픽셀 이상부터 차이를 인지하지 못하는 이유도 있지만 사실상 이러한 이유는 두 진영의 카메라 구동 방식이 다르기 때문이다. 먼저 안드로이드 진영의 경우 화소수는 매우 높지만 각각의 카메라가 on/off 되며 고유 기능을 사용한다. 즉 각각의 카메라가 따로 구동한다. 하지만 아이폰의 경우 11 Pro 이상 버전 기준 카메라가 복합적으로 기능한다. 즉, 3개의 카메라 중 한 개의 카메라가 피사체를 촬영하고 있으면 나머지 두개의 카메라가 피사체의 구도, 색감, 화이트밸런스 등을 보조해 준다. 예를 들면 메인카메라로 사진을 찍을 경우 피사체가 프레임에서 벗어나게 되면 안드로이드는 초광각 카메라 모드로 전환하면되고, 아이폰은 이를 소프트웨어 적으로 인지하여 잘려나간 부분을 초광각 카메라를 통해 보정해준다. 쉽게 말해 안드로이드 진영과 아이폰 진영이 화소차이가 크어도 사진 퀄리티가 크게 다르지 않은 이유는 소프트웨어 적인 보정과 구동 방식을 통해서 화소의 차이를 충분히 커버할 수 있기 때문이다.

결론적으로 안드로이드 진영에서 더 이상의 이미지센서 화소 증가나 카메라 대수 증가는 사실상 크게 의미 있지 않으며, 따라서 경쟁력 또한 되기 힘들어 보인다. 당사는 향후 스마트폰 카메라 변화는 카메라 개수의 증가 및 화소의 증가보다는 소프트웨어적 modification 등을 통한 스펙업이 주를 이룰 것으로 전망한다.

카메라 모듈 벤더

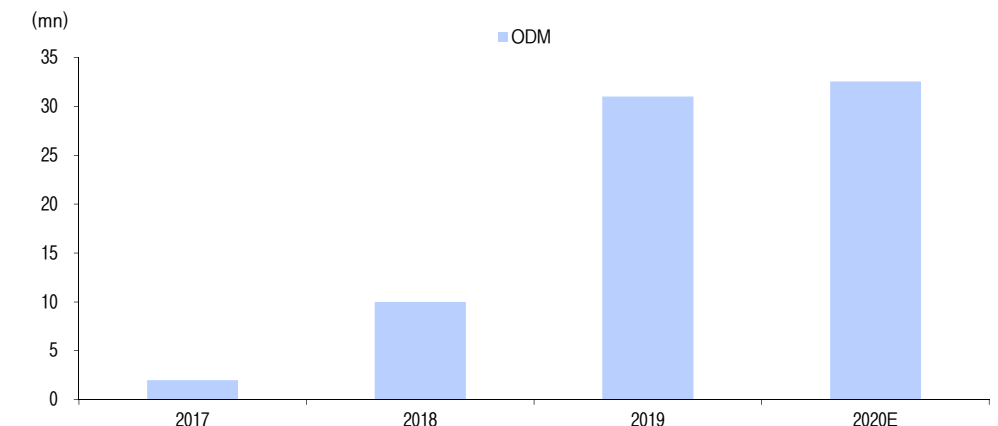
대당 카메라 탑재 증가로 2년간 가파른 성장을 경험하였던 삼성전자의 카메라 모듈 벤더들은 올해를 기점으로 스마트폰 카메라 모듈만으로는 과거와 같은 eps 성장은 기대하기 힘들어 보인다. 이러한 이유는 앞서 언급한 바와 같이 카메라 대당 탑재량이 더 이상 증가할 것으로 예상되지 않는 가운데, 1) ODM의 확대와, 2) 멀티카메라 penetration이 작년 기준 이미 80%에 육박하며, 3) 모듈 비딩 방식이 단일 모듈 비딩 방식으로 변화했기 때문이다. ODM확대로 인해 기존 외형의 기반이 되던 상당수의 중저가모델은 사라질 것이며, 멀티카메라 penetration이 중저가모델에 대부분 채용되었기 때문에 성장 톱도 제한적이다. 더하여 기존 세트모듈 비딩방식에서 단일모듈 비딩방식으로 바뀌기 때문에 무한경쟁체도에 진입하며 마진을 압박도 우려된다. 여기서 전제는 '스마트폰 카메라 모듈 만으로'이다. 스마트폰 카메라 모듈 외의 전장, 산업 등등의 매출처 다각화를 통한 성장이 개별적 기업에서 나올 수 있지만, 현재 카메라 모듈 업체는 대부분의 매출이 스마트폰 카메라에서 나오기 때문에 전반적인 영향은 동일할 것이다.

그림77 멀티캠 penetration 작년 기준 80% 육박



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 ODM 확대는 불변적 방향성



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

아이티엠반도체 (084850)	48
에스코넥 (096630)	52
세경하이테크 (148150)	56
파인테크닉스 (106240)	61
인텍플러스 (064290)	66
파트론 (091700)	70
나무가 (190510)	75

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
아이티엠반도체	Buy (신규)	64,000 원(신규)
에스코넥	NR	NR
세경하이테크	NR	NR
파인테크닉스	NR	NR
인텍플러스	NR	NR
파트론	Buy(유지)	9,100 원(하향)
나무가	Buy(유지)	17,000 원(하향)

아이티엠반도체 (084850)

COVID-19영향에도 크게 성장한다

2020년 창립 최대 실적 달성 전망

아이티엠반도체의 2020 예상 실적은 매출액 5,885억원(yoy +48.0%), 영업이익 1,151억원(yoy -115.1%/OPM 19.6%)으로 전망된다. 동사는 COVID-19영향에도 불구하고 신모델 수주와 무선이어폰 판매확대로 창립 최대 실적을 달성할 것으로 전망된다.

COVID-19도 막을 수 없다

동사는 COVID-19 영향에도 불구하고 올해 꺾임 없는 실적을 달성할 것으로 전망된다. 동사 전체 매출 비중 중 약 54.4%(당사추정)가량이 스마트폰에서 매출이 발생하지만, 국내 고객사 중저가 라인의 PCM→PMP 확대와 국내의 고객사 신구모델 수주로 인해 기존 스마트폰 물량 감소에도 성장 가도는 견고할 것으로 보여진다. 참고로 PMP는 POC 대비 단가 측면에서 10배이상 차이 나기 때문에 고객사들의 PMP 비중 확대는 동사에 큰 레버리지 효과를 일으킨다.

해외 고객사 신구모델 납품의 의미는 상당하다. 해외 고객사의 과거 스마트폰 판매량 트렌드를 보면 연간 스마트폰 판매량은 약 2억대, 그 중 해당연도 출시된 신규 모델 판매량은 평균 5천만대 수준으로 연간 판매량의 약 25%가 신규모델, 나머지 75%가 과거 출시되었던 모델이다. 즉 해외 고객사 한 모델당 2~3년간 판매량이 지속되기 때문에 향후 추가되는 수주마다 동사에겐 과거모델+신구모델의 효과가 나타난다. 이러한 효과로 인해 해외 고객사 물량은 COVID-19영향을 감안하여도 yoy +108% 수준으로 증가할 것으로 전망된다.

동사의 무선이어폰 성장성에 대해선 많은 사람들이 인지하고 있는 부분이다. 현재 COVID-19영향에도 해외 고객사 무선이어폰 판매량이 상당히 견조하게 유지되고 있기 때문에 올해 심리적 컨센서스 9천만대~1억대 수준의 판매량은 달성할 것으로 보여진다.

투자의견 매수, 목표주가 64,000원

동사의 대한 투자의견 매수와 목표주가 64,000원을 제시한다. 목표주가는 2020년 EPS 4,921원에 부품사 확장구면 심리적 멀티플 15배에 COVID-19영향을 고려하여 -20% 할인을 적용시켰다.

Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
(십억원)					(원)	(%)		(배)	(배)	(배)	(%)
2016	170.3	6.7	-1.3	-18.8	n/a	n/a	18.6	n/a	6.2	n/a	-47.4
2017	201.9	21.6	6.0	7.6	n/a	n/a	36.0	n/a	3.1	n/a	18.0
2018	228.2	21.1	18.6	18.2	n/a	n/a	35.2	n/a	31.2	n/a	24.4
2019	397.7	53.5	52.4	41.9	n/a	n/a	72.9	n/a	15.4	5.3	33.0
2020E	588.5	115.1	114.7	89.4	4,921	n/a	143.6	9.0	7.6	3.3	45.2

자료: 아이티엠반도체, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

2020. 4. 6

전기전자

Analyst 이왕진

02. 3779-8832

wangjin4268@ebestsec.co.kr

Buy (initiation)

목표주가 64,000 원

현재주가 44,450 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (4/3)	573.01 pt
시가총액	10,149 억원
발행주식수	22,832 천주
52 주 최고가 / 최저가	68,400 / 24,650 원
90 일 일평균거래대금	295.11 억원
외국인 지분율	2.4%
배당수익률(19.12E)	0.0%
BPS(19.12E)	11,705 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -8.0%
	6 개월 n/a
	12 개월 n/a
주주구성	NICE 홀딩스 (외 41 인) 67.2%
	자사주 (외 1 인) 0.9%

Stock Price

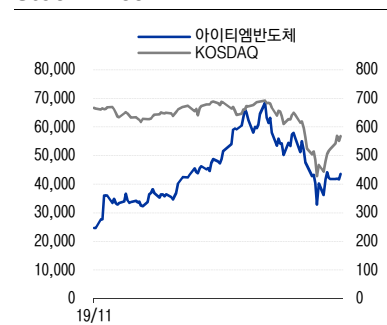
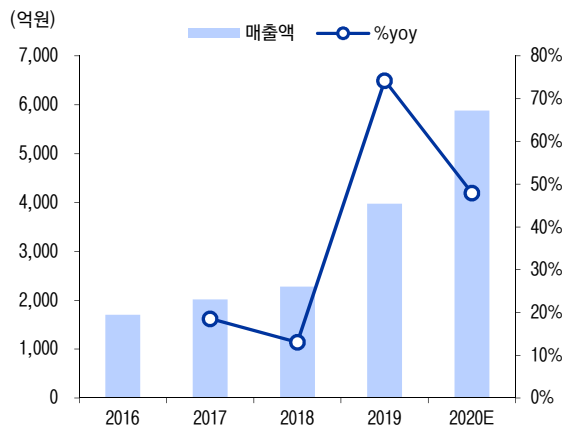


표4 실적추정

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	1,703	2,019	2,282	3,977	5,885
%yoy		19%	13%	74%	48%
매출원가	1,397	1,536	1,752	2,994	4,296
%sales		76%	77%	75%	73%
매출총이익	306	483	530	983	1,589
%yoy		58%	10%	86%	62%
GPM		24%	23%	25%	27%
판관비	240	267	319	448	438
%sales			14%	11%	7%
영업이익	67	216	211	535	1,151
yoy		222%	-2%	154%	115%
OPM		11%	9%	13%	20%

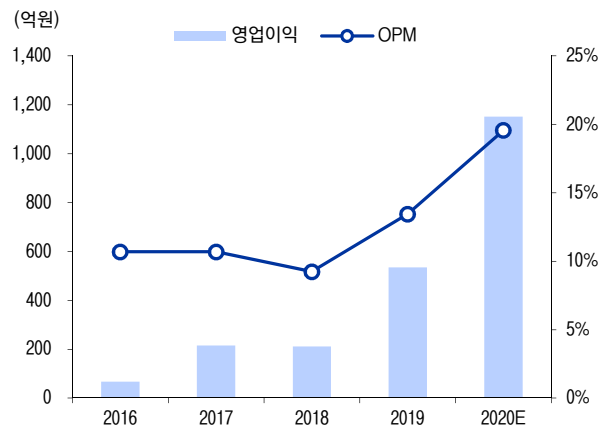
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 매출액 추이



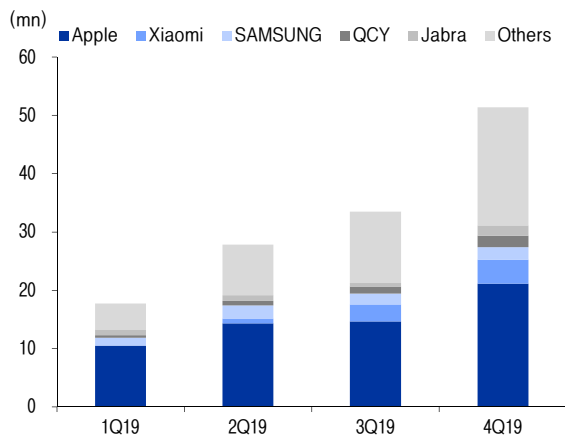
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 영업이익 추이



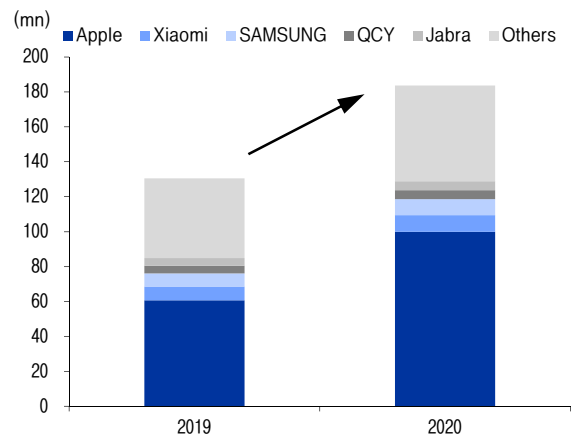
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 무선이어폰 분기별 판매량



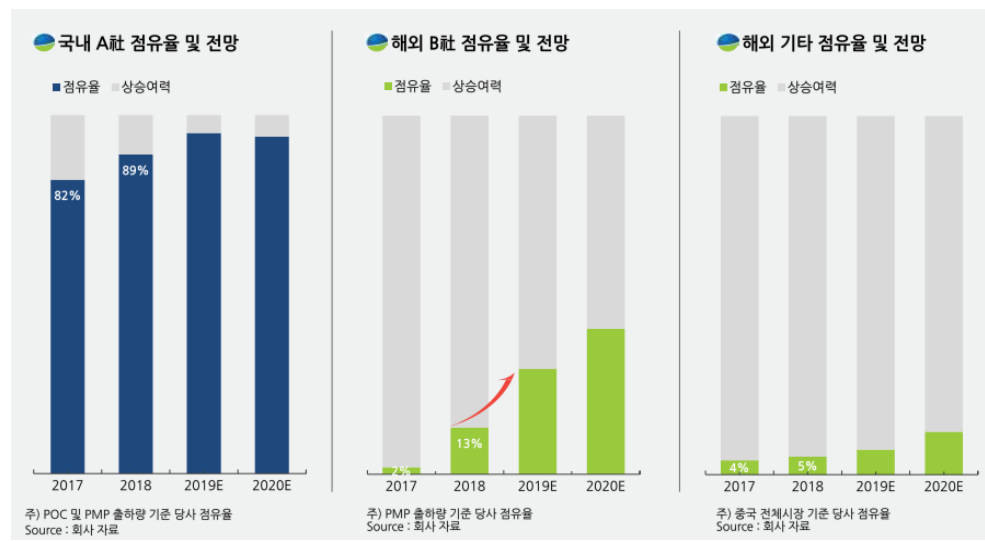
자료:Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 무선이어폰 판매량 전망



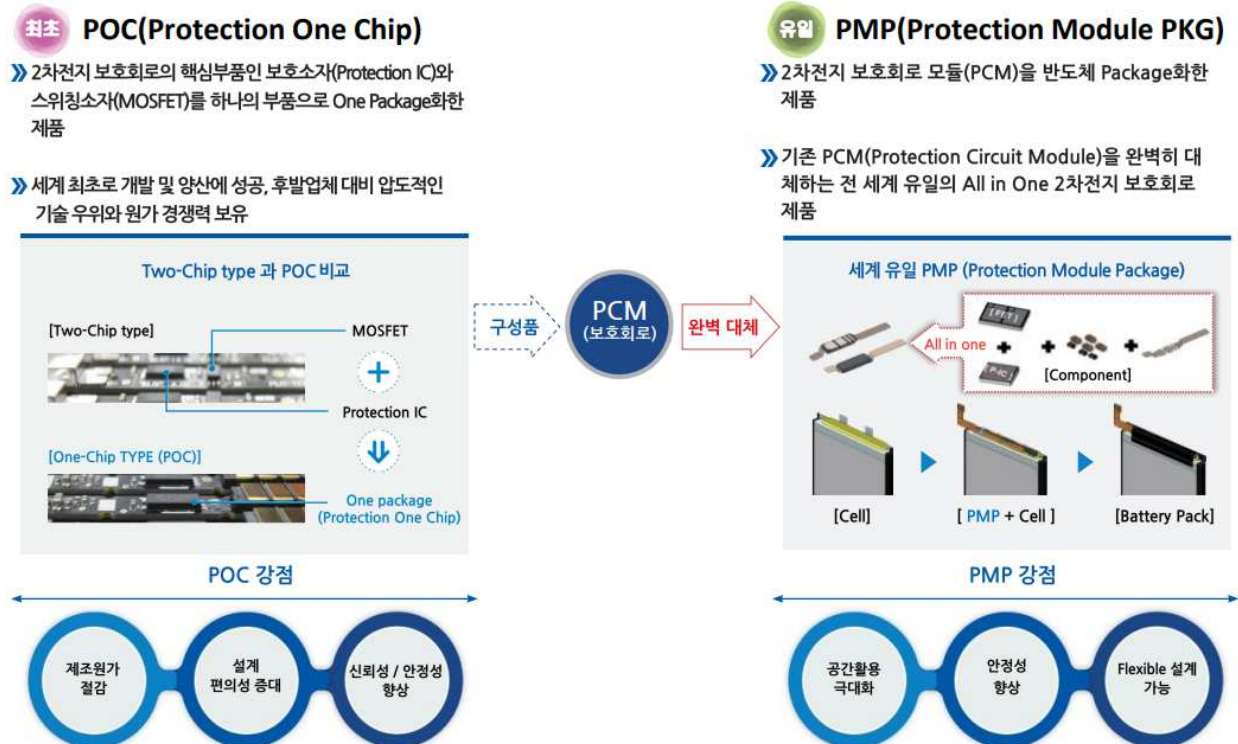
자료:Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 동사의 국내외 고객사 점유율



