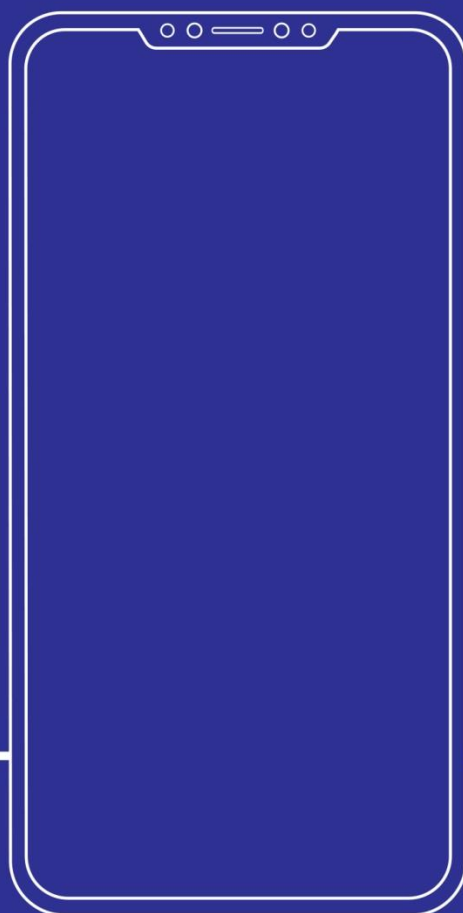


대격변

역대급 기저효과, 화웨이 그리고 전략적 변화

- Part I 글로벌 스마트폰 동향
- Part II 전략적 변화
- Part III Investment Strategy



이베스트투자증권 전기전자 **이왕진** 입니다.

2020년 글로벌 스마트폰 판매량은 중국을 제외한 대부분의 나라가 회복한 상태입니다. 최근 유럽의 코로나19 재 확산으로 인해 불확실성이 높아져 있는 상태이지만, 코로나19를 경험한 OEM들이 온라인 유통망 구축에 신경쓰는 모습이기 때문에 어느 정도 완충 효과가 있을 것으로 기대됩니다.

당사는 2021 글로벌 스마트폰 판매량을 올해 대비 +10.3% 증가한 14.6억대로 전망합니다. 코로나19로 인한 역대급 기저효과로 2016년도 이후 처음으로 두 자릿수 성장이 기대됩니다. 나라별 반등은 인도가 가장 클 것으로 전망됩니다.

2019~2020 GMS 제재 이후 유럽 판매량이 많이 감소한 화웨이가 내년 역시 미국의 번덕스러운 제재와 소비자들의 심리적 불안감으로 인해 판매량이 감소할 것으로 전망됩니다. 이에 따라 당사는 내년 화웨이 공백에 의한 낙수효과를 나라별 price-band로 구분하여 수혜강도를 시나리오분석 해봤습니다. 결론적으로 중3사와 삼성전자의 수혜는 당연하지만 이외의 애플 낙수물량이 클 것으로 전망됩니다.

금년은 글로벌 1tier인 애플과 삼성의 전략적 변화가 많았던 해입니다. 애플의 경우 금년 12 series에서 주변부품을 제외시키며 교묘하게 소비자가가 인상되었지만, 5G transition으로 인한 BOM cost증가를 고려해 본다면, 애플이 판가를 인하시키고 싶은 니즈가 강하다는 점을 유추할 수 있습니다. 이에 따라 높아지는 BOM cost를 낮추기 위해 부품벤더를 다변화하는 방향을 이어갈 것으로 전망됩니다.

삼성전자는 이러한 벤더 다변화가 내년 극에 달할 전망입니다. 내년엔 모델별이 아닌 모델당 카메라별 벤더로 나뉘어 예정입니다. 더하여 작년부터 우려되던 ODM 확대는 올해 피크를 찍고 내년부터 오히려 감소할 전망입니다.

투자 전략은 1)화웨이 낙수효과로 인한 OEM 별 강도, 2) 내년 부품 변화의 트렌드 등을 위주로 제시합니다. 낙수 효과로 인한 OEM 중 애플 체인의 투자 매력도가 가장 높을 것으로 분석됩니다. 부품 트렌드의 경우 멀티카메라 → HIAA를 거쳐 내년은 OIS 확대가 주요 theme이 될 것으로 전망합니다.

OIS업체, 중3사 납품 비중이 높은 업체, 애플 벤더들에 집중할 것을 권고하며 내년 애플 제품 대부분에 exposure가 있는 **아이티엠반도체**를 **최선호주**로 추천합니다.

가전/전기전자

Analyst **이왕진**

02 3779 8832

wangjin4268@ebestsec.co.kr



Key Charts

자료는 크게 3 가지 Part 로 구성했습니다.

[Part I. 글로벌 스마트폰 동향]

2020년 글로벌 스마트폰 판매량은 코로나19로 인해 상당히 변동이 많았던 가운데, 연초 당사가 예측한 -10% 내외 수준에서 마무리될 가능성이 높아 보입니다. 락다운에도 불구하고 온라인 유통망에 OEM들이 집중하며 판매량이 상대적으로 선방하였기 때문입니다.

내년 스마트폰 판매량은 이러한 기저효과를 바탕으로 2016년도 이후 5년만에 두자릿수 성장을 이룰 것으로 전망됩니다. 당사는 2021년 글로벌 스마트폰 판매량을 올해대비 +10.4% 증가한 14.6억대로 전망합니다. 전세계에 걸쳐 판매량 반등이 시현되겠지만 반등 강도는 인도가 가장 클 것으로 전망됩니다.

내년은 그간 지속적으로 미국의 제재를 받던 화웨이 판매량이 실질적으로 크게 감소하는 시기가 될 가능성이 높습니다. 작년→올해는 GMS제재와 코로나로 인한 판매감소가 있었지만, GMS 백도어, 내수 프로모션 등으로 감소분을 어느 정도 상쇄하였습니다. 하지만 내년의 경우 제 3국 제재에 대한 정책적 변동성 우려가 지속 상존할 것으로 보여지며 이에 따른, 소비자 심리 역시 타격이 있을 것으로 전망되어 전반적으로 화웨이 스마트폰의 판매량 감소는 필연적으로 보여집니다.

당사는 이에 따라 화웨이 스마트폰 판매량의 나라별 price-band를 나눠 OEM별 수혜강도를 분석해 보았습니다. 시장이 예상하고 있는 중국3사(Vivo, Oppo, Xiaomi)와 삼성전자 중저가 폰의 수혜는 당연하지만 예상외로 애플 역시 낙수효과가 상당할 것으로 전망됩니다.

[Part II. 전략적 변화]

올해 글로벌 1tier인 애플과 삼성전자는 의미있는 전략적 변화가 있었습니다. 애플의 경우 금번 12series에서 주변부품을 제외시키며 소비자를 간접적으로 인상하였으나, 사실상 BOM cost 증가분이 이를 상회하기 때문에 애플 입장에서 단가인하나 마찬가지로 보여집니다. 이로 인해 애플은 소비자가 인하에 대한 니즈가 아직도 강하다는 것을 방증하였습니다. 결론적으로 애플은 벤더 다변화를 통해 BOM cost를 낮추기 위한 노력이 지속될 것으로 보여집니다.

벤더다변화 전략을 일찍이 고수하고 있던 삼성전자의 경우 내년부터 벤더다변화가 극에 달할 것으로 전망됩니다. 카메라의 경우 수주현황을 보았을 때 내년은 모델별이 아닌 카메라 별로 벤더가 나뉠 것으로 보여집니다. 더하여 작년부터 우려되던 ODM은 올해 이미 1억대를 달성한 뒤 내년은 오히려 6,000만대 수준으로 감소할 전망입니다.

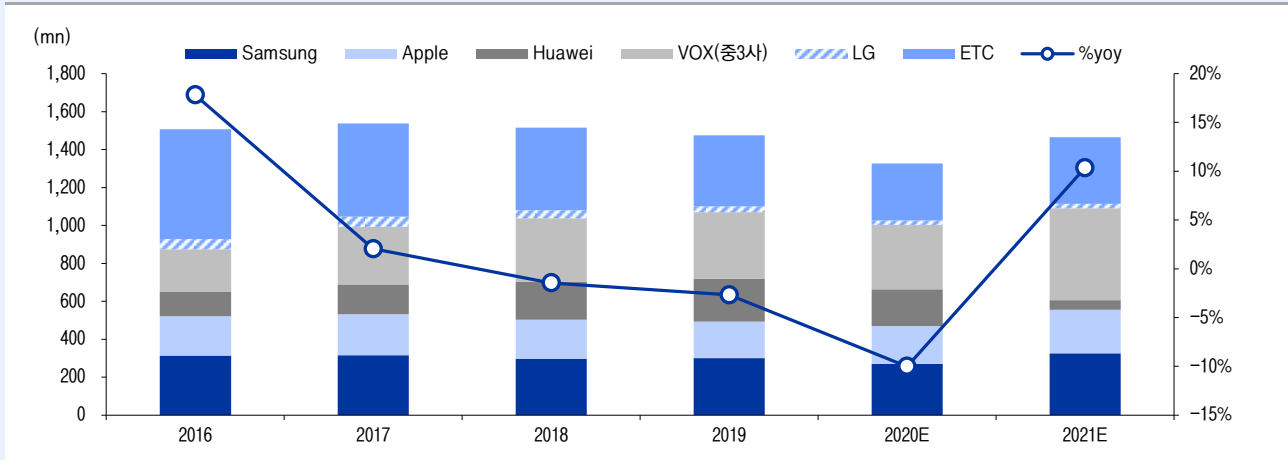
[Part III . Investment Strategy]

화웨이 낙수효과에 따라 중3사, 삼성전자 애플 모두 수혜를 받겠지만, 중3사와 삼성전자의 경우 선별적 업체들의 수혜 강도가 클 것으로 보여집니다. 반면 애플의 경우 벤더 별 포지션이 확고하기 때문에 전반적인 수혜가 전망됩니다.

내년 스마트폰의 트렌드 변화는 멀티카메라, HIAA를 거쳐 OIS확대로 이어질 전망입니다. 특히 렌즈모듈의 무게가 증가하는 만큼 불가이드 방식의 OIS가 유리할 전망이며 관련업체의 수혜가 전망됩니다.

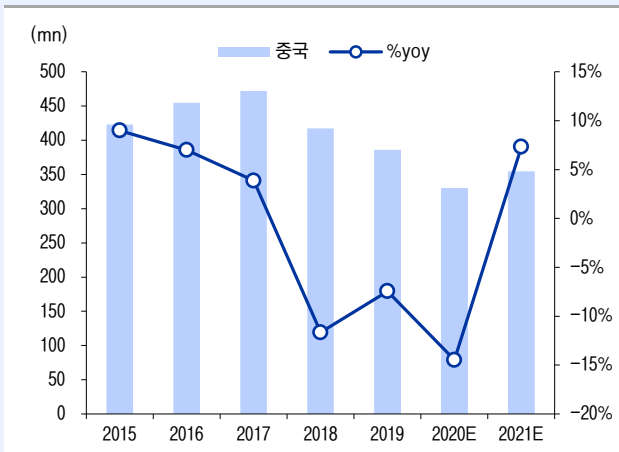
Key Charts

2016년도 이후 첫 두자리 성장 전망



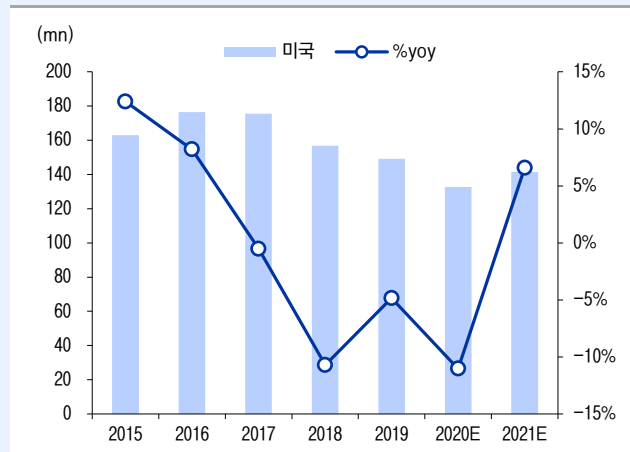
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

중국 스마트폰 판매 전망



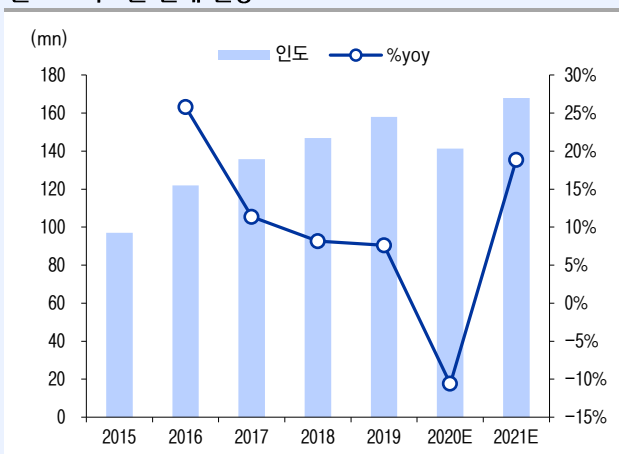
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

미국 스마트폰 판매 전망



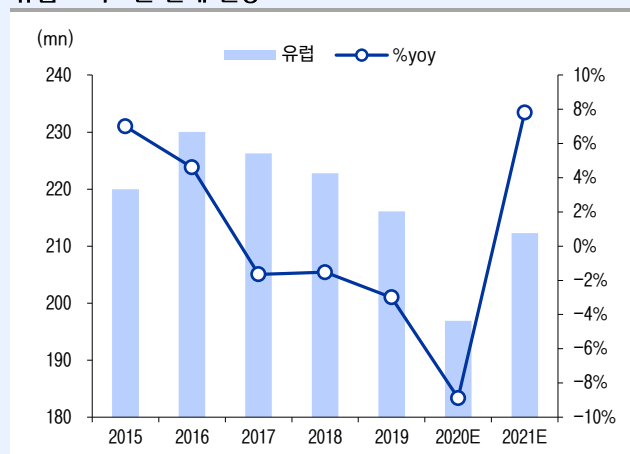
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

인도 스마트폰 판매 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유럽 스마트폰 판매 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 역대급 기저효과로 글로벌 스마트폰 두자리 성장률 전망. 반등 강도는 인도가 가장 가파를 듯

Key Charts

화웨이 나라별 판매량

	2016	2017	2018	2019	2020E
중국	72.8	90.5	105.1	133.1	125.8
% of	56%	58%	52%	59%	64%
미국	2.2	1.0	1.1	0.3	0.1
% of	2%	1%	1%	0%	0%
인도	0.7	1.5	4.7	2.2	0.3
% of	1%	1%	2%	1%	0%
유럽	21.8	28.3	41.3	40.4	29.7
% of	17%	18%	21%	18%	15%
기타	33.3	35.7	48.9	51.1	39.3
% of	25%	23%	24%	22%	20%

자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

화웨이 나라별 판매량 price-band 정리

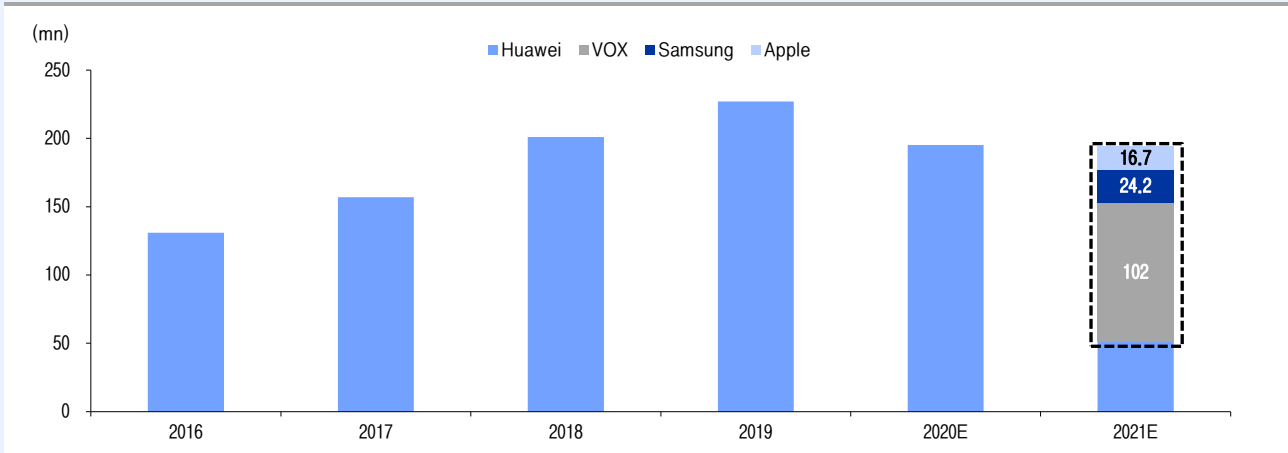
Country	Price band	Sales	%of
중국	>\$500	22.6	18%
	\$400~\$499	7.5	6%
	\$300~\$399	20.1	16%
	\$200~\$299	23.9	19%
	\$100~\$199	49.1	39%
	\$0~\$99	3.8	3%
EU	>\$500	3.0	10%
	\$400~\$499	0.6	2%
	\$300~\$399	1.2	4%
	\$200~\$299	4.8	16%
	\$100~\$199	14.9	50%
	\$0~\$99	5.1	17%
ETC	>\$500	1.6	4%
	\$400~\$499	1.5	4%
	\$300~\$399	0.8	2%
	\$200~\$299	6.7	17%
	\$100~\$199	20.5	52%
	\$0~\$99	8.3	21%

자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

- 화웨이 판매량은 작년 GMS 제재 이후 중국 내수 판매량 비중이 더욱 증가하였지만, 아직까지 단일 대륙 기준 중국 다음으로 비중이 높음
- 유럽과 기타지역(아시아, 남미, 중동의 price-band 별 평균)의 경우 \$300 대 이하 스마트폰 비중이 80% 이상 대부분 차지하는 반면 중국의 경우 \$500 이상 프리미엄 제품 비중이 상대적으로 높은 편

Key Charts

2021년 화웨이 스마트폰 OEM별 낙수 물량 전망

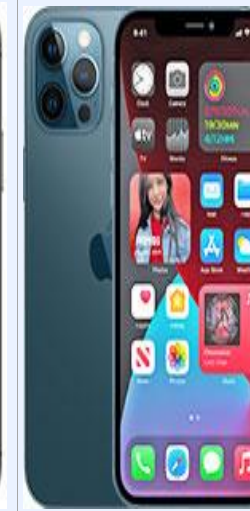


자료: marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

- 2020년 GMS제재로 인한 중국 외 지역 판매량 감소와 COVID-19로 인한 전체 판매량 감소로 인해 2019년 대비 약 -14.1% 감소할 전망.
- GMS 백도어 등이 가능했던 2020년과 달리 2021년은 부품 소싱에 제재를 겪기 때문에 하드웨어 제조 자체에 문제가 생길 것으로 전망. 당사는 내년 화웨이 판매량을 약 0.5억대 수준으로 예상
- 각 나라별 Price-band 포지션을 고려하였을 때 중국 지역의 경우 \$500대 이상은 애플이 대부분의 물량을 가져갈 것으로 전망되며, 가장 큰 물량인 \$100~\$199대 물량과 두번째로 큰 \$200~\$299대 물량은 중3사가 고루 가져갈 전망
- 화웨이 판매량 중 두번째로 많은 유럽지역의 경우 \$300대 이하 스마트폰은 삼성전자가 가장 큰 물량을, 나머지 물량을 중3사가 가져갈 전망. 중 3사중 Xiaomi의 낙수효과가 가장 클 것
- 기타지역 판매량은 아시아지역, 남미지역, 중동지역의 price-band별 판매량의 평균값을 OEM별 점유율로 계산, 결론적으로 Xiaomi=삼성전자>Oppo=Vivo 순서로 낙수효과가 나타날 전망
- 삼성전자의 경우 모델별 벤더가 다양하기 때문에 수혜강도가 선별적으로 나타날 전망이며, 중 3사의 경우 특정 몇몇 업체만 중 3사 모두에 납품하기 때문에 역시 선별적인 수혜를 보일 전망. 하지만 애플의 경우 벤더별 포지션이 확실하기 때문에 물량 낙수효과에 따른 성장이 가장 강할 것으로 전망됨

Key Charts

아이폰 신규 모델 가격

	iPhone 12 M	iPhone 12	iPhone 12 Pro	iPhone 12 Pro max
Picture				
Price	\$699(new)	\$799(vs prev. \$699)	\$999(vs prev. \$999)	\$1099(vs prev. \$1099)

자료: gsmarena, 이베스트투자증권 리서치센터

5G vs non-5G BOM 분석

	Galaxy S10 5G	Galaxy S10	Cost Diff.
Chipset(AP+BB)	\$91	\$62	\$29
PM+RF+PA	\$36	\$18	\$18
Connectivity+Audio	\$17	\$12	\$5
DRAM	\$39	\$33	\$6
Internal Memory	\$34	\$29	\$5
Sensors	\$10	\$10	\$0
PCB+Passives	\$36	\$28	\$8
Display	\$95	\$87	\$8
Rear camera	\$46	\$41	\$5
Front camera	\$13	\$8	\$5
Battery	\$12	\$9	\$3
Build+Material	\$38	\$31	\$7
Sales box(adapter, lightning cable, etc)	\$10	\$7	\$3
Others(water resistance)	\$1	\$1	\$0
Manufacturing cost	\$17	\$13	\$4
SW royalty	\$43	\$22	\$21
Warranty	\$14	\$11	\$3
Total	\$552	\$422	\$130

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 금번 아이폰 12series 에서 주변기기가 제외되며 사실상 교묘한 소비자가 인상
- 하지만 이는 5G 변화에서 증가하는 BOM cost 고려 시 사실상 가격 유지는 단가 인하와 다름. 따라서 애플의 기존 가격인하에 대한 니즈는 지속되는 것을 확인. 향후 벤더 다변화와 같은 BOM cost 인하를 위한 노력 지속될 전망

Key Charts

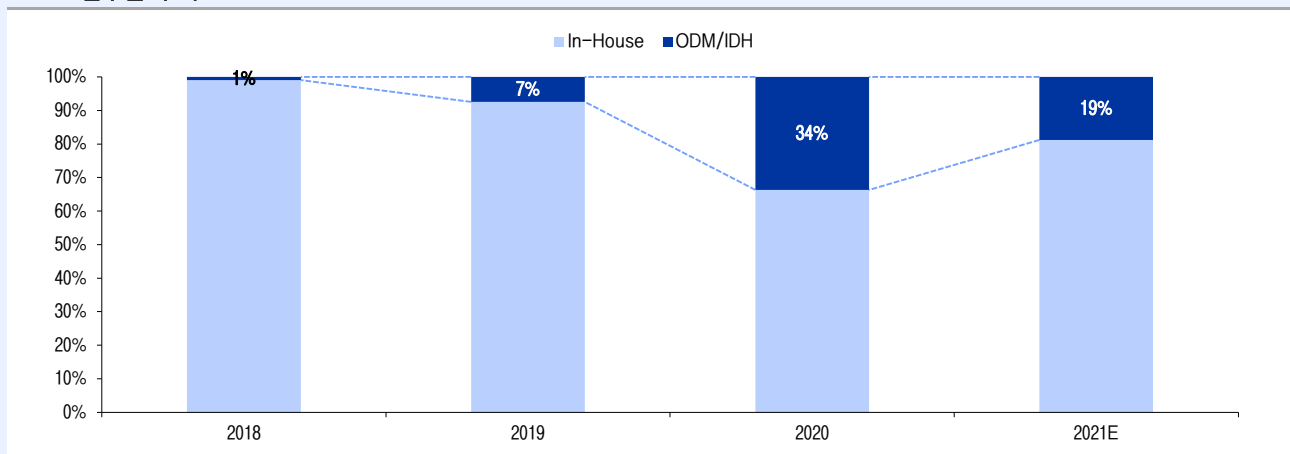
카메라 모듈 벤더 대폭 확대(선도업체 위주 추정)

	2020		2021E	
	전면	후면	전면	후면
A1 series	ODM(불량이슈로 국내 벤더 상반기 진입)		파트론	엠씨넥스 Truly
A2 series	ODM		ODM	
A3 series	나무가	파트론	HnT	파트론 파워로직스 HnT
A4 series	ODM		HnT	HnT 나무가
A5 series	나무가	캠시스	나무가	삼성전기 캠시스 HnT 오피름
A7 series	캠시스	엠씨넥스	나무가	삼성전기 캠시스 HnT 오피름
A8 series	캠시스	엠씨넥스	미정	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 삼성전자는 일찍이 벤더 다변화를 통해 지속적 BOM cost 인하를 꾀함
- 특히 BOM Cost 20% 차지하는 카메라의 경우 내년 완전 싱글모듈 형태로 변화

