



2020년 5월 18일 | Equity Research



전기전자/휴대폰 Overweight

걱정이 많았나 봅니다

- | 20년 2분기 Worst Case는 오지 않을 가능성이 높다
- | 코로나19에도 패키지기판과 MLCC 업황은 확실히 견조하다
- | 대형주는 삼성전기, LG이노텍 / 증소형주는 대덕전자, 심텍



Analyst 김록호
02-3771-7523
roko.kim@hanafn.com

RA 이준민
02-3771-7743
joonmin.lee@hanafn.com

2020년 하반기 전망

Top picks 및 관심종목

삼성전기(009150) | BUY | TP 141,000원 | CP(5월15일) 119,500원
LG이노텍(011070) | BUY | TP 196,000원 | CP(5월15일) 146,000원
대덕전자(008060) | BUY | TP 11,000원 | CP(5월15일) 8,210원
심텍(222800) | BUY | TP 15,000원(신규) | CP(5월15일) 9,720원
와이솔(122990) | BUY | TP 14,500원 | CP(5월15일) 10,700원



CONTENTS

2020년 하반기 전망 Summary	3
1. 2020년 스마트폰 전망치 소폭 상향	5
1) 중국 스마트폰의 1~4월 출하량 흐름이 전망치 조정의 근거	5
2) 중화권 기회는 단기적으로만 대응	7
3) Apple이 가장 무난. 하반기 회복 도래시에 삼성전자의 반등 기대	9
2. 패키지 기판 업황은 확실히 양호 !	10
1) Ibiden 전년대비 48% 증가하는 영업이익 제시로 신고가 갱신중	10
2) 국내 패키지기판 업체들 실적도 모두 호조	11
3) 메모리반도체향 패키지기판은 가격 상승도 기대	12
4) 대덕전자, 심텍, 해성디에스 모두 추천	15
3. MLCC 중장기 수요는 물론 단기 우려도 불식	16
1) Murata와 Taiyo yuden의 MLCC 수주 데이터 맑음	16
2) Yageo, Walsin의 월 매출액도 양호하게 전개중	18
3) 삼성전기 추천, 삼화콘덴서도 기회 있을 것	19
4. 카메라: 위기와 기회가 공존	20
1) 스마트폰 출하량 부진을 ASP 상승으로 상쇄	20
2) 제조원가 내에서 비중 확대된 부품은?	22
3) 스마트폰 출하 감소에도 카메라모듈 업체들 실적 레벨업	24
4) 2020년보다는 2021년 출하량 회복 시기를 도모	27
5. 대형주: 삼성전기, LG이노텍 / 중소형주: 대덕전자, 심텍	28
관심종목: 해성디에스, 비에이치 / 20년 하반기 주목할 테마: 5G, 폴더블	28
Top Picks 및 관심종목	30
삼성전기 (009150)	31
LG이노텍 (011070)	35
대덕전자 (008060)	39
심텍 (222800)	43
와이솔 (122990)	49

2020년 5월 18일 | Equity Research

전기전자/휴대폰

걱정이 많았나 봅니다

20년 2분기 Worst Case는 오지 않을 가능성이 높다

코로나19로 인한 불확실성이 여전히 높은 가운데, 중국의 1~4월 스마트폰 출하량 흐름은 말 그대로 드라마틱했다. 20년 4월 스마트폰 출하량이 전년동월대비 17% 증가한 4,078만대를 기록해 17년 12월 이후 처음으로 4천만대를 초과했다. 중국의 코로나19 신규 확진자 수와 스마트폰 출하량 역성장폭이 비례했음을 감안하면, 미국/서유럽과 아시아/동유럽 등도 유사한 흐름을 보일 것으로 예상된다. 그에 따라 3월 27일 하향했던 글로벌 스마트폰 출하량을 다시 1.5% 상향해 13.3억대로 전망한다. 우려했던 최악의 가정은 오지 않을 가능성이 높다는 판단이다.