자료: 아이티엠반도체, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 POC & PMP



자료: 아이티엠반도체, 이베스트투자증권 리서치센터

아이티엠반도체 (084850)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
유동자산	71.4	74.4	90.7	136.4	162.3
현금 및 현금성자산	4.9	2.3	12.1	23.9	60.5
매출채권 및 기타채권	30.9	39.8	43.5	57.9	51.7
재고자산	22.0	21.8	26.2	45.1	40.2
기타유동자산	13.7	10.5	8.9	9.5	9.9
비유동자산	117.4	124.8	150.1	215.5	272.7
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	98.1	96.9	119.5	180.8	237.6
무형자산	6.6	5.8	7.4	8.0	7.2
자산총계	188.9	199.2	240.8	351.9	435.0
유동부채	105.1	117.9	128.4	167.5	161.1
매입채무 및 기타채무	25.2	27.3	36.3	61.3	54.7
단기금융부채	77.0	88.8	89.8	101.2	101.2
기타유동부채	2.8	1.7	2.3	5.0	5.2
비유동부채	47.3	33.1	11.6	31.4	31.4
장기금융부채	46.9	32.4	11.3	31.0	31.0
기타비유동부채	0.4	0.7	0.3	0.4	0.4
부채총계	152.4	151.0	140.1	199.0	192.6
지배주주지분	36.5	48.2	100.8	153.0	242.4
자본금	6.8	7.1	8.8	9.1	9.1
자본잉여금	53.7	58.6	90.8	95.7	95.7
이익잉여금	-24.3	-16.8	0.7	47.8	137.2
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	36.5	48.2	100.8	153.0	242.4

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
영업활동 현금흐름	12.4	15.0	28.2	62.4	122.3
당기순이익(손실)	-1.9	7.6	18.2	41.9	89.4
비현금수익비용가감	20.5	26.8	21.8	-5.6	28.5
유형자산감가상각비	11.3	13.8	13.4	18.6	27.7
무형자산상각비	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
기타현금수익비용	0.6	2.8	1.0	-25.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-2.5	-14.0	-7.4	26.1	4.3
매출채권 감소(증가)	-7.2	-13.1	0.7	33.4	6.2
재고자산 감소(증가)	0.5	-0.3	-6.2	18.3	4.8
매입채무 증가(감소)	-5.6	2.6	-3.0	-25.6	-6.6
기타자산, 부채변동	9.8	-3.2	1.1	-0.1	-0.1
투자활동 현금	-10.3	-22.2	-28.4	-55.6	-85.7
유형자산처분(취득)	-7.1	-17.8	-27.1	-57.2	-84.6
무형자산 감소(증가)	-0.4	-2.4	-1.9	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-0.1	-2.8	0.5	5.0	0.0
기타투자활동	-2.7	0.8	0.1	-3.5	-1.1
재무활동 현금	-0.9	4.6	11.7	5.1	0.0
차입금의 증가(감소)	-7.7	1.7	-8.3	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	11.6	0.0	20.0	5.1	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-4.7	2.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	1.2	-2.7	9.8	11.8	36.6
기초현금	3.7	4.9	2.3	12.1	23.9
기말현금	4.9	2.3	12.1	23.9	60.5

자료: 아이티엠반도체, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	170.3	201.9	228.2	397.7	588.5
매출원가	139.7	153.6	175.2	299.4	429.6
매출총이익	30.6	48.3	53.0	98.3	158.9
판매비 및 관리비	24.0	26.7	31.9	44.8	43.8
영업이익	6.7	21.6	21.1	53.5	115.1
(EBITDA)	18.6	36.0	35.2	72.9	143.6
금융손익	-3.7	-8.9	-2.6	0.1	0.2
이자비용	4.7	4.8	4.5	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	-0.6	0.6	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.3	-6.1	-0.5	-1.2	-0.6
세전계속사업이익	-1.3	6.0	18.6	52.4	114.7
계속사업법인세비용	0.6	-1.6	0.5	10.5	25.2
계속사업이익	-1.9	7.6	18.2	41.9	89.4
중단사업이익	-16.9	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-18.8	7.6	18.2	41.9	89.4
지배주주	-18.8	7.6	18.2	41.9	89.4
총포괄이익	-18.6	6.5	19.0	41.9	89.4
매출총이익률 (%)	18.0	23.9	23.2	24.7	27.0
영업이익률 (%)	3.9	10.7	9.2	13.5	19.6
EBITDA 마진률 (%)	10.9	17.9	15.4	18.3	24.4
당기순이익률 (%)	-11.1	3.8	8.0	10.5	15.2
ROA (%)	-9.7	3.9	8.3	14.1	22.7
ROE (%)	-47.4	18.0	24.4	33.0	45.2
ROIC (%)	3.0	10.0	11.9	19.3	31.3

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	n/a	n/a	9.0
P/B	n/a	n/a	n/a	5.3	3.3
EV/EBITDA	6.2	3.1	31.2	15.4	7.6
P/CF	n/a	n/a	n/a	n/a	6.8
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-15.6	18.5	13.1	74.2	48.0
영업이익	-69.2	224.4	-2.3	153.8	115.1
세전이익	적전	흑전	209.3	181.5	118.8
당기순이익	적전	흑전	138.5	130.7	113.5
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성 (%)					
부채비율	417.5	313.0	139.0	130.1	79.4
유동비율	68.0	63.1	70.6	81.4	100.7
순차입금/자기자본(x)	317.5	234.7	82.5	70.2	29.2
영업이익/금융비용(x)	1.4	4.5	4.7	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	124	121	101	132	132
순차입금 (십억원)	116	113	83	107	71
주당지표(원)					
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	4,921
BPS	2,694	3,415	5,725	8,417	13,338
CFPS	n/a	n/a	n/a	n/a	6,491
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

에스코넥(096630)

хин지 이원화 가능성이 가장 높은 기업

금형제조 전문 회사

2000년 설립, 2007년 코스닥에 상장된 동사는 금형제조 산업을 영위하는 금속부품가공 전문 회사이다. 동사는 스마트폰에 탑재되는 각종 금형 부품을 제조한다. 2019년 기준 매출비중은 스마트폰 용 금속부품 88.9%, 온라인 구직 서비스 7.3%, 일반 금속금형 2.8%, 기타 1.2% 등이다. 고객사는 국내S사로 대부분의 매출이 국내 S사에서 발생된다.

본업 수익성 회복 전망

작년 영업 적자를 기록한 동사의 본 사업의 수익성이 회복될 것으로 보여진다. 동사는 과거 3천억원 중반대 매출액과 4~5% 마진을 꾸준히 기록하였지만 작년 매출액 2,545억원(yoy -26.7%), 영업적자 -147억원(yoy 적전)으로 이례적인 적자를 기록하였다. 고객사의 중국 사업부 철수와 큰폭의 CR, 고객사 중저가라인 통폐합 등으로 일시적인 적자를 기록한 것으로 보여진다. 동사는 이에 대응하여 대규모 구조조정과 라인의 자동화 등으로 비용 절감 전략을 진행하였다. 동시에 올해 신모델을 추가적으로 수주한 것으로 보여진다.. 현재 사실상 구조조정의 규모와 인라인 효율화 정도 등 구체적인 수치는 파악되지 않지만 수익성 측면에서 회복은 상당히 가시적인 것으로 보여진다.

결국 폴더블

동사가 올해 하반기 고객사 폴더블 모델에 외관 힌지 모듈을 납품할 가능성이 높다 판단된다. 현재 외관 힌지 모듈 납품 업체는 KH바텍 단독으로 진행되고 있다. 하지만 특정 부품이 mass화 될 경우 해당 벤더들이 2~3원화 되는 경향이 있기 때문에 외관 힌지 역시 폴더블 스마트폰 확장국면에 이원화 될 가능성이 높다 판단된다. 동사는 KH바텍 외에 유일하게 외관 힌지 프로젝트에 참여, 실질적으로 힌지 관련 부품을 납품한 이력이 있다. 상반기 전략모델 힌지모듈에 금액 기준 약 30% 부품을 동사가 조달한 것으로 파악된다. 이러한 점을 미루어 봤을 때, 향후 외관 힌지 이원화에 있어 동사가 채택될 가능성이 가장 높을 것으로 전망된다.

Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
(십억원)											
2015	307.6	10.2	7.8	5.2	86	-62.8	17.5	15.1	5.9	1.3	7.9
2016	334.6	17.6	15.5	11.0	178	106.0	28.2	13.6	5.5	2.1	14.7
2017	365.6	19.4	19.6	14.1	233	30.6	33.3	6.7	3.6	1.2	17.1
2018	367.1	18.0	15.3	14.7	244	4.9	28.9	6.4	3.8	1.0	15.5
2019	254.5	-14.7	-14.0	-12.2	-207	적전	-0.1	-7.5	-1,406.3	1.1	-12.8

자료: 에스코넥, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

2020. 4. 6

전기전자

Analyst 이왕진

02. 3779-8832

wangjin4268@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가

NR

현재주가

1,560 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

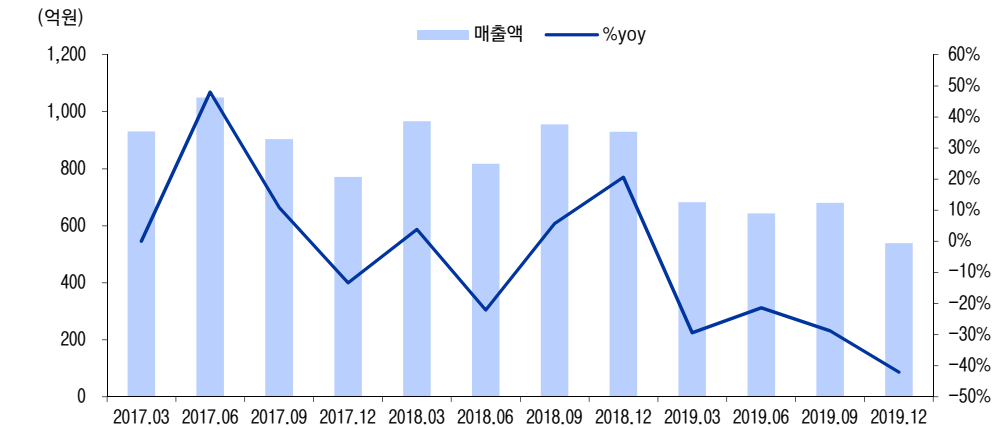
Stock Data

KOSDAQ (4/3)	573.01 pt
시가총액	1,018 억원
발행주식수	65,266 천주
52 주 최고가 / 최저가	2,825 / 1,015 원
90 일 일평균거래대금	92.28 억원
외국인 지분율	2.5%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	1,533 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -16.8%
	6개월 17.7%
	12개월 4.1%
주주구성	박순관 (외 2인) 19.4%
	자사주 (외 1인) 9.8%

Stock Price

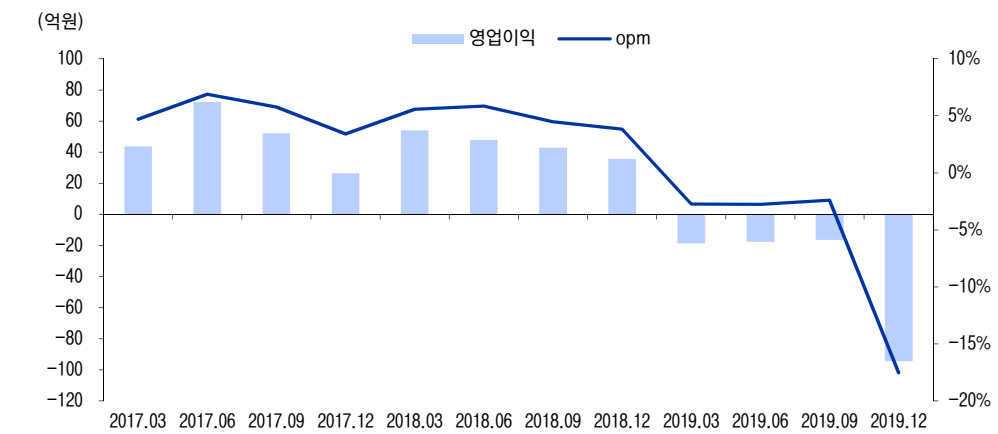


그림85 분기별 매출액 추이



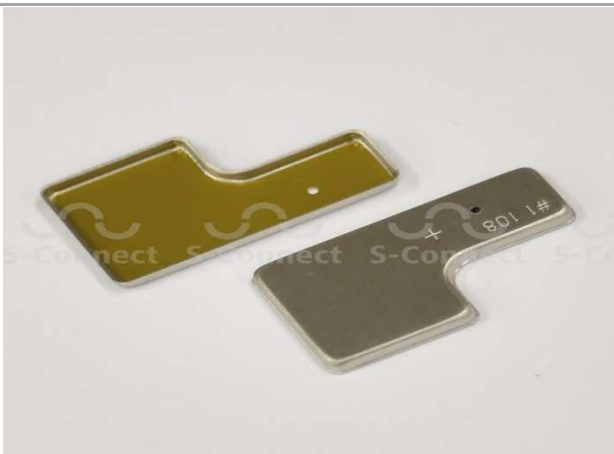
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 분기별 영업이익 추이



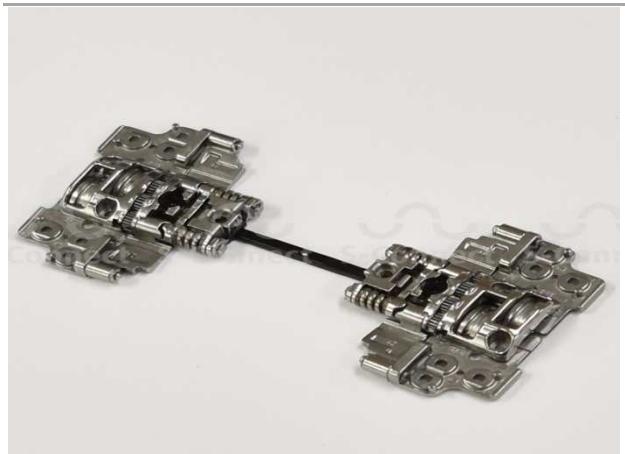
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 ToF 용 실드 캔



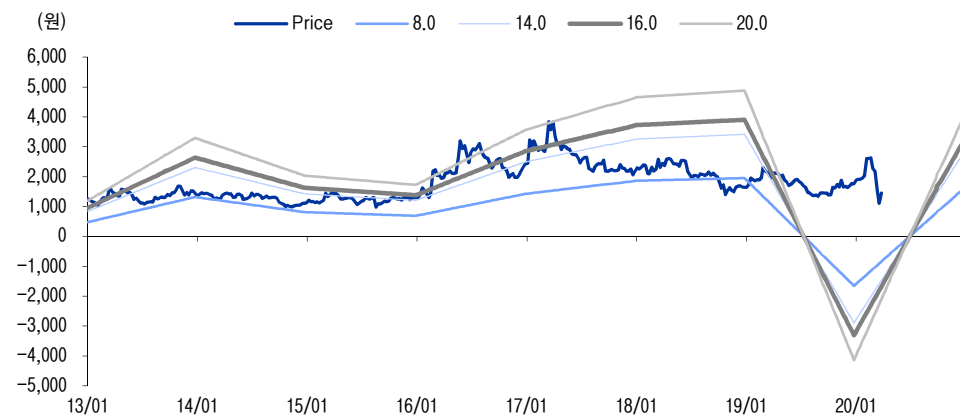
자료: 에스코넥, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 Z-flip 힌지 모듈