ODM 침투율 추이

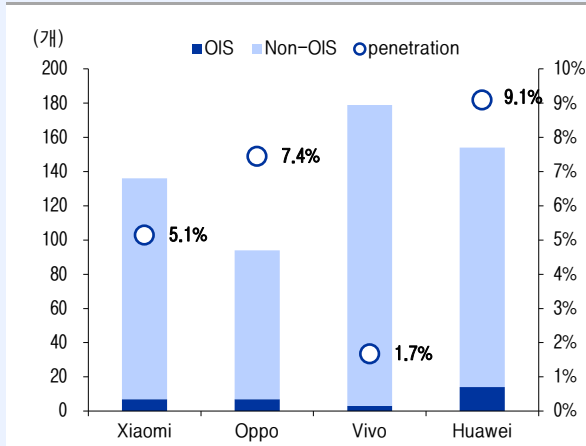


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 전체 물량의 1/3 을 차지하는 \$140 이하 스마트폰의 ODM 화는 이미 올해 달성
- 품질 등의 이슈로 인해 내년 ODM 물량 약 4 천만대 가량 감소할 전망

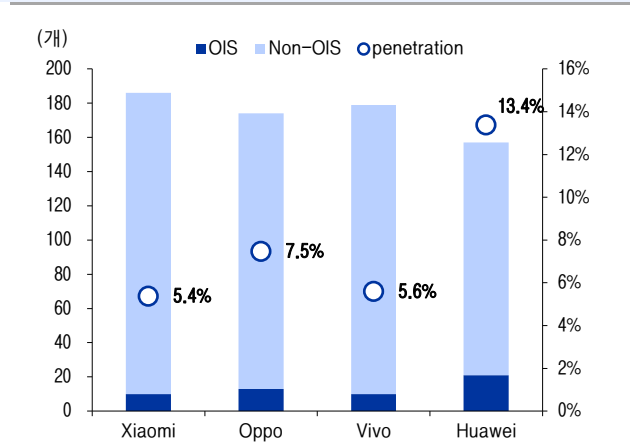
Key Charts

2019 OEM 별 OIS penetration



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2020 누적 OEM 별 OIS penetration



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 스마트폰 폼팩터 트렌드는 2018~2019 멀티카메라를 거쳐 2019~2020 HIAA 로 확대
- 2020~2021 Big theme 은 OIS 확대로, 주요 스마트폰 제조업체들 사이에서 발현될 전망

투자매력도 정리

분류	기업	포인트	투자매력도
화웨이낙수	Vivo + Oppo + Xiaomi	동운아나텍	Open-loop VCM + OIS중국향 매출비중 70% 이상.
		삼성전기	모듈사업부 비중 중 VOX향 매출 비중 30% 이상
		캠트로닉스	식각 사업부 중화향 Rigid-OLED 식각 낙수 기대
		세경하이테크	삼성디스플레이 통한 OCA 간접 납품 및 Xiaomi+Oppo(플래그십) 데코필름 매출
		와이솔	중3사향 saw필터 매출비중 30% + baw필터 모멘텀
	삼성전자	코리아씨키트	Mobile HDI 매출비중 50% + PKG sub 확대 모멘텀
		디에이피	Mobile HDI 매출비중 75%로 삼성전기 내 최대 M/S 업체
		비에이치	삼성전기 FPCB 사업부 철수 낙수효과+삼성향 FPCB 전체 23%
		삼성전기	유럽향 플래그십 낙수 및 내년 A52, A72 진입으로 중저가 수혜도 기대
	애플	LG이노텍	애플향 하이엔드 카메라 모듈 전문업체, 내년 P + Q 동시증가 싸이클 기대
		아이티엠반도체	내년 iPad, Macbook라인을 제외한 모든 라인업에 납품하며 Q증가 최대 수혜 전망
		비에이치	아이폰향 FPCB 매출비중 65%
트렌드변화	OIS	덕우전자	애플향 매출비중 95% 이상
		동운아나텍	미중 무역 분쟁으로 인해 중3사 OIS Driver IC 납품처 변경 및 채용 확대 전망
		자화전자	삼성전기와 함께 불타입 OIS 엑츄에이터 특허 소유, 내년 중화권 확대 전망
		삼성전기	삼성전기 불타입 OIS 엑츄에이터 전문기업, 내년 중저가로 포지션 확대

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 내년 부품단에서 화웨이 낙수효과와 OIS 채용 확대에 따른 수혜가 기대됨
- OEM 별 선호도는 애플 체인, 부품단별 선호도는 OIS 관련 업체

산업분석

전기전자 Overweight

대격변

역대급 기저효과, 화웨이 그리고 전략적 변화

Contents

Part I	글로벌 스마트폰 동향	11
Part II	전략적 변화	25
Part III	Investment Strategy	37

기업분석

아이티엠반도체(084850)	50
삼성전기(009150)	55
LG 이노텍(011070)	60

Part I

글로벌 스마트폰 동향

역대급 기저효과와 화웨이

2020년 코로나19로 인해 이례적인 감소를 보여준 스마트폰 시장은 2021년 기저효과로 인해 2016년 이후 첫 두자리 성장세를 시현할 전망이다. 나라별 반등 강도는 인도가 가장 강할 것으로 보여집니다.

스마트폰 시장의 탐라인 성장을 견인할 것으로 예측되던 5G와 폴더블 스마트폰은 사실상 자기잠식 형태로 판매량이 증가하였습니다. 다시한번 스마트폰 시장의 성숙기를 느끼게 해줍니다.

내년은 화웨이에 대한 미국의 제 3국 제재 변동성이 상존하는 가운데, 이에 따른 소비자들의 화웨이 제품 심리 악화로 화웨이의 판매량 변동이슈가 지속될 가능성이 높습니다. 금번 파트에서는 화웨이의 나라별 판매량을 price-band로 나눠 OEM 별 수혜를 분석해 보았습니다.

글로벌 스마트폰 동향

2021 Global Smartphone Outlook

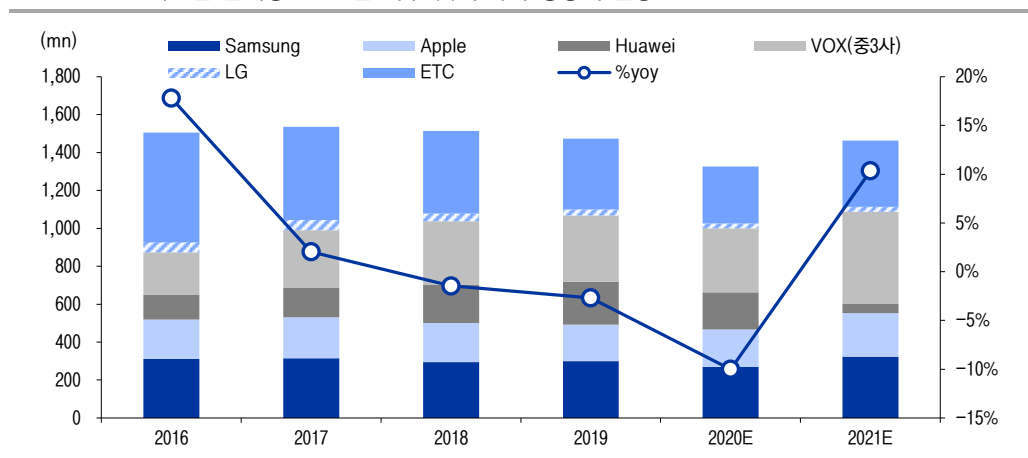
역대급 기저효과, 하지만 성숙기

2020년 글로벌 스마트폰 판매량 추정치를 13.3억대(yoy -10.0%)로 추정한다. 지난 4월 당사가 발간한 '변화와 방향성'에서 전망한 13.4억대(-9.5%)에서 소폭 하향조정하였다. 지난 자료에서 예상한 온라인 수요의 가능성은 기대 이상이였으며, 미국과 인도 지역에서 pent-up demand가 기존 가정치 대비 강하게 일어나며 상향 조정을 기대하였지만, 중국 회복속도가 지속적으로 발목을 잡으며 기대분을 상쇄하였다.

당사는 2021년 글로벌 스마트폰 판매량을 14.6억대(+10.3%)로 예상한다. COVID-19로 인한 역대급 기저효과로 인해 2015년 이후 6년만에 두자릿수 성장률을 기록할 전망이다. 하지만 절대 수치만 보았을 때 해당 수치는 2019년도(14.7억대)보다도 소폭 낮은 수준인데, 이는 연초 기대하였던 5G 스마트폰 출시로 인한 교체수요 증가나 폴더블 라인업 확장으로 인한 +a의 효과가 예상외로 미비하였기 때문이다. 작년 동일 라인업에서 LTE가 5G모델 대비 월등히 판매되었던 반면, 2020 출시된 신모델의 경우 동일 라인업 기준 5G모델 판매량이 LTE대비 월등하였다. 하지만 해당 모델 판매량 감소분이 글로벌 판매량 감소분을 하회하기 때문에 이는 자기잠식효과로 보는 것이 맞다.

결론적으로 글로벌 스마트폰 판매량은 기저효과로 인한 두자릿수 증가는 기대되나 5G 출시로 인한 교체수요 증가나 폴더블 출시로 인한 구조적 상승 cycle은 크게 기대하기 힘들 것으로 보여진다. 스마트폰 시장이 성숙기 구간에 진입했다는 점을 다시 한번 상기해야 한다.

그림1 2021 스마트폰 판매량 2016년 이후 첫 두자리 성장세 전망

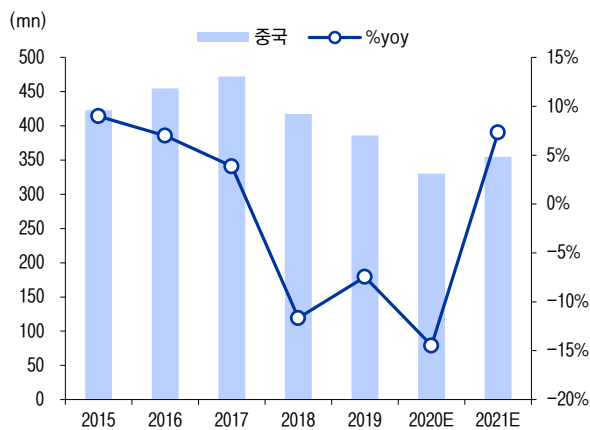


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

반등 수준은 인도가 가장 가파를 것

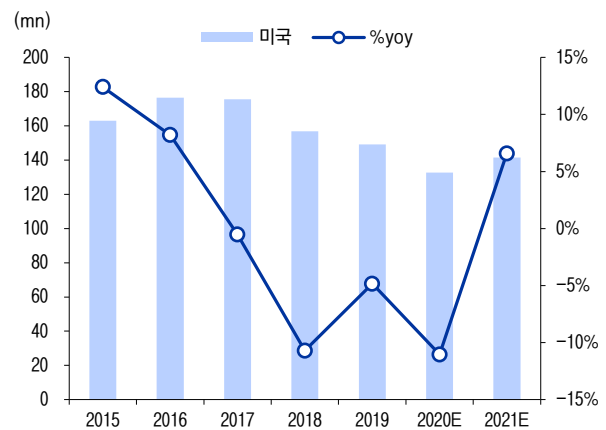
앞서 언급하였듯 기저효과 고려 시 스마트폰 판매량은 각 국가에 걸쳐 yoy 크게 상승할 것이다. 그 중 인도 시장의 yoy 성장이 가장 가파를 것으로 전망되는데, 1) 인도는 2015년 이후 linear한 증가를 기록 중이던 성장기 국가이며, 2) 금번 코로나 피크 상황에서 가장 많이 감소하였기 때문이다. 인도는 성장기 국가답게 지난 6월부터 유일하게 두자리 성장세를 유지하고 있지만 지난 3월 국가차원의 통행 금지 명령으로 인해 yoy -97.4% 감소하였기 때문에 연간 감소량은 타 국가와 비슷할 것으로 전망된다.

그림2 중국 스마트폰 판매 yoy +7.3% 수준 반등 전망



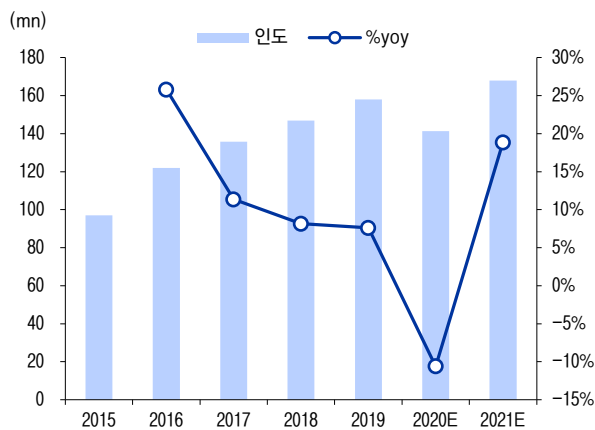
자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 미국 yoy +6.6%



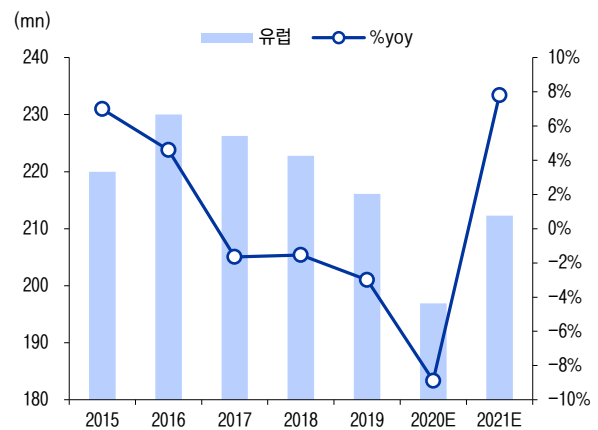
자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 인도 yoy +19%로 역대 최고 판매량 경신전망



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 유럽 역시 2017년 이후 첫 yoy +대 진입



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

OEM별 Outlook

화웨이 이슈

지난 2019년 4월부터 화웨이 및 계열사 black list 등재로 자국 기업에 대한 대 화웨이 수출을 제한하며 시작된 미국의 화웨이 제재는 올해 자국 외 제 3국으로 그 범위를 확대하며 본격적으로 시작되었다.

금번 제재로 모든 스마트폰 주요 부품 조달의 차질을 겪게 되는 화웨이는 올해 상반기부터 급격히 부품 소싱을 확대하며 재고 확보에 나서고 있다. 정확한 재고 수준은 파악하기 힘들기 때문에 여러 시장조사 기관 및 증권사의 내년 화웨이 스마트폰 출하 추정치는 0.2억대에서 1.3억대까지 폭 넓게 형성되어 있다.

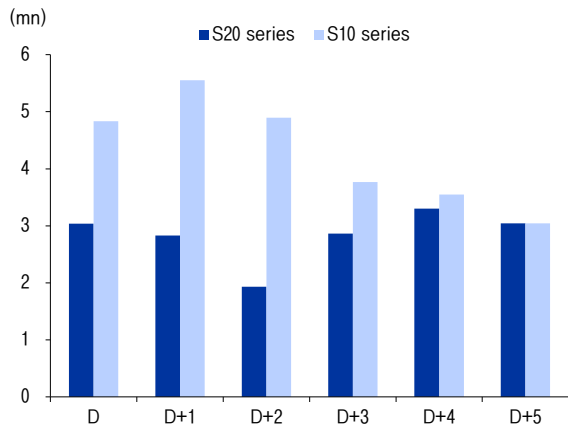
해당 자료를 작성하는 동안 외신 보도에서 5G 용도가 아니면 스마트폰용 칩셋은 화웨이에 판매 허용 한다는 기사가 발표되었다. 원문을 보면 5G 용도란 5G infrastructure에 관계된 통신 장비인 것으로 추측된다. 해당 보도가 현실화 될 경우 화웨이 스마트폰 생산 자체는 충분히 가능해 보이는 것이 사실이다.

물론 현재까지 미정부의 변덕스러운 정책 변화 기조상 아직 보도만으로 단정짓기는 이르다. **하지만 핵심은 소비자들의 심리다.** 실제로 화웨이는 제재 이후 대외에서만 아니라 내수시장에서조차 스마트폰 판매량이 감소하고 있다. 이미 소비자들의 심리가 훼손된 모습이다. GMS제재와 같이 언제라도 핵심 소프트웨어 등이 배제될지도 모른다는 우려가 생성된 이상 **화웨이 스마트폰에 대한 소비자들의 시선이 과거와 동일할 수는 없다.**

더하여 제재가 왜 갑자기 유연해 졌는지 생각해 볼 필요가 있다. America First를 외치던 현 정권이다. 급작스런 트랜지션으로 인해 자국 기업에 타격이 있기 때문에 smoothing 구간이 필요하였을 것이다. 대선 민심도 당연히 영향을 끼쳤을 것이다. 애초에 미국의 화웨이 제재는 중국과 협상을 위한 카드며, 아직 현 정권이 원한만큼의 협상은 받지도 오지 않았다. 이러한 점들을 미루어 봤을 때 **금번 보도된 수출 완화 기조는 언제 바뀌어도 이상하지 않은 가벼운 움직임으로 해석된다.**

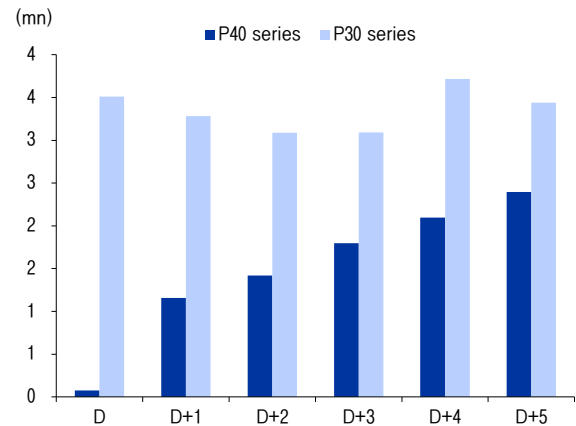
결론적으로 화웨이 판매량은 제재 완화로 생산에 이슈에서 벗어난 건 사실이나, 이는 언제 다시 어떤 형태로 변모할 지 모르며, 소비자의 제품 선호도 측면에서도 상당한 훼손일 수 밖에 없다 판단한다. **결국 화웨이 판매량은 생산 이슈를 떠나 감소할 것으로 전망하며 특히 이러한 소비자들의 선호도 변화는 플래그십 고가 스마트폰에서 더 클 것으로 전망된다.**

그림6 삼성전자 S 시리즈 코로나 후 정상수준 회귀한 반면



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 화웨이 P 시리즈는 판매량 부진



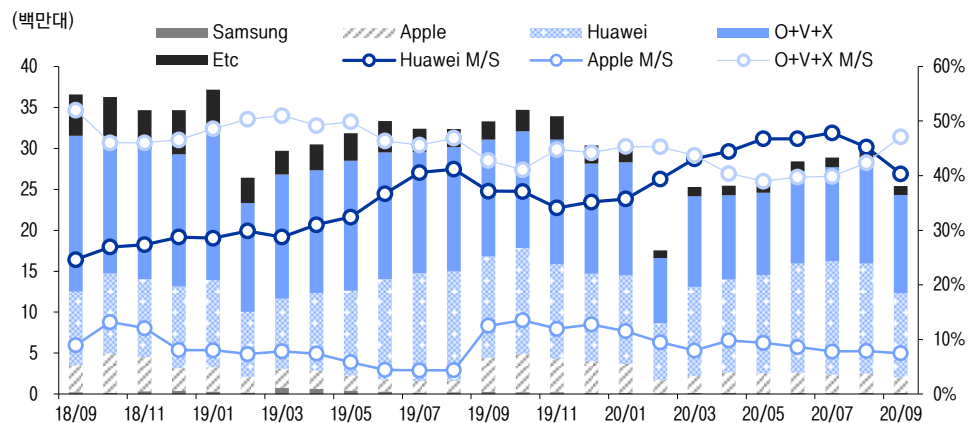
자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 5G infrastructure 외의 칩셋은 납품 허용되는 추세라는 보도



자료: FT, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 소비자 입장에서 직접타격 전임에도 불구하고 화웨이 판매량은 지속 감소세



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

화웨이 vacancy analysis

화웨이 스마트폰 판매량을 올해 1.9억대 내년 1.3억대로 크게 감소할 것으로 전망한다. 사실상 전망 숫자가 의미있는 것은 아니다. 앞서 언급한 것처럼 언제든 스텝스가 바뀔 수 있기 때문이다. 방향성 적인 측면에서 당사는 화웨이의 지역별 판매량과 지역당 가격대별 판매량을 나열하여 OEM들의 영향에 대해 시나리오 분석을 해보고자 한다.

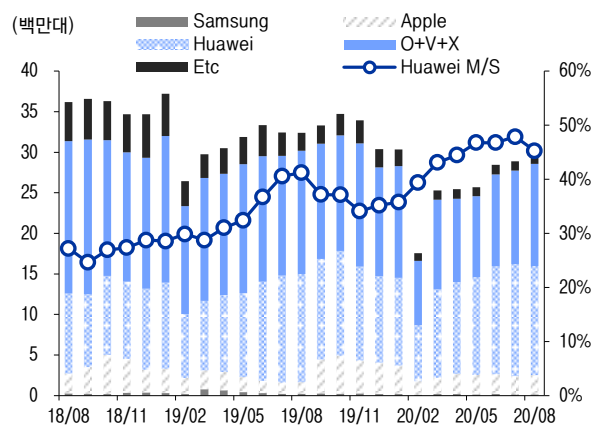
표1 중국과 유럽 판매 비중이 가장 높음

	2016	2017	2018	2019	2020E
중국	72.8	90.5	105.1	133.1	125.8
% of	56%	58%	52%	59%	64%
미국	2.2	1.0	1.1	0.3	0.1
% of	2%	1%	1%	0%	0%
인도	0.7	1.5	4.7	2.2	0.3
% of	1%	1%	2%	1%	0%
유럽	21.8	28.3	41.3	40.4	29.7
% of	17%	18%	21%	18%	15%
기타	33.3	35.7	48.9	51.1	39.3
% of	25%	23%	24%	22%	20%

자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

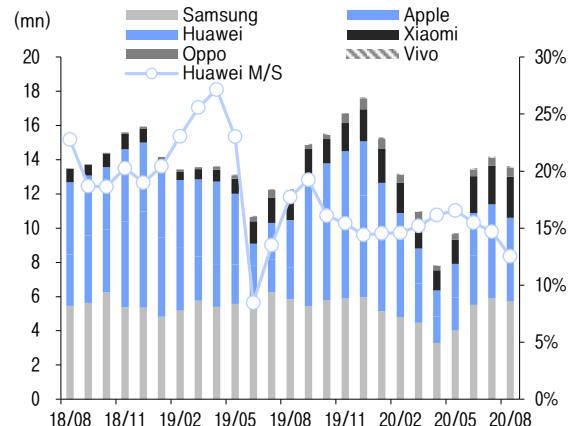
앞서 언급하였듯 화웨이 판매량은 유럽과 중국이 가장 크게 차지한다. 최근 GMS 제재 이후 유럽 비중이 줄어든 동시에 중국 비중이 증가하긴 하였지만, 아직도 절대 판매수치가 중국 다음으로 크다.

그림10 화웨이 중국 M/S



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 화웨이 유럽 M/S



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

화웨이 중국 판매량 중 \$500 이상 프리미엄 스마트폰 판매 비중은 약 18% 수준이며 바로 및 \$400~\$499는 약 6%, \$300~\$399 중저가 라인은 16%, \$200~\$299는 19%이다. 저가라인업인 \$100~\$199는 39%로 가장 많으며 \$100불 이하의 초저가 라인은 3%로 비중이 가장 낮다.

유럽 판매량의 경우 \$500 이상 프리미엄 라인은 10%, \$400~\$499와 \$300~\$399 중저가 라인업은 각각 2%와 4%로 미비하며, \$200~\$299는 약 16%이다. 저가라인업의 \$100~\$199는 50%로 가장 많으며, \$100불 이하 초저가 역시 17%로 두번째로 높은 편이다.

중국, 유럽을 제외한 기타 국가의 경우 \$300 이상의 전체 판매 비중 합이 10%를 겨우 미치는 수준으로 전반적인 소비자 성향이 저가에 집중되어 있다. 중저가 중 저가에 속하는 \$200~\$299부터 17% 급격히 상승하며, \$100~\$199가 52%로 가장 많고, \$0~\$99 초저가 라인업이 21%로 그 뒤를 잇는다.