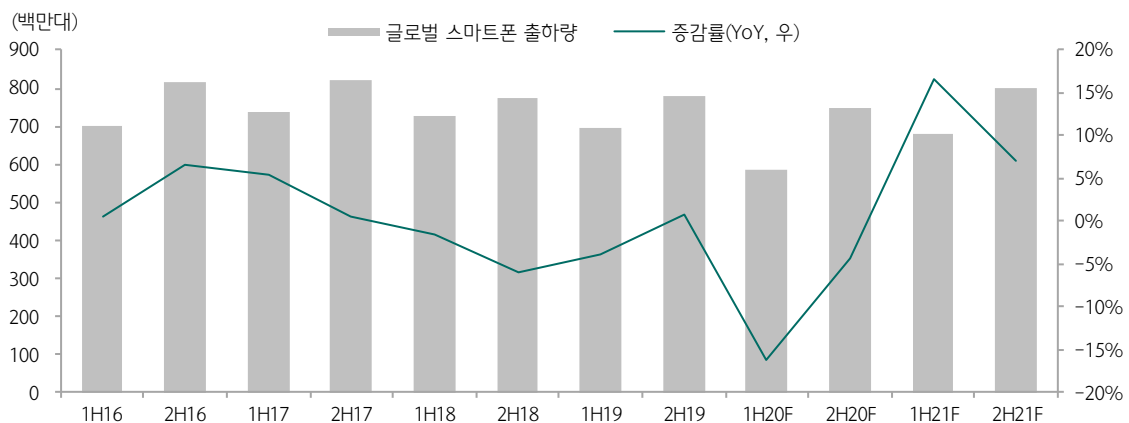
코로나19에도 패키지기판과 MLCC 업황은 확실히 견조하다

우려했던 것보다 양호하다고 하지만 코로나19로 인한 IT 업계의 전반적인 수요 부진은 불가피하다. 그럼에도 불구하고 국내외 패키지기판 및 MLCC 업체들은 공통적으로 나쁘지 않은 실적을 기록했고, 걱정했던 것보다 양호한 전망치를 공유하고 있다. 단기적으로 스마트폰의 부진을 언택트로 대표되는 서버, PC 등이 상쇄해주고 있고, 차세대 CPU 및 메모리 출시와 5G 준비 및 단말기 본격화에 따른 중장기 성장성도 확보하고 있다. 패키지기판과 MLCC 업황에 대해서는 비중확대를 추천한다.

대형주는 삼성전기, LG이노텍 / 중소형주는 대덕전자, 심텍

업종 내 최선호주로 대형주에서는 삼성전기와 LG이노텍을 추천한다. 삼성전기는 MLCC 업황, LG이노텍은 Apple 카메라성능 향상의 수혜가 가능하다. 더불어 5G RF 비메모리향 패키지 기판의 수요가 강한 것으로 파악되어 앞서 언급한 각각의 주력 아이টে를 지원사격해줄 것이다. 패키지기판 업체인 대덕전자와 심텍은 각각 분할, 유상증자 이벤트라는 실적 외 변수가 있지만, 중장기 업황 및 실적을 감안하면 매력적인 가격대라는 판단이다.