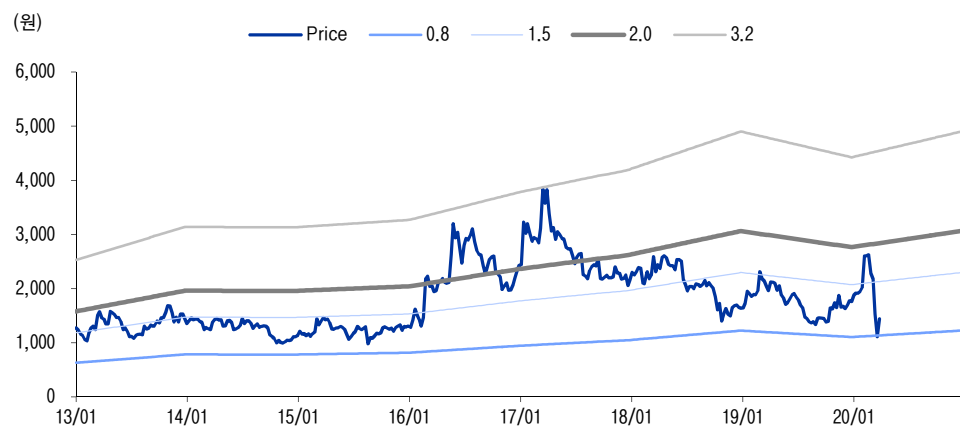
자료: 에스코넥, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 PER 밴드차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 PBR 밴드차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

에스코넥 (096630)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	81.1	104.8	82.5	95.3	69.4
현금 및 현금성자산	31.1	47.9	27.1	30.2	24.4
매출채권 및 기타채권	29.9	39.1	30.4	38.3	22.2
재고자산	10.4	12.1	19.3	14.2	9.5
기타유동자산	9.8	5.6	5.7	12.6	13.3
비유동자산	77.8	73.6	86.5	81.8	92.7
관계기업투자등	3.8	3.9	1.7	0.6	0.7
유형자산	60.4	55.3	66.9	67.6	71.1
무형자산	5.0	4.7	4.5	2.3	1.8
자산총계	158.9	178.3	169.0	177.1	162.1
유동부채	73.3	84.7	77.6	64.3	59.6
매입채무 및 기타채무	30.2	45.2	23.4	21.6	16.9
단기금융부채	39.8	34.1	47.4	39.9	40.4
기타유동부채	3.3	5.4	6.8	2.8	2.2
비유동부채	18.5	15.5	4.4	11.3	11.2
장기금융부채	15.0	11.2	0.0	6.7	7.6
기타비유동부채	3.6	4.3	4.4	4.6	3.6
부채총계	91.8	100.2	82.1	75.6	70.7
지배주주지분	66.6	77.1	85.8	100.0	90.3
자본금	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1
자본잉여금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
이익잉여금	29.9	40.3	54.3	68.8	57.3
비지배주주지분(연결)	0.5	1.0	1.2	1.5	1.1
자본총계	67.1	78.1	87.0	101.5	91.4

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	19.9	31.6	7.7	19.4	12.7
당기순이익(손실)	5.2	11.0	14.1	14.7	-12.2
비현금수익비용가감	16.4	21.0	22.4	18.2	16.0
유형자산감가상각비	7.0	10.3	13.5	10.5	14.4
무형자산상각비	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2
기타현금수익비용	0.0	-0.4	0.6	-2.5	1.3
영업활동 자산부채변동	3.3	3.0	-23.8	-3.8	14.0
매출채권 감소(증가)	8.7	-9.2	6.9	-11.4	17.5
재고자산 감소(증가)	2.9	-1.8	-7.2	4.6	4.7
매입채무 증가(감소)	-6.1	15.1	-22.0	3.8	-4.0
기타자산, 부채변동	-2.2	-1.2	-1.5	-0.7	-4.2
투자활동 현금	-22.2	-3.8	-29.7	-15.8	-14.3
유형자산처분(취득)	-16.0	-5.7	-25.7	-11.4	-17.7
무형자산 감소(증가)	-0.3	-1.5	-0.2	0.0	0.3
투자자산 감소(증가)	-5.4	2.7	0.3	-6.1	3.1
기타투자활동	-0.5	0.6	-4.1	1.7	0.0
재무활동 현금	-9.5	-11.1	1.3	-0.4	-4.2
차입금의 증가(감소)	-6.9	-11.3	2.9	1.1	-4.2
자본의 증가(감소)	0.0	0.1	1.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-2.6	0.0	-2.6	-1.5	0.0
현금의 증가	-11.8	16.8	-20.8	3.1	-5.8
기초현금	42.9	31.1	47.9	27.1	30.2
기말현금	31.1	47.9	27.1	30.2	24.4

자료: 에스코넥, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	307.6	334.6	365.6	367.1	254.5
매출원가	265.6	284.3	313.4	318.8	242.1
매출총이익	41.9	50.2	52.3	48.2	12.4
판매비 및 관리비	31.7	32.6	32.8	30.2	27.1
영업이익	10.2	17.6	19.4	18.0	-14.7
(EBITDA)	17.5	28.2	33.3	28.9	-0.1
금융손익	-1.1	-1.7	-3.5	0.2	-0.6
이자비용	2.8	1.7	1.5	1.7	1.9
관계기업등 투자손익	0.0	-0.1	0.0	-0.9	0.0
기타영업외손익	-1.3	-0.4	3.6	-2.0	1.3
세전계속사업이익	7.8	15.5	19.6	15.3	-14.0
계속사업법인세비용	2.6	4.4	5.5	0.6	-1.8
계속사업이익	5.2	11.0	14.1	14.7	-12.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	5.2	11.0	14.1	14.7	-12.2
지배주주	5.1	10.6	13.9	14.4	-12.2
총포괄이익	5.4	10.9	10.4	16.0	-12.2
매출총이익률 (%)	13.6	15.0	14.3	13.1	4.9
영업이익률 (%)	3.3	5.3	5.3	4.9	-5.8
EBITDA 마진률 (%)	5.7	8.4	9.1	7.9	0.0
당기순이익률 (%)	1.7	3.3	3.9	4.0	-4.8
ROA (%)	3.1	6.3	8.0	8.3	-7.2
ROE (%)	7.9	14.7	17.1	15.5	-12.8
ROIC (%)	8.7	16.7	16.1	16.4	-9.9

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	15.1	13.6	6.7	6.4	-7.5
P/B	1.3	2.1	1.2	1.0	1.1
EV/EBITDA	5.9	5.5	3.6	3.8	-1,406.3
P/CF	3.9	4.9	2.8	3.1	27.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-15.9	8.8	9.3	0.4	-30.7
영업이익	-47.4	72.2	10.3	-7.3	적전
세전이익	-60.1	97.6	26.8	-21.9	적전
당기순이익	-63.0	112.3	27.5	4.7	적전
EPS	-62.8	106.0	30.6	4.9	적전
안정성 (%)					
부채비율	136.8	128.3	94.3	74.5	77.4
유동비율	110.7	123.7	106.3	148.2	116.5
순차입금/자기자본(x)	26.7	-5.8	21.2	6.8	19.0
영업이익/금융비용(x)	3.6	10.5	13.1	10.8	-7.9
총차입금 (십억원)	55	45	47	47	48
순차입금 (십억원)	18	-5	18	7	17
주당지표(원)					
EPS	86	178	233	244	-207
BPS	1,020	1,182	1,314	1,532	1,383
CFPS	332	491	559	504	57
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

세경하이테크(148150)

내년 흑전을 기대

필름 전문업체

동사는 스마트폰에 탑재되는 각종 기능성 필름 전문 회사로 사업부는 크게 데코필름, 광학필름, 기능성필름 등이 있다. 사업부별 매출 비중은 2019년 기준 데코필름 50%, 광학필름 21%, 기능성필름 29% 수준이다. 사업부별 고객사는 광학필름과 기능성 필름은 글로벌 S사로 납품되며 데코필름의 경우 S사와 중화권 O사로 나뉘어 진다.

COVID-19 Positives and Negatives

동사는 금번 COVID-19 영향에 긍정적인 부분과 부정적인 부분 모두 공존한다. 먼저 부정적인 부분은 여타 스마트폰 서플라이 체인과 동일하다. 스마트폰 수요 부진으로 인한 전방 세트업체 출하 감소로 Q 하락이 전망된다. 당사는 앞서 언급한 것처럼 올해 글로벌 스마트폰 판매량을 yoy -6~7% 수준으로 전망한다. 긍정적인 부분은 중국 공장 일부 가동정지로 인한 낙수효과다. 동사는 올해부터 중저가 매스모델 글라스틱 케이스를 수주하며 케이스 업체 대열에 합류하였다. 글라스틱 케이스 중 일부 물량은 중국 업체로부터 조달되는데 금번 COVID-19 영향으로 일부 중국 업체들의 공장이 가동 정지되면서 해당 물량이 동사에게 낙수 되었다. 현재 기준으로는 부정적인 부분이 긍정적인 부분으로 상당부분 상충되고 있는 상황이지만, 향후 COVID-19가 5월 수준까지 장기화 될 시 부정적 영향이 긍정적 영향을 점차 잠식해 나갈 것이다.

UTG 아직까진 보호필름이 필연적

당사는 필름과 유리 중 결국 폴더블의 방향성은 유리로 보고 있다. 근거는 명확하다 터치감, 내구성, 빛 투과도 등 모든 면에서 유리가 필름을 압도하기 때문이다. 문제는 유리의 두께와 곡률(휘는 정도)이다. 곡률이 올라오는 속도가 현재지 느리기 때문에 얇은 유리(UTG)가 당분간은 주류가 될 가능성이 높다. 몇몇 teardown 동영상에서 확인 할 수 있듯 Z-Flip에 적용된 필름 내구성 테스트에서 손톱 수준의 강도에 스크래치가 발생되는 모습을 확인할 수 있는데, 필름 경도 고도화 니즈에 따라 오히려 동사는 타 부품 대비 단가 하락율이 더딜 것으로 전망된다. 아직까지 유리 두께 상승에 한계가 있는 만큼 차기 작들에서 동사 필름의 중요도는 더욱 부각될 것이다.

Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
(십억원)											
2016	97.9	3.1	4.8	2.9	n/a	n/a	7.2	n/a	-0.3	n/a	5.9
2017	102.2	0.4	-3.4	-2.7	n/a	n/a	5.3	n/a	-0.9	n/a	-5.3
2018	256.6	38.6	38.1	31.8	n/a	n/a	45.0	n/a	5.5	n/a	46.2
2019	281.3	23.4	26.7	21.1	1,812	n/a	35.3	12.2	7.4	1.9	18.6
2020E	353.0	57.3	57.0	47.5	4,084	125.4	75.6	5.4	3.4	1.4	29.4

자료: 세경하이테크, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

2020. 4. 6

전기전자

Analyst 이왕진

02. 3779-8832

wangjin4268@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가

NR

현재주가

22,150 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (4/3)	573.01 pt
시가총액	2,579 억원
발행주식수	11,642 천주
52 주 최고가 / 최저가	40,100 / 14,575 원
90 일 일평균거래대금	230.43 억원
외국인 지분율	1.5%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	11,877 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -23.8%
	6개월 15.4%
	12개월 -23.5%
주주구성	이영민 (외 12인) 35.6%
	세경하이테크우리사주 0.9%

Stock Price

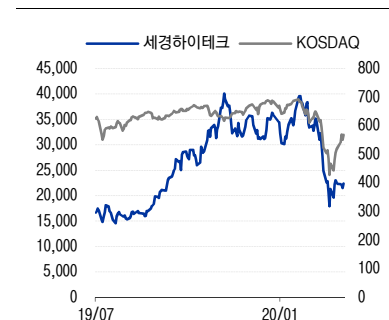
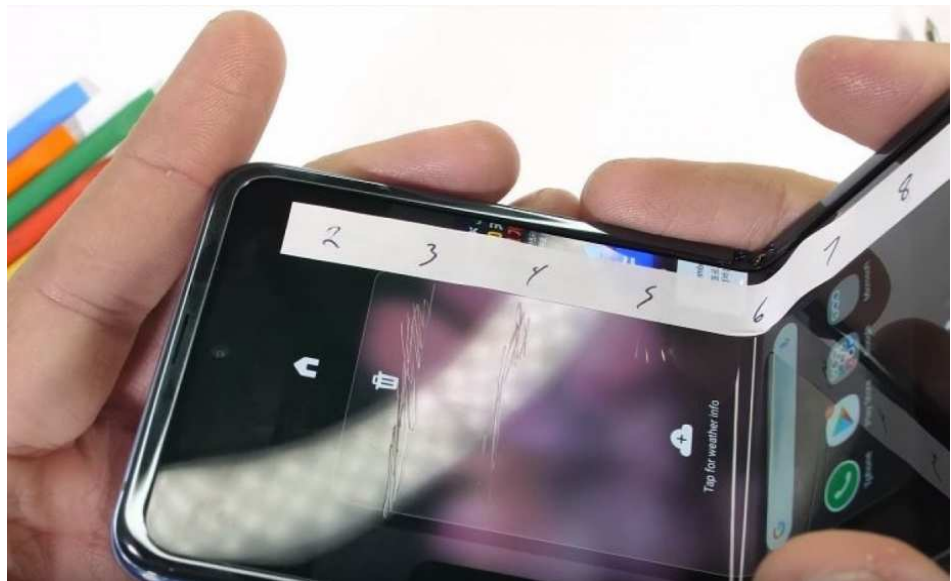


표5 실적 전망

	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	979	1,022	2,566	2,813	3,530
yoy		4%	151%	10%	25%
데코필름	144	77	1,198	1,395	1,305
yoy		-47%	1456%	16%	-6%
%sales	15%	8%	47%	50%	37%
광학필름	91	239	531	581	1,395
yoy		163%	122%	10%	140%
%sales	9%	23%	21%	21%	40%
기능성필름	741	704	836	805	810
yoy		-5%	19%	-4%	1%
%sales	76%	69%	33%	29%	23%
상품	4	2	1	32	20
yoy		-50%	-37%	2428%	-38%
%sales	0%	0%	0%	1%	1%
매출원가	836	897	1,974	2,275	2,648
원가율	85%	88%	77%	81%	75%
매출총이익	143	125	592	538	883
GPM	15%	12%	23%	19%	25%
판관비	112	120	206	305	310
yoy		7%	71%	48%	2%
영업이익	31	4	386	234	573
yoy		-86%	8698%	-39%	145%
OPM	3%	0.4%	15%	8%	16%

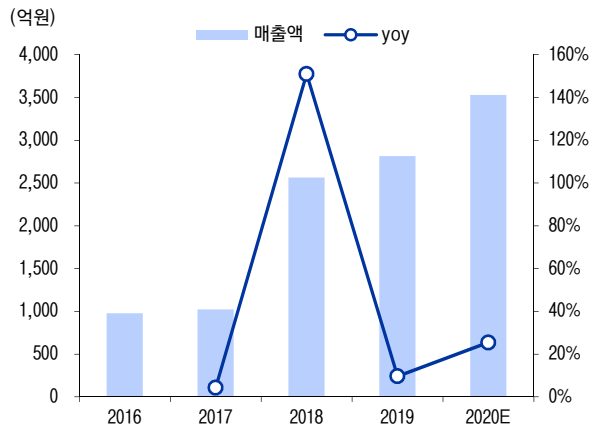
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 UTG는 보호필름 필연적인 상황에서 외부필름 고강도화 니즈 강화될 전망



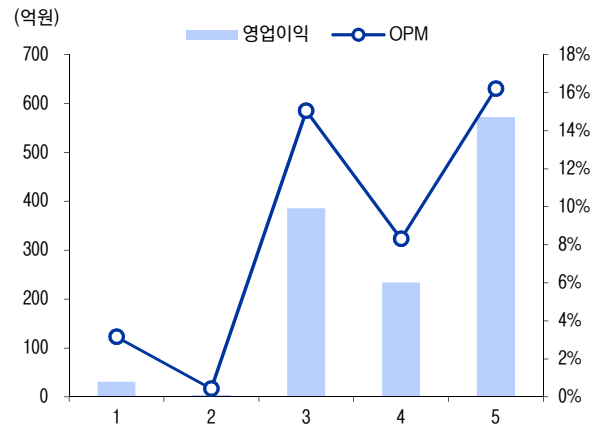
자료: youtube, 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 연간 매출액 전망



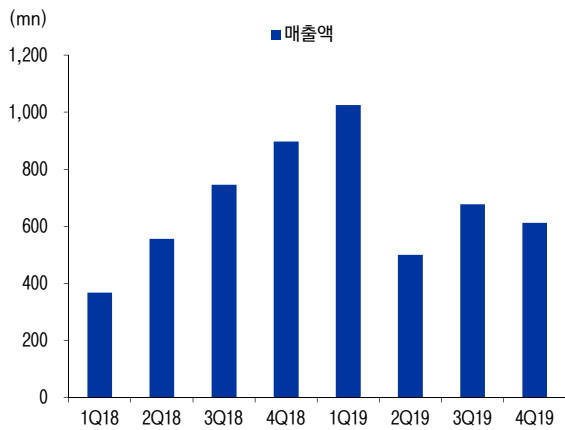
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 연간 영업이익 전망