표2 화웨이 나라당 가격별 판매 비중

Country	Price band	Sales(mn)	%of
중국	>\$500	22.6	18%
	\$400~\$499	7.5	6%
	\$300~\$399	20.1	16%
	\$200~\$299	23.9	19%
	\$100~\$199	49.1	39%
	\$0~\$99	3.8	3%
EU	>\$500	3.0	10%
	\$400~\$499	0.6	2%
	\$300~\$399	1.2	4%
	\$200~\$299	4.8	16%
	\$100~\$199	14.9	50%
	\$0~\$99	5.1	17%
ETC	>\$500	1.6	4%
	\$400~\$499	1.5	4%
	\$300~\$399	0.8	2%
	\$200~\$299	6.7	17%
	\$100~\$199	20.5	52%
	\$0~\$99	8.3	21%

자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

중국: 중3사는 당연하지만 애플도 상당하다

화웨이의 내년 중국 내수 판매량을 약 9,000만대로 가정하였다. 결론부터 말하자면 시장 컨센서스인 중3사 수혜는 당연히 예상되지만, **예상외로 애플이 많은 포지션을 차지하고 있단 걸 알 수 있다.**

해당 가정 적용 시 2020→2021년 중국 내 화웨이 판매량 감소분은 약 3,740만대 수준이다. 이를 위 price-band에 적용 시 \$100~\$199 레인지에서 약 1,460만대의 가장 많은 낙수물량이 전망되며, 다음은 \$200~\$299가 약 710만대, \$500 이상 판매량이 670만대로 그 뒤를 잇는다.

표3 중국 낙수물량 가정

Country	Price band	%of	Vacancy(mn)
China	>\$500	18%	6.7
	\$400~\$499	6%	2.2
	\$300~\$399	16%	6.0
	\$200~\$299	19%	7.1
	\$100~\$199	39%	14.6
	\$0~\$99	3%	0.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

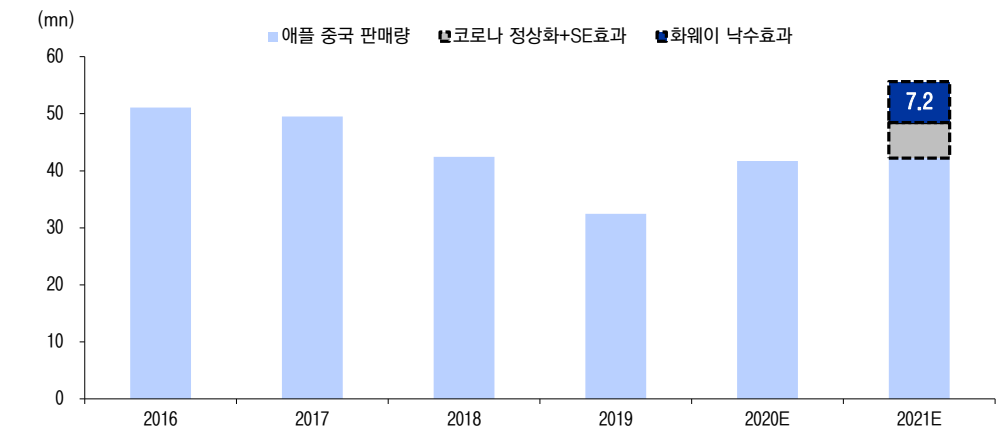
중국 내에서 유의미하게 스마트폰을 판매하는 스마트폰 제조사는 중3사(VOX), 애플, 화웨이 등이 있으며, 삼성전자는 중국 내 판매 법인을 모두 철수한 상태이다. 따라서 중국 내 화웨이 낙수 물량은 중3사와 애플이 받을 전망이다, 중국 내 판매된 스마트폰 ASP가 \$289불 수준이기 때문에 중3사가 수혜를 독점할 것이라는 생각이 일반적인 컨센서스다.

하지만 중화권에서 판매된 \$500이상 판매량의 OEM별 점유율을 살펴보면 중3사 중 Vivo 만이 약 4% 점유율을 차지하고 있으며 나머지는 1% 언더로 아주 미비한 수준이다. 나머지는 애플이 48% 압도적이다. 따라서 만일 화웨이의 중국 내 판매량이 크게 하락하면 하락할수록 \$500 이상 스마트폰 낙수 물량은 대부분 애플이 차지할 확률이 높다.

추가적으로 \$400~\$499 대에서 화웨이를 제외한 물량에서 점유율이 가장 높은 업체는 Oppo로 약 31%, 다음으로 Xiaomi 27%, Apple이 22%로 그 뒤를 잇는다. 나머지 \$400 이하 스마트폰은 대부분 VOX 업체들이 점유하고 있다.

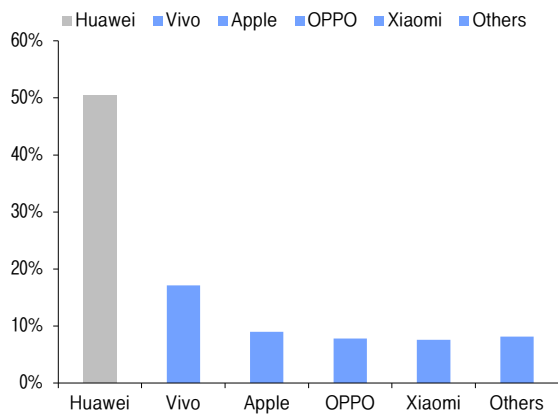
결론적으로 화웨이 물량에 대해 중3사 exposure가 가장 크지만, 애플의 exposure역시 상당히 큼을 알 수 있다.

그림12 2021년 중국 내 화웨이 낙수 익스포저 상당히 큰 편



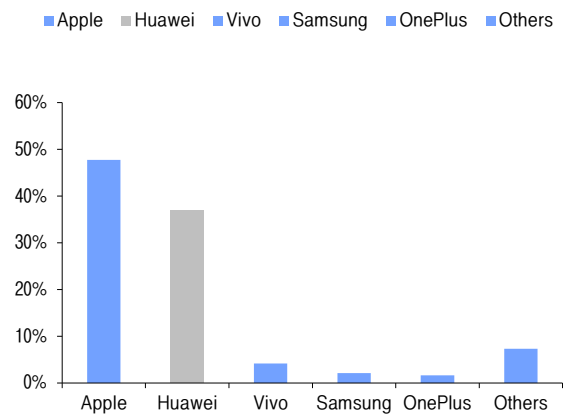
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 2019 \$400~\$499 중국 내 OEM 별 M/S



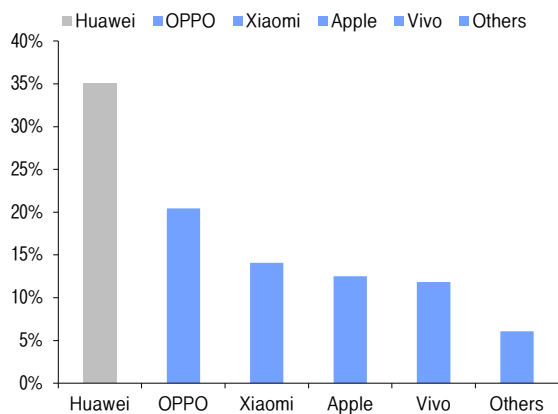
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 2019 \$500~ 중국 내 OEM 별 M/S



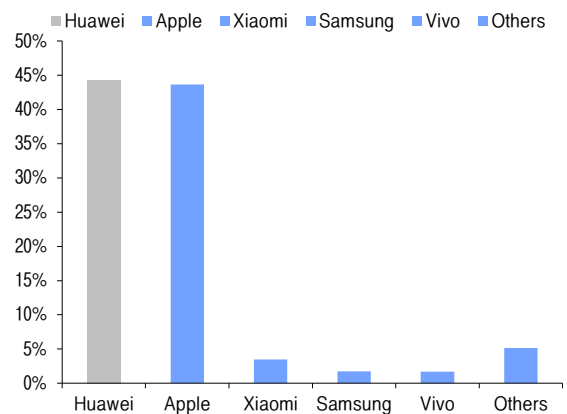
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 2020E \$400~\$499 중국 내 OEM 별 M/S



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 2020E \$500~ 중국 내 OEM 별 M/S



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유럽: \$500+\$200 대에선 전자가 우세, \$200 언더에서 Xiaomi와 Oppo가 우세

2020년 당사의 유럽 향 화웨이 예상 판매량은 2,970만대, 2021년 예상 판매량은 1,000만대로 가정하였다.

앞선 레인지 별 퍼센트 적용 시 \$100대에서 약 990백만대 수준의 가장 큰 낙수효과가 기대되며 다음으로 \$100언더 340만대, \$200대 320만대가 뒤를 잇는다. \$500이상 프리미엄 스마트폰의 경우 200만대 수준이다.

표4 유럽 낙수물량 가정

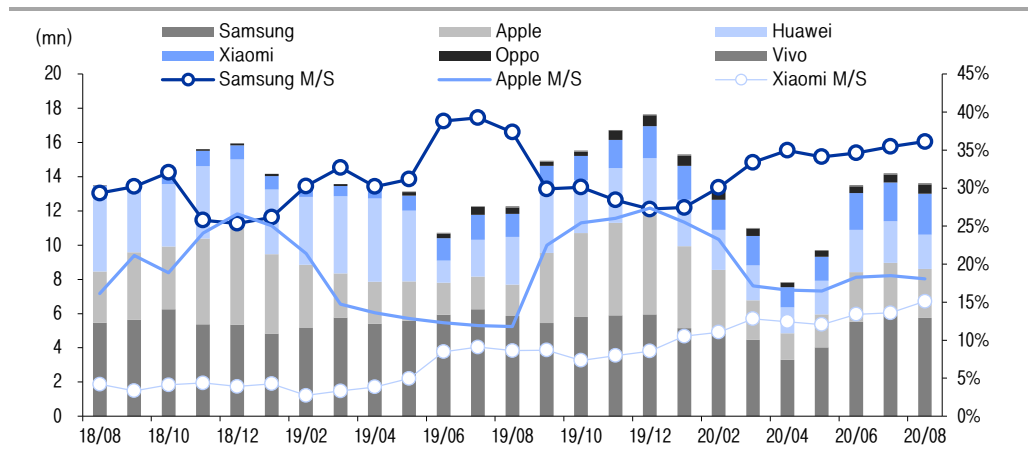
Country	Price band	%of	Vacancy(mn)
EU	>\$500	10%	2.0
	\$400~\$499	2%	0.4
	\$300~\$399	4%	0.8
	\$200~\$299	16%	3.2
	\$100~\$199	50%	9.9
	\$0~\$99	17%	3.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

낙수효과가 가장 클 것으로 기대되는 \$100대 스마트폰의 경우 유럽 내에서 삼성전자와 Xiaomi가 각각 31%, 25%를 차지하며 가장 큰 수혜가 기대되며, \$200대 스마트폰의 경우 삼성전자가 56%로 가장 많으며 그 뒤로 Xiaomi 9%, Apple 6%, Oppo 6%순이다.

앞선 중국 가정과 동일하게 정률 계산을 적용하는 것이 타당하나, 2년간 Xiaomi의 대규모 보조금 지급으로 인한 M/S확대 전략이 상당히 효과적이기 때문에 \$500대 이하 스마트폰에서 Xiaomi와 삼성전자의 낙수효과를 5:5로 가정하였다. 중국과 마찬가지로 \$500이상 스마트폰은 삼성전자와 애플의 수혜가 예상된다.

그림17 유럽 지역 내 OEM 별 M/S



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

결론적으로 화웨이 낙수효과로 인해 애플, 삼성전자, 중3사 모두의 수혜가 기대되며 수혜 강도는 Xiaomi와 삼성전자가 가장 클 것으로 전망된다. 삼성전자의 유럽 판매량은 7,770만대로(yoy +24.8%) 유럽 시장 진출 이후 가장 높은 판매를 이룰 것으로 전망되며, 중3사 역시 4,240만대로(yoy +38.6%) 가파른 성장가도를 이어갈 것으로 전망된다.

그림18 삼성전자 유럽 진출 이후 최대 판매 전망

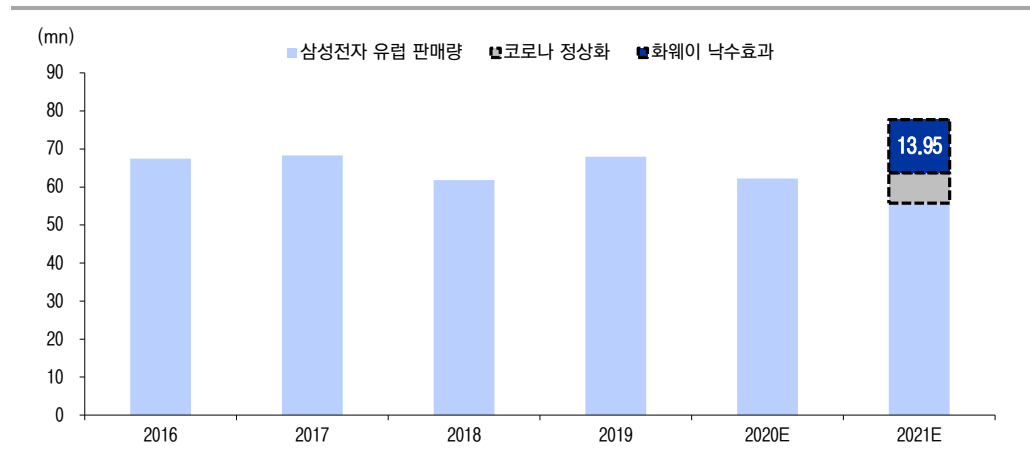
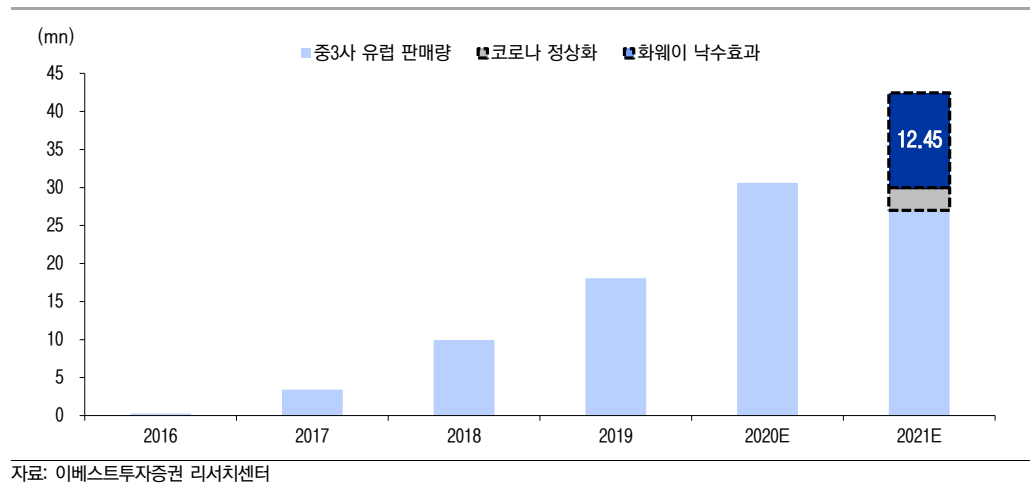


그림19 중 3사 Xiaomi가 견인하며 가파른 성장세 이어갈 것으로 전망



기타: 삼성전자와 Xiaomi

기타지역은 LATAM(라틴아메리카), MEA(중동), APAC(아시아 태평양)을 합친 지역으로 각 지역별 price band 평균을 적용하였다.

2020년 화웨이의 기타지역 판매량은 약 3,930만대로 전망하며, 유럽과 마찬가지로 판매량을 1,000만대로 가정하였다. 이로인한 기타지역의 화웨이 낙수 물량은 약 1,970만대 수준으로 전망된다.

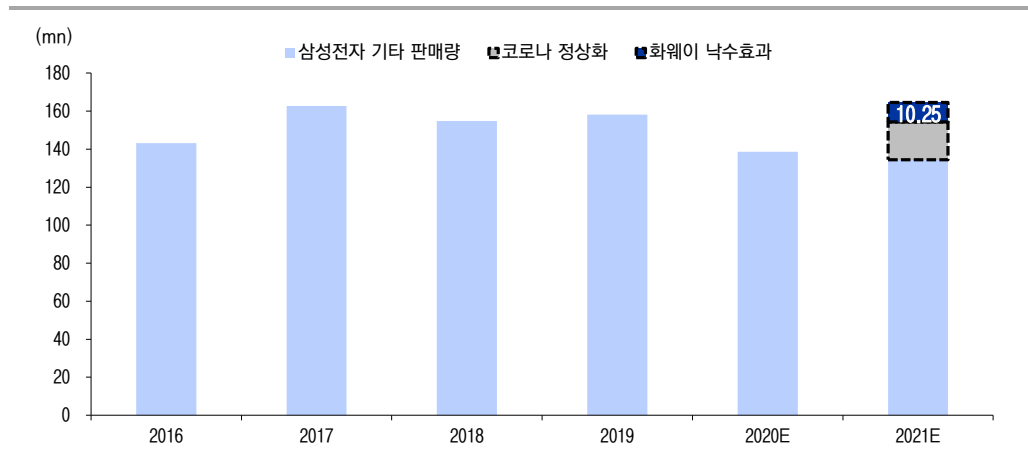
표5 기타지역 낙수물량 가정

Country	Price band	%of	Vacancy(mn)
ETC	>\$500	4%	1.0
	\$400~\$499	4%	0.9
	\$300~\$399	2%	0.5
	\$200~\$299	17%	4.4
	\$100~\$199	52%	13.4
	\$0~\$99	21%	5.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

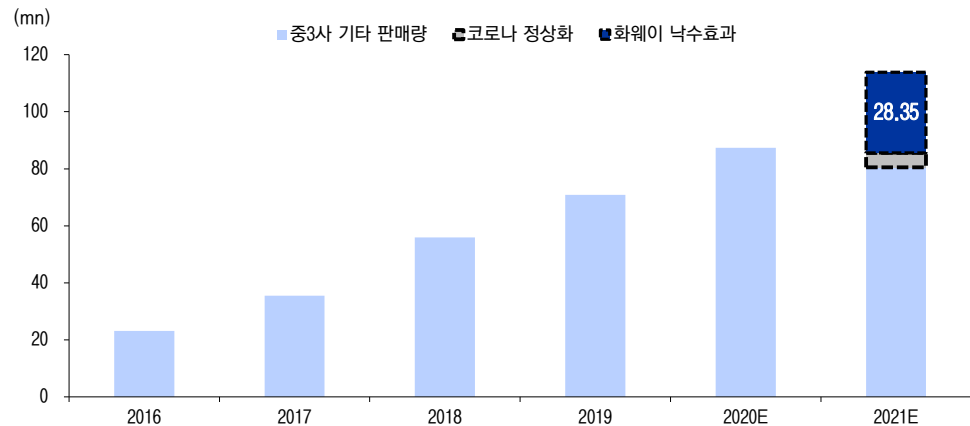
기타지역의 경우 상당히 많은 국가를 포함하고 있으며, 국가별로 OEM들의 점유율이 천차 만별이다. 따라서 \$400 언더의 대부분 물량은 중3사와 삼성전자가 정률 가정하였고, \$400이상 물량은 삼성전자와 애플이 수혜를 볼 것이라 전망하였다. 따라서 수혜 강도는 삼성전자와 중3사가 전체 낙수물량의 95% 이상을 가져갈 것으로 전망된다.

그림20 삼성전자 기타지역 판매량 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 중 3사 손해가 가장 클 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 나라별 스마트폰 ASP

Country	Brand	2019	2020E
USA	Samsung	\$433	\$448
	Apple	\$745	\$722
	Huawei	\$258	\$211
	Xiaomi	\$167	\$135
USA Total		\$473	\$432
Europe	Samsung	\$242	\$275
	Apple	\$739	\$721
	Huawei	\$264	\$202
	Xiaomi	\$153	\$161
	Oppo	\$228	\$235
	Vivo	\$162	\$145
Europe Total		\$321	\$335
China	Samsung	\$443	\$455
	Apple	\$750	\$702
	Huawei	\$282	\$301
	Xiaomi	\$174	\$181
	Oppo	\$231	\$245
	Vivo	\$239	\$232
China Total		\$289	\$292
India	Samsung	\$301	\$295
	Apple	\$750	\$711
	Huawei	\$256	\$251
	Xiaomi	\$156	\$155
	Oppo	\$275	\$285
	Vivo	\$186	\$192
India Total		\$201	\$211

자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

결론

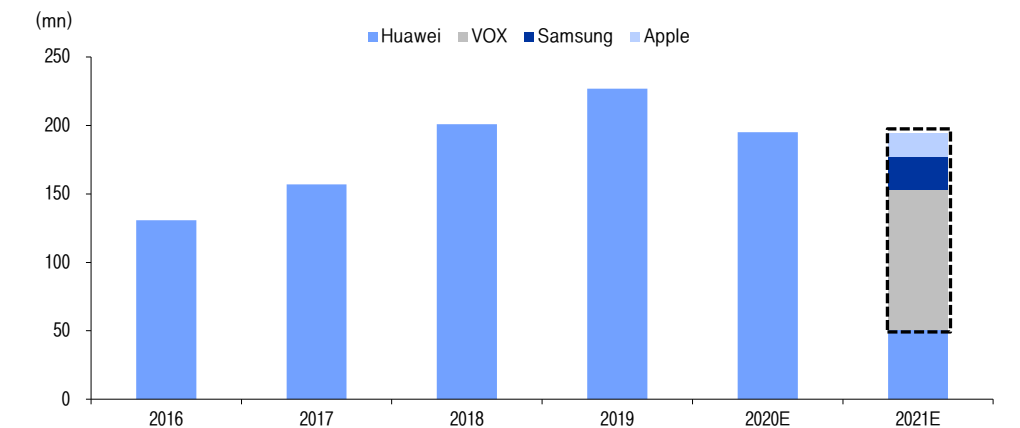
결론적으로 스마트폰 시장은 폴더블, 5G 모뎀 등 고려하여도 yoy $\pm 5\%$ 의 지루한 변화가 지속될 것으로 예상되지만 내년 글로벌 1tier 화웨이의 공백으로 인한 메인 플레이어들의 판매량 변화는 클 것으로 전망된다.

앞선 시나리오별 분석 결과 나라별 수혜 강도 측면에서 중국은 Vivo가 화웨이 낙수 물량의 약 28%를 수혜 볼 것으로 전망되며, Oppo가 27%, Xiaomi가 26%수준으로 전망된다. 애플의 경우 예상외로 전체 낙수의 19%나 수혜가 기대된다.

유럽의 경우 삼성전자가 49%로 가장 많은 수혜가 기대된다, 중3사의 경우 총 44%의 낙수 물량이 전망되며, Xiaomi가 44%중 40%로 대부분의 낙수 효과를 누릴 것으로 보여진다. 하지만 점유율 기준 유럽에서 2위를 하고 있는 애플의 경우 5%밖에 낙수 효과를 누리지 못할 것으로 보여진다.

남미, 중동, 아시아권 국가를 합친 기타지역에서는 중3사가 69%로 가장 많은 낙수가 기대된다. Oppo, Vivo, Xiaomi 모두 상당히 미비한 차이라 낙수 효과가 전망되며, 삼성전자 역시 23% 수준으로 낙수 효과가 기대된다. 애플은 약 6%의 효과를 받을 것으로 보여진다.

그림22 OEM별 화웨이 총 낙수효과 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

전략적 변화

숨막히는 BOM cost와 ODM의 향방

금번 아이폰 12 series는 11 라인업 대비 blended ASP는 감소하였지만 이는 라인업 확대에 의한 것으로 어댑터와 이어폰 등 주변 부품을 제외시키며 사실상 소비자 입장에서 단가는 인상된 느낌입니다. 하지만 5G변화로 인해 BOM cost 상승분을 고려할 시 금번 단가는 사실상 인하라 칭할 수 있을 수준입니다. 애플의 단가 인하에 대한 니즈를 다시한번 확인 할 수 있었습니다. 이에 따라 애플은 벤더 다변화와 같은 BOM cost 감소노력을 지속할 것으로 전망됩니다.

삼성전자의 벤더 다변화는 꽤 오랫동안 진행되어온 이슈입니다. 내년은 이러한 전략이 극에 달해 카메라의 경우 모델당 카메라별로 벤더가 나뉠 전망입니다. 하지만 오히려 부품사들의 디레이팅 요소로 계속 자리잡던 ODM이슈는 올해 피크를 찍은 뒤 내년 감소할 전망입니다.

전략적 변화

변화점

내년 1tier 업체 중 화웨이 스마트폰 사업의 불확실성이 매우 커져있는 가운데 애플과 삼성전자의 전략적 변화와 향후 트렌드 방향성에 대해 체크해보고자 한다.