글로벌 스마트폰 출하량 전망

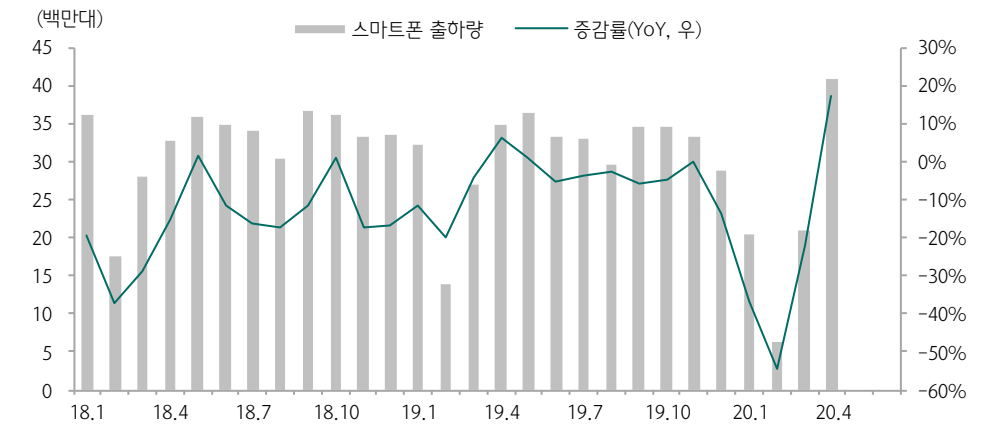


자료: Counterpoint, 하나금융투자

Summary

중국 스마트폰 출하량은 2월을
저점으로 반등세로 전환

중국 스마트폰 월별 출하량 추이

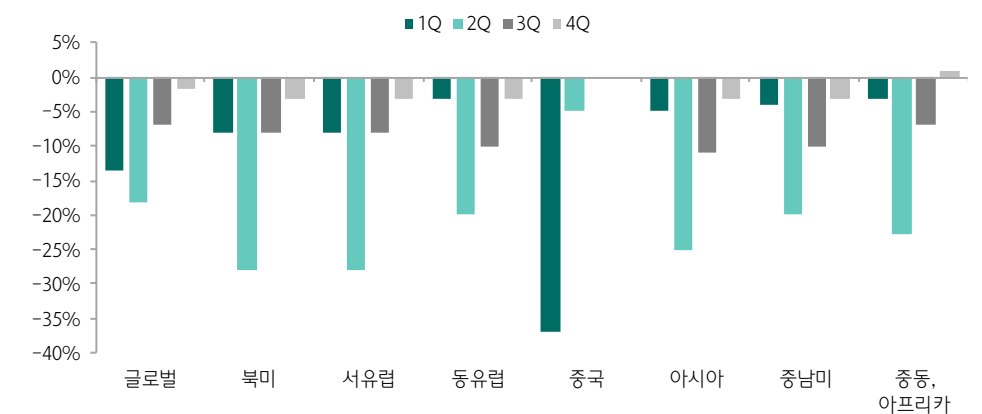


자료: CAICT, 하나금융투자

중국의 1분기 역성장폭이 우려대비
양호했고, 4월 데이터는 성장 전환

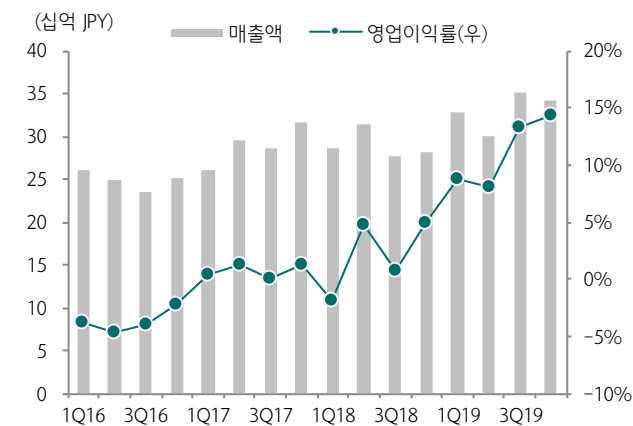
그에 따른 지역별 출하량 전망치도
기존대비 소폭 상향 조정

지역별 20년 1~4분기 스마트폰 출하량 전년동기대비 증감률 전망



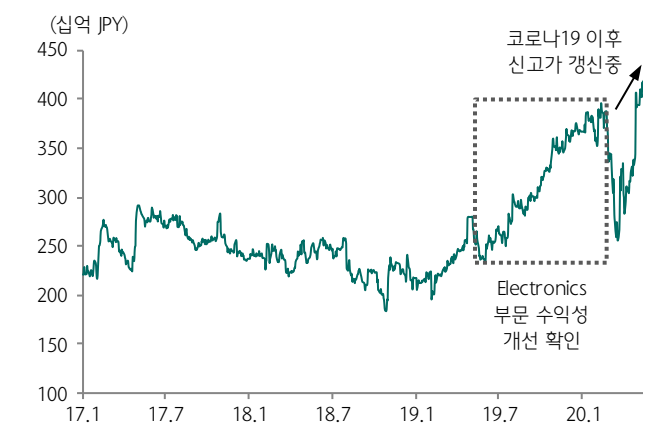
자료: Counterpoint, 하나금융투자

Ibiden의 Electronics 부문 실적 추이(FY 기준)