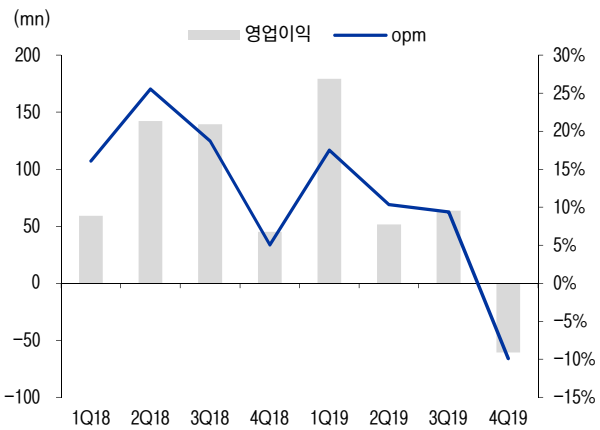
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 과거 분기별 매출액 추이



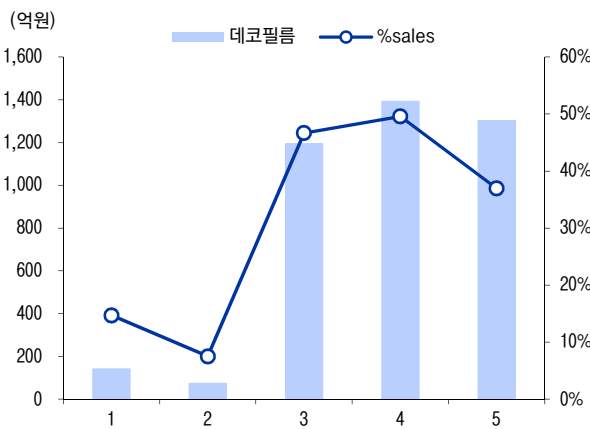
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 과거 분기별 영업이익 추이



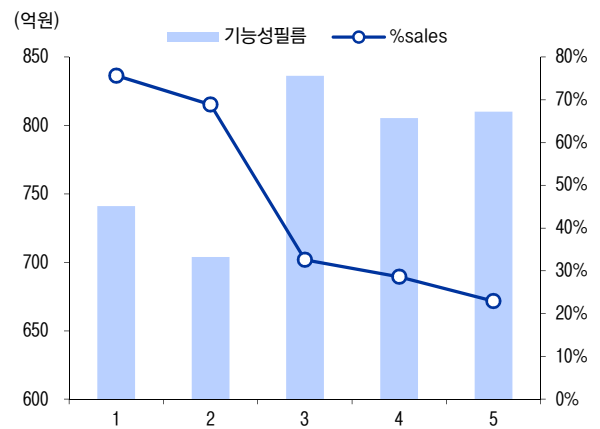
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 전체 매출액 중 데코필름 비중과



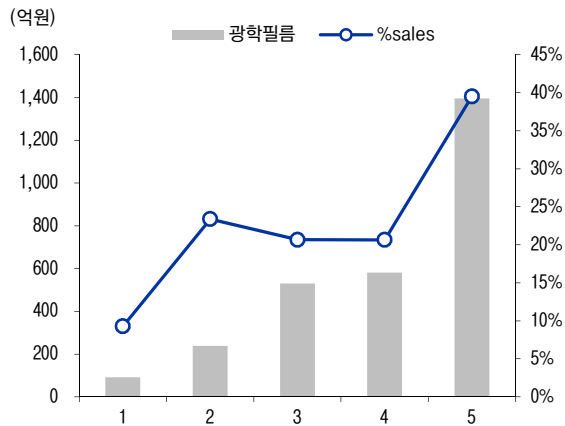
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 기능성 필름 비중 줄어드는 가운데



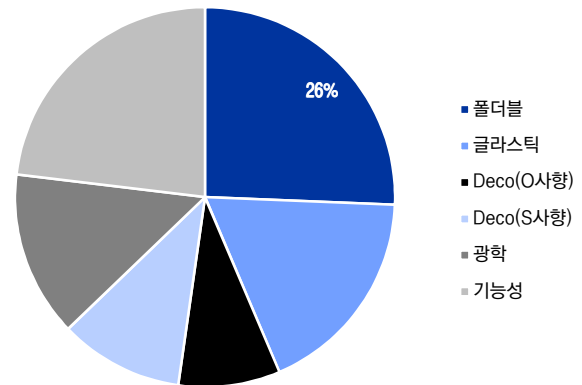
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 폴더블 효과로 광학필름 비중 증가 전망



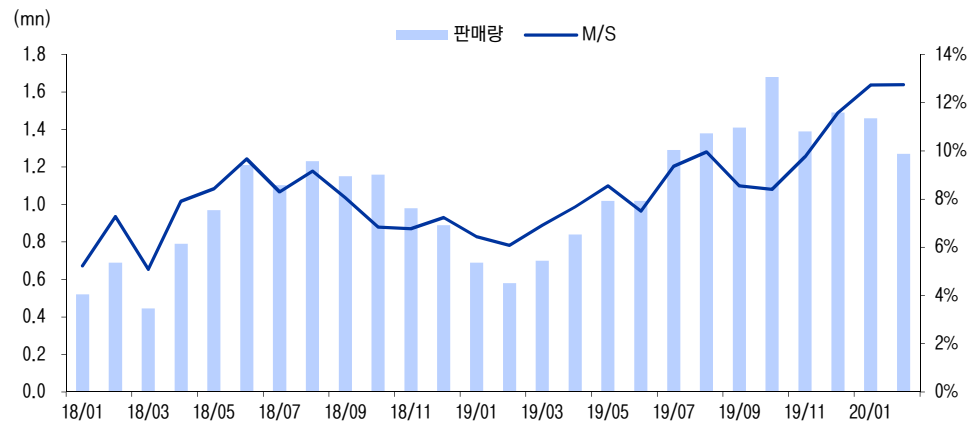
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 2020E 폴더블향 매출비중이 가장 클 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 주요 고객사 O사 인도 판매량 지속적으로 증가하며 M/S 잠식



자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

세경하이테크 (148150)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
유동자산	40.6	36.4	86.6	86.7	127.6
현금 및 현금성자산	9.1	10.5	10.4	29.9	37.2
매출채권 및 기타채권	15.0	10.8	46.9	35.9	61.3
재고자산	8.7	8.8	21.3	14.9	22.8
기타유동자산	7.7	6.4	7.9	6.1	6.3
비유동자산	36.9	37.0	62.2	119.7	145.3
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	2.4	2.5
유형자산	30.4	30.3	54.8	100.9	126.0
무형자산	0.4	0.4	0.3	1.5	1.4
자산총계	77.5	73.4	148.8	206.4	272.9
유동부채	17.0	19.7	59.2	57.3	76.7
매입채무 및 기타채무	10.2	12.6	51.6	27.2	46.5
단기금융부채	5.8	6.7	3.1	27.4	27.4
기타유동부채	0.9	0.4	4.5	2.7	2.8
비유동부채	8.7	4.0	1.6	10.3	10.4
장기금융부채	6.8	3.1	0.1	7.1	7.1
기타비유동부채	1.8	0.9	1.6	3.2	3.4
부채총계	25.6	23.7	60.8	67.6	87.1
지배주주지분	51.8	49.7	88.0	138.2	185.2
자본금	2.2	2.2	2.4	5.8	5.8
자본잉여금	17.0	17.0	22.4	48.8	48.8
이익잉여금	32.5	30.6	61.9	82.1	129.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6
자본총계	51.8	49.7	88.0	138.8	185.8

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
영업활동 현금흐름	2.9	8.0	30.8	24.1	51.3
당기순이익(손실)	2.9	-2.7	31.8	21.1	47.5
비현금수익비용가감	5.0	5.9	17.7	20.6	18.0
유형자산감가상각비	4.1	4.8	6.3	11.8	18.1
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3
기타현금수익비용	-1.7	1.2	0.5	8.7	-0.4
영업활동 자산부채변동	-2.1	5.3	-15.4	-10.9	-14.2
매출채권 감소(증가)	-1.2	2.0	-36.6	11.4	-25.4
재고자산 감소(증가)	-3.1	-1.0	-12.2	7.2	-7.9
매입채무 증가(감소)	3.4	5.4	31.8	-27.3	19.2
기타자산, 부채변동	-1.2	-1.1	1.7	-2.2	-0.1
투자활동 현금	-9.4	-4.9	-27.8	-63.8	-43.9
유형자산처분(취득)	-9.0	-6.2	-30.2	-61.8	-43.1
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	1.4	1.5	2.8	1.5	-0.1
기타투자활동	-1.8	-0.1	-0.4	-3.5	-0.6
재무활동 현금	3.5	-1.4	-3.1	59.2	0.0
차입금의 증가(감소)	3.5	-1.4	-3.1	30.6	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	28.6	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-3.1	1.3	0.0	19.5	7.3
기초현금	12.2	9.1	10.5	10.4	29.9
기말현금	9.1	10.5	10.4	29.9	37.2

자료: 세경하이테크, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	97.9	102.2	256.6	281.3	353.0
매출원가	83.6	89.7	197.4	227.5	264.8
매출총이익	14.3	12.5	59.2	53.8	88.3
판매비 및 관리비	11.2	12.0	20.6	30.5	31.0
영업이익	3.1	0.4	38.6	23.4	57.3
(EBITDA)	7.2	5.3	45.0	35.3	75.6
금융손익	0.6	-4.0	1.5	2.7	0.3
이자비용	0.3	0.4	0.4	0.1	0.0
관계기업등 투자손익	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	0.1	-2.0	0.7	-0.6
세전계속사업이익	4.8	-3.4	38.1	26.7	57.0
계속사업법인세비용	1.9	-0.7	6.3	5.6	9.4
계속사업이익	2.9	-2.7	31.8	21.1	47.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.9	-2.7	31.8	21.1	47.5
지배주주	3.0	-2.7	31.8	21.1	47.5
총포괄이익	3.0	-3.4	32.5	21.1	47.5
매출총이익률 (%)	14.6	12.2	23.1	19.1	25.0
영업이익률 (%)	3.2	0.4	15.0	8.3	16.2
EBITDA 마진률 (%)	7.4	5.2	17.5	12.6	21.4
당기순이익률 (%)	3.0	-2.7	12.4	7.5	13.5
ROA (%)	4.1	-3.6	28.6	11.9	19.8
ROE (%)	5.9	-5.3	46.2	18.6	29.4
ROIC (%)	4.3	0.7	51.9	16.8	29.7

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	n/a	12.2	5.4
P/B	n/a	n/a	n/a	1.9	1.4
EV/EBITDA	-0.3	-0.9	5.5	7.4	3.4
P/CF	n/a	n/a	n/a	6.2	3.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	0.0	4.4	151.0	9.6	25.5
영업이익	0.0	-85.8	8,697.9	-39.4	144.9
세전이익	0.0	적전	흑전	-29.9	113.1
당기순이익	0.0	적전	흑전	-33.6	124.9
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	125.4
안정성 (%)					
부채비율	49.5	47.7	69.1	48.7	46.9
유동비율	239.1	185.1	146.3	151.3	166.5
순차입금/자기자본(x)	-4.4	-10.0	-9.9	3.3	-1.5
영업이익/금융비용(x)	9.3	1.0	93.4	174.6	-1,185.9
총차입금 (십억원)	13	10	3	34	34
순차입금 (십억원)	-2	-5	-9	5	-3
주당지표(원)					
EPS	n/a	n/a	n/a	1,812	4,084
BPS	11,548	11,081	18,329	11,877	15,918
CFPS	n/a	n/a	n/a	3,589	5,628
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

파인테크닉스(106240)

폴더블 레버리지가 가장 큰 기업

2020. 4. 6

전기전자

Analyst 이왕진

02. 3779-8832

wangjin4268@ebestsec.co.kr

LED+금형제조

동사는 LED조명 및 금형제조 전문 업체로써 LED조명과 스마트폰에 탑재되는 금속 부품을 생산한다. 주요 사업부는 LED 조명 사업부와 IT부품 사업부로 나뉘어지며, 사업부별 매출 비중은 2019년 기준 LED 조명 사업부 29%, 스마트폰 부품 사업부 71% 등이다. 고객사는 LED 조명의 경우 국내 대기업 다수와 정부, 스마트폰 부품의 경우 글로벌 L사와 S사가 있다.

LED, 스마트폰 부품 다 좋다.

당사는 동사의 2020년 실적을 매출액 1,938억원(yoy +44%)으로 전망한다. 작년 잠시 주춤하던 LED 사업부의 경우 올해 국내 대형 고객사들이 공격적 증설을 단행하기 때문에 2018년 이상 수준으로 회복할 가능성이 높다. 특히 현재 진행중인 해외 대형 프로젝트가 상당히 긍정적이게 진행되고 있는데, 2~3년 내로 매출화 될 가능성이 높다. 해당 프로젝트 수주가 시작될 경우 LED 사업부 실적은 매우 크게 성장할 것으로 전망된다.

스마트폰 부품향 매출액 역시 성장할 것으로 전망된다. 기존 L사항 매출액은 글로벌 시장에서 L사의 고전과 COVID-19영향으로 감소가 불가피하겠지만 폴더블의 경우 COVID-19 영향으로 인한 판매량 전망을 하향하여도 판매량 자체가 작년 대비 크게 증가하는 점은 확연한 사실이기 때문이다. 올해 말부터 고객사가 해외로 물량을 확대할 것으로 전망되는 바, 동사의 성장은 내년, 내후년에 더 가파를 것으로 전망된다.

패널사 벤더가 유리하다

동사는 폴더블 확대에 따른 매우 큰 외형 성장이 기대된다. 특히 고객사가 완성폰 업체가 아닌 패널사이기 때문에 확장성이 더욱 클 것으로 전망된다. 고객사가 올해 하반기부터 해외 쪽으로 물량을 확대할 것으로 전망되기 때문이다. 현재 시장에서 해당 고객사의 패널 출하 컨센서스가 약 2~2.5천만대 수준으로 형성되어 있는 점을 고려해 본다면 추가적인 경쟁사가 참여하여도 완성폰 업체의 솔 벤더 대비 물량이 더 많을 것으로 전망된다(완성폰 판매 컨센서스 약 0.8~1천만대).