결론부터 말하면 애플의 경우 벤더 다변화와 default 구성품 변경 등으로 단말기 단가 인하에 초점을 맞추는 한편 주변기기 등의 플랫폼 비즈니스에 집중하고 있다. 일찍이 벤더 다변화에 초점을 맞춘 삼성전자의 경우 ODM을 확대하며 수익성을 극대화 하고 있다. 두 기업 모두 중저가부터 플래그십까지 기존라인업을 가격대별로 다양하게 확장 하여 소비자들의 선택지를 높이고 있으며, 카메라 스펙업에 지속적으로 집중하는 모습 이다.

애플

iPhone 12 교묘한 소비자가 인상

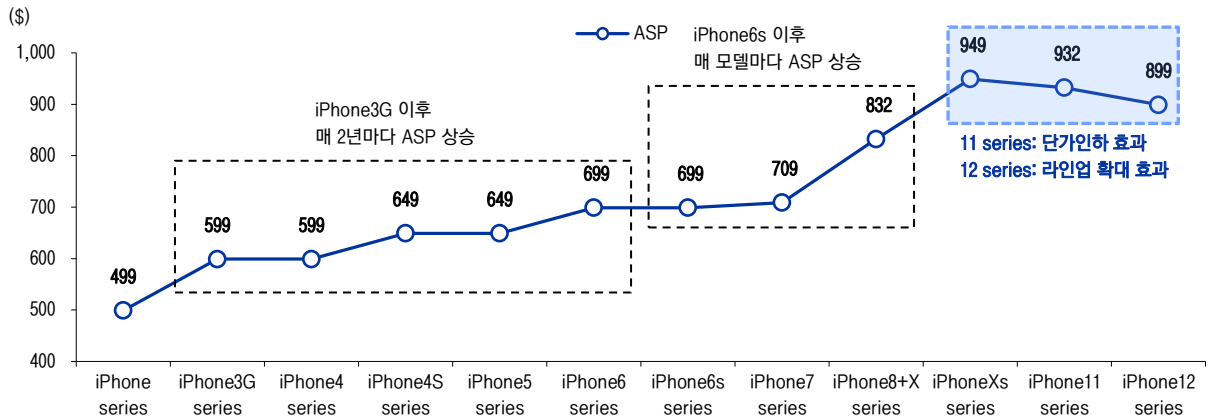
애플은 2009년 첫 iPhone 출시 이후 iPhone6까지 매 2년 주기로 가격을 상승시켜 왔 으며 iPhone 6s이후 2018년 Xs 라인업까지 플래그십의 average ASP를 매년 상승시 켜왔다.

2017년 까지 상승 싸이클을 타던 스마트폰 시장은 2018년 yoy -2%를 기록하며 스 마트폰 출범 이후 처음 감소하게 되었고, 탑라인이 정체된 가운데 단가 인상을 지속시 킬 수 없었던 애플은 2019년 iPhone11 라인업에서 처음으로 저가모델인 iPhone 11 의 단가를 Xr대비 \$50불 인하하며 전체적인 11 라인업의 average ASP를 인하시켰다.

이는 iPhone 역사상 첫 플래그십 라인의 단가 인하로 그 효과는 매우 뛰어났다. 금번 코로나로 인해 글로벌 스마트폰 판매량이 -10% 수준으로 하락한 가운데 iPhone 11 라인업은 전작 Xs 라인업 대비 yoy +14% 판매량이 증가하였는데, 단가를 인하한 iPhone 11의 판매량이 전작 저가모델인 Xr 대비 yoy +37%로 증가하였기 때문이다.

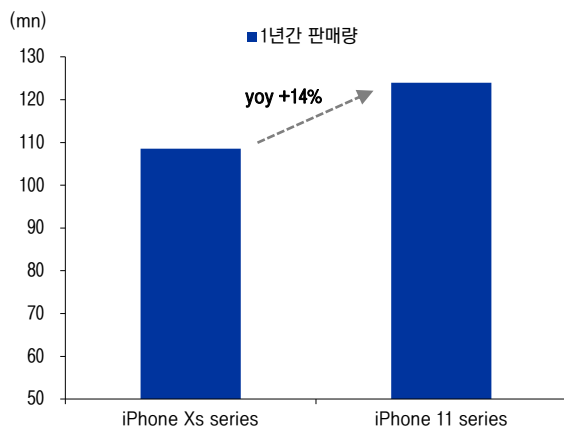
판매 가격에 대한 소비탄력성의 유연함을 경험한 애플은 매년 출시 루머가 있었던 SE 시리즈를 이듬해 상반기 출시하였으며, 올해 하반기 플래그십 라인업을 4기종으로 확대 하는 동시에 \$600대와 \$700 라인업을 추가시키며 전체 12라인업 평균 판매가격을 하 락시켰다.

그림23 iPhone 가격 트렌드 변화



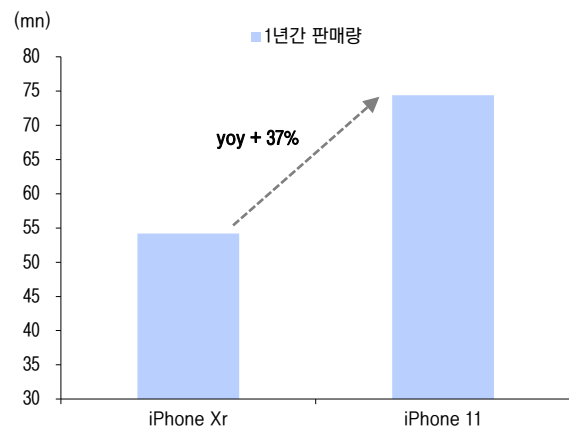
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 iPhone 11 라인업 판매증가는



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 단가인하 한 iPhone 11 저가모델의 판매가 견인



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

금번 iPhone 12 라인업의 평균 단가는 모델 수 증가로 인해 분모가 증가하였기 때문에 하락하는 것이 당연한 모습이다. 하지만 비교 집단을 구성부품까지 확대할 시 소비자들이 체감하는 단말당 단가는 오히려 상승에 가깝다.

금번 iPhone 12 라인업에서는 작년 11 라인업에서 기본 구성품으로 제공하던 라이트닝 단자 이어폰과 충전 어댑터를 제외시킨 라이트닝 케이블만 제공하기 때문이다. 참고로 11 라인업에 탑재된 20W Fast charge 전원 어댑터의 경우 애플 공식 홈페이지에서 소비자가 25,000원에 판매되고 있으며, 라이트닝 커넥터 이어팟 역시 25,000원에 판매되고 있다.

표7 아이폰 신규 모델 스펙 정리

		iPhone 12 M	iPhone 12	iPhone 12 Pro	iPhone 12 Pro max
Picture					
Release Date		October, 2020	October, 2020	October, 2020	October, 2020
Body	Dimen.	131.5 x 64.2 x 7.4	146.7 x 71.5 x 7.4	146.7 x 71.5 x 7.4	160.8 x 78.1 x 7.4
	Weight	135g	164g	189g	228g
Display	Type	Super Retina XDR OLED	Super Retina XDR OLED	Super Retina XDR OLED	Super Retina XDR OLED
	Size	5.4"	6.1"	6.1"	6.7"
	Reslt.	1080 x 2340	1170 x 2532	1170 x 2532	1284 x 2778
Platform	OS	iOS 14	iOS 14	iOS 14	iOS 14
	Chipset	A14 Bionic	A14 Bionic	A14 Bionic	A14 Bionic
	CPU	Hexa-Core	Hexa-Core	Hexa-Core	Hexa-Core
	GPU	Apple GPU	Apple GPU	Apple GPU	Apple GPU
Memory	Internal	64GB 128GB, 256GB	64GB 128GB, 256GB	64GB 128GB, 256GB	128GB 256GB, 512GB
Cam	Rare	12MP OIS + 12MP	12MP OIS + 12MP	12MP OIS + 12MP OIS +12MP + Lidar	12MP OIS + 12MP OIS +12MP + Lidar
	Front	12MP	12MP	12MP	12MP
Price		\$699(new)	\$799(vs prev. \$699)	\$999(vs prev. \$999)	\$1099(vs prev. \$1099)

자료: gsmarena, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 20W 전원 어댑터 소비자 가격은 25,000 원



자료: apple, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 라이트닝 이어팟 소비자 가격은 25,000 원



자료: apple, 이베스트투자증권 리서치센터

BOM cost 지속 상향되는 가운데 가격 유지가 가격 하락과 같다

하지만 지난 4월 당사의 '변화와 방향성'에서 제시한 애플의 가격에 대한 전략적 방향성이 바뀌진 않았다 판단한다. 단가인하로 인한 출하 증가 효과는 분명하였으며, 이로 인한 애플의 판매가 인하 니즈는 분명하다.

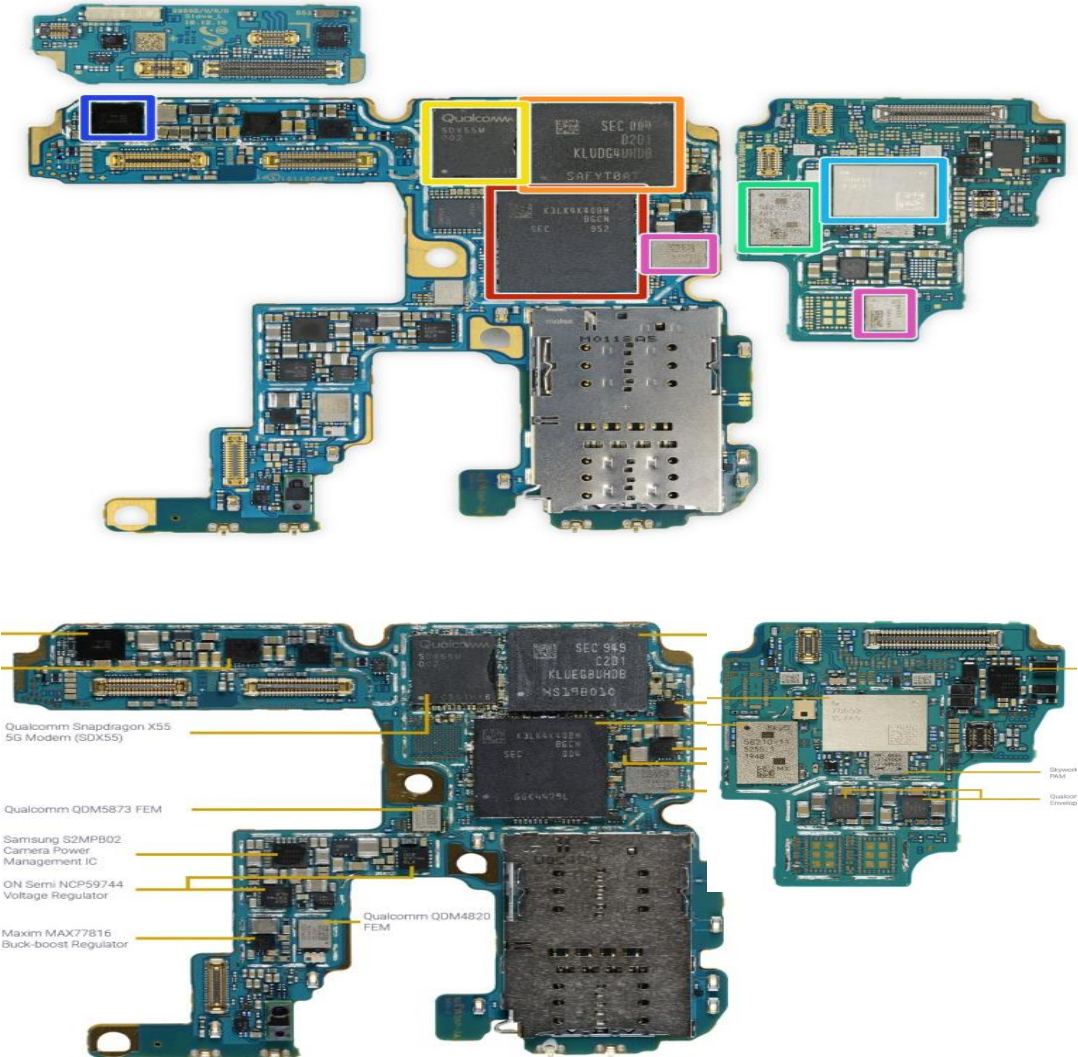
금번 '교묘한' 단가인상 뒤엔 사실상 BOM cost 증가로 인한 '피치 못한' 단가인상이 존재하며, 판매단가가 판매량의 끼치는 영향을 경험한 애플은 최대한 판매단가를 유지시키기 탄소배출 등의 이유로 주변기기를 배제시킨 것으로 분석된다.

표8 5G vs non-5G BOM cost

	Galaxy S10 5G	Galaxy S10	Cost Diff.
Chipset(AP+BB)	\$91	\$62	\$29
PM+RF+PA	\$36	\$18	\$18
Connectivity+Audio	\$17	\$12	\$5
DRAM	\$39	\$33	\$6
Internal Memory	\$34	\$29	\$5
Sensors	\$10	\$10	\$0
PCB+Passives	\$36	\$28	\$8
Display	\$95	\$87	\$8
Rear camera	\$46	\$41	\$5
Front camera	\$13	\$8	\$5
Battery	\$12	\$9	\$3
Build+Material	\$38	\$31	\$7
Sales box(adapter, lightning cable, etc)	\$10	\$7	\$3
Others(water resistance)	\$1	\$1	\$0
Manufacturing cost	\$17	\$13	\$4
SW royalty	\$43	\$22	\$21
Warranty	\$14	\$11	\$3
Total	\$552	\$422	\$130

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Galaxy S10 라인업 중 일반모델과 5G 모델의 BOM Cost를 비교해 볼 시 약 \$130 가량의 제조원가가 차이 나게 된다. 이 중 디스플레이 크기 차이에 대한 증가분, 메모리 증가분, 전후면 ToF 채용에 따른 모듈 가격과 어셈블 가격 등을 배제 시 5G 스마트폰의 변화로만 최소 \$47의 차이가 나게 되며, 추가적인 연결 커넥터와, 수동소자, 로열티 등을 합할 시 차이는 더욱 증가한다.



Galaxy S10 5G와 Galaxy S10+ 비교 시 Samsung Exynos Modem 5100외에 Samsung Exynos RF 5500이 추가로 탑재되었다. Exynos RF 5500은 S10+와 비교 시 한 개가 더 추가되어 총 2개가 탑재되었는데 이는 5G NR을 충족시키기 위한 것으로, NSA(LTE가 보조해줘야 함)와 SA 총 두 개의 채널을 충족시키기 위해 탑재시킨 것으로 추정된다.

Galaxy S20 Ultra 5G모뎀은 S10 5G 대비 RF module 및 칩셋이 약 2개 더 증가하였다. Qualcomm이 SDX 55M 2nd-gen 5G modem이 SiP로 System Modem, RF Tranceiver, RFFE에 안테나까지 포함시키고 있어 한 개의 FEM과 NSA와 SA를 동시에 지원하는 Modem, RF Tranceiver까지 줄일 수 있게 된다.

그럼에도 불구하고 S20 Ultra 모델은 총 9개 가량의 RF 칩셋 및 모듈이 탑재되는데

이는 PAM과 FEM의 절대 개수가 증가한 결과로 보여진다. 결과적으로 5G 스마트폰으로 generation-shift가 일어나게 되고, 또 Sub-6 → mmWave의 변화가 있게 되면 기본적으로 PAM과 FEM의 개수가 늘게 되고, Qualcomm SDX 2nd-generation 5G Modem 처럼 SiP를 통한 실질 실장 모듈 및 모듈 개수 감소에도 결국 SiP를 위한 Package Sub의 사용 증가가 부담이 될 것이다.

결론적으로 스마트폰 시장 성장의 타라인이 정해진 가운데 각 나라별, 가격 별 OEM들의 경쟁이 심해지고, 그에 따른 지속적 스펙업과 이번과 같은 통신망 generation-shift 까지 겹치는 상황에서 플래그십 단가를 인하하기 쉽지 않은 상황이기 때문에, 사실상 금번 iPhone12는 이러한 여러 상황을 고려해 보았을 때 단가를 인하하기 위해 최선의 노력을 다한 것을 보여진다.

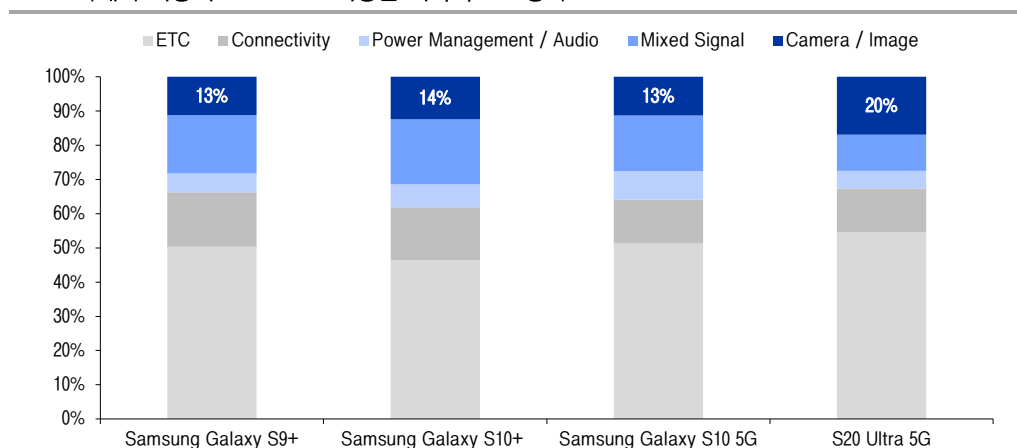
벤더의 다변화

이러한 고민 속에서 애플은 삼성전자가 기존 추구하던 벤더의 다변화를 통한 단가 인하 등으로 BOM cost를 하락시키기 위한 꾸준한 노력을 이어갈 것으로 전망된다.

사실상 이러한 변화는 몇몇 애플 벤더 사이에서 이미 나타나고 있던 현상이다. 국내 관련 부품사는 특정 부품을 독점 납품하고 있긴 하지만, 애플이 자체적으로 해당 벤더의 부품을 지속 채용하는 조건으로 제 3업체에게 국내 업체의 기술을 일부 공유하여 생산하게 하는 사례도 있다.

올해의 경우 이러한 간접적 벤더 다변화가 아닌 직접적 벤더 다변화가 카메라 모듈사간 발생되고 있다. 삼성전자는 이러한 변화를 작년부터 꾸준히 확장하고 있다. 뒤 삼성전자를 언급하며 자세히 다루겠지만, 카메라 스펙업이 최근 2~3년간의 트렌드변화의 주요 요소였기 때문에 BOM cost에서 차지하는 카메라 비중은 지속적으로 상승하는 추세이며, 이는 최근 모델에서 20.3% 수준까지 대폭 상승하였다. 이를 줄이기 위한 일환으로 삼성전자는 싱글모듈 비딩과 카메라 모듈 벤더 확대를 가격에 최대한 낮추려 하는 모습이다.

그림29 카메라 비중의 BOM cost 비중은 지속적으로 증가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

애플 역시 마찬가지로 금년 출시된 12.9" iPad Pro 모델의 후면 카메라는 10MP 초광각, 12MP 광각, Lidar scanner 등으로 이루어 졌는데 Lidar scanner를 제외한 듀얼 카메라에서 LG이노텍과 Sharp사가 약 5:5 수준의 점유율을 가진 것으로 추정된다. LG 이노텍의 경우 듀얼 카메라를 완제품 형태로 납품하지만, Sharp의 경우 각각의 카메라 두개만 만들고 폭스콘사에 넘긴뒤 폭스콘에서 어셈블 과정을 한다.

그림30 2020 iPad Pro rear camera



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

하지만 금년 애플 벤더 중 특정 벤더들을 통해 기존 카메라 벤더인 LG이노텍, Sharp, O-film등의 업체들이 완제품제조를 하는 것이 아닌 단일 모듈 혹은 복수 모듈을 제조하여 어셈블사(폐가트론 or 폭스콘 자회사 CMBU)에 납품, 어셈블사들이 active align 공정을 통한 완제품 제조 형식으로 갈 가능성이 제기되었다. 이러한 방향을 선택할 경우 카메라 모듈사들은 어셈블 cost와 그에 따른 마진을 잃게 된다(약 \$1 ~ \$3).

또한 이런식으로 갈 경우 카메라 별 비딩이 진행 될 수 있어 카메라의 조달 단가를 낮추는 효과를 얻을 수 있게 된다. 금년 삼성전자 S20 시리즈의 벤더 변화에서도 이러한 방식으로 모듈 단가를 낮춘 사례가 있다(약 \$2)

삼성전기의 애플 렌즈 진입도 이러한 일환이다. 애플의 렌즈벤더는 기존 대만의 라간이 과점하는 부품이다. 큰 기술적 변화가 없는 가운데, 안정적 수율과 캐파등을 고려한다면 굳이 삼성전기를 벤더로 추가할 이유가 없다. 이는 기존 벤더의 단가 인하를 위한 움직임에 가깝다.

앞서 언급한 것처럼 애플의 단가 인하 니즈는 분명하다. 향후 5G generation-shift 이후 BOM cost가 어느정도 안정화 되는 시점까지 벤더를 지속적으로 늘릴 이유가 충분하다. 현재 Sharp와 O-film의 지속된 수율 이슈와 기술력 문제로 최상위 모델에 진입 하긴 어려운 상황이며, 2022년 폴디드줌 채용 여부에 따른 삼성전기의 포지션 역시 아직은 미정이지만 애플의 전략적 방향성은 분명하다. 이는 시기의 문제며 방법의 문제가 아니다.

삼성전자

내년부터 완전한 싱글모듈 비딩 구간으로 진입

삼성전자 카메라 모듈 벤더가 내년부터 완전하게 싱글모듈 구도로 진입하게 된다. 잠시 언급하였지만 싱글모듈 비딩이란 모듈사들이 카메라 모델별로 카메라 모듈을 비딩하는 것이 아닌 카메라 별로 비딩하는 것을 의미한다. 예를 들어 금년 3월에 출시된 A31의 경우 후면에 48MP / 8MP / 5MP / 5MP 카메라가 채용되며 총 4개의 카메라가 탑재되었다. 이 네 카메라는 카메라 모듈사인 파트론이 각각의 카메라를 제조 혹은 외주 준 뒤, 자체적으로 어셈블하여 삼성전자에 직납하였다.

하지만 내년 출시 예정인 A32 모델의 경우 전작과 동일하게 쿼드카메라가 후면에 탑재될 예정이지만 납품사는 여러 제조사이다. A32모델의 경우 후면 64M / 8M / 5M / 5M가 탑재될 예정인데, 64M와 8M의 경우 파트론이 선도로 물량을 받았으나, 5M 보케는 파워로직스, 5M 매크로는 HnT가 선도하였다.

그림31 A31 vs A32 rear camera



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

A32뿐만이 아니다 내년 상반기 출시 예정인 A12~72 전체 A라인업이 최대 듀얼 단위로 벤더사가 나뉘어져 있는 것으로 파악된다. 올해 기저효과로 인해 내년 일부 이익이 개선되어 보이는 업체도 있겠지만 대부분의 업체들이 2019년과 비교하였을 때 동일 수량 및 부품 기준 마진 저하현상이 나타날 것으로 전망된다.

싱글모듈은 기존 물량을 많이 차지하고 있던 업체들에겐 수익성 저하로 악영향을 끼치지만 다른 편으로 기존 물량이 상대적으로 적었던 업체들에겐 기회로 작용할 전망이다. 당장 내년만 놓고 본다면 카메라 모듈사 전체적으론 장점도, 단점도 공존한다.