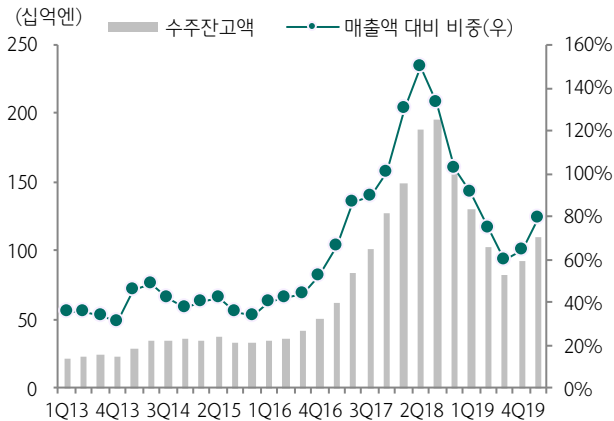
자료: Ibiden, 하나금융투자

Ibiden의 시가총액 추이



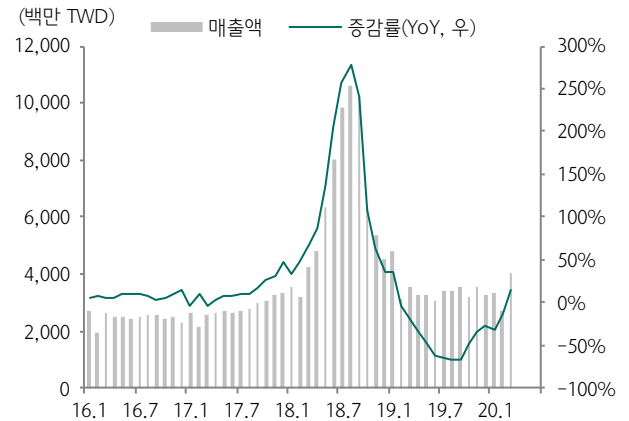
자료: Quantiwise, 하나금융투자

Murata의 캐패시터 부문 수주잔고액 추이



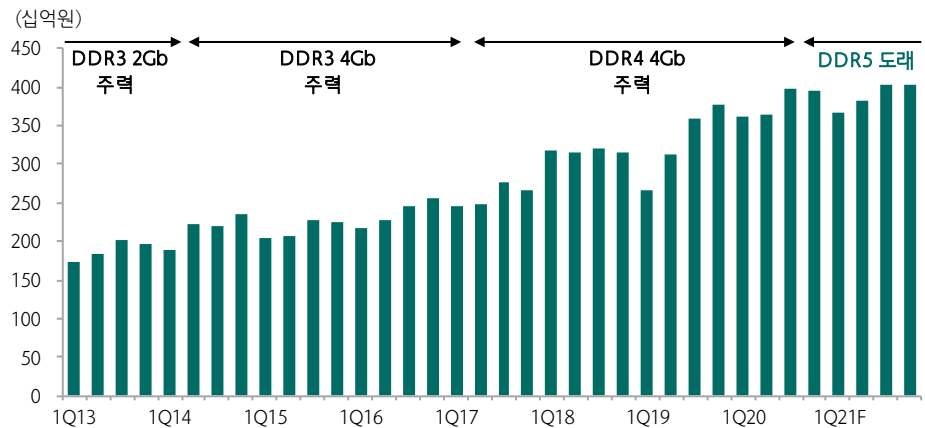
자료: Murata, 하나금융투자

Yageo 월 매출액 추이



자료: Yageo, 하나금융투자

중소형 업체 패키지기판 매출액 합산 추이

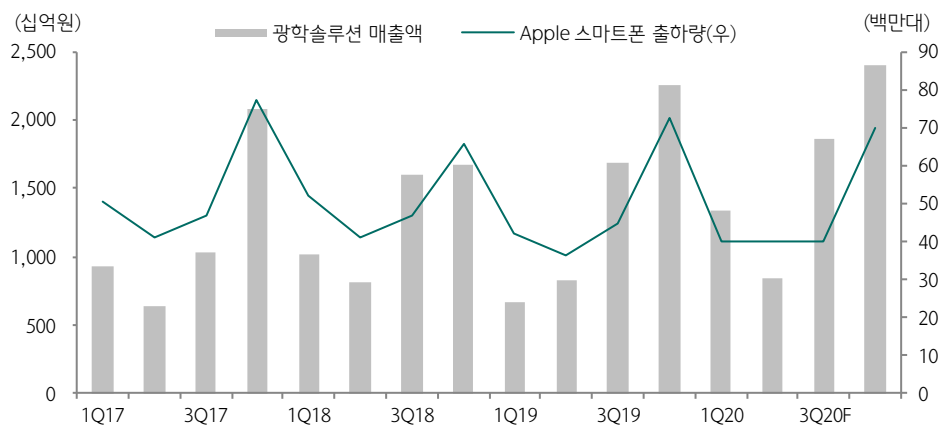


주: 심텍, 대덕전자, 해성디에스 합산

자료: 각사, 하나금융투자

LG이노텍 광학솔루션 매출액 vs Apple 스마트폰 출하량 추이 및 전망

Apple 스마트폰 출하 정체에도
LG이노텍 광학솔루션 매출액 증가



자료: 각사, 하나금융투자

1. 2020년 스마트폰 전망치 소폭 상향

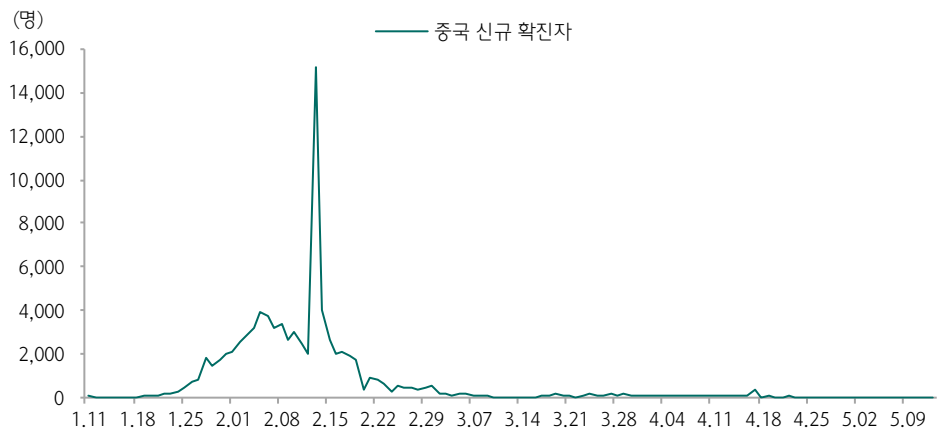
1) 중국 스마트폰의 1~4월 출하량 흐름이 전망치 조정의 근거

중국의 스마트폰 출하량 흐름을
타 지역에도 적용 가능하다고 판단