Not Rated

목표주가

NR

현재주가

2,375 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (4/3)	573.01 pt
시가총액	1,018 억원
발행주식수	42,843 천주
52 주 최고가 / 최저가	4,500 / 1,150 원
90 일 일평균거래대금	42.39 억원
외국인 지분율	1.5%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	1,368 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -14.8%
	6개월 49.2%
	12개월 -28.2%
주주구성	홍성천 (외 9인) 30.2%

Stock Price



Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
(십억원)											
2017	175.0	-26.9	-43.0	-42.4	-1,227	적지	-16.9	-2.0	-7.8	1.4	-49.6
2018	129.7	-18.8	-21.7	-21.2	-607	적지	-9.6	-2.2	-8.0	1.1	-40.5
2019	134.3	6.9	-0.1	-2.2	8	흑전	17.7	306.9	6.7	1.8	0.6
2020E	193.8	10.3	4.0	3.9	92	1,082.9	18.3	25.9	6.4	1.7	6.7
2021E	260.2	24.8	18.4	18.0	425	364.5	34.5	5.6	3.2	1.3	26.8

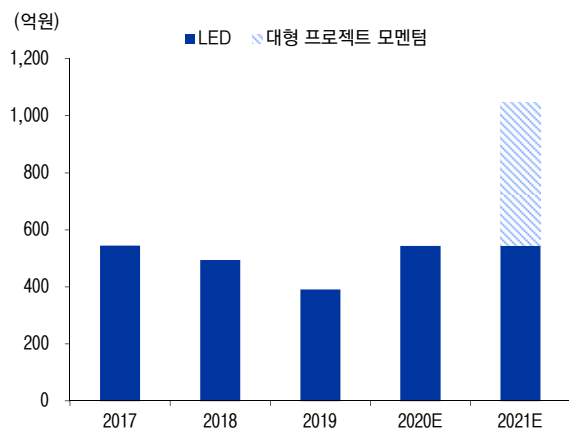
자료: 파인테크닉스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표6 실적추정

	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,750	1,297	1,343	1,938	2,602
yoy	-19%	-26%	4%	44%	34%
LED	545	494	391	543	546
yoy	15%	-9%	-21%	39%	1%
%sales	31%	38%	29%	28%	21%
스마트폰 부품	1,178	799	547	496	471
yoy	-23%	-32%	-32%	-9%	-5%
%sales	67%	62%	41%	26%	18%
폴더블	-	-	406	898	1,584
yoy				121%	76%
%sales			30%	46%	61%
매출원가	1,698	1,041	1,175	1,550	2,055
원가율	-9%	-39%	13%	32%	33%
매출총이익	52	255	167	388	546
GPM	3%	20%	12%	20%	21%
판관비	298,7801	257,4572	270,7714	284.31	298,5255
%sales	17%	20%	20%	15%	11%
대손상각비	22	186	- 172	?	?
영업이익	- 269	- 188	69	103	248
yoy	적전	적지	흑전	49%	140%
OPM	적자	적자	5%	5%	10%

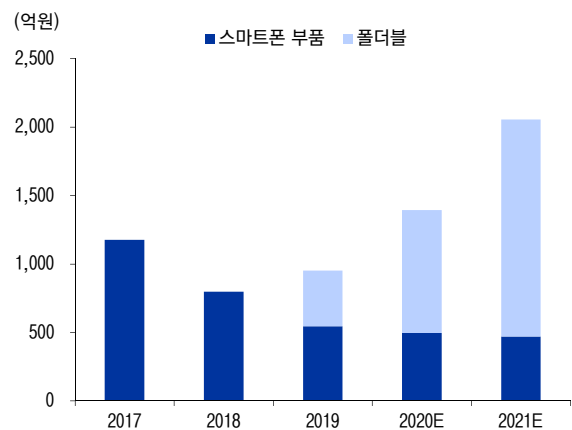
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 LED 사업부 프로젝트 시작 시기가 관건



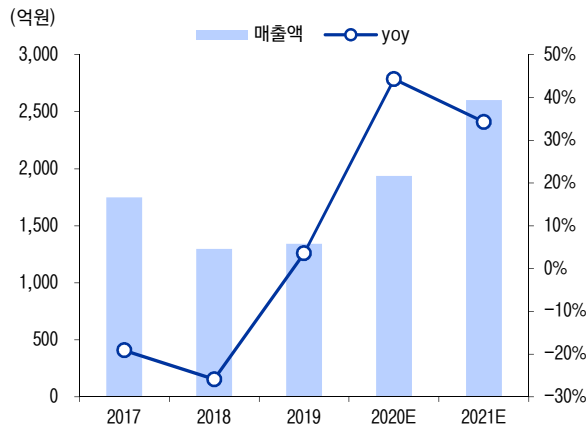
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 폴더블로 스마트폰 부품 사업 견인



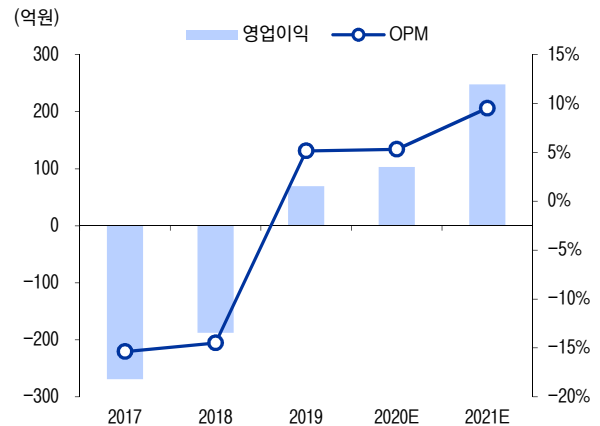
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 연간 매출액 전망



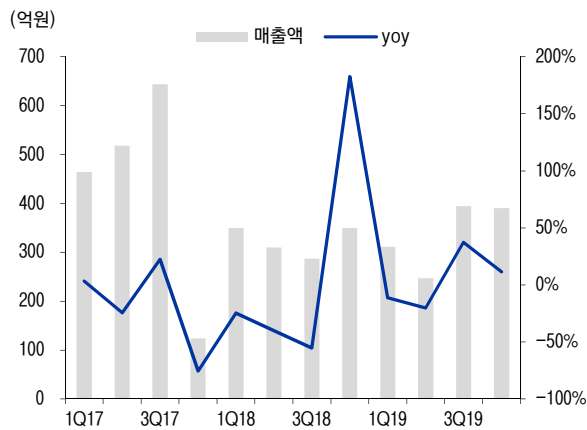
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 연간 영업이익 전망



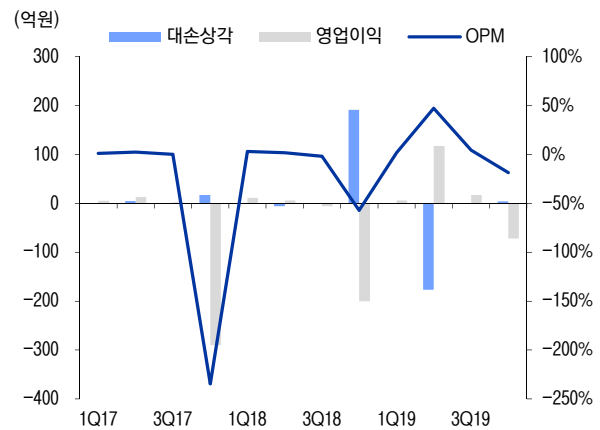
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 과거 분기별 매출액 추이



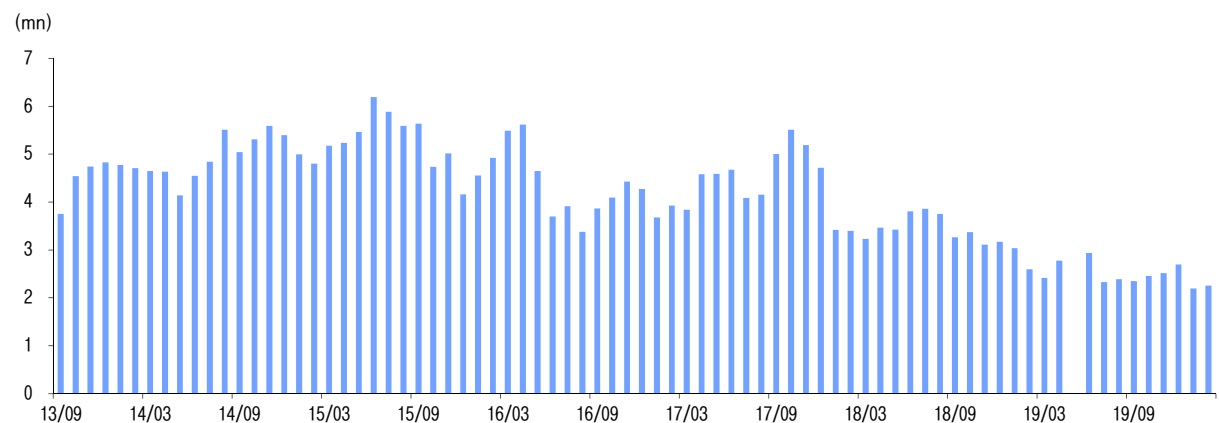
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림106 과거 분기별 영업이익 vs 대손 추이



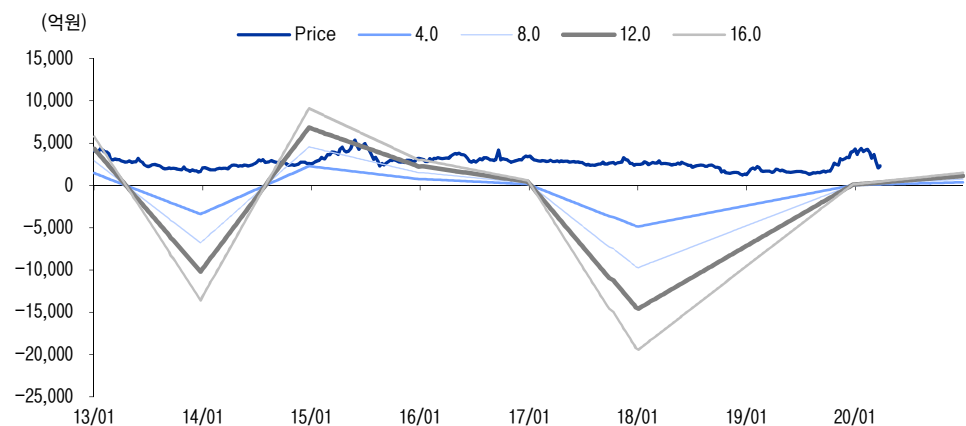
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 L사 판매량 지속적 감소



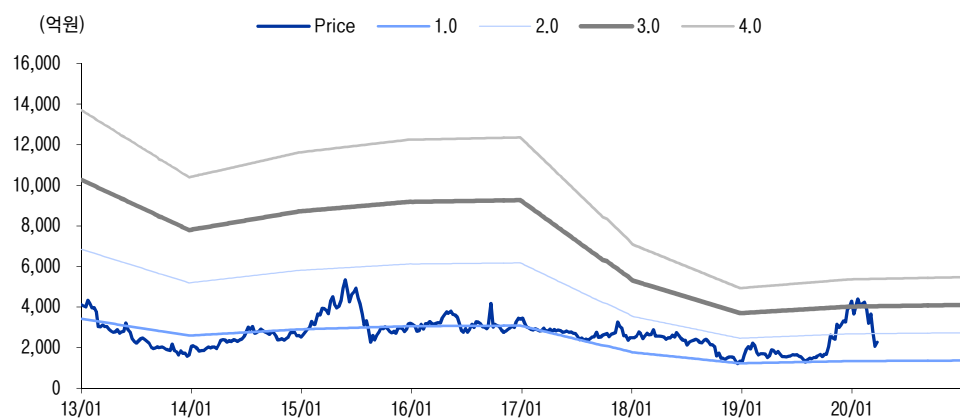
자료: Counter Point, 이베스트투자증권 리서치센터

그림108 PER 밴드차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 PBR 밴드차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

파인테크닉스 (106240)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	84.1	59.0	52.5	78.6	105.7
현금 및 현금성자산	6.4	9.4	9.0	10.1	15.1
매출채권 및 기타채권	45.7	24.1	19.7	35.8	48.5
재고자산	16.6	17.7	17.3	25.9	35.0
기타유동자산	15.3	7.8	6.5	6.8	7.1
비유동자산	114.7	97.4	89.3	98.5	111.1
관계기업투자등	32.3	29.8	32.4	33.7	35.1
유형자산	55.6	36.7	34.3	41.4	51.9
무형자산	5.3	5.2	4.2	4.2	4.2
자산총계	198.8	156.4	141.9	177.2	216.8
유동부채	99.9	74.8	48.5	85.3	106.9
매입채무 및 기타채무	44.2	42.7	23.9	60.6	82.0
단기금융부채	52.6	28.6	20.5	20.5	20.5
기타유동부채	3.1	3.5	4.1	4.2	4.4
비유동부채	14.1	11.0	7.8	7.8	7.9
장기금융부채	13.2	10.2	6.9	6.9	6.9
기타비유동부채	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
부채총계	114.0	85.8	56.3	93.1	114.8
지배주주지분	62.0	46.4	56.9	58.0	75.9
자본금	17.4	18.8	21.4	21.4	21.4
자본잉여금	61.7	67.2	71.8	71.8	71.8
이익잉여금	-15.0	-37.7	-37.3	-33.4	-15.4
비지배주주지분(연결)	22.8	24.2	26.1	26.1	26.1
자본총계	84.8	70.6	83.0	84.1	102.1

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	4.0	1.1	1.6	22.3	31.2
당기순이익(손실)	-42.4	-21.2	-2.2	3.9	18.0
비현금수익비용가감	28.2	31.0	3.9	6.6	13.6
유형자산감가상각비	9.2	8.5	10.2	7.5	9.2
무형자산상각비	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
기타현금수익비용	5.4	-2.0	-6.9	-1.4	3.9
영업활동 자산부채변동	21.3	-6.9	1.3	11.9	-0.4
매출채권 감소(증가)	-16.2	2.8	21.9	-16.2	-12.7
재고자산 감소(증가)	28.2	-1.2	-0.1	-8.5	-9.2
매입채무 증가(감소)	8.7	2.0	-7.9	36.6	21.4
기타자산, 부채변동	0.6	-10.5	-12.7	0.0	0.0
투자활동 현금	0.0	23.3	1.4	-21.1	-26.3
유형자산처분(취득)	3.3	15.3	-0.9	-14.6	-19.7
무형자산 감소(증가)	-1.0	-0.6	0.3	-0.5	-0.5
투자자산 감소(증가)	0.0	-1.0	-0.8	-5.2	-5.3
기타투자활동	-2.3	9.7	2.8	-0.7	-0.8
재무활동 현금	-6.8	-21.5	-3.2	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	-6.0	-21.5	-3.2	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-3.6	2.9	-0.4	1.2	4.9
기초현금	10.0	6.4	9.4	9.0	10.1
기말현금	6.4	9.4	9.0	10.1	15.1

자료: 파인테크닉스, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	175.0	129.7	134.3	193.8	260.2
매출원가	169.8	104.1	117.5	155.0	205.5
매출총이익	5.2	25.5	16.7	38.8	54.6
판매비 및 관리비	32.1	44.3	9.8	28.4	29.9
영업이익	-26.9	-18.8	6.9	10.3	24.8
(EBITDA)	-16.9	-9.6	17.7	18.3	34.5
금융손익	-5.6	-2.2	-1.8	-0.2	-0.2
이자비용	3.5	2.8	1.8	0.5	0.5
관계기업등 투자손익	-1.6	-1.0	-3.8	-3.9	-3.9
기타영업외손익	-8.9	0.3	-1.4	-2.3	-2.3
세전계속사업이익	-43.0	-21.7	-0.1	4.0	18.4
계속사업법인세비용	-0.6	-0.5	2.0	0.1	0.4
계속사업이익	-42.4	-21.2	-2.2	3.9	18.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-42.4	-21.2	-2.2	3.9	18.0
지배주주	-41.1	-22.0	0.3	3.9	18.0
총포괄이익	-45.8	-20.9	-2.2	3.9	18.0
매출총이익률 (%)	3.0	19.7	12.5	20.0	21.0
영업이익률 (%)	-15.4	-14.5	5.2	5.3	9.5
EBITDA 마진률 (%)	-9.7	-7.4	13.2	9.5	13.3
당기순이익률 (%)	-24.2	-16.3	-1.6	2.0	6.9
ROA (%)	-18.3	-12.4	0.2	2.4	9.1
ROE (%)	-49.6	-40.5	0.6	6.7	26.8
ROIC (%)	-15.2	-16.5	7.3	14.9	33.8

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	-2.0	-2.2	306.9	25.9	5.6
P/B	1.4	1.1	1.8	1.7	1.3
EV/EBITDA	-7.8	-8.0	6.7	6.4	3.2
P/CF	n/a	5.0	53.1	9.6	3.2
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	0.0	-25.9	3.5	44.3	34.3
영업이익	적지	적지	흑전	49.2	140.1
세전이익	적지	적지	적지	흑전	364.5
당기순이익	적지	적지	적지	흑전	364.5
EPS	적지	적지	흑전	1,082.9	364.5
안정성 (%)					
부채비율	134.3	121.6	67.9	110.7	112.4
유동비율	84.2	78.9	108.3	92.2	98.9
순차입금/자기자본(x)	54.3	36.7	20.1	18.3	10.2
영업이익/금융비용(x)	-7.6	-6.7	3.9	21.8	52.3
총차입금 (십억원)	66	39	27	27	27
순차입금 (십억원)	46	26	17	15	10
주당지표(원)					
EPS	-1,227	-607	8	92	425
BPS	1,784	1,234	1,342	1,368	1,792
CFPS	n/a	270	45	246	746
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

인텍플러스(064290)

그새 고객사가 늘어났습니다

대만 대형 PCB + 중화권 IDM

당사가 동사 성장 동력 중 하나로 제시한 고객사 증가가 생각보다 빠른 속도로 진행되고 있는 것으로 파악된다. 최근 대만 대형 PCB업체 및 중화권 IDM업체가 고객사로 추가된 것으로 보여지며 이에 따라 기존 당사가 전망하던 연간 3~4개 고객사 추가에 한층 더 가까워 졌다. 앞선 리포트에서 언급한 바와 같이 고객사당 파일럿 라인 규모만 가정하여도 최소 10~30억원 정도의 업사이드가 발생한다. 동사 연간 가이던스가 약 600억원 수준인 것을 감안해 본다면 상당한 수준이다.

S사 UTG 사업 진출은 동사에게 수혜

최근 S사의 UTG 사업 진출로 인해 동사 UTG 검사 모듈에 대한 우려가 제기되었다. 하지만 당사는 금번 결정이 오히려 동사에게 수혜가 될 수 있다 판단한다. 먼저 동사가 영위하고 있는 모듈은 총 4가지로 UTG 하단 barrier 필름부터 완제품까지 각각의 공정에 적용되며, 해당 장비는 동사가 단독으로 납품하고 있다. 따라서 만약 S사가 UTG 사업을 실제로 당장 진행할 경우 기존 레퍼런스를 가지고 있는 동사 검사 모듈에 대한 수요가 발생될 것이며, 당사는 디스플레이사 외에 고객사를 추가적으로 확보할 가능성이 높다.