표9 카메라 모듈 벤더 대폭 확대(선도업체 위주 추정)

	2020		2021E	
	전면	후면	전면	후면
A1 series	ODM(불량이슈로 국내 벤더 상반기 진입)		파트론	엠씨넥스 Truly
A2 series	ODM		ODM	
A3 series	나무가	파트론	HnT	파트론 파워로직스 HnT
A4 series	ODM		HnT	HnT 나무가
A5 series	나무가	캠시스	나무가	삼성전기 캠시스 HnT 오피름
A7 series	캠시스	엠씨넥스	나무가	삼성전기 캠시스 HnT 오피름
A8 series	캠시스	엠씨넥스	미정	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

ODM 축소

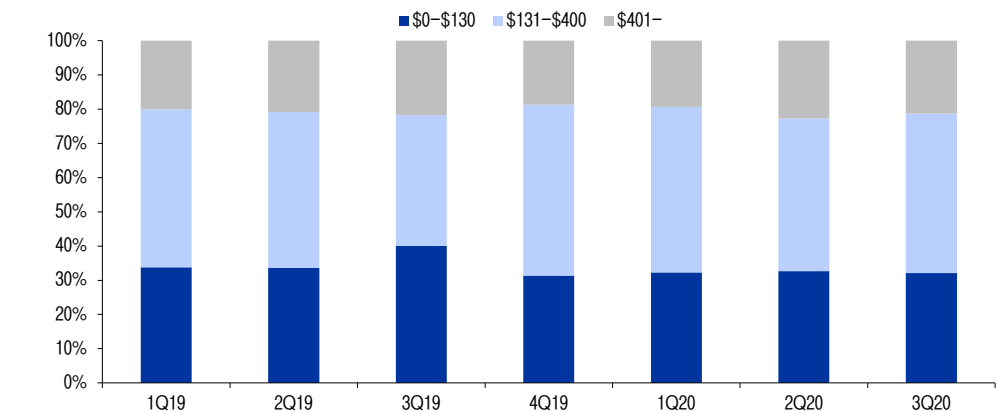
위 표11번을 봐도 알 수 있듯 내년 삼성전자의 스마트폰 ODM 물량이 축소될 것으로 전망된다.

삼성전자는 2018년부터 자사 스마트폰 라인업 중 일부 저가 모델의 생산 방식을 ODM으로 채택하여 왔다. 작년 삼성전자 IM부문장은 뉴욕 기자 간담회에서 \$130대 이하 스마트폰은 채산성이 맞지 않아 자체생산하기 어렵다며 일정부분 ODM화를 계획하고 있다 밝힌바 있다.

삼성전자의 스마트폰 판매량을 가격대 별로 나누어 보면 \$130이하대 스마트폰의 비중은 약 1/3 수준으로, 삼성전자 연간 스마트폰 판매량이 3억대 수준인 점을 고려하였을 때 연간 1억대 수준의 물량이 ODM화 될 것으로 예상되었다.

이러한 리스크로 인해 작년 스마트폰 부품사들 중 중저가 물량이 많았던 부품업체들이 risk-off 구간으로 여겨져 왔었으며, 중고가 모델에 exposure가 많은 업체들 역시 중저가 구간의 업체들이 차츰 중고가 모델로 수주범위를 넓히며 멀티플 디레이팅 요소로 여겨져 왔다.

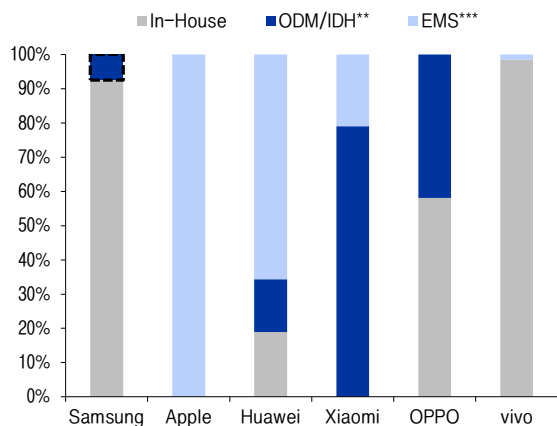
그림32 삼성전자 1Q19~2Q20 price-band 별 판매량



자료: counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

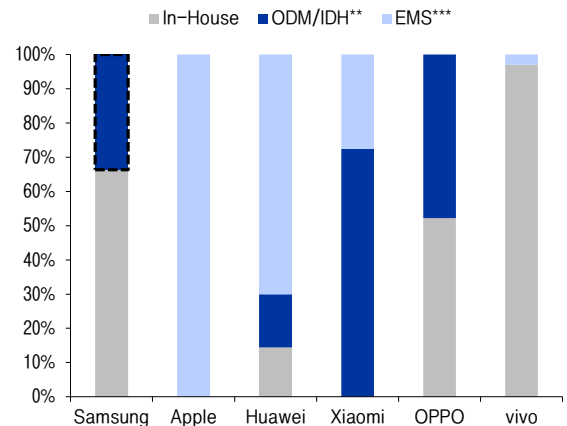
실제로 작년 삼성전자의 ODM 물량은 상반기 7%, 하반기 8%를 차지하며 시장조사기관들의 예측치를 뛰어넘는 물량을 기록하였다. 올해 상반기 코로나로 인해 부각은 안되었지만 삼성전자의 ODM 물량은 이미 34%까지 급격하게 확대된 상태이다. 통상 하반기 제조방식 비중은 상반기 제조방식 비중과 큰 차이가 없기 때문에 코로나 영향을 감안 하여도 하반기 역시 34% ±1~2%수준에 끝날 가능성이 높을 것이다. 만일 코로나 영향으로 인한 판매량 감소가 없었다면 삼성전자가 애초 계획한 1억대는 올해 이미 도달한 것이다.

그림33 2019 OEM 별 제조방식 비중



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 1H20 OEM 별 제조방식 비중



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

이러한 ODM 물량이 내년 6천만대 수준으로 감소할 것으로 전망된다. 다시 한번 표9를 참조해보자. A11의 경우 최초 벤더 선정 과정에서 애초에 ODM 물량으로 할당되어 국내 벤더들에게 큰 기회는 없었다.

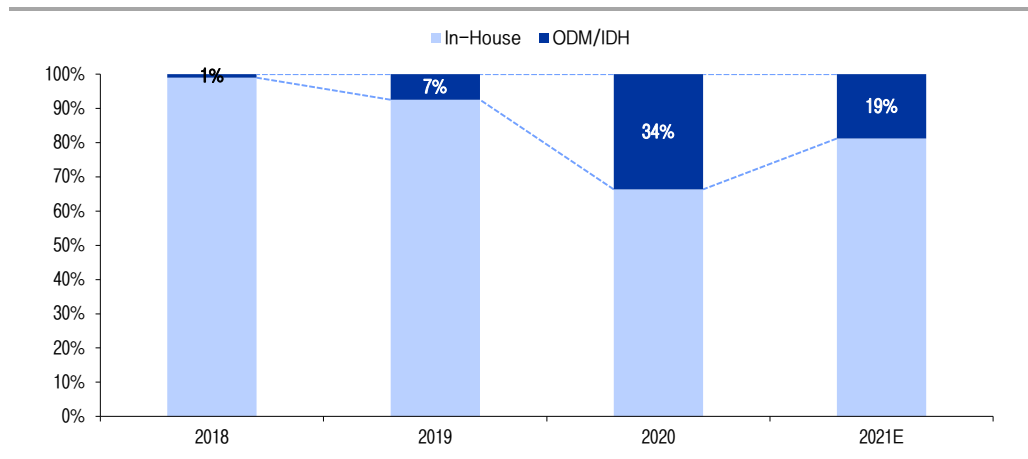
하지만 2020년 상반기 급작스럽게 국내 특정 벤더사로 양산이원화(초도 양산 이후 약 1개분기 후행 하여 물량을 생산하는 방식. 대체로 전체 판매량의 10~20% 수준의 물량을 차지함) 물량이 배정되었고 이에 따라 물량을 수주한 카메라 모듈 업체는 3월부터 생산에 착수하였다.

해당 사태의 사유는 불량 이슈로 파악된다. 기존 ODM 물량을 할당했던 중화권 업체들이 부품 조달 문제 및 어셈블 품질에서 삼성전자가 요구하는 조건을 맞추지 못해 긴급하게 낙수물량이 발생한 것으로 추정된다.

2020→2021 변화에서 A라인업 중 ODM물량이 국내 벤더로 바뀐 모델은 A1 series, A4 series이다. A1 series의 연간 판매량은 약 2,400만대 수준, A4 series의 연간 판매량은 약 500만대 수준인 점을 감안하였을 때, 위 변화에서만 약 2,900만대의 ODM 물량이 감소하게 된다.

이러한 점들을 고려하였을 때 삼성전자의 내년 ODM 물량은 3천만대 이상 줄어들 가능성이 매우 커 보이며 당사는 2021년 삼성전자의 ODM 물량이 총 6천만대 수준까지 하락할 것으로 전망한다.

그림35 내년 삼성전자 ODM 물량은 20% 언더 수준으로 하락할 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

Investment Strategy

화웨이 낙수와 OIS

내년 화웨이 낙수효과가 VOX와 삼성전자, 애플 모두에 걸쳐 의미있게 나타날 전망입니다. 중3사와 삼성전자의 경우 개별적 기업들이 수혜를 받을 전망이지만, 애플의 경우 벤더들의 포지션이 확실하기 때문에 수혜 강도는 상대적으로 강할 전망입니다.

2018 멀티카메라로 시작된 스마트폰 폼팩터 트렌드는 2019~2020 H1AA 확대로 전가되었고 내년 이후론 OIS 채용 확대가 전망됩니다. OIS는 광학줌을 위한 초석이자 AR구현을 위한 가장 핵심되는 기능으로 내년 이후 관련 기술의 발전 또한 기대됩니다.

Investment Strategy

화웨이 낙수효과

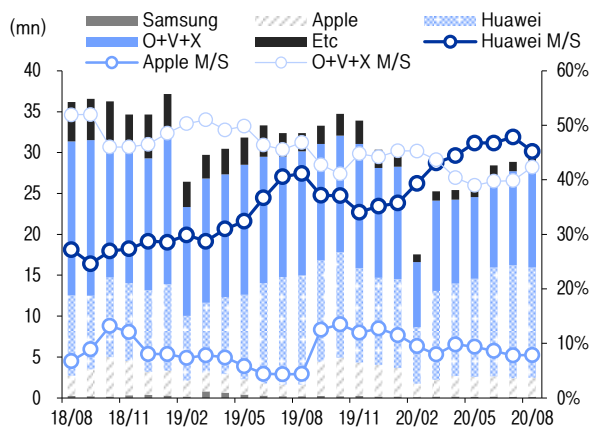
본 자료의 첫번째 파트에서 다뤘듯 당사는 내년 화웨이 판매량이 크게 감소할 것으로 전망하고 있다. 이에 따라 중3사(VOX)를 포함한 삼성전자, 애플의 판매량 낙수효과가 있을 것으로 전망한다.

애플: 예상외로 큰 낙수효과

화웨이 낙수효과에 대한 시장의 시선은 대부분 중3사(VOX)를 최대 수혜로 꼽는다. 이유는 1)화웨이의 중국 비중이 60%에 육박하며, 2) 중국에서 판매되는 화웨이 스마트폰 판매량의 상당수가 중저가 라인이기 때문이다(\$300 언더가 총 61%).

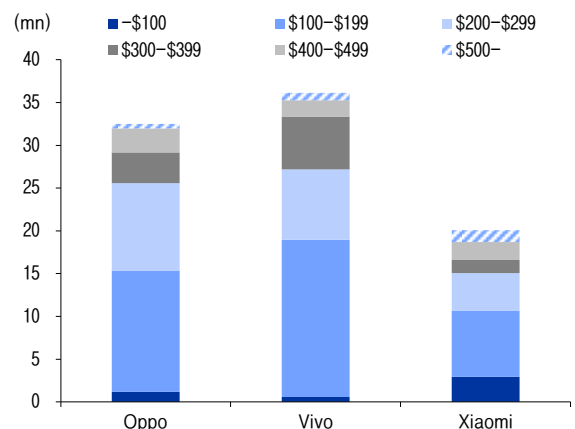
VOX의 경우 실제로 중국 내 점유율이 45%로 화웨이 수준으로 높고 각각의 점유율 또한 화웨이 다음 2~4위를 차지하고 있다(Vivo 17%로 2위, Oppo 14%로 3위, Xiaomi 11%로 4위). Price band 별로 따져도 중3사의 \$300이하 스마트폰 판매량을 대부분 차지하고 있기 때문에 표면적 최대 수혜는 맞다.

그림36 중국 내 M/S 추이



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 2020VOX 중국 내 판매량 price-band



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

하지만 문제는 화웨이의 스마트폰 내수 판매량 중 \$500이상 차지하는 스마트폰 비중이 18%로 상당히 높으며, \$400~\$499 스마트폰은 6%나 된다. 당사의 앞선 시나리오 분석 상으로 도합 24%나 차지하는 \$400이상 스마트폰의 화웨이 낙수물량이 중국 전체 낙수 물량의 1/3을 차지한다.

애플은 삼성전자와 비교 시 상대적으로 부품당 벤더가 적다. 카메라 모듈 벤더만 봐도 삼성전자는 내년 기준 9개사나 되지만 애플은 아직 4개사 수준이다. 또한 스마트폰의 출시 라인업도 애플이 삼성전자와 비교 시 훨씬 적다. 결론적으로 애플의 판매량 증가가 삼성전자의 판매량 증가보다 전반적 벤더 실적에 끼치는 영향이 크다.

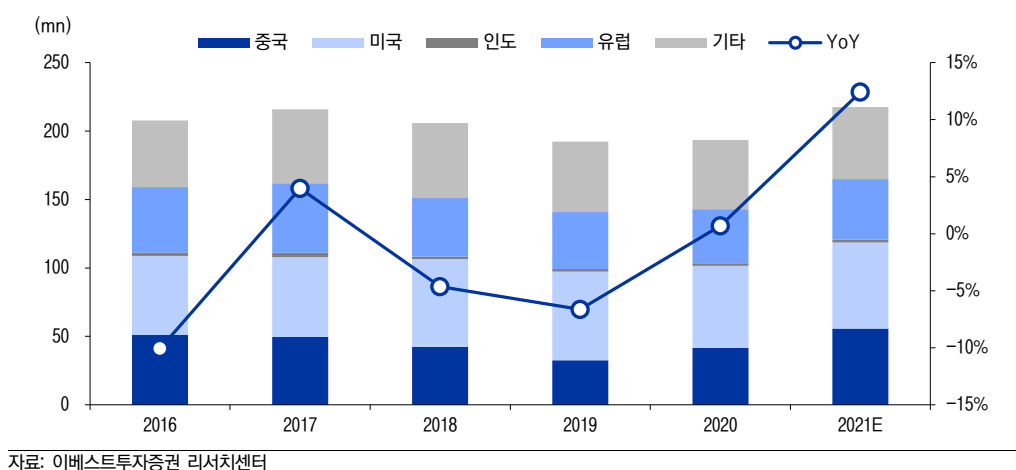
물론 파트1에서 언급한 것처럼 BOM cost를 낮추기 위해 벤더를 늘려가고 있는 과정에서 있지만 아직까지는 부품당 벤더수가 상대적으로 훨씬 적다.

논외 적으로 금번 아이폰 모델이 4기종으로 출시된 것 역시 전체 판매량 측면에서 긍정적 영향을 끼칠 것으로 전망된다. 소비자들에게 선택권이 넓어지면 판매량이 증가하는 효과는 금번 SE 2020 판매량에서 방증되었다 판단한다.

SE판매량은 애플의 기존 제품을 잠식하지 않고 전체 판매량을 증가 시키는 효과를 가져왔다. iPhone 11은 가격인하로 논외 대상이기 때문에 상위 두기종 전작과 11pro, pro max 모델만 비교 시 연간 -9% 정도 하락하였는데 이는 코로나 영향으로 보는 것이 타당하다 판단한다. 반면 SE판매량은 5개월 누적 1,689만대에 달하며 SE를 포함한 애플의 판매량은 작년 동기간 대비해서 yoy +34% 증가하였다.

결론적으로 당사는 내년 화웨이 낙수효과와 내년 상반기 SE 2021 효과 등을 감안하였을 때 애플의 판매량을 yoy +12% 증가한 2.2억대로 전망한다.

그림38 애플 화웨이 효과 + 판매모델 확대 효과로 2016년도 이후 첫 두자리 yoy 상승 전망



애플 판매량 증가에 따른 수혜주는 LG이노텍, 아이티엠반도체, 비에이치, 덕우전자 등이 있으며 이 중 물량증가에 따른 수혜강도는 아이티엠반도체>LG이노텍=비에이치>덕우전자 순으로 전망된다.

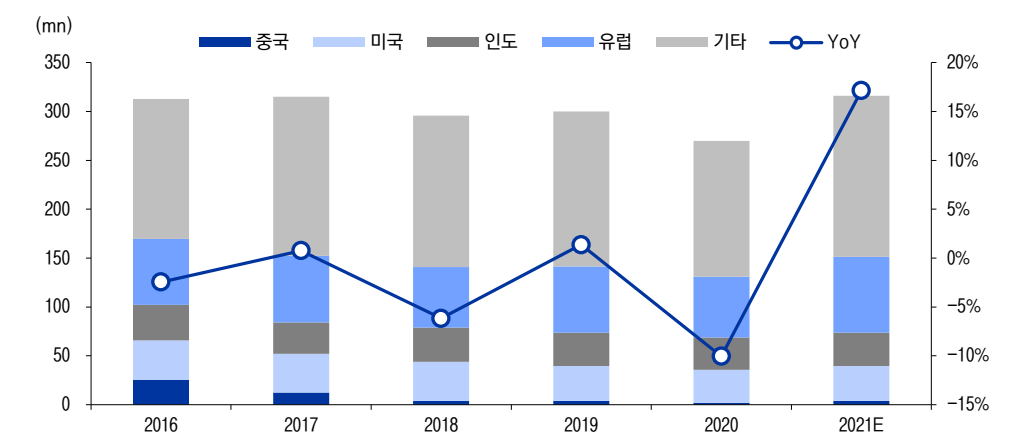
삼성전자: 1) 모델 스펙트럼 넓고, 2) 경쟁구도 약하고, 3) CR 우려 크게 없는 부품이 판매량 증가에 가장 수혜일 것.

삼성전자는 유럽과 기타지역(남미+중동+아시아)에서 화웨이 낙수물량 효과가 기대된다. 화웨이 글로벌 판매량 중 유럽과 기타지역에서 판매량은 각각 15%, 20%로 중국 다음으로 상당히 많은 물량이다.

특히나 당사는 화웨이가 내년 스마트폰 생산 가능 물량 중 내수물량을 우선적으로 채워 넣을 것으로 예상하고 있기 때문에 유럽과 기타지역의 낙수물량은 현재 판매비중보다 상대적으로 클 것으로 전망된다.

당사는 내년 삼성전자 스마트폰 판매량을 3.2억대로 전망한다. 미국과 인도의 경우 코로나로 인한 감소분 정도의 반등만 가정하였다. 유럽의 경우 \$500 이상 스마트폰은 애플과 삼성전자가, \$500 이하 스마트폰의 경우 삼성전자와 Xiaomi가 기존 점유율 비중으로 수혜받는다 가정하였다. 참고로 Oppo의 경우 3% 수준, Vivo의 경우 1% 언더이기 때문에 의미있는 판매량 낙수효과를 기대하긴 힘들어 보인다. 기타지역은 \$500이상은 삼성전자와 애플, \$500 이하의 95% 물량 중 삼성전자와 중3사를 정률 가정하였다.

그림39 삼성전자 역시 2015년 이후 최대 판매량 달성 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

문제는 삼성전자 출하 확대가 전망되는 가운데 막상 눈에 띄는 수혜주가 없다는 현실이다. 삼성전자는 애플 대비 우선 모델수가 매우 다양하다. 애플의 경우 5기종이지만 삼성전자의 경우 43기종이나 된다. 여기에 벤더 역시 모델마다 다르며, 카메라의 경우 특히 카메라 마다 벤더가 다 다른 수준이다. 판매량 반등이 특정 지역이 아닌 여러 지역에 걸쳐 수혜를 보는 구조이기 때문에 price-band를 한정하기도 힘들다.

당사는 이에 따라 1) 플레그십부터 저가모델까지 넓은 price-band에 포괄적으로 납품하는 업체, 2) 벤더가 제한적이며 경쟁구도가 상대적으로 약한 부품, 3) 이미 오랜 기간 많은 CR이 이루어져 단기간 급격한 CR 우려가 낮은 부품 등이 판매량 증가에 안정적인 수혜를 볼 것으로 기대된다.

관련 업종으로는 HDI 기판이 가장 적합한 것으로 보여진다. HDI 기판은 삼성전기, 대덕전자의 drop이후 메이주 이비텐등의 일본 업체 물량이 국산화 이슈로 감소하고 있는 가운데, ODM 품질 문제로 인해 당장 중화권 업체의 진입도 어려운 환경이다.

더하여 HDI는 오랜 기간 스펙업이 없었던 관계로 CR이 이미 상당히 진행된 상황이며 이미 수익성이 상당히 훼손된 상태이다. 따라서 3분기 RFPCB와 같은 대규모 CR 우려도 제한적이다.

작년 경쟁사의 사업부 철수로 인한 가동률 증가로 올해 기대되었던 턴어라운드 그림은 내년으로 이연되었지만, 내년 삼성전자 판매량 증가 cycle과 함께 연간 본격적 수혜가 기대된다.

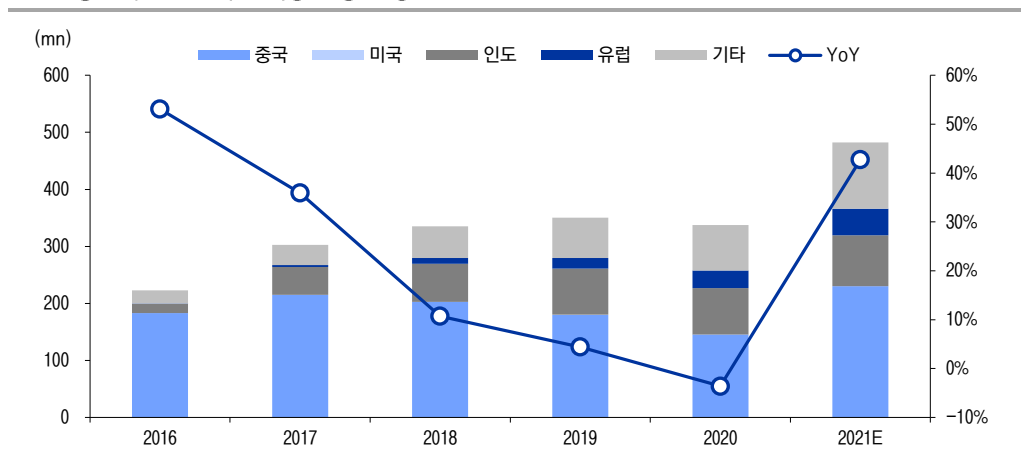
HDI업체는 현재 국내에 코리아씨키트와 디에이피 두 업체뿐이다.

중3사: 판매량 증가가 가장 강하다

화웨이 스마트폰 판매 급감에 직관적인 수혜는 역시 중3사이다(Vivo+Oppo+Xiaomi). 중3사는 미국을 제외한 중국, 인도, 유럽, 기타국가 전반에 걸쳐 유의미한 판매비중을 가지고 있기 때문에 절대 물량 기준으로 가장 많은 낙수효과를 볼 것으로 전망된다.

결론적으로 당사는 내년 중3사 스마트폰 판매량을 yoy +43% 증가한 4.8억대로 전망한다. 중국의 경우 \$500 이하 스마트폰에서 대부분의 물량이 전가되며 판매량 증가를 견인하겠으며, 유럽, 기타지역에서 linear한 성장을 지속할 것으로 보여진다. 인도의 경우 이미 상당수 경쟁이 심화되어있는바, 코로나 회복수준과 인도 시장성장률 수준만 가정하였다.

그림40 중3사 5년만에 판매량 반등 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

사실상 중3사를 Vivo, Oppo, Xiaomi 각각 브랜드별로 나눠보는게 맞으나 국내 부품사들의 대부분은 3사 모두 납품하기 때문에 일괄적으로 봐도 무방하다 판단한다. 국내 유의미하게 중3사로 납품하고 있는 업체는 삼성전기, 와이솔, 와이팜, 세경하이테크, 동운아나텍, 아나패스, 캄트로닉스 등이 있으며, 자화전자 역시 대열에 합류할 가능성이 높아 보인다.

결론적으로 스마트폰 판매량 탑라인 변화는 미비하겠지만 화웨이 낙수 물량 효과로 인해 주요 OEM의 판매 증대가 기대되는 내년이다. OEM별 수혜강도는 물량기준 중3사>삼성전자>애플 순이겠지만 판매량증가와 벤더들 실적 상관관계를 고려해 보았을 때 투자 매력도는 애플체인이 가장 높아 보인다.