2020년 글로벌 스마트폰의 출하량 전망치를 13.3억대로 기존대비 1.5% 상향한다. 3월 27일 작성한 '2020년 글로벌 스마트폰 출하량 2차 하향' 보고서 통해서 13.1억대로 전망한 바 있다. 전망치를 상향하는 것은 중국의 1~4월 스마트폰 출하량 흐름에 근거한다. CAICT(중국통신원)에서 발표한 4월 스마트폰 출하량은 전년동월대비 17%, 전월대비 94% 증가했다. 4월 출하량은 4,078만대를 기록했는데, 4천만대 이상의 출하량은 17년 12월 이후 처음이다. 코로나19의 발원지였던 중국에서 스마트폰의 전년동월대비 역성장폭은 1월 -37%, 2월 -55%, 3월 -22%, 4월 +17%를 시현했다. 회복의 강도가 강해 3월 역성장폭도 우려대비 양호했고, 4월은 전년동월대비 성장세로 전환했다. 중국은 춘절 연휴 연장이라는 변수로 타 지역보다 충격이 크게 나타났을 가능성을 고려해서 타 지역에 대한 전망을 진행했다. 3월부터 코로나19가 확산되었던 북미와 서유럽 등의 지역에서도 4월에 최대 역성장폭, 5월부터 회복세를 기대한다. 아시아 지역은 4월부터 코로나19가 확산되었고 5월 현재 신규 확진자 추이가 증가중이다. 속단하기 이르지만 타지역과 마찬가지로 5월 중에 신규 확진자 수가 정점을 찍고 감소 추세로 전환될 것으로 예상된다. 그에 따라 20년 하반기 스마트폰 업황이 정상화에 근접할 것이라는 기존 가정의 실현 가능성이 높아졌다는 판단이다.