더하여 디스플레이사의 올해 capa증설은 해당 사건과 별개로 올해 100만장/월까지 증설할 것으로 보여진다. 당사가 파악하고 있는 고객사의 하반기 폴더블 모델 출하량은 총 500만대로 수율 감안시 약 600만장의 폴더블 패넬이 필요하게 된다. 현재 디스플레이사의 capa로는 불가능한 수치이기 때문에 연말까지 100만장/월 capa증설은 실현될 것으로 보여진다.

성장성이 가늠이 안 된다

동사의 업사이드 규모에 대해 파악하기 힘든 가운데 모든 사업부의 성장이 매우 가시적이다. 특히 1) 해외 고객사가 후공정 장비를 수 백대 규모로 보유한 가운데 해당 장비를 단일 벤더에 의존했었던 과거 사례와 2) 각국의 공격적 5G 투자와 5G 스마트폰 출하 확대에 의한 Flip-chip 수요 증대, 3) 폴더블 스마트폰의 폭발성 등 규모를 가늠할 수 없는 모멘텀들이 남아있어 동사의 성장이 생각보다 더 가파를 수 있다 판단한다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	24.3	0.0	-0.3	-0.3	-21	적지	0.5	-273.1	122.7	3.5	-1.3
2018	16.1	-8.3	-6.5	-6.5	-600	적지	-7.9	-7.2	-6.0	3.3	-36.8
2019	40.5	4.7	4.4	5.4	477	흑전	5.4	14.5	15.8	3.9	28.5
2020E	68.0	11.6	11.2	11.2	949	99.1	12.1	7.3	6.6	2.6	41.1
2021E	80.0	17.6	17.2	14.1	1,195	25.8	18.2	5.8	3.8	1.8	35.3

자료: 인텍플러스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

2020. 4. 6

전기전자

Analyst 이왕진

02. 3779-8832

wangjin4268@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가

NR

현재주가

6,910 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

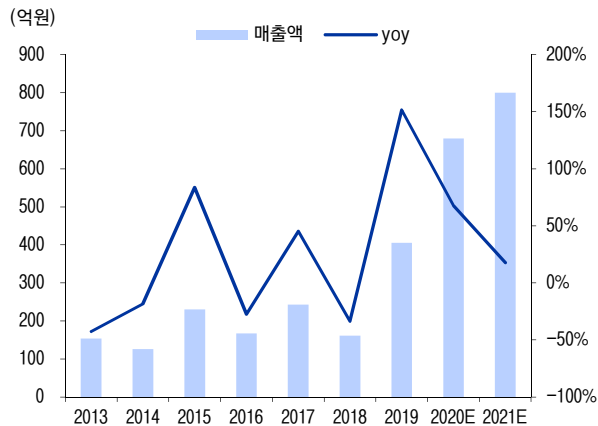
Stock Data

KOSDAQ (4/3)	573.01 pt
시가총액	865 억원
발행주식수	12,525 천주
52 주 최고가 / 최저가	9,640 / 4,200 원
90 일 일평균거래대금	34.05 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	2,693 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -6.5%
	6 개월 43.2%
	12 개월 55.5%
주주구성	이상윤 (외 4 인) 17.6%
	자사주 (외 1 인) 3.1%
	강민구 (외 1 인) 1.3%

Stock Price

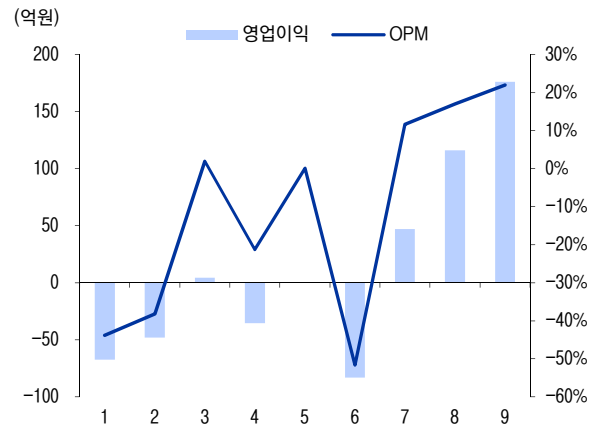


그림110 매출액 추이



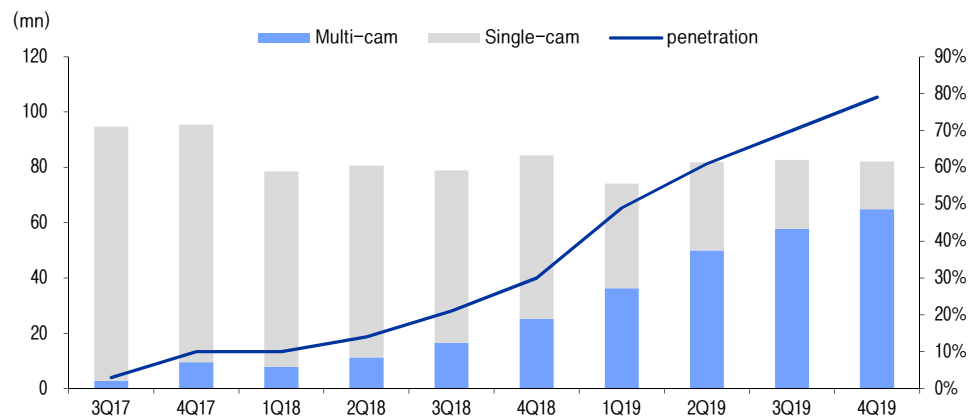
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 영업이익 추이



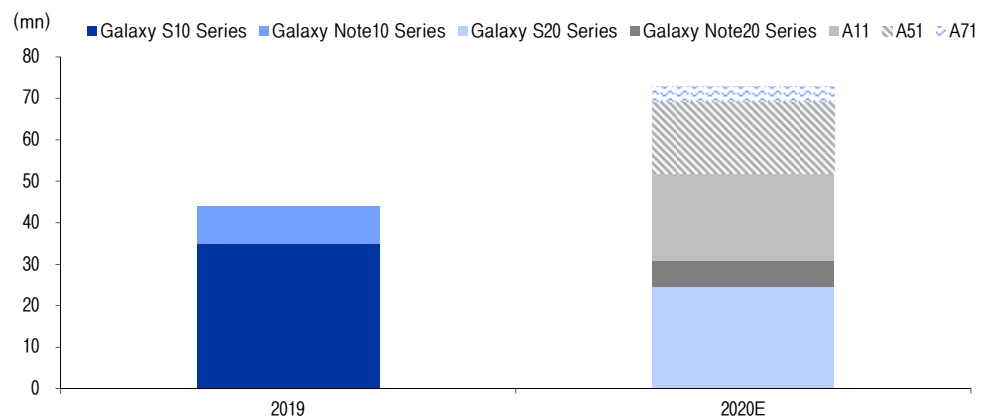
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 멀티카메라 penetration 9개 분기만에 80% 도달



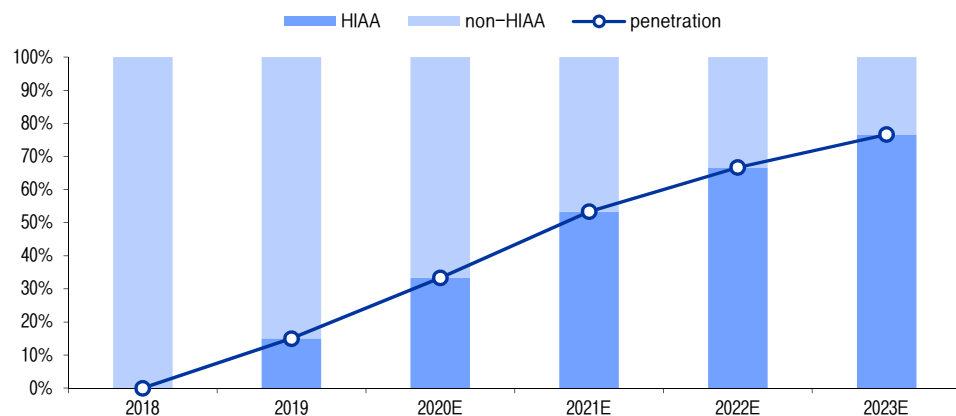
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림113 올해 중저가 모델 HIAA 적용 추가되며 COVID-19 영향에도 yoy 66% 성장 전망



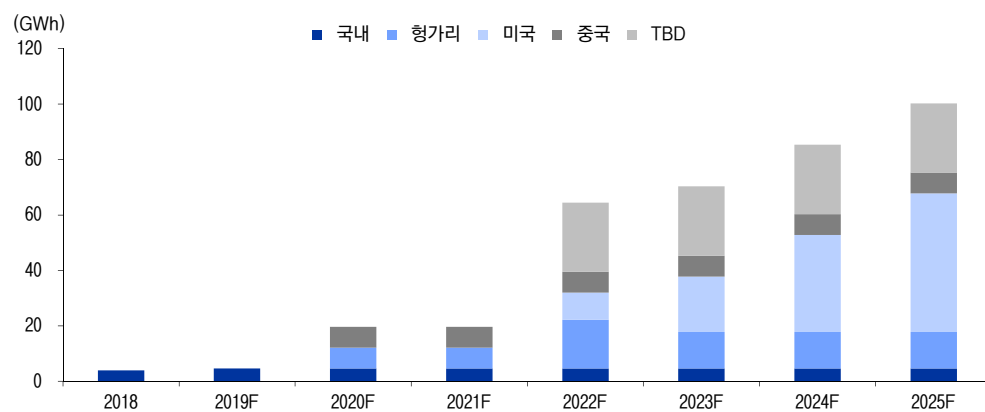
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림114 HIAA penetration 2023E 까지 80% penetration 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림115 2 차전지 고객사 CAPA 증설 계획



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

인텍플러스 (064290)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	20.1	17.9	29.2	39.5	52.7
현금 및 현금성자산	5.4	4.1	5.9	10.3	20.7
매출채권 및 기타채권	5.3	1.2	7.4	9.6	10.7
재고자산	8.1	8.7	10.6	14.1	15.6
기타유동자산	1.2	3.8	5.3	5.5	5.7
비유동자산	11.8	12.4	12.9	14.5	16.4
관계기업투자등	0.6	0.7	0.4	0.4	0.4
유형자산	9.7	9.4	9.4	10.9	12.6
무형자산	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
자산총계	31.9	30.3	42.1	54.0	69.1
유동부채	11.7	11.1	17.4	18.0	18.9
매입채무 및 기타채무	4.2	3.2	6.0	6.4	7.1
단기금융부채	4.3	5.5	7.4	7.4	7.4
기타유동부채	3.3	2.5	4.0	4.2	4.4
비유동부채	1.8	2.7	2.9	3.0	3.1
장기금융부채	1.1	1.3	1.2	1.2	1.2
기타비유동부채	0.7	1.3	1.8	1.8	1.9
부채총계	13.6	13.8	20.3	21.0	22.0
지배주주지분	18.3	16.4	21.7	32.9	47.1
자본금	5.5	6.3	6.3	6.3	6.3
자본잉여금	16.0	20.3	20.3	20.3	20.3
이익잉여금	-1.5	-8.5	-3.4	7.8	22.0
비지배주주지분(연결)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	18.4	16.5	21.8	33.0	47.1

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1.1	-5.7	1.7	6.8	13.0
당기순이익(손실)	-0.3	-6.5	5.4	11.2	14.1
비현금수익비용가감	2.3	2.2	2.0	0.6	0.7
유형자산감가상각비	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
무형자산상각비	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
기타현금수익비용	0.1	-1.6	1.3	0.1	0.1
영업활동 자산부채변동	-0.9	-1.3	-5.7	-5.1	-1.8
매출채권 감소(증가)	-0.2	4.0	-6.3	-2.2	-1.1
재고자산 감소(증가)	-4.3	-2.5	-1.9	-3.5	-1.6
매입채무 증가(감소)	2.8	-0.9	2.8	0.4	0.7
기타자산, 부채변동	0.8	-1.9	-0.3	0.1	0.1
투자활동 현금	0.4	-2.6	-1.3	-2.3	-2.7
유형자산처분(취득)	-0.2	-0.4	-0.1	-1.8	-2.2
무형자산 감소(증가)	-0.8	-0.6	-0.3	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.1	-0.2	-0.3
기타투자활동	1.4	-1.5	-1.0	-0.1	-0.1
재무활동 현금	2.2	7.0	1.5	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	-1.7	1.8	1.5	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	3.7	5.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	3.7	-1.3	1.8	4.4	10.4
기초현금	1.7	5.4	4.1	5.9	10.3
기말현금	5.4	4.1	5.9	10.3	20.7

자료: 인텍플러스, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	24.3	16.1	40.5	68.0	80.0
매출원가	14.2	14.1	22.0	40.8	46.4
매출총이익	10.1	2.0	18.5	27.2	33.6
판매비 및 관리비	10.1	10.4	13.8	15.6	16.0
영업이익	0.0	-8.3	4.7	11.6	17.6
(EBITDA)	0.5	-7.9	5.4	12.1	18.2
금융손익	-0.8	0.0	0.1	-0.1	-0.1
이자비용	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
관계기업등 투자손익	0.0	1.7	-0.3	-0.1	-0.1
기타영업외손익	0.5	0.2	-0.1	-0.2	-0.2
세전계속사업이익	-0.3	-6.5	4.4	11.2	17.2
계속사업법인세비용	0.0	0.0	-1.0	0.0	3.1
계속사업이익	-0.3	-6.5	5.4	11.2	14.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-0.3	-6.5	5.4	11.2	14.1
지배주주	-0.2	-6.4	5.4	11.2	14.1
총포괄이익	-0.1	-6.6	5.4	11.2	14.1
매출총이익률 (%)	41.6	12.6	45.8	40.0	42.0
영업이익률 (%)	0.1	-51.6	11.6	17.1	22.0
EBITDA 마진률 (%)	2.1	-48.8	13.2	17.8	22.7
당기순이익률 (%)	-1.1	-40.4	13.4	16.5	17.7
ROA (%)	-0.8	-20.5	15.0	23.4	23.0
ROE (%)	-1.3	-36.8	28.5	41.1	35.3
ROIC (%)	0.1	-38.2	19.7	36.7	51.6

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	-273.1	-7.2	14.5	7.3	5.8
P/B	3.5	3.3	3.9	2.6	1.8
EV/EBITDA	122.7	-6.0	15.8	6.6	3.8
P/CF	29.8	n/a	11.0	7.1	5.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	0.0	-33.7	151.6	67.8	17.6
영업이익	0.0	적전	흑전	146.5	51.7
세전이익	적지	적지	흑전	153.3	53.5
당기순이익	적지	적지	흑전	107.2	25.8
EPS	적지	적지	흑전	99.1	25.8
안정성 (%)					
부채비율	73.8	83.6	93.4	63.6	46.6
유동비율	171.4	160.6	167.7	219.4	279.2
순차입금/자기자본(x)	-6.5	-5.4	-8.3	-19.4	-36.0
영업이익/금융비용(x)	0.1	-34.0	15.6	37.6	57.0
총차입금 (십억원)	5	7	9	9	9
순차입금 (십억원)	-1	-1	-2	-6	-17
주당지표(원)					
EPS	-21	-600	477	949	1,195
BPS	1,657	1,311	1,775	2,693	3,850
CFPS	192	n/a	627	968	1,212
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

파트론(091700)

왕자의 몰락

2020. 4. 6

전기전자

Analyst 이왕진

02. 3779-8832

wangjin4268@ebestsec.co.kr

1Q20 Preview

파트론의 1Q20 예상 실적은 매출액 2,448억원(qoq +17.0%, yoy -16.5%), 영업이익 110억원(qoq +30.8%, yoy -58.0%/OPM 4.5%)으로 전망된다. COVID-19 영향으로 1분기 물량이 약 -20% 수준으로 감소할 것으로 전망되는 가운데 작년과 달리 플래그십 익스포저가 상대적으로 약해진 것에 기인한다.

2020년 스마트폰 부품업체 전반적인 악영향

동사의 2020년 예상 실적은 매출액 9,798억원(yoy -21.7%), 영업이익 339억원(yoy -68.0%)으로 크게 감소할 것으로 전망된다. 올해 초부터 카메라 모듈 조달 방식이 통합 모듈방식에서 단일모듈 방식으로 변경되어 카메라모듈회사간 경쟁이 한층 더 치열해진 가운데 동사가 작년 대비 수주 모델이 부진하기 때문이다. 특히 3월부터 COVID-19 영향으로 스마트폰 수요가 크게 감소하며 1분기 실적에 반영되기 시작할 전망이다.

당사가 전반적인 스마트폰 체인을 확인해본 결과 4월 조달 예정 물량이 거의 절반가량으로 감소한 상태로 전반적인 부품 업체들의 2분기 타격이 1분기 대비 더 클 것으로 전망된다. 중국의 수요 저점이 발생 3개월 후 인 점을 고려하였을 때 5월까지 이러한 영향이 지속될 가능성이 높아 보인다.