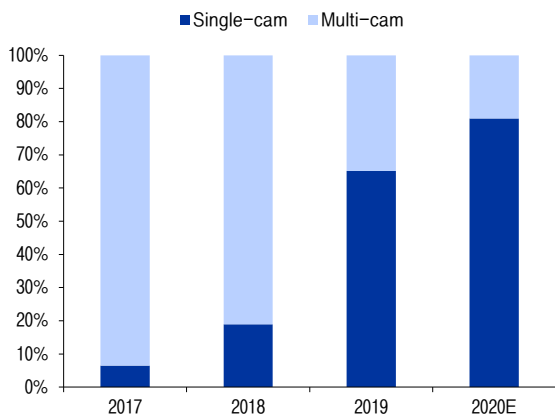
트렌드의 변화

멀티카메라 → HIAA → OIS

당사는 내년 글로벌 스마트폰의 차기 트렌드를 카메라의 OIS 확대로 전망한다. 트렌드란 글로벌 OEM(삼성전자, 애플, 화웨이, VOX)들이 플래그십부터 중저가 라인업까지 특정 기능을 확장 적용시키는 경우를 뜻한다. 글로벌 스마트폰의 스펙 트렌드 변화는 2018~2019 멀티카메라를 시작으로 2019~2020 HIAA(Hole In Active Area: 전면 디스플레이에 화학적 또는 물리적 식각을 통해 구멍을 생성하여 카메라 노치 없이 전면 카메라를 삽입하는 방법. 실제 디스플레이 크기를 증가시키는데 용이하다.)까지 진행 중에 있다.

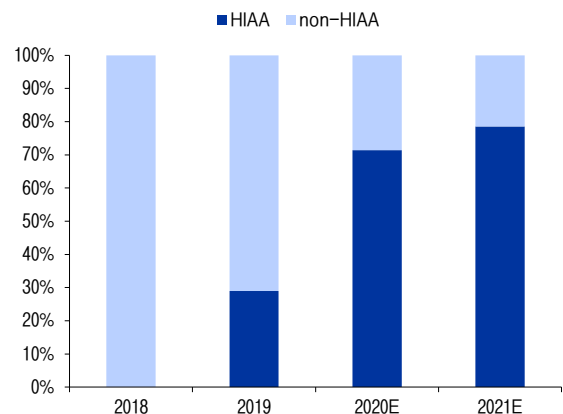
과거 중화권 업체들이 스펙 변화에 선두적이었지만, 최근 EM시장에서 M/S 경쟁이 치열한 만큼 애플을 제외한 OEM들의 트렌드 변화가 1년안에 in-line해지는 경향이 있다. 통상 트렌드가 시작되게 되면 2년안에 penetration 80%까지 급격하게 확대되는 모습을 보이고 있다.

그림41 멀티카메라 침투율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 HIAA 침투율

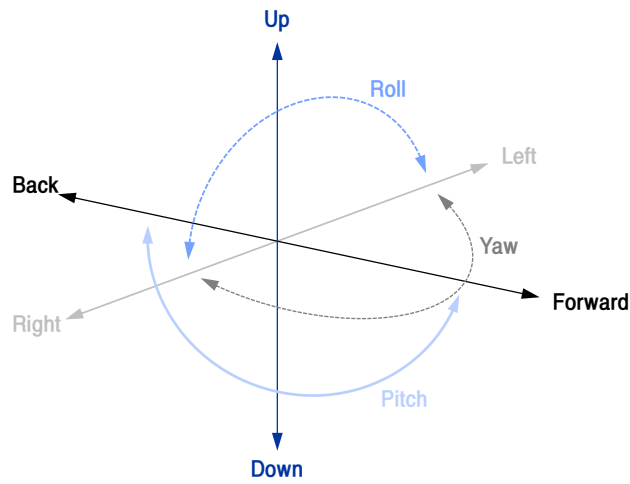


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

OIS란?

OIS란 Optical Image Stabilization의 약자로 흔히 '손 떨림 보정기능' 이라 불린다. 말 그대로 카메라로 사진을 찍을 시 미세한 손 떨림으로 인해 사진이 흔들리는 점을 보완하는 기능이다. 기본적으로 센서나 렌즈를 흔들림의 반대방향으로 제어하여 움직임을 상쇄한다. OIS기능 역시 여러 종류가 있는데 기본적인 컨셉은 물체를 움직이는 6축 움직임(x, y, z, yaw, pitch, roll) 중에 5축 움직임을 제어함으로써 물체의 흔들림을 보정해 준다. 참고로 AF(Auto Focus)기능은 한 축만 조정한다.

그림43 3차원 공간에서의 물체 자유도



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

액츄에이터는 자이로센서(위치센서) 부착 유무와 구동매체(볼타입 vs 와이어타입 vs 스프링타입)에 따라 VCM, 엔코더, 피에조 방식등으로 나뉜다. 위 두가지 부품에 따라 단가 역시 차이난다(VCM < 엔코더 < 피에조).

그림44 구동방식 별 액츄에이터

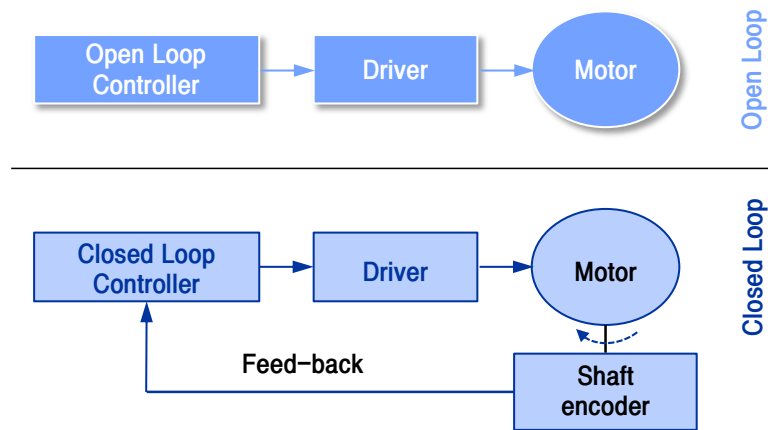
명칭	VCM	Piezo	Encoder
구조	스프링, 코일, 렌즈, 자석	피에조 바이브레이터, 렌즈, 공 부상, 자석, 위치센서	코일, 자석, 렌즈, 공 부상, 자석, 위치센서
원가구조	★★★	★	★★
구동거리	★	★★★★	★★★★
시장규모	★★★★	★★	★

자료: 하이소닉, 이베스트투자증권 리서치센터

시스템 방식에는 open-loop과 closed-loop이 있다. Open-loop(개방형 루프 시스템)이란 입력에 따라 일정한 출력값을 가지는 루프시스템이다. 시스템에 피드백이 없단 소리다. 실생활에서 간단한 예로는 세탁기가 있다. 세탁기는 사용자가 세탁 방법 및 세탁 시간을 설정하면 세탁 정도와 관계없이 시간이 지나면 멈춘다. 출력 값이 순전히 입력 값에 의해 결정된다.

Closed-loop(폐쇄형 루프 시스템)이란 입력과 출력 사이에 하나 이상의 피드백루프를 가진다. 입력 값에 일정한 출력 값을 가지는 것이 아닌 입력 값과 주변 환경에 따라 출력 값이 결정된다. 예로는 온도조절 기능이 되는 에어컨이 있다. 에어컨은 사용자 설정에 따라 일정 온도를 방출하기도 하지만, 주변 온도에 따라 출력되는 바람의 온도가 달라지는 기능도 있다. 입력 값이 시스템의 피드백을 거쳐 출력 값으로 송출되는 구조다.

그림45 Open-loop vs Closed loop



자료: electrical equipment, 이베스트투자증권 리서치센터

VCM, 엔코더, 피에조는 액츄에이터의 구동 방식이다. Open-loop과 closed-loop은 시스템의 제어 방식이다. OIS와 AF driver IC는 시스템과 구동방식의 조합을 통해 액츄에이터 움직임을 권장한다.

예를 들어 애플의 경우 와이어 방식의 VCM을 사용하고 있으며 closed-loop 시스템을 통해 OIS를 구현하고 있다. 삼성전자의 경우 와이어 방식이 아닌 볼가이드 방식의 엔코더, 피에조를 통해 OIS를 구현하고 있다. 하지만 중저가 스마트폰엔 OIS가 탑재되지 않았기 때문에 단가가 비교적 저렴한 VCM을 통해 AF 기능을 구현한다.

OIS가 확대되는 이유

OIS 채용 확대의 첫번째 이유는 스마트폰의 광학줌(optical zoom) 채용 확대의 기인한다. Reno 5x를 시작으로 S20 ultra모델 등 광학줌의 배수가 점차 증가하고 있는 추세인데, 물체를 확대하게 되면 그만큼 손떨림 보정기능이 섬세하게 필요하기 때문이다. 당사는 OIS 트렌드 이후 차기 트렌드를 광학줌 채용 확대로 전망하는데, 정확히는 OIS 채용 확대와 광학줌 채용이 비슷한 보폭으로 갈 것으로 보여지지만 유의미한 배수는 OIS 채용 후 점진적으로 늘어갈 것으로 예상하기 때문에 고배율을 위한 Folded zoom의 확대는 후행 할 것으로 보여진다.

내년 중저가 OIS확대 역시 A52과 A72시리즈에 3배 광학줌이 채용되기 때문에 중저가로 확대되는 것이며, 내년 삼성전자 상반기 플래그십 모델에는 최초로 10배의 광학줌(Prism folded zoom)과 5배 광학줌(folded), 3배 광학줌(optical), 총 3개의 광학줌이 채용되며 OIS가 확대될 것으로 보여진다.

두번째 OIS 채용 확대의 이유는 좀더 중장기적인 관점으로, OIS기능이 스마트폰을 통한 AR생태계 확대에 필수적이기 때문이다. 앞서 OIS는 물체의 6축 움직임 중 5축을 제어하는 기능이라 표현하였는데 이는 DSLR에 적용된 기준이며, 실제 스마트폰 기준으로는 훨씬 제한적이다. AR에 가장 기본이 되는 중요한 기술은 6축 움직임을 모두 인식하는 것인데, open-loop 시스템은 사실상 AR 구현에 전혀 도움이 되지 않는다.

결론적으로 OEM들의 로드맵을 보았을 때 OIS확대는 단기적으로는 광학줌 채용으로 인한 확대, 중장기적으로 AR 생태계 구축을 위한 기반 확대 등 스마트폰당 채용이 증가할 가능성이 높아 보인다.

OEM별 채용방식 수혜도

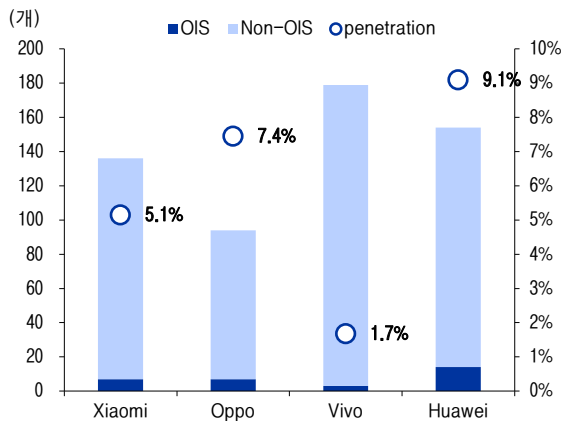
애플은 현재 closed-loop VCM 액츄에이터를 통해 OIS를 구현하고 있다. 문제는 렌즈의 크기 증가와 개수 증가가 지속적으로 확대되면서 렌즈 모듈자체의 무게 증가로 인해 와이어 기반의 VCM은 정밀한 OIS를 구현하기 힘들다. 금번 iPhone12 Pro max 모델의 Sensor-shift기술은 이러한 단점을 보완하기 위해 탑재된 것으로, 기존 액츄에이터 단에서 이루어져야 할 축 이동을 이미지센서에 적용시킴으로써 VCM의 한계를 보완하는 역할을 한다.

하지만 근본적으로 VCM은 완전한(5축제어) OIS를 구동하기는 한계가 있다. 금번 ToF7 채용에서 알 수 있듯 애플은 AR과 스마트폰의 접목에 있어 상당히 신경을 쓰는 모습이다. 따라서 당사는 머지않은 시점에서 애플이 VCM → 불가이드(엔코더 or 피에조)방식의 변화나, VCM 내부 단에서의 변화가 일어날 것이라 전망한다. 특히 폴디드 줌을 채용하는 시점에선 해당 액츄에이터의 변화가 필연적일 것이다.

삼성전자는 이미 불가이드 방식의 액츄에이터로 OIS를 구현하고 있다. 하지만 불가이드 방식의 엔코더, 피에조 액츄에이터는 확실히 단가적으로 부담적인 측면이 있기 때문에 내년 중저가 모델인 A52과 A72모델은 closed-loop VCM이 쓰일 가능성이 높아 보인다.

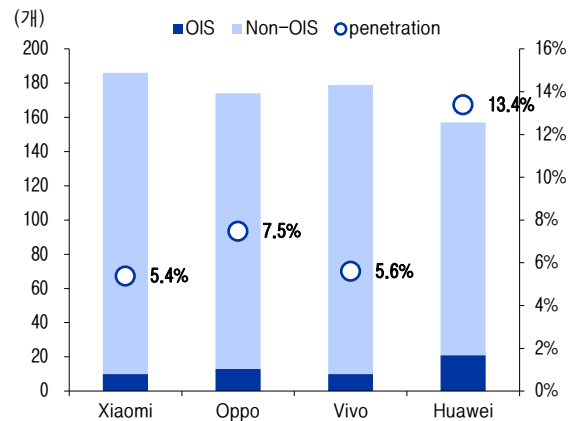
중화권 업체들은 모두 closed-loop VCM을 통해 OIS를 구현하고 있다. 중화권 업체들의 OIS penetration은 현저하게 낮은 편이다. 그나마 플래그십이 탄탄한 Huawei정도가 2020년 누적으로 13.4% 수준이며, 광학줌을 첫 선보인 Oppo의 경우 7.5%로 그 다음을 잇는다. 하지만 Vivo와 Xiaomi의 경우 2020년 누적 5.5%로 상당히 낮은 편이다.

그림46 2019 OEM 별 OIS penetration



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 2020 누적 OEM 별 OIS penetration



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

불가이드 방식이 OIS구현에 유리함에도 불구하고 중화권 업체와 애플이 VCM을 통해 구현하는 이유는 저렴한 단가 때문도 있지만 불가이드 방식의 액츄에이터 특허를 자화전자와 삼성전기 쪽에서 가지고 있기 때문이다. 하지만 앞서 언급한 것과 같이 중화권과 애플 역시 카메라 고도화에 사활을 걸고 있으며, 대구경렌즈와 렌즈 개수 확대로 인해 엔코더 혹은 피에조의 변화가 필연적일 것이기 때문에 국내 관련업체들의 수혜가 전망된다. 국내 관련 업체로는 driver IC를 설계하는 동운아나텍과, 불가이드 액츄에이터 생산이 가능한 삼성전기, 자화전자, 비상장사 해화 등이 있다.

표10 투자매력도 정리

분류		기업	포인트	투자매력도
화웨이낙수	Vivo + Oppo + Xiaomi	동운아나텍	Open-loop VCM + OIS중국향 매출비중 70% 이상.	★★★★
		삼성전기	모듈사업부 비중 중 VOX향 매출 비중 30% 이상	★★★
		캠트로닉스	식각 사업부 중화향 Rigid-OLED 식각 낙수 기대	★★★★
		세경하이테크	삼성디스플레이 통한 OCA 간접 납품 및 Xiaomi+Oppo(플래그십) 데코필름 매출	★★
		와이솔	중3사향 saw필터 매출비중 30% + baw필터 모멘텀	★★★★
	삼성전자	코리아씨키트	Mobile HDI 매출비중 50% + PKG sub 확대 모멘텀	★★★★
		디에이피	Mobile HDI 매출비중 75%로 삼성전자 내 최대 M/S 업체	★★★★
		비에이치	삼성전기 FPCB 사업부 철수 낙수효과+삼성향 FPCB 전체 23%	★★★
		삼성전기	유럽향 플래그십 낙수 및 내년 A52, A72 진입으로 중저가 수혜도 기대	★★★
	애플	LG이노텍	애플향 하이엔드 카메라 모듈 전문업체, 내년 P + Q 동시증가 사이클 기대	★★★
		아이티엠반도체	내년 iPad, Macbook라인을 제외한 모든 라인업에 납품하며 Q증가 최대 수혜 전망	★★★★★
		비에이치	아이폰향 FPCB 매출비중 65%	★★★
		덕우전자	애플향 매출비중 95% 이상	★
트렌드변화	OIS	동운아나텍	미중 무역 분쟁으로 인해 중3사 OIS Driver IC 납품처 변경 및 채용 확대 전망	★★★★
		자화전자	삼성전기와 함께 불타입 OIS 액츄에이터 특허 소유, 내년 중화권 확대 전망	★★★★
		삼성전기	삼성전자 불타입 OIS 액츄에이터 전문기업, 내년 중저가로 포지션 확대	★★★

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

아이티엠반도체 (084850)	50
삼성전기 (009150)	55
LG 이노텍 (011070)	60

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
아이티엠반도체	Buy (유지)	80,000 원(유지)
삼성전기	Buy (유지)	180,000 원(유지)
LG 이노텍	Buy (유지)	230,000 원(유지)

아이티엠반도체 (084850)

내년 북미고객사 출시제품 대부분에 탑재

내년 북미고객사 출시제품 대부분에 탑재

아이티엠반도체는 북미 고객사의 중저가부터 플래그십모델, 무선이어폰, 웨어러블기기 등 내년 출시 예정인 대부분 모델에 동사의 PMP가 탑재되며 올해 대비 큰 성장이 기대된다. 동사의 내년 예상 실적은 매출액 7,244억원(yoy +74%), 영업이익 1,158억원(yoy +141%, OPM 16.0%)으로 전망된다.

2022년 성장도 상당히 가시적이다

북미 고객사 제품 특성상 신제품의 판매량이 3년 연속 지속되며, 신규 탑재된 신기술 역시 최소 3년 지속된다. 이러한 점을 고려하였을 때 2019년 신제품부터 시작된 동사의 실적 모멘텀은 올해 2모델, 내년 3모델이 누적되며 2022년까지 지속될 것으로 전망된다. 동사의 2022년 예상 실적은 매출액 1.1조원(yoy +47%), 영업이익 1,975억원(yoy +71%, OPM 18.6%)을 기록하며 대규모 성장을 이어갈 것으로 예상된다.

무선이어폰을 잇으면 안된다

상반기까지 전체 무선이어폰 성장률은 +113%에 육박하며, 북미 고객사의 무선이어폰 성장률은 yoy +40%에 달한다. 특히 금번 2분기부터 전반적인 소비 시장에 코로나19 영향이 있었던 것을 감안하면 기저효과를 기반으로 내년 성장률이 더욱 가파를 수 있다 판단한다. 동사는 내년 출시되는 북미고객사 무선이어폰 2기종을 모두 수주한 것으로 파악되어 +a 모멘텀 역시 기대되는 상황이다. 북미 고객사의 성장률이 시장대비 underperform한 점은 경쟁사들이 상대적으로 저렴한 모델들을 공격적인 마케팅과 함께 출시하였기 때문인데, 내년 출시되는 북미고객사 무선이어폰 중 최소 한 기종이 저가모델인 것으로 파악되어 내년 고객사의 M/S 증가도 기대되는 점이다.

투자의견 매수, 목표주가 80,000원

동사의 대한 투자의견 매수와 목표주가 80,000원을 유지한다. 아무리 성장산업이라 한들 부품사에 멀티플 20배는 부담스러운 것이 사실이다. 글로벌 peer와 멀티플을 비교하는 것 또한 무리다. 하지만 1) 2022년 동사의 가파른 성장이 가시적이며(22년기준 6.9배), 2) 내년 실적 추정이 여러가지 모멘텀을 제외시켰다는 점(S사 PMP확대, 중화향 POC확대, 북미고객사 출하량 증가 등)을 고려하였을 때 동사는 현재 높은 실적 성장 모멘텀을 기반으로 한 고 멀티플 구간으로 여길 만 하다 판단한다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	228.2	21.1	18.6	18.2	n/a	n/a	35	n/a	2.4	n/a	24.4
2019	397.7	53.5	52.1	41.7	1,842	n/a	72	23.0	13.3	3.6	22.7
2020E	416.3	48.1	51.6	40.1	1,774	-3.7	74	26.1	13.9	3.5	14.0
2021E	724.4	115.8	116.7	93.4	4,122	132.4	151	11.2	6.8	2.6	26.5
2022E	1,063.1	197.5	198.5	158.8	7,012	70.1	249	6.6	4.0	1.9	33.2

자료: 아이티엠반도체, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

2020. 11. 2

전기전자

Analyst 이왕진

02. 3779-8832

wangjin4268@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 **80,000 원**

현재주가 **46,250 원**

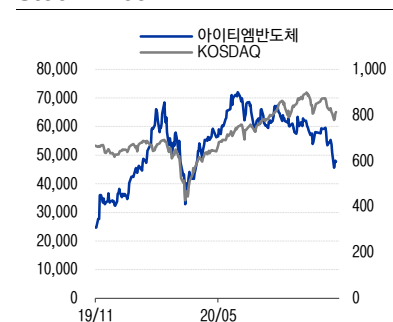
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (10/30)	792.65 pt
시가총액	10,677 억원
발행주식수	23,086 천주
52 주 최고가 / 최저가	72,000 / 24,650 원
90 일 일평균거래대금	90.75 억원
외국인 지분율	7.3%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	13,392 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -13.7%
	6 개월 -44.9%
	12 개월 -9.4%
주주구성	NICE 홀딩스 (외 39 인) 67.1%
	자사주 (외 1 인) 0.9%

Stock Price



보수적 실적추정

당사는 아이티엠반도체의 실적추정을 연초부터 지속적으로 하향해왔었다. 물론 시장의 기대감만큼이나 당사 역시 올해 기대하는 부분이 많았기 때문에 매년 기대감은 놓지 않았지만, 매크로적인 상황과 기존 기대하였던 모멘텀들이 일부 퇴색되었기 때문에 시장의 관심도는 점차 낮아지고 당사 역시 안타까운 상황이 지속되었다.

따라서 금번 동사의 2021년, 2022년 실적추정은 당사가 산업적으로 생각하는 몇 가지 업사이드 모멘텀과, 시장에서 애초 기대하였던 몇가지 기대감을 전부 제외하고 추정하였다.

1) 연초 기대감으로 자리잡았던 특정 고객사 PMP 확대는 당사 추정상 필연적이지 않은 것으로 파악된다. 물론 내년 5G 라인업의 증가로 인해 채용확대 가능성이 상존하지만, 채용 확대 가능성을 배제하였다.

2) 일부 투자자들이 기대하던 중화권 POC 확대 역시 제외시켰다. 이는 중화권에 진입하는 대부분의 부품사들이 겪는 난관으로, 기존 중화 레퍼런스가 없던 상태에서 중화향 물량이 대폭 확대되는 것은 통상적이지 않기 때문이다.

3) 당사는 앞선 인텔스 전반부에서 추측한 북미고객사의 스마트폰 출하 증가 시나리오를 적용하지 않았다. 하지만 금번 출시된 고객사 신모델의 부품사 발주량이 최근 상향되고 있기 때문에 향후 충분히 기대되는 부분이다.

4) 무선이어폰 판매량의 성장률을 전체시장의 성장률이 아닌 북미고객사의 상반기까지 성장률로 적용하였다. 하지만 앞서 언급한 바, 상반기는 우선 코로나19 이슈로 인한 소비위축이 가장 심한 시기였으며, 내년 북미고객사 전략모델로 인해 M/S 상승을 충분히 기대할 만 하다.

결론적으로 2021~2022년 추정은 순수 북미고객사의 3년 누적효과(출시 모델 판매량이 3년동안 지속되는 추이)로 인한 추정이기 때문에 **내년 글로벌 락다운이 올해와 같은 수준으로 지속되거나, 수주 모델이 아예 출시되지 않는 상황**이 아닌 이상 달성 가능성이 높을 것으로 판단한다.