특히 동사의 주요 모멘텀 중 하나인 중저가 매스모델의 출시 예정일이 5월인 점을 고려해 보았을 때 영향은 더욱 클 것으로 전망된다.

목표주가 9,100원으로 하향

동사에 대한 목표주가를 9,100원으로 하향한다. 목표주가 산출은 2020E EPS 1,144원에 Target Multiple 8배를 적용하여 산출하였다. Target Multiple은 COVID-19발발 이전 카메라 모듈사의 심리적 멀티플 상당 수준이다. COVID-19영향은 동사 실물경제에 일시적 영향이란 판단에 멀티플 선정은 합리적이라 판단한다. 동사가 기존 받던 멀티플을 대폭 하향, 산업에 대한 뷰도 낙관적이지 않지만 동사의 주가는 그 수준을 넘어서 하락하였기 때문에 투자여건은 매수를 유지한다.

Buy (maintain)

목표주가 9,100 원

현재주가 7,510 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (4/3)	573.01 pt
시가총액	4,067 억원
발행주식수	54,156 천주
52 주 최고가 / 최저가	18,250 / 6,250 원
90 일 일평균거래대금	138.47 억원
외국인 지분율	22.1%
배당수익률(20.12E)	2.7%
BPS(20.12E)	8,169 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -13.2%
	6개월 -27.8%
	12개월 -28.7%
주주구성	김종구 (외 11인) 26.6%
	자사주 (외 1인) 5.2%
	자사주 (외 1인) 5.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	791.4	38.2	37.6	28.3	416	1,663.3	90.7	24.9	6.2	1.7	6.6
2017	791.3	11.0	8.9	4.5	24	-94.3	62.2	400.5	8.9	1.7	0.4
2018	796.5	30.5	25.5	11.5	188	698.1	81.5	39.9	5.1	1.3	3.2
2019	1,250.7	120.2	123.4	102.1	1,964	944.1	163.5	3.8	2.1	1.0	29.0
2020E	979.8	65.7	69.2	58.8	1,144	-41.7	122.4	6.6	2.3	0.9	14.1

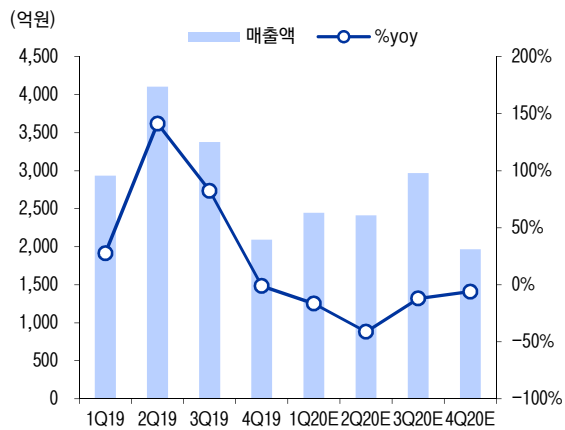
자료: 파트론, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표7 실적추정

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E
매출액	2,935	4,105	3,377	2,131	2,448	2,412	2,970	1,968	12,507	9,798
YoY	-1%	4%	3%	3%	103%	203%	303%	403%	57%	-22%
부분별										
안테나	152	83	136	80	123	62	132	79	451	396
유전체	53	60	46	43	49	49	45	42	202	186
아이솔레이터	83	101	90	30	78	99	82	27	304	286
카메라모듈	2,060	2,951	2,361	1,248	1,648	1,535	2,030	1,098	8,620	6,311
센서모듈	431	747	562	539	397	553	517	534	2,279	2,000
기타	156	163	182	191	153	114	164	187	330	619
YoY										
안테나	-18%	-30%	7%	-11%	-19%	-25%	-3%	-1%	-13%	-12%
유전체	83%	69%	36%	8%	-7%	-18%	-2%	-2%	46%	-8%
아이솔레이터	62%	76%	39%	-54%	-6%	-2%	-9%	-9%	28%	-6%
카메라모듈	26%	166%	99%	-16%	-20%	-48%	-14%	-12%	59%	-27%
센서모듈	1203%	3289%	2757%	3780%	-8%	-26%	-8%	-1%	2470%	-12%
기타	-78%	-80%	-86%	-38%	-1%	-30%	-10%	-2%	-69%	88%
영업이익	261	407	308	84	134	218	274	31	1,060	657
YoY	174%	-1201%	221%	-45%	-49%	-46%	-11%	-63%	247%	-38%
OPM	9%	10%	9%	4%	5%	9%	9%	2%	8%	7%

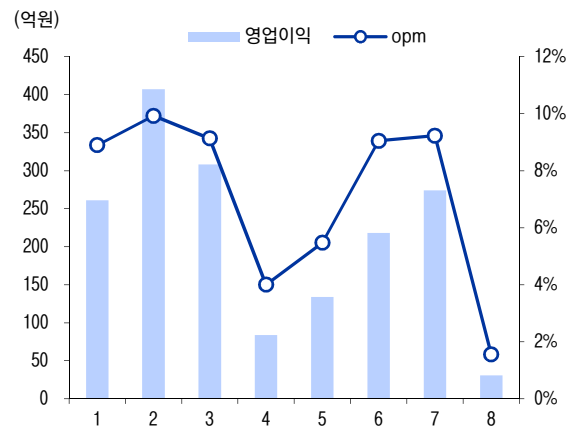
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림116 매출액 추이



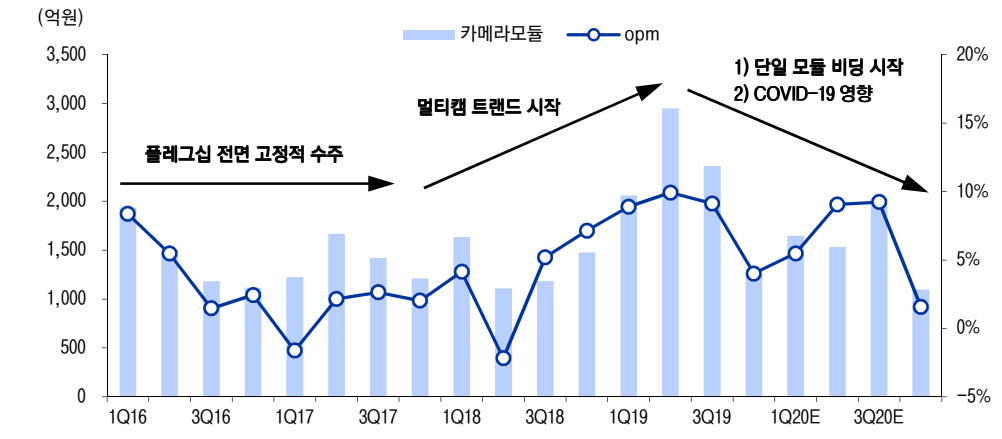
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 영업이익 추이



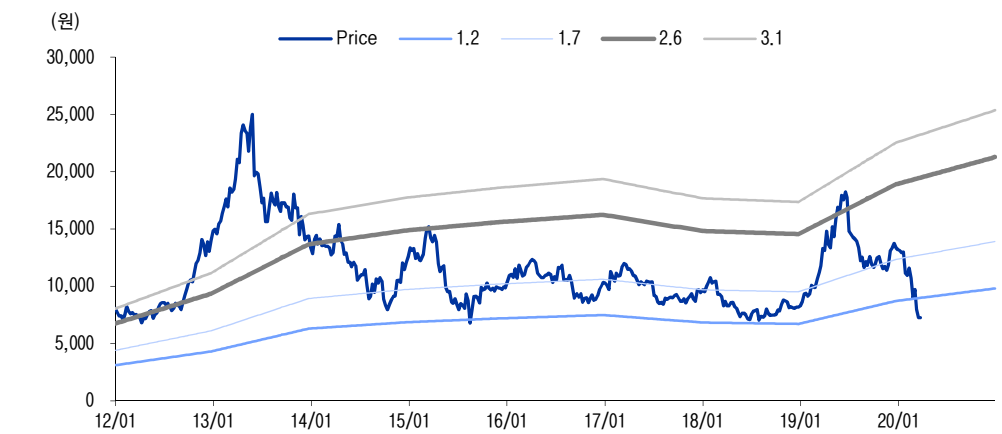
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 매출액 vs opm 연도별 트렌드



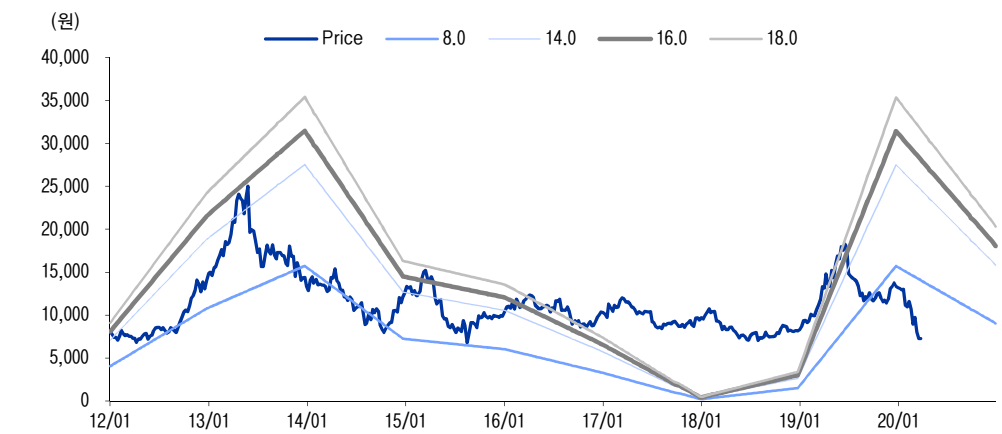
자료: SNE research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림119 PBR band chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림120 PER band chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 목표가 산출 정리

항목		비고
① 당기순이익(십억원)	59	2020E
② 발행주식수(천주)	54,156	
③ EPS(원)	1,144	① / ②
④ Target Multiple(배)	8	카메라 모듈사 심리적 멀티플 상당
* 적정주가(원)	9,154	③ x ④
⑤ 목표주가(원)	9,100	
⑥ 현재주가(원)	7,510	
상승여력	21%	⑤ / ⑥ -1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

파트론 (091700)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
유동자산	192.1	202.0	176.4	298.3	348.1
현금 및 현금성자산	30.2	20.0	28.7	147.6	204.8
매출채권 및 기타채권	81.7	91.0	73.1	80.1	75.3
재고자산	63.9	79.7	65.6	55.4	52.1
기타유동자산	16.3	11.2	8.9	15.2	15.8
비유동자산	314.1	309.1	294.1	324.2	320.5
관계기업투자등	5.6	7.8	7.4	7.6	8.0
유형자산	277.9	257.0	239.3	265.8	259.1
무형자산	22.1	23.7	24.6	26.7	28.3
자산총계	506.2	511.1	470.5	622.6	668.5
유동부채	116.3	144.8	116.4	178.4	175.7
매입채무 및 기타채무	64.2	66.0	59.5	61.4	57.7
단기금융부채	38.3	63.0	39.6	92.1	92.1
기타유동부채	13.7	15.9	17.3	24.9	25.9
비유동부채	4.8	7.5	2.4	3.1	3.2
장기금융부채	1.2	5.1	0.0	0.9	0.9
기타비유동부채	3.6	2.4	2.4	2.2	2.3
부채총계	121.1	152.3	118.8	181.5	178.9
지배주주지분	338.5	309.1	303.4	393.8	442.4
자본금	27.1	27.1	27.1	27.1	27.1
자본잉여금	3.0	3.4	5.7	5.7	5.7
이익잉여금	326.8	317.6	319.7	410.4	458.9
비지배주주지분(연결)	46.7	49.7	48.4	47.2	47.2
자본총계	385.1	358.8	351.8	441.1	489.6

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
영업활동 현금흐름	77.6	23.0	90.4	172.1	120.8
당기순이익(손실)	28.3	4.5	11.5	102.1	58.8
비현금수익비용가감	65.4	62.6	75.0	58.9	56.8
유형자산감가상각비	51.4	50.1	50.2	42.7	55.8
무형자산상각비	1.2	1.0	0.8	0.6	0.9
기타현금수익비용	0.4	1.7	1.1	15.6	0.1
영업활동 자산부채변동	1.9	-32.6	15.7	16.0	5.2
매출채권 감소(증가)	3.9	-13.9	17.6	71.4	4.8
재고자산 감소(증가)	-0.9	-16.6	13.0	34.3	3.3
매입채무 증가(감소)	-1.3	2.1	-11.6	-51.3	-3.7
기타자산, 부채변동	0.3	-4.1	-3.3	-38.4	0.8
투자활동 현금	-47.2	-51.2	-33.8	-70.0	-53.3
유형자산처분(취득)	-43.1	-50.4	-37.8	-67.3	-49.1
무형자산 감소(증가)	-4.2	-1.6	-2.7	-2.5	-2.5
투자자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.7
기타투자활동	0.1	0.9	6.7	0.4	-1.0
재무활동 현금	-21.5	19.7	-48.1	16.6	-10.3
차입금의 증가(감소)	-19.2	29.4	-28.0	18.4	0.0
자본의 증가(감소)	-12.2	-12.9	-11.4	-10.3	-10.3
배당금의 지급	13.7	12.9	11.4	10.3	10.3
기타재무활동	10.0	3.2	-8.7	8.5	0.0
현금의 증가	9.0	-10.2	8.7	118.9	57.2
기초현금	21.2	30.2	20.0	28.7	147.6
기말현금	30.2	20.0	28.7	147.6	204.8

자료: 파트론, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	791.4	791.3	796.5	1,250.7	979.8
매출원가	685.2	711.9	697.3	1,060.3	843.1
매출총이익	106.2	79.4	99.2	190.5	136.7
판매비 및 관리비	68.0	68.3	68.7	70.3	71.0
영업이익	38.2	11.0	30.5	120.2	65.7
(EBITDA)	90.7	62.2	81.5	163.5	122.4
금융손익	2.0	-0.6	0.8	0.6	0.8
이자비용	1.2	1.2	1.3	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	-0.8	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.5	-1.5	-5.0	2.7	2.7
세전계속사업이익	37.6	8.9	25.5	123.4	69.2
계속사업법인세비용	9.4	4.5	14.0	21.3	10.4
계속사업이익	28.3	4.5	11.5	102.1	58.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	28.3	4.5	11.5	102.1	58.8
지배주주	21.8	1.2	9.7	101.0	58.8
총포괄이익	25.5	-15.8	10.8	102.3	58.8
매출총이익률 (%)	13.4	10.0	12.5	15.2	14.0
영업이익률 (%)	4.8	1.4	3.8	9.6	6.7
EBITDA 마진률 (%)	11.5	7.9	10.2	13.1	12.5
당기순이익률 (%)	3.6	0.6	1.4	8.2	6.0
ROA (%)	4.3	0.2	2.0	18.5	9.1
ROE (%)	6.6	0.4	3.2	29.0	14.1
ROIC (%)	7.5	1.4	3.7	27.5	15.3

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020E
투자지표 (x)					
P/E	24.9	400.5	39.9	3.8	6.6
P/B	1.7	1.7	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.2	8.9	5.1	2.1	2.3
P/CF	6.0	7.6	4.7	2.5	3.5
배당수익률 (%)	1.9	1.9	2.7	2.7	2.7
성장성 (%)					
매출액	0.0	0.0	0.6	57.0	-21.7
영업이익	246.0	-71.1	176.4	293.5	-45.3
세전이익	320.7	-76.2	185.3	383.5	-43.9
당기순이익	533.1	-84.2	158.2	785.2	-42.4
EPS	1,663.3	-94.3	698.1	944.1	-41.7
안정성 (%)					
부채비율	31.4	42.4	33.8	41.1	36.5
유동비율	165.2	139.5	151.6	167.3	198.1
순차입금/자기자본(x)	0.3	12.3	2.3	-14.5	-24.8
영업이익/금융비용(x)	32.7	8.9	24.0	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	40	68	40	93	93
순차입금 (십억원)	1	44	8	-64	-121
주당지표(원)					
EPS	416	24	188	1,964	1,144
BPS	6,250	5,707	5,602	7,272	8,169
CFPS	1,729	1,239	1,597	2,972	2,135
DPS	200	175	200	200	200

나무가(190510)

COVID-19가 싫어요

2020. 4. 6

전기전자

Analyst 이왕진

02. 3779-8832

wangjin4268@ebestsec.co.kr

1Q20 Preview

나무가의 1Q20 예상 실적은 매출액 1,221억원(qoq +6.4%, yoy +115.4%), 영업이익 12억원(qoq +44.5%, yoy -145.8%/OPM 0.9%)으로 전망된다. 동사 역시 COVID-19영향이 3월부터 시작되어 약 -20% 수준의 물량 감소가 반영되었다. 최근 고객사의 인도공장 shutdown으로 재고적인 부담도 1분기 반영될 것으로 전망된다.

2020년 COVID-19영향권

동사의 2020년 예상 실적은 매출액 5,559억원(yoy +53.6%), 영업이익 179억원(yoy +572.7%)으로 전망된다. 작년 대비 크게 성장하는 이유는 A31, A51과 같은 매스모델 수주와 ToF채용모델 확대에 기인한다. 하지만 COVID-19전의 동사의 심리적 컨센서스가 매출액 6,000억, 영업이익률 5%수준이었던 점을 고려해 본다면 상당히 실망스러운 수준이다. 이 역시 COVID-19 영향이 5월 이후까지 수요에 타격을 준다면 더 하향될 여지가 다분하다.

동사 역시 4월 고객사의 오더컷에 영향권이다. 플래그십 물량 오더컷이 중저가 대비 더 많은 것으로 분석되는데, ToF 납품으로 플래그십 매출 비중이 많아진 동사 입장에서 타격의 정도는 더 강할 것으로 전망된다.

투자의견 매수, 목표주가 9,100원으로 하향

동사에 대한 목표주가를 17,000원으로 하향한다. 하향은 2020E EPS하향에 기인한다. 카메라 모듈사 중 ToF에 대한 동사의 기술적 우위는 뚜렷하다. 현재 고객사 플래그십에 채용되고 있는 Indirect(간접적) 방식의 ToF는 수준있는 AR/VR구현이 불가능한 방식이다. 애플의 경우 첫 ToF채용 모델부터 Direct(직접적) ToF를 적용하였다. 결국 가상 시장이 확대 될수록 방향은 Direct(직접적) ToF 채용으로 기울 것이기 때문이다. 동사는 S사 카메라 모듈 벤더 중 유일하게 Direct ToF를 구현할 수 있는 기술력을 갖추었기 때문에 ToF 확대에 수혜는 확실할 것으로 전망된다. 투자의견 매수를 유지한다.

Buy (maintain)

목표주가 17,000 원

현재주가 15,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (4/3)	573.01 pt
시가총액	1,051 억원
발행주식수	6,868 천주
52 주 최고가 / 최저가	26,750 / 8,200 원
90 일 일평균거래대금	32.92 억원
외국인 지분율	1.4%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	14,757 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -11.7%
	6개월 -7.5%
	12개월 -21.5%
주주구성	드림텍 (외 5인) 36.6%
	나무가우리스주 0.9%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	292.6	-0.7	-4.8	-4.2	-1,364	적지	9.2	-42.8	19.3	2.8	-6.3
2017	257.6	-31.5	-40.6	-40.9	-13,130	적지	-19.5	-1.4	-5.0	2.1	-79.3
2018	311.1	3.9	6.9	3.6	1,300	흑전	15.7	11.8	7.2	1.5	12.2
2019	362.1	2.7	-1.1	-0.6	-120	적전	16.9	-127.1	8.0	1.2	-0.9
2020E	555.9	17.9	8.4	6.8	2,165	흑전	35.4	7.1	3.4	1.0	14.3

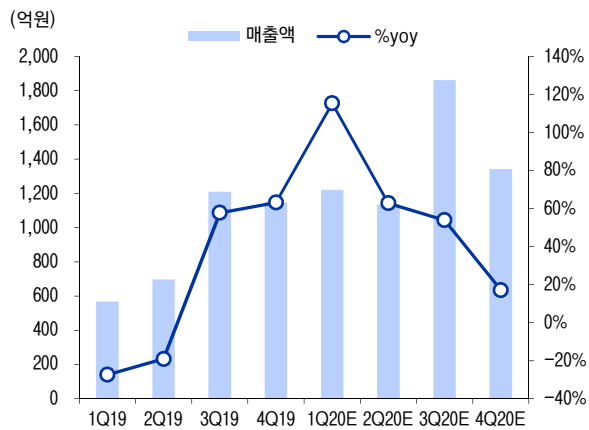
자료: 나무가, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표9 실적추이

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	567	697	1,210	1,147	1,221	1,134	1,862	1,343	3,111	3,620	5,559
YoY	-27%	-19%	58%	63%	115%	63%	54%	17%	21%	16%	54%
QoQ	-19%	23%	74%	-5%	6%	-7%	64%	-28%			
매출원가	547	647	1,129	1,093	1,160	1,055	1,722	1,249	2,922	3,416	5,185
매출총이익	20	49	81	54	61	79	140	94	189	204	374
GPM	4%	7%	7%	5%	5%	7%	7%	7%	6%	6%	7%
판관비	45	43	43	46	50	47	47	50	150	177	195
영업이익	-	25	6	38	11	32	92	44	39	27	179
YoY	적지	-78%	40%	-78%	흑전	437%	144%	450%	흑전	-32%	573%
QoQ	적전	-124%	535%	-79%	45%	179%	189%	-53%			
OPM	-4%	1%	3%	1%	1%	3%	5%	3%	1%	0.7%	3.2%

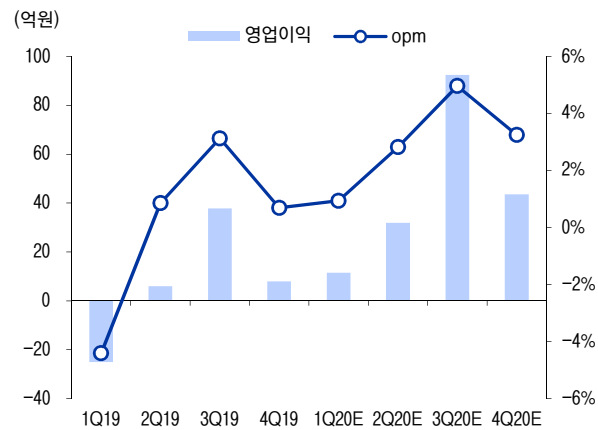
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림121 매출액 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림122 영업이익 추이



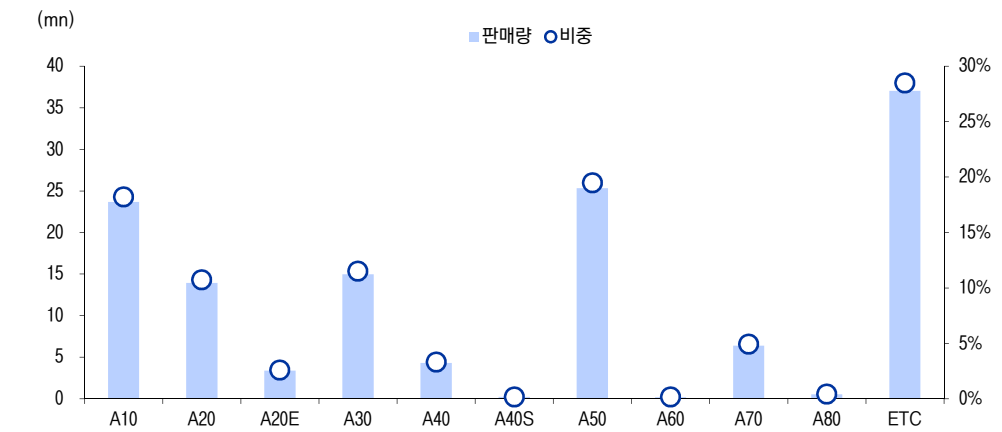
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 목표가 산출표

항목①②		비고
① 지배지분(십억원)	7	2020년 예상치
② 발행주식수(천주)	3,432	
③ EPS(원)	2,165	① / ②
④ Target Multiple	8.00	⑤ x 1.1
* 적정주가	17,320	③ x ④
⑤ 목표주가	17,000	
⑥ 현재주가	15,300	
상승여력	11%	⑤ / ⑥ -1

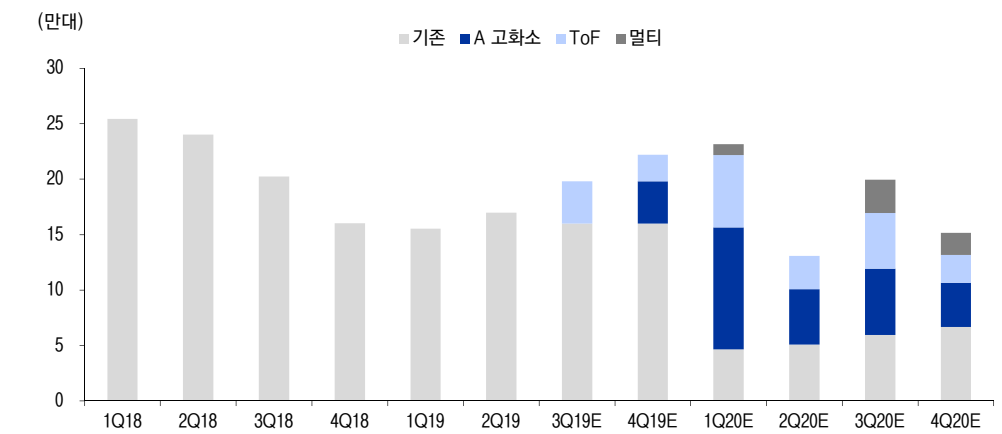
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림123 고객사 중저가 모델별 판매량 및 판매비중 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림124 나무가 카메라 모듈 Mix 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

나무가 (190510)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
유동자산	134.4	83.3	66.8	113.5	131.1
현금 및 현금성자산	42.3	18.3	17.9	8.0	21.4
매출채권 및 기타채권	21.3	24.6	23.5	37.0	44.4
재고자산	26.9	26.5	10.3	40.2	35.9
기타유동자산	44.0	13.9	15.1	28.3	29.4
비유동자산	61.5	59.1	52.0	81.0	75.7
관계기업투자등	0.5	1.5	0.7	0.5	0.5
유형자산	58.9	55.3	49.4	76.7	70.8
무형자산	0.9	0.9	1.1	1.8	2.3
자산총계	195.9	142.4	118.8	194.4	206.8
유동부채	102.0	93.8	73.5	141.1	147.0
매입채무 및 기타채무	54.5	47.5	40.4	89.0	94.9
단기금융부채	39.4	43.0	30.6	51.0	51.0
기타유동부채	8.2	3.3	2.5	1.1	1.2
비유동부채	22.2	18.0	9.9	9.1	9.1
장기금융부채	19.6	16.0	8.5	7.1	7.1
기타비유동부채	2.6	2.1	1.3	1.9	2.0
부채총계	124.2	111.8	83.3	150.2	156.2
지배주주지분	71.6	30.7	36.0	44.3	50.7
자본금	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
자본잉여금	57.0	57.8	58.0	63.6	63.6
이익잉여금	14.6	-25.9	-21.3	-21.9	-15.1
비지배주주지분(연결)	0.1	-0.1	-0.6	0.0	0.0
자본총계	71.7	30.6	35.4	44.3	50.7

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
영업활동 현금흐름	9.7	-43.3	26.0	10.4	26.6
당기순이익(손실)	-4.2	-40.9	3.6	-0.6	6.8
비현금수익비용가감	10.2	18.4	16.7	18.0	17.4
유형자산감가상각비	9.7	11.9	11.6	13.7	17.0
무형자산상각비	0.1	0.1	0.2	0.5	0.4
기타현금수익비용	-0.9	2.8	1.6	3.8	-0.1
영업활동 자산부채변동	11.0	-17.1	8.2	-5.5	2.5
매출채권 감소(증가)	21.9	-8.7	-5.3	-32.3	-7.4
재고자산 감소(증가)	7.3	-2.1	15.8	-30.4	4.3
매입채무 증가(감소)	-18.2	-1.5	-3.0	64.1	5.9
기타자산, 부채변동	0.1	-4.8	0.7	-6.8	-0.3
투자활동 현금	-23.8	12.1	-1.5	-46.1	-13.2
유형자산처분(취득)	-18.7	-18.1	-6.1	-38.4	-11.1
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.1	-0.8	-0.6	-1.0
투자자산 감소(증가)	-6.7	29.0	-5.8	-5.3	-1.1
기타투자활동	1.8	1.3	11.2	-1.8	-0.1
재무활동 현금	19.1	7.9	-21.8	25.2	0.0
차입금의 증가(감소)	0.3	7.5	-21.9	25.2	0.0
자본의 증가(감소)	18.8	0.2	0.1	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	5.5	-24.0	-0.4	-9.9	13.4
기초현금	36.8	42.3	18.3	17.9	8.0
기말현금	42.3	18.3	17.9	8.0	21.4

자료: 나무가, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	292.6	257.6	311.1	362.1	555.9
매출원가	275.8	269.9	292.2	341.7	518.5
매출총이익	16.8	-12.3	18.9	20.3	37.4
판매비 및 관리비	17.5	19.2	15.0	17.7	19.5
영업이익	-0.7	-31.5	3.9	2.7	17.9
(EBITDA)	9.2	-19.5	15.7	16.9	35.4
금융손익	-1.6	-6.9	-0.4	-1.3	-5.3
이자비용	1.8	1.7	1.8	2.3	5.8
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	-1.3	0.0	-0.2
기타영업외손익	-2.5	-2.2	4.7	-2.5	-4.0
세전계속사업이익	-4.8	-40.6	6.9	-1.1	8.4
계속사업법인세비용	-0.6	0.4	1.3	-1.9	1.6
계속사업이익	-4.2	-40.9	5.6	0.8	6.8
중단사업이익	0.0	0.0	-2.0	-1.3	0.0
당기순이익	-4.2	-40.9	3.6	-0.6	6.8
지배주주	-4.2	-40.6	4.1	-0.4	6.8
총포괄이익	-3.9	-41.6	4.2	-0.6	6.8
매출총이익률 (%)	5.7	-4.8	6.1	5.6	6.7
영업이익률 (%)	-0.2	-12.2	1.3	0.7	3.2
EBITDA 마진률 (%)	3.1	-7.6	5.1	4.7	6.4
당기순이익률 (%)	-1.4	-15.9	1.2	-0.2	1.2
ROA (%)	-2.1	-24.0	3.1	-0.2	3.4
ROE (%)	-6.3	-79.3	12.2	-0.9	14.3
ROIC (%)	-1.0	-40.6	6.1	3.3	20.8

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020E
투자지표 (x)					
P/E	-42.8	-1.4	11.8	-127.1	7.1
P/B	2.8	2.1	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	19.3	-5.0	7.2	8.0	3.4
P/CF	32.6	n/a	2.6	3.0	2.2
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	13.6	-12.0	20.8	16.4	53.5
영업이익	적지	적지	흑전	-32.3	572.7
세전이익	적지	적지	흑전	적전	흑전
당기순이익	적지	적지	흑전	적전	흑전
EPS	적지	적지	흑전	적전	흑전
안정성 (%)					
부채비율	173.2	365.6	235.3	339.2	308.3
유동비율	131.7	88.8	90.9	80.4	89.2
순차입금/자기자본(x)	-29.1	107.3	21.5	67.4	30.8
영업이익/금융비용(x)	-0.4	-18.6	2.2	1.1	3.1
총차입금 (십억원)	59	59	39	58	58
순차입금 (십억원)	-21	33	8	30	16
주당지표(원)					
EPS	-1,364	-13,130	1,300	-120	2,165
BPS	21,163	8,981	10,506	12,897	14,757
CFPS	1,790	n/a	5,918	5,087	7,032
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

아이티엠반도체

목표주가 추이

(원)

— 주가

— 목표주가

80,000

70,000

60,000

50,000

40,000

30,000

20,000

10,000

0

19/11

에스코넥

목표주가 추이

(원)

3,000

2,500

2,000

1,500

1,000

500

0

18/04

18/10

19/04

19/10

20/04

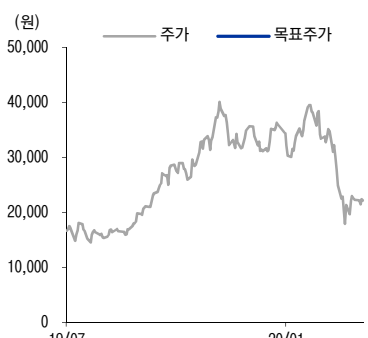
주가

목표주가

투자의견

변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2020.04.06	변경	이왕진									
2020.04.06	NR	NR									

세경하이테크 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
			2020.04.06	변경	이왕진									
			2020.04.06	NR	NR									

파인테크닉스 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
			2020.04.06	변경	이왕진									
			2020.04.06	NR	NR									

인텍플러스

목표주가 추이

(원)

12,000

10,000

8,000

6,000

4,000

2,000

0

18/04

18/10

19/04

19/10

20/04

주가

목표주가

투자의견

변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2020.04.06	변경	이왕진									
2020.04.06	NR	NR									

파트론 목표주가 추이

(원)

20,000

15,000

10,000

5,000

0

18/04

18/10

19/04

19/10

20/04

— 주가

— 목표주가

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.08.26	변경	이왕진									
2019.08.26	Buy	16,000	-14.1		-28.5						
2020.04.06	Buy	9,100									

나무가 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
			2019.08.26	변경	이왕진									
			2019.08.26	Buy	60,000	-24.2		-32.1						
			2019.09.23	Buy	54,000	-7.0		-26.8						
			2020.04.06	Buy	17,000									

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이왕진)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)