표11 아이티엠반도체 실적 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020	2021E	2022E
매출액	596	680	1,421	1,280	923	632	992	1,709	4,163	7,244	10,631
yoy					55%	-7%	-30%	33%	7%	74%	47%
qoq					-28%	-32%	84%	72%			
PMP	370	374	994	1,037	683	402	792	1,509	3,385	6,018	8,358
yoy					85%	7%	-20%	45%	22%	78%	39%
qoq					-34%	-41%	97%	90%			
POC	191	252	213	115	157	142	160	160	539	582	629
yoy					-18%	-43%	-25%	39%	-20%	8%	8%
qoq					36%	-9%	156%	0%			
기타	48	68	71	64	83	88	40	40	239	644	1,644
yoy					74%	29%	-44%	-38%	0%	169%	155%
qoq					30%	6%	-47%	0%			
OP	75	81	240	139	119	-22	108	283	481	1,158	1,975
yoy					58%	적전	-55%	103%	-9%	141%	71%
qoq					-15%	적전	흑전	161%			
OPM	13%	12%	17%	11%	13%	-3%	11%	17%	12%	16%	19%

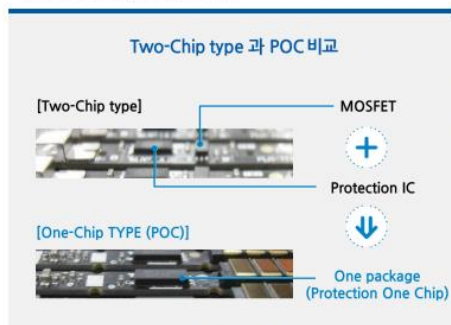
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 POC & PMP

최초 POC(Protection One Chip)

» 2차전지 보호회로의 핵심부품인 보호소자(Protection IC)와 스위칭소자(MOSFET)를 하나의 부품으로 One Package화한 제품

» 세계 최초로 개발 및 양산에 성공, 후발업체 대비 압도적인 기술 우위와 원가 경쟁력 보유

**POC 강점****유일 PMP(Protection Module PKG)**

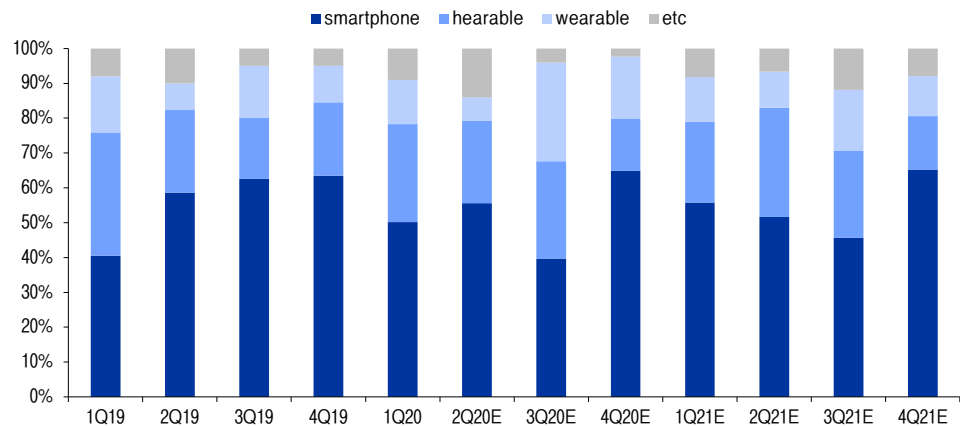
» 2차전지 보호회로 모듈(PCM)을 반도체 Package화한 제품

» 기존 PCM(Protection Circuit Module)을 완벽히 대체하는 전 세계 유일의 All in One 2차전지 보호회로 제품

**PMP 강점**

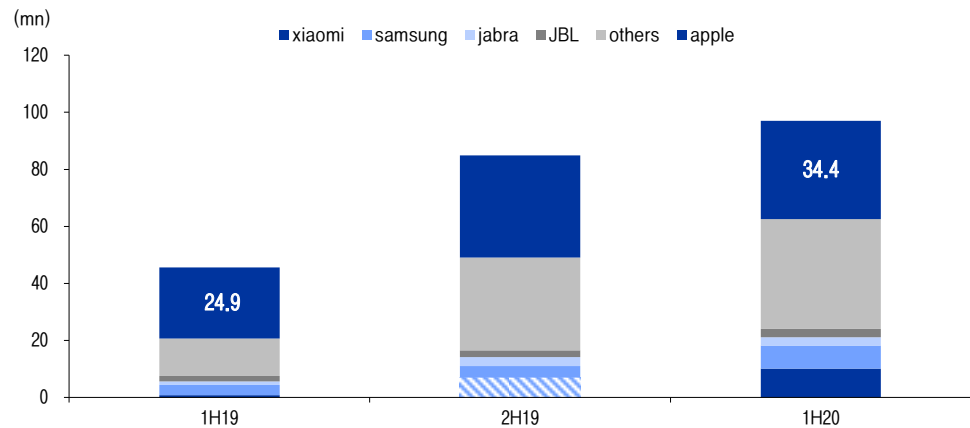
자료: 아이티엠반도체, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 아이티엠 반도체 application 별 비중 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 무선이어폰 판매량 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 실적추정 변경

(십억원)	변경전		변경후		% change	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	4,151	7,728	4,163	7,244	0%	-6%
영업이익	559	1,297	481	1,158	-14%	-11%
세전이익	553	1,245	516	1,167	-7%	-6%
순이익	434	971	401	934	-7%	-4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

아이티엠반도체 (084850)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	90.7	229.2	263.5	353.2	367.2
현금 및 현금성자산	12.1	44.9	60.2	59.8	94.0
매출채권 및 기타채권	43.5	73.8	56.2	99.4	87.4
재고자산	26.2	38.3	56.2	99.4	87.4
기타유동자산	8.9	72.3	90.9	94.6	98.5
비유동자산	150.1	201.3	261.0	344.2	467.2
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	119.5	161.1	225.5	308.9	431.4
무형자산	7.4	10.2	9.6	8.9	8.3
자산총계	240.8	430.5	524.5	697.4	834.4
유동부채	128.4	131.6	178.6	258.1	236.2
매입채무 및 기타채무	36.3	55.4	103.0	182.3	160.2
단기금융부채	89.8	66.9	70.6	70.6	70.6
기타유동부채	2.3	9.3	5.0	5.2	5.4
비유동부채	11.6	32.6	39.8	39.9	39.9
장기금융부채	11.3	31.7	38.7	38.7	38.7
기타비유동부채	0.3	0.9	1.2	1.2	1.2
부채총계	140.1	164.2	218.4	298.0	276.1
지배주주지분	100.8	266.4	306.1	399.5	558.3
자본금	8.8	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	90.8	212.9	213.1	213.1	213.1
이익잉여금	0.7	41.4	81.6	174.9	333.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	100.8	266.4	306.1	399.5	558.3

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	28.2	41.3	107.9	121.4	212.0
당기순이익(손실)	18.2	41.7	40.1	93.4	158.8
비현금수익비용가감	21.8	33.9	30.1	35.2	51.1
유형자산감가상각비	13.4	17.7	24.9	34.6	50.5
무형자산상각비	0.7	0.7	0.9	0.7	0.6
기타현금수익비용	1.0	1.0	4.3	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-7.4	-29.3	45.3	-7.2	2.0
매출채권 감소(증가)	0.7	-37.6	16.7	-43.3	12.0
재고자산 감소(증가)	-6.2	-21.7	-16.0	-43.3	12.0
매입채무 증가(감소)	-3.0	32.3	45.2	79.3	-22.1
기타자산, 부채변동	1.1	-2.3	-0.7	0.0	0.0
투자활동 현금	-28.4	-134.1	-100.9	-121.9	-177.7
유형자산처분(취득)	-27.1	-64.6	-80.5	-117.9	-173.0
무형자산 감소(증가)	-1.9	-3.0	-0.1	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	0.5	-60.0	-20.3	-3.5	-3.6
기타투자활동	0.1	-6.6	0.0	-0.5	-1.1
재무활동 현금	11.7	120.5	8.1	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	-8.3	-3.8	9.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	20.0	124.3	0.2	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	-1.2	0.0	0.0
현금의 증가	9.8	32.8	15.4	-0.5	34.3
기초현금	2.3	12.1	44.9	60.2	59.8
기말현금	12.1	44.9	60.2	59.8	94.0

자료: 아이티엠반도체, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	228.2	397.7	416.3	724.4	1,063.1
매출원가	175.2	299.4	324.4	560.6	807.9
매출총이익	53.0	98.3	91.9	163.8	255.1
판매비 및 관리비	31.9	44.8	43.9	48.0	57.6
영업이익	21.1	53.5	48.1	115.8	197.5
(EBITDA)	35.2	71.9	73.9	151.0	248.6
금융손익	-2.6	-3.2	5.0	1.0	1.0
이자비용	4.5	4.0	0.7	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.5	1.6	-1.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	18.6	52.1	51.6	116.7	198.5
계속사업법인세비용	0.5	10.4	11.4	23.3	39.7
계속사업이익	18.2	41.7	40.1	93.4	158.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	18.2	41.7	40.1	93.4	158.8
지배주주	18.2	41.7	40.1	93.4	158.8
총포괄이익	19.0	41.7	40.1	93.4	158.8
매출총이익률 (%)	23.2	24.7	22.1	22.6	24.0
영업이익률 (%)	9.2	13.5	11.5	16.0	18.6
EBITDA 마진률 (%)	15.4	18.1	17.7	20.8	23.4
당기순이익률 (%)	8.0	10.5	9.6	12.9	14.9
ROA (%)	8.3	12.4	8.4	15.3	20.7
ROE (%)	24.4	22.7	14.0	26.5	33.2
ROIC (%)	11.9	19.6	14.3	29.5	37.7

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	23.0	26.1	11.2	6.6
P/B	n/a	3.6	3.5	2.6	1.9
EV/EBITDA	2.4	13.3	13.9	6.8	4.0
P/CF	n/a	12.8	15.0	8.2	5.0
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	13.1	74.2	4.7	74.0	46.8
영업이익	-2.3	153.8	-10.2	140.8	70.6
세전이익	209.3	179.9	-1.1	126.4	70.1
당기순이익	138.5	129.5	-3.6	132.6	70.1
EPS	n/a	n/a	-3.7	132.4	70.1
안정성 (%)					
부채비율	139.0	61.6	71.4	74.6	49.5
유동비율	70.6	174.2	147.5	136.9	155.5
순차입금/자기자본(x)	82.5	-4.9	-12.2	-10.1	-14.0
영업이익/금융비용(x)	4.7	13.5	65.9	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	101	99	109	109	109
순차입금 (십억원)	83	-13	-37	-40	-78
주당지표(원)					
EPS	n/a	1,842	1,774	4,122	7,012
BPS	5,725	11,668	13,392	17,478	24,427
CFPS	n/a	3,311	3,077	5,627	9,185
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

삼성전기 (009150)

이익의 질적 개선

2020. 11. 2

전기전자

Analyst 이왕진

02. 3779-8832

wangjin4268@ebestsec.co.kr

4Q20 Preview: 이연효과와 선제적 셀인

동사의 4Q20예상 실적은 매출액 2.2조원(qoq -4%, yoy +19%), 영업이익 2,642억 원(qoq -13%, yoy +90%)으로 추정된다. 북미거래선 신제품 출시일이 지연되어 기존 성수기인 3분기 적자를 기록하였던 RF-PCB 납품이 4분기 반영되며 턴어라운드 될 예정이며, AP향 FC-CSP, AiP용 BGA등 전반적으로 4분기 기판사업부의 성장이 전망 된다. 모듈사업부의 경우 3Q 강한 sell-in으로 인해 4Q에 슬로우 할 것으로 보여지나, 생각보다 양호한 MLCC 수급환경이 지속되며 컴포넌트 사업부의 마진은 이어질 것으로 전망된다.

MLCC와 기판

금번 코로나 이후 정상화된 공급&수요 밸런스가 5G라는 big theme 초입과 겹치며 상당히 양호한 환경이 조성되고 있다. MLCC ASP 추가 하락분이 제한 적인 가운데 Q가 늘어나는 산업적 방향성은 매우 가시적이다. 물론 mmWave 채용은 금번 아이폰에서도 확인되었듯 아직 infra적인 허들이 높다. 하지만 sub6만 하더라도 채용량이 최소 +10% 증가하며, sub6의 밴드 영역 폭에 따라 그 추가분은 점진적 확대될 것이다. 아직까지 4G+5G혼용제품이 나오는 관계로 5G penetration이 판매량 기준 10% 수준인 점을 감안해 본다면, 아직 갈길이 멀다. 더하여 애초 동사의 메인 포인트였던 전장용 MLCC 확대 역시 전방 산업회복에 따라 다시 10%대로 비중이 증가하는 점 역시 믹스개선의 여지를 지속적으로 어필하고 있다.

투자의견 매수 목표주가 유지

삼성전기의 대한 투자의견과 목표주가를 유지한다. 최근 아시아권 MLCC업체들의 잇따른 가이던스 상향과 견조한 주가흐름은 상당히 양호한 MLCC 업황을 방증하고 있다. 특히 부품사들을 통해 확인된 금번 Oppo, Vivo, Xiaomi의 내년 출하 확대는 화웨이의 불확실성에도 견조한 방향성을 제시하고 있으며 내년 AiP 물량 내년 yoy +50% 성장 기대 등 전사업부의 걸쳐 긍정적 흐름이 기대된다.

Buy (maintain)

목표주가 180,000 원

현재주가 133,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (10/30)	2,267.15 pt
시가총액	99,716 억원
발행주식수	74,694 천주
52 주 최고가 / 최저가	146,000 / 85,700 원
90 일 일평균거래대금	758.9 억원
외국인 지분율	33.3%
배당수익률(20.12E)	0.8%
BPS(20.12E)	74,809 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -1.3%
	6개월 1.2%
	12개월 7.6%
주주구성	삼성전자 (외 6인) 24.0%
	국민연금공단 (외) 12.9%
	자사주 (외 1인) 2.7%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	6,838.5	306.2	253.5	177.3	2,194	0.0	937	45.6	10.3	1.8	3.8
2018	8,002.0	1,149.9	1,085.2	685.0	8,986	309.7	1,886	11.5	4.8	1.7	14.5
2019	8,040.8	734.0	690.6	528.0	7,030	-21.8	1,604	19.0	7.1	2.0	10.2
2020E	8,522.5	827.2	784.7	614.7	8,255	17.4	1,740	16.2	5.9	1.8	10.9
2021E	9,204.5	888.2	868.3	675.5	9,169	11.1	1,868	14.6	5.3	1.6	11.0

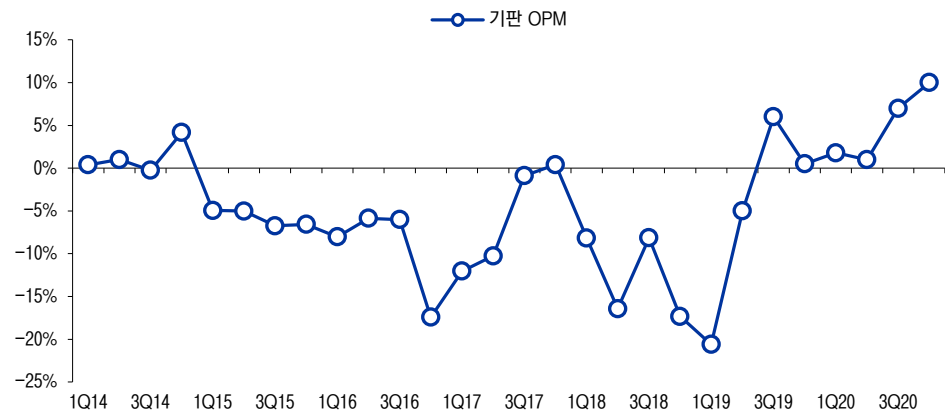
자료: 삼성전기, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표13 사업부별 실적추이

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	2,131	1,951	2,272	1,846	2,225	1,812	2,288	2,198	8,200	8,522	9,204
YoY	6%	8%	0%	-8%	4%	-7%	1%	19%	20%	4%	8%
부분별											
모듈	944	824	941	642	983	605	853	669	3,351	3,110	3,265
컴포넌트	838	787	820	775	858	840	983	1009	3,220	3,690	4,095
기판	349	341	511	429	384	368	452	520	1,629	1,723	1,844
YoY											
모듈	6%	33%	5%	-9%	4%	-27%	-9%	4%	8%	-7%	5%
컴포넌트	10%	-11%	-20%	-12%	2%	7%	20%	30%	-9%	15%	11%
기판	-5%	11%	15%	4%	10%	8%	-12%	21%	7%	6%	7%
영업이익	190	145	180.2	139	164.5	96	303	264	654	827	888
YoY	449%	282%	347%	274%	-14%	-34%	68%	90%	-36%	26%	7%
부분별											
모듈	72	50	66	29	68	5	77	13	217	164	163
컴포넌트	191	119	84	108	89	87	194	199	501	569	614
기판	-72	-25	31	2	7	4	32	52	-64	94	111
OPM											
모듈	8%	6%	7%	5%	7%	1%	9%	2%	6%	5%	5%
컴포넌트	23%	15%	10%	14%	10%	10%	20%	20%	16%	15%	15%
기판	-21%	-7%	6%	1%	2%	1%	7%	10%	-4%	5%	6%

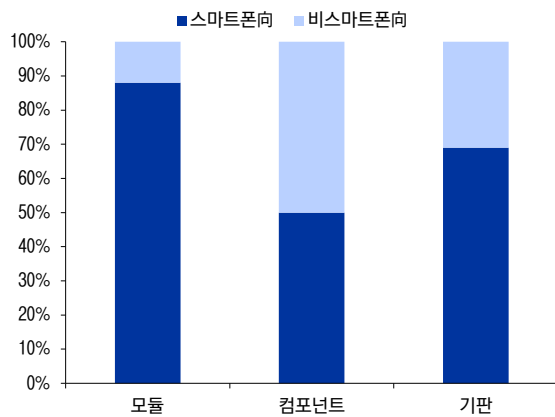
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 삼성전기 기판 OPM



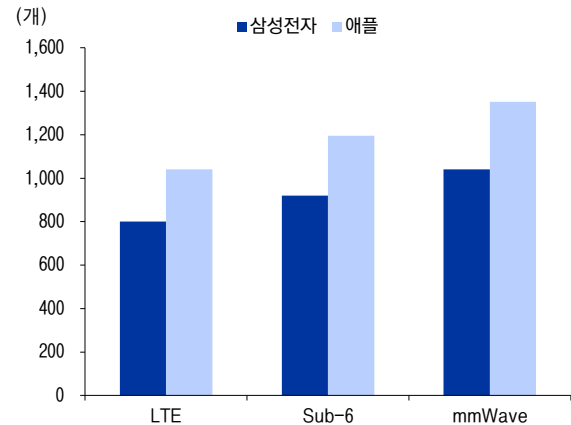
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 삼성전기 스마트폰 비중



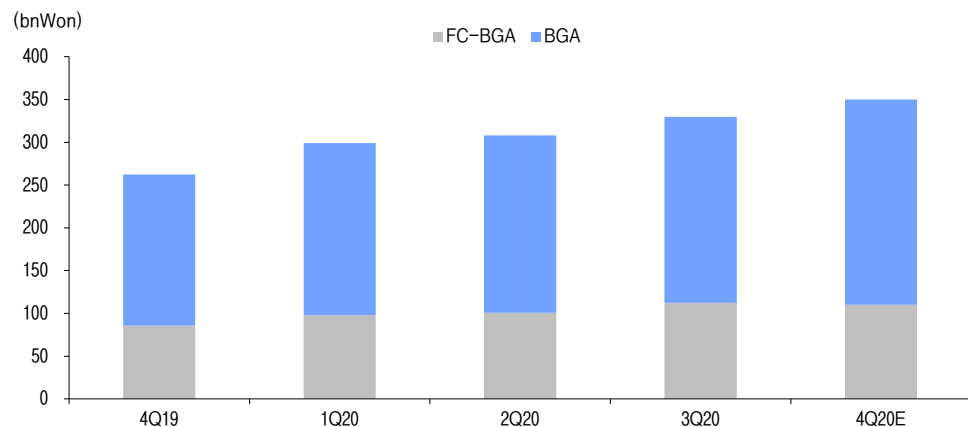
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 MLCC 탑재



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 PKG-sub 매출규모 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 2분기 실적 리뷰

(십억원)	3Q20P	2Q20	3Q19	qoq(%)	yoy(%)
매출액	2288	1812	2272	26%	1%
영업이익	303	96	180	215%	68%
세전사업계속이익	301	68	162	344%	85%
순이익	230	48	109	382%	110%
이익률(%)					
영업이익	13.2%	5.3%	7.9%	8%	5%
세전사업계속이익	13.1%	3.7%	7.1%	9%	6%
순이익	10.1%	2.2%	4.8%	8%	5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표15 실적 추정치 변화

(십억원)	변경전		변경후		% change	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	8,535	9,212	8,522	9,204	-0.1%	-0.1%
영업이익	738	881	827	888	12%	0.8%
세전이익	673	861	785	868	17%	0.8%
순이익	522	670	615	676	18%	0.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표16 주가 산출 표

항목①②		비고
① 지배지분(십억원)	6,152	2021년 예상치
② 발행주식수(천주)	74,694	
③ BPS(원)	82,367	① / ② 직전 고점 배수와 코로나 전 배수의 평균
④ Target Multiple	2.2	
* 적정주가	181,207	③ x ④
⑤ 목표주가	180,000	
⑥ 현재주가	133,500	⑤ / ⑥ -1
상승여력	35%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	2,478.8	3,525.3	3,507.5	4,308.0	4,742.3
현금 및 현금성자산	444.6	1,002.4	803.8	2,208.4	2,545.9
매출채권 및 기타채권	912.9	1,060.9	1,095.7	963.5	1,008.7
재고자산	918.9	1,115.6	1,271.3	843.0	882.6
기타유동자산	202.4	346.4	336.8	293.1	305.0
비유동자산	5,288.6	5,119.6	5,166.7	5,475.8	5,562.3
관계기업투자등	778.9	211.2	241.7	214.8	223.5
유형자산	4,154.7	4,558.0	4,514.5	4,832.6	4,893.8
무형자산	149.5	162.5	141.2	145.9	151.0
자산총계	7,767.4	8,644.9	8,674.2	9,783.8	10,304.6
유동부채	2,454.1	2,509.6	1,850.4	2,464.9	2,392.9
매입채무 및 기타채무	522.4	577.4	505.5	746.7	781.7
단기금융부채	1,671.3	1,394.0	760.1	1,202.5	1,074.5
기타유동부채	260.4	538.2	584.8	515.7	536.6
비유동부채	981.8	1,188.8	1,393.7	1,358.5	1,364.7
장기금융부채	897.6	1,060.1	1,251.3	1,202.3	1,202.3
기타비유동부채	84.2	128.7	142.4	156.2	162.5
부채총계	3,435.9	3,698.4	3,244.2	3,823.3	3,757.6
지배주주지분	4,231.6	4,821.0	5,285.0	5,805.2	6,391.7
자본금	388.0	388.0	388.0	388.0	388.0
자본잉여금	1,045.2	1,045.2	1,045.2	1,045.2	1,045.2
이익잉여금	2,609.8	3,179.3	3,572.9	4,093.0	4,679.6
비지배주주지분(연결)	99.8	125.4	145.1	155.3	155.3
자본총계	4,331.5	4,946.5	5,430.1	5,960.5	6,547.0

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	711.6	1,546.7	1,027.9	2,279.2	1,628.1
당기순이익(손실)	177.3	685.0	528.0	614.7	675.5
비현금수익비용가감	863.8	1,325.3	1,076.1	1,097.0	991.7
유형자산감가상각비	610.9	710.9	844.5	881.6	951.2
무형자산상각비	19.7	25.5	25.5	30.8	28.3
기타현금수익비용	-26.5	10.2	-0.7	184.6	12.2
영업활동 자산부채변동	-271.4	-381.7	-312.5	680.4	-39.1
매출채권 감소(증가)	-201.6	-164.5	-1.8	167.9	-45.2
재고자산 감소(증가)	-76.3	-275.9	-260.7	277.0	-39.6
매입채무 증가(감소)	-99.2	1.9	-7.6	247.2	35.1
기타자산, 부채변동	105.6	56.7	-42.4	-11.7	10.7
투자활동 현금	-1,231.2	-698.2	-517.0	-1,123.0	-1,079.4
유형자산처분(취득)	-1,384.7	-1,163.6	-1,511.7	-1,085.2	-1,012.5
무형자산 감소(증가)	-67.2	-10.6	-10.4	-28.0	-33.4
투자자산 감소(증가)	18.0	578.0	9.9	-10.8	-22.0
기타투자활동	202.7	-101.9	995.3	1.0	-11.5
재무활동 현금	201.1	-223.8	-626.2	197.9	-211.2
차입금의 증가(감소)	314.8	-74.1	-461.0	310.1	-128.0
자본의 증가(감소)	-47.9	-60.5	-76.0	-83.2	-83.2
배당금의 지급	47.9	60.5	76.0	83.2	83.2
기타재무활동	-65.8	-89.2	-89.2	-29.0	0.0
현금의 증가	-351.2	557.8	-146.9	1,404.6	337.5
기초현금	795.8	444.6	1,002.4	803.8	2,208.4
기말현금	444.6	1,002.4	855.5	2,208.4	2,545.9

자료: 삼성전기, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	6,838.5	8,002.0	8,040.8	8,522.5	9,204.5
매출원가	5,430.1	5,514.6	5,990.0	6,503.6	6,880.3
매출총이익	1,408.4	2,487.4	2,050.8	2,018.9	2,324.1
판매비 및 관리비	1,102.2	1,337.5	1,316.9	1,191.7	1,435.9
영업이익	306.2	1,149.9	734.0	827.2	888.2
(EBITDA)	936.8	1,886.4	1,604.0	1,739.6	1,867.7
금융손익	-49.2	-67.9	-72.9	-36.5	-21.2
이자비용	66.1	76.2	78.3	49.8	41.0
관계기업등 투자손익	8.0	7.2	11.9	-11.4	-11.7
기타영업외손익	-11.4	-4.0	17.6	5.4	12.9
세전계속사업이익	253.5	1,085.2	690.6	784.7	868.3
계속사업법인세비용	76.3	280.4	71.1	175.8	192.8
계속사업이익	177.3	804.9	619.5	608.9	675.5
중단사업이익	0.0	-119.8	-91.4	5.8	0.0
당기순이익	177.3	685.0	528.0	614.7	675.5
지배주주	161.7	656.2	514.3	603.4	669.8
총포괄이익	92.7	704.9	598.5	614.7	675.5
매출총이익률 (%)	20.6	31.1	25.5	23.7	25.3
영업이익률 (%)	4.5	14.4	9.1	9.7	9.6
EBITDA 마진률 (%)	13.7	23.6	19.9	20.4	20.3
당기순이익률 (%)	2.6	8.6	6.6	7.2	7.3
ROA (%)	2.1	8.0	5.9	6.5	6.7
ROE (%)	3.8	14.5	10.2	10.9	11.0
ROIC (%)	4.1	14.8	10.7	10.5	11.6

주요 투자지표

	2017	2018	2019	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	45.6	11.5	19.0	16.2	14.6
P/B	1.8	1.7	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.3	4.8	7.1	5.9	5.3
P/CF	7.5	4.0	6.5	6.1	6.2
배당수익률 (%)	0.8	1.0	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
매출액	0.0	17.0	0.5	6.0	8.0
영업이익	0.0	275.5	-36.2	12.7	7.4
세전이익	0.0	328.0	-36.4	13.6	10.7
당기순이익	0.0	286.5	-22.9	16.4	9.9
EPS	0.0	309.7	-21.8	17.4	11.1
안정성 (%)					
부채비율	79.3	74.8	59.7	64.1	57.4
유동비율	101.0	140.5	189.6	174.8	198.2
순차입금/자기자본(x)	46.2	24.4	21.5	2.6	-4.7
영업이익/금융비용(x)	4.6	15.1	9.4	16.6	21.7
총차입금 (십억원)	2,569	2,454	2,011	2,405	2,277
순차입금 (십억원)	2,002	1,209	1,168	156	-311
주당지표(원)					
EPS	2,194	8,986	7,030	8,255	9,169
BPS	54,531	62,126	68,106	74,809	82,367
CFPS	13,415	25,905	20,672	22,058	21,484
DPS	750	1,000	1,100	1,100	1,100

LG이노텍(011070)

숨보다 나무

2020. 11. 2

전기전자

Analyst 이왕진

02. 3779-8832

wangjin4268@ebestsec.co.kr

4Q20 Preview: 창립 최대 분기 실적

동사의 4Q20 예상실적은 3.5조원(yoy +17%, qoq +51%), 영업이익 2,864억원(yoy +37%, qoq +220%/OPM 8.3%)로 창립 최대 분기실적을 달성할 것으로 전망된다. 3분기 북미고객사 신제품 이연효과가 4분기 물리게 되며 광학솔루션 부문과 기판(PKG sub)부문의 역대급 실적이 전망된다.

LED 사업부 철수로 인해 내년 전사 이익에 큰 힘을 실어줄 전망이다. LED 사업부의 연간 영업적자는 2018년 -340억 수준에서 2019년 -830억원, 2020년 예상 -1,000억원 수준으로 추정된다. 매출액 기준으로는 2018년 4,565억원, 2019년 3,547억원, 2020년 1,110억원 수준으로 매년 지속적 줄여나가고 있었기 때문에 전사 탑라인에 큰 영향은 없을 것으로 보여진다.

싱글모듈 비딩

당사 인덱스 전반부에 제시한 것처럼 벤더 다변화 니즈가 확실하며 그 중 싱글모듈 비딩으로의 전환은 동사에게 확실한 디레iting 요소이다. 하지만 북미 고객사의 신제품 스펙과 벤더 결정은 끝날 때까지 끝난게 아니란 정설이 있다. 내년 물량확보가 얼마나 될지 아직 속단하긴 이르다. 이러한 상황에서 창립 최대 실적을 앞에 두고 내년 걱정을 하긴 너무 이르다. 특히 인덱스 후반부 OIS파트에서도 언급되었듯, 북미고객사의 OIS 구동방식은 센서샤프트 만으로는 부족하다. VCM closed loop 방식의 와이어는 엔코더 +피에조로 전환이나, 와이어자체의 변화가 동반되어야 할 것이다. 즉 동사의 ASP 인상 요인은 아직 몇 번이고 일어날 수 있는 이벤트이다. 이러한 상황에서 물량 감소가 크지 않다면 동사는 다시 한번 창립 최대를 이뤄낼 수 있는 모멘텀이 남아있다.

투자의견 매수 목표주가 유지

내년 싱글모듈 비딩에 대한 우려는 아직 시작할 시점이 아니다. 금번 12series의 엄청난 판매량 효과를 경험하고 내년 물량 수준을 확인하고 고민해도 늦지 않다 판단한다. 동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가를 유지한다

Buy (maintain)

목표주가 **230,000 원**

현재주가 **152,000 원**

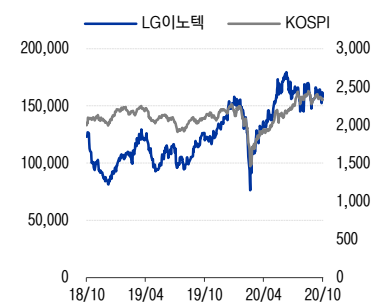
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (10/30)	2,267.15 pt
시가총액	35,974 억원
발행주식수	23,667 천주
52 주 최고가 / 최저가	179,500 / 76,300 원
90 일 일평균거래대금	321.17 억원
외국인 지분율	35.5%
배당수익률(20.12E)	0.2%
BPS(20.12E)	107,577 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 0.7%
	6 개월 -1.3%
	12 개월 17.7%
주주구성	LG 전자 (외 1 인) 40.8%
	국민연금공단 (외 1 인) 9.9%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	7,641.4	296.5	238.7	174.8	7,386	0.0	652	19.5	7.0	1.7	9.4
2018	7,982.1	263.5	184.0	163.1	6,892	-6.7	782	12.5	4.5	1.0	8.0
2019	8,302.1	403.1	158.2	102.3	4,323	-37.3	1,013	35.2	4.7	1.6	4.7
2020E	9,319.9	556.7	465.8	351.5	14,853	243.6	1,219	10.2	3.8	1.4	14.8
2021E	10,423.7	711.9	631.2	486.1	20,539	38.3	1,431	7.4	2.5	1.2	17.4

자료: LG이노텍, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표17 LG 이노텍 실적추이

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,369	1,522	2,446	2,965	2,011	1,540	2,299	3,470	8,302	9,320	10,424
YoY	-20%	0%	6%	22%	47%	1%	-6%	17%	4.0%	12%	10%
부분별											
광학솔루션	666	830	1,682	2,247	1,334	930	1,458	2,637	5,426	6,359	7,500
기판소재	257	276	306	286	290	296	319	324	1,125	1,228	1,486
전장부품	219	240	240	265	273	265	293	301	1,132	1,166	1,177
LED	125	117	120	94	104	92	91	67	355	111	-
YoY											
광학솔루션	-34%	2%	5%	34%	100%	12%	-13%	17%	6%	17%	18%
기판소재	-2%	-6%	5%	-8%	13%	7%	4%	13%	-3%	9%	21%
전장부품	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	1%
LED	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	
영업이익	-11	19	187	209	138	43	89	286	403	557	712
YoY	-168%	40%	44%	102%	흑전	128%	-52%	37%	53%	38%	28%
부분별											
광학솔루션	-28	4	160	231	123	19	26	250	366	418	410
기판소재	23	39	57	38	49	70	75	71	156	264	272
전장부품	-1	-15	-10	-16	-11	-35	-1	-2	-42	-50	5
LED	-11	-11	-20	-40	-26	-11	-20	-42	-83	-99	
OPM											
광학솔루션	-4%	0%	10%	10%	9%	2%	2%	10%	6.8%	6.6%	5.5%
기판소재	9%	14%	19%	13%	17%	24%	23%	22%	14%	22%	18%
전장부품	0%	-6%	-4%	-5%	-4%	-15%	0%	-1%	-12%	-45%	0.4%
LED	-11%	-10%	-22%	-60%	-60%	-30%	-100%	-350%	-23%	-89%	

자료: LG이노텍, 이베스트투자증권 리서치센터

* 기타 및 내부자 거래는 부분별 매출액에 미기재

표18 3분기 실적 Review

(십억원)	3Q20P	2Q20	3Q19	% change	
				QoQ	YoY
매출액	2,299	1,540	2,446	49%	-6%
영업이익	89	43	187	108%	-52%
세전사업계속이익	35	15	153	138%	-77%
순이익	27	8	125	254%	-78%
이익률(%)					
영업이익	3.9%	2.8%	7.6%	1%	-4%
세전사업계속이익	1.5%	0.9%	6.3%	1%	-5%
순이익	1.2%	0.5%	5.1%	1%	-4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표19 실적 변경

(십억원)	변경전		변경후		% change	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	9,251	10,311	9,320	10,424	1%	1%
영업이익	591	650	557	712	-6%	10%
세전이익	502	570	466	631	-7%	11%
순이익	383	439	351	486	-8%	11%

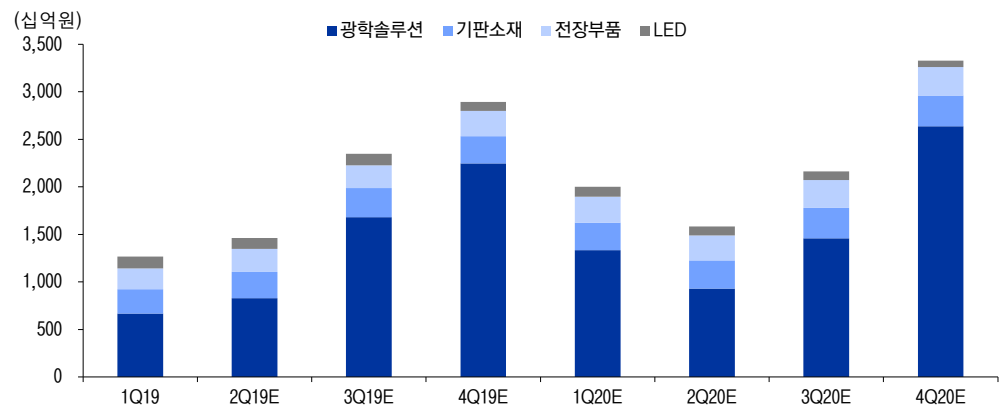
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 주가 산출 표

항목①②		비고
① 지배지분(십억원)	3,025	2021년 예상치
② 발행주식수(천주)	23,667	
③ BPS(원)	127,814	① / ②
④ Target Multiple	1.8	5년 평균 상단배수 10% 할증
* 적정주가	230,065	③ x ④
⑤ 목표주가	230,000	
⑥ 현재주가	152,000	
상승여력	51%	⑤ / ⑥ -1

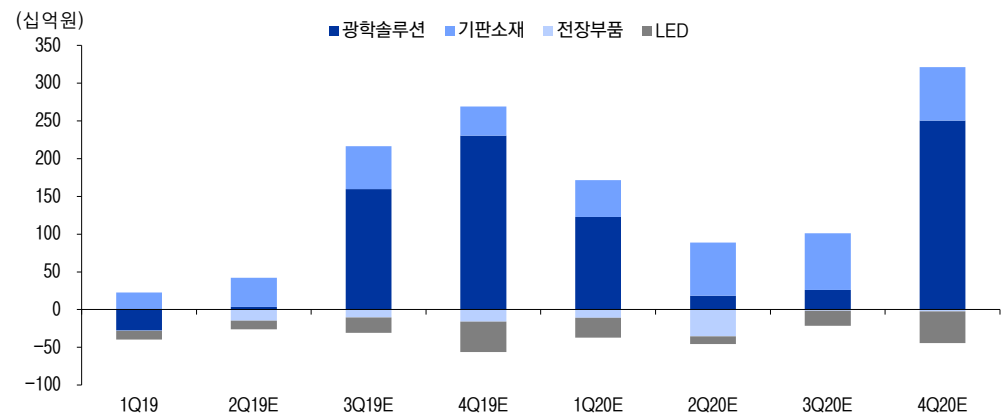
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 사업부별 매출액 추이



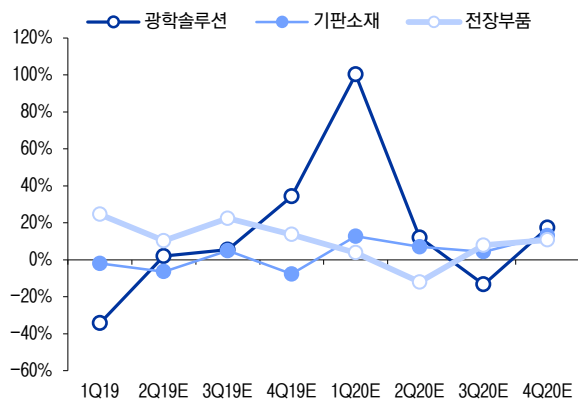
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 사업부별 영업이익 추이



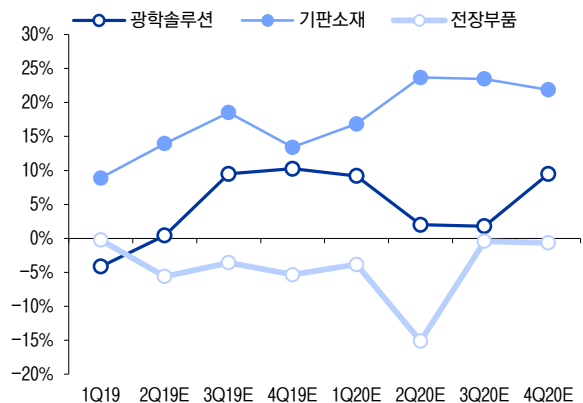
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 사업부별 매출액 yoy



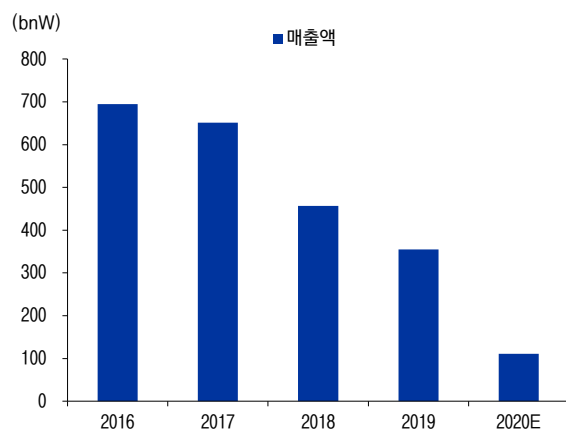
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 사업부별 OPM



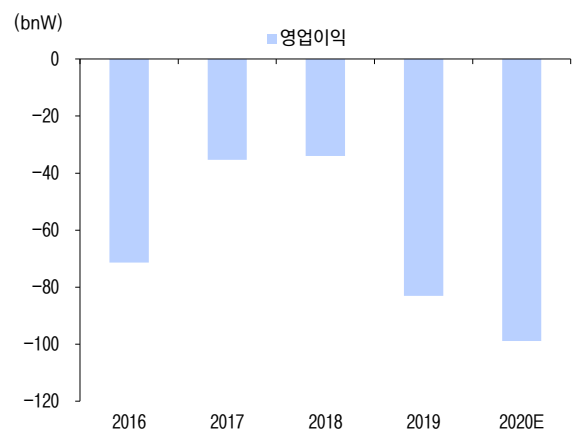
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 LED 사업부 매출액



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 LED 사업부 영업이익



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

LG이노텍 (011070)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	2,734.5	2,233.3	2,530.9	3,983.3	3,973.3
현금 및 현금성자산	369.5	621.2	799.6	890.0	1,911.7
매출채권 및 기타채권	1,648.2	925.1	1,131.7	1,521.2	856.7
재고자산	641.3	520.2	488.1	1,487.6	1,117.1
기타유동자산	75.4	166.7	111.6	84.4	87.8
비유동자산	3,143.0	3,522.7	3,239.8	3,643.6	3,776.2
관계기업투자등	2.4	0.0	0.0	3.0	3.1
유형자산	2,599.6	2,927.3	2,707.6	3,070.9	3,161.9
무형자산	269.5	309.4	276.8	313.4	344.6
자산총계	5,877.5	5,756.1	5,770.8	7,626.8	7,749.6
유동부채	2,497.2	1,584.4	2,046.2	3,547.7	3,186.1
매입채무 및 기타채무	1,962.4	965.9	1,053.8	2,662.2	2,284.6
단기금융부채	240.7	331.0	549.3	492.3	492.3
기타유동부채	294.2	287.5	443.1	393.2	409.2
비유동부채	1,429.5	2,053.4	1,519.9	1,533.1	1,538.4
장기금융부채	1,261.9	1,795.7	1,380.2	1,402.0	1,402.0
기타비유동부채	167.5	257.7	139.8	131.1	136.4
부채총계	3,926.7	3,637.8	3,566.2	5,080.8	4,724.6
지배주주지분	1,950.8	2,118.2	2,204.6	2,546.0	3,025.0
자본금	118.3	118.3	118.3	118.3	118.3
자본잉여금	1,133.6	1,133.6	1,133.6	0.0	0.0
이익잉여금	741.4	906.7	989.3	1,330.7	1,809.6
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,950.8	2,118.2	2,204.6	2,546.0	3,025.0

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	446.0	1,062.3	769.0	1,152.5	1,880.4
당기순이익(손실)	238.7	184.0	158.2	387.2	486.1
비현금수익비용가감	486.3	673.4	936.9	725.8	724.3
유형자산감가상각비	306.7	469.9	547.1	597.7	638.7
무형자산상각비	48.4	48.1	62.9	65.0	80.3
기타현금수익비용	-9.7	-2.1	22.7	63.1	5.3
영업활동 자산부채변동	-241.4	311.3	-240.8	103.9	670.1
매출채권 감소(증가)	-405.5	706.1	-261.4	-463.9	664.5
재고자산 감소(증가)	-245.1	122.9	33.8	-992.6	370.5
매입채무 증가(감소)	363.9	-551.6	118.5	1,557.9	-377.5
기타자산, 부채변동	45.2	33.9	-131.7	2.6	12.6
투자활동 현금	-834.4	-1,414.5	-354.3	-992.7	-851.7
유형자산처분(취득)	-750.9	-1,358.2	-415.0	-887.8	-729.7
무형자산 감소(증가)	-86.8	-90.1	-111.4	-104.5	-111.5
투자자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1
기타투자활동	3.4	33.8	172.0	-0.4	-10.4
재무활동 현금	422.5	603.6	-238.9	-71.2	-7.1
차입금의 증가(감소)	428.4	609.5	-231.8	-64.1	0.0
자본의 증가(감소)	-5.9	-5.9	-7.1	-7.1	-7.1
배당금의 지급	5.9	5.9	7.1	7.1	7.1
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	28.3	251.7	178.3	90.5	1,021.6
기초현금	341.3	369.5	621.2	799.6	890.0
기말현금	369.5	621.2	799.6	890.0	1,911.7

자료: LG이노텍, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	7,641.4	7,982.1	8,302.1	9,319.9	10,423.7
매출원가	6,756.7	7,118.2	7,273.1	8,131.6	9,013.5
매출총이익	884.7	863.9	1,028.9	1,188.3	1,410.3
판매비 및 관리비	588.2	600.4	625.8	631.6	698.4
영업이익	296.5	263.5	403.1	556.7	711.9
(EBITDA)	651.5	781.6	1,013.2	1,219.4	1,430.9
금융손익	-39.7	-47.3	-61.7	-54.5	-44.4
이자비용	33.3	54.3	63.8	51.5	51.5
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-18.1	-32.2	-183.2	-36.3	-36.3
세전계속사업이익	238.7	184.0	158.2	465.8	631.2
계속사업법인세비용	63.9	20.9	55.9	114.3	145.2
계속사업이익	174.8	163.1	102.3	351.5	486.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	174.8	163.1	102.3	351.5	486.1
지배주주	174.8	163.1	102.3	351.5	486.1
총포괄이익	148.2	165.2	106.1	351.5	486.1
매출총이익률 (%)	11.6	10.8	12.4	12.7	13.5
영업이익률 (%)	3.9	3.3	4.9	6.0	6.8
EBITDA 마진률 (%)	8.5	9.8	12.2	13.1	13.7
당기순이익률 (%)	2.3	2.0	1.2	3.8	4.7
ROA (%)	3.4	2.8	1.8	5.2	6.3
ROE (%)	9.4	8.0	4.7	14.8	17.4
ROIC (%)	7.8	7.0	7.5	12.2	16.7

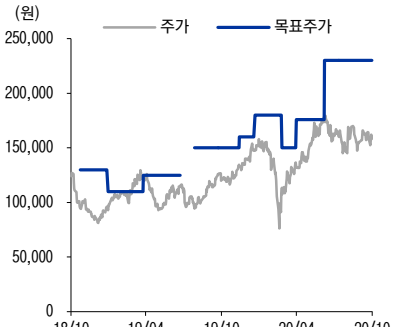
주요 투자지표

	2017	2018	2019	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	19.5	12.5	35.2	10.2	7.4
P/B	1.7	1.0	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.0	4.5	4.7	3.8	2.5
P/CF	4.7	2.4	3.3	3.2	3.0
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
매출액	0.0	4.5	4.0	12.3	11.8
영업이익	0.0	-11.1	53.0	38.1	27.9
세전이익	0.0	-22.9	-14.0	194.4	35.5
당기순이익	0.0	-6.7	-37.3	243.6	38.3
EPS	0.0	-6.7	-37.3	243.6	38.3
안정성 (%)					
부채비율	201.3	171.7	161.8	199.6	156.2
유동비율	109.5	141.0	123.7	112.3	124.7
순차입금/자기자본(x)	58.1	71.1	51.2	39.4	-0.6
영업이익/금융비용(x)	8.9	4.8	6.3	10.8	13.8
총차입금 (십억원)	1,503	2,127	1,929	1,894	1,894
순차입금 (십억원)	1,133	1,505	1,129	1,004	-18
주당지표(원)					
EPS	7,386	6,892	4,323	14,853	20,539
BPS	82,426	89,501	93,151	107,577	127,814
CFPS	30,632	36,228	46,273	47,026	51,141
DPS	250	300	300	300	300

아이티엠반도체 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	신규	이왕진									
			2020.04.06	Buy	64,000	12.5		-3.1						
			2020.07.13	Buy	80,000									

일시	주가 (원)	목표주가 (원)
19/11	20,000	-
20/01	40,000	-
20/03	60,000	-
20/04/06	64,000	64,000
20/05/13	60,000	80,000
20/07/13	60,000	80,000
20/08/13	50,000	80,000
20/09/13	45,000	80,000

삼성전기 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
200,000			2018.11.01	Buy	180,000	-25.0		-38.2						
150,000			2019.01.14	Buy	140,000	-16.1		-28.3						
100,000			2019.07.23	커버리지제외										
50,000			2019.08.26	신규	이왕진									
0			2019.08.26	Buy	124,000	-8.1		-18.2						
			2019.10.25	Buy	134,000	2.2		-10.5						
			2020.01.30	Buy	155,000	-5.8		-20.9						
			2020.07.29	Buy	175,000	-17.4		-22.4						
			2020.09.14	Buy	180,000									

LG 이노텍 목표주가 추이			투자의견 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
			2018.11.22	Buy	130,000	-20.8		-29.6						
			2019.01.28	Hold	110,000	17.7		0.4						
			2019.04.24	Hold	125,000	0.8		-14.8						
			2019.07.23	커버리지제외										
			2019.08.26	신규	이왕진									
			2019.08.26	Buy	150,000	-10.3		-22.4						
			2019.12.13	Buy	160,000	-3.8		-12.5						
			2020.01.20	Buy	180,000	-12.2		-24.5						
			2020.03.25	Buy	150,000	-9.0		-18.7						
			2020.04.29	Buy	176,000	1.4		-12.5						
			2020.07.07	Buy	230,000									

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 당사에게 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)	투자의견 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)	+15% 이상 기대	86.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	13.1%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 10. 1 ~ 2020. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)