그림 1. 중국 코로나19 신규 확진자 추이

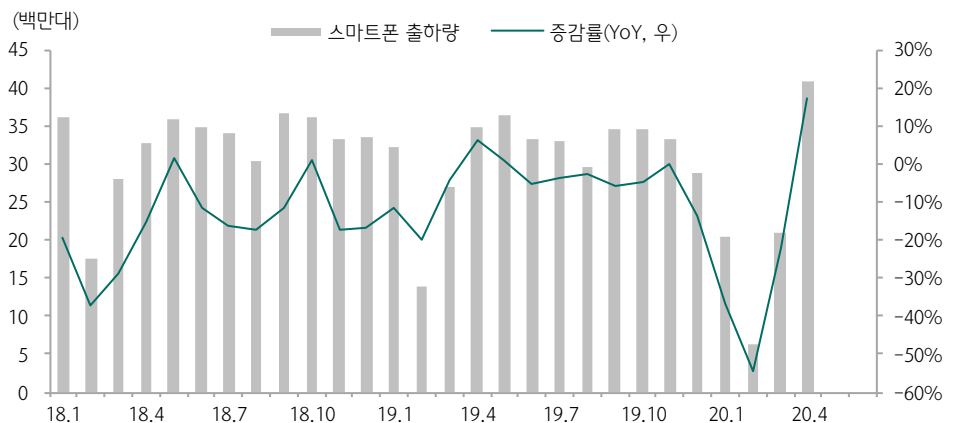
신규 확진자 수는 2월을 정점으로
감소세로 전환



자료: WHO, 하나금융투자

그림 2. 중국 스마트폰 월별 출하량 추이

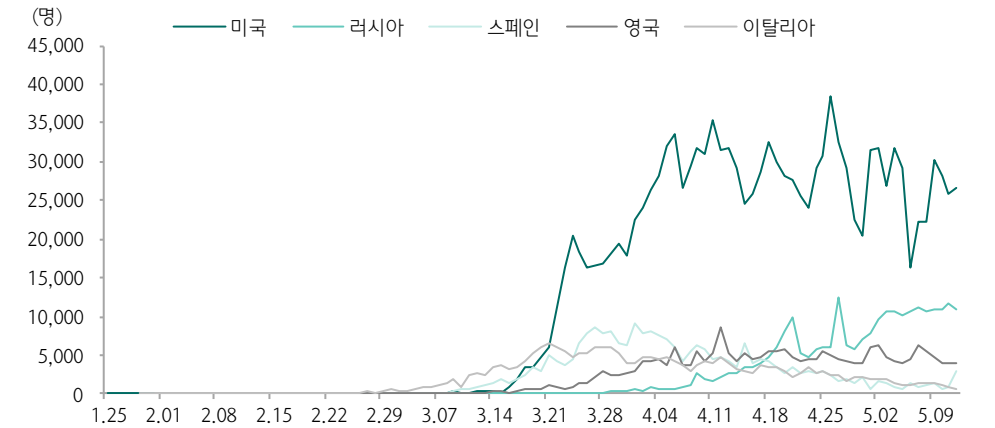
스마트폰 출하량은 2월을 저점으로
반등세로 전환



자료: CAICT, 하나금융투자

그림 3. 북미 및 유럽 주요국 코로나19 신규 확진자 추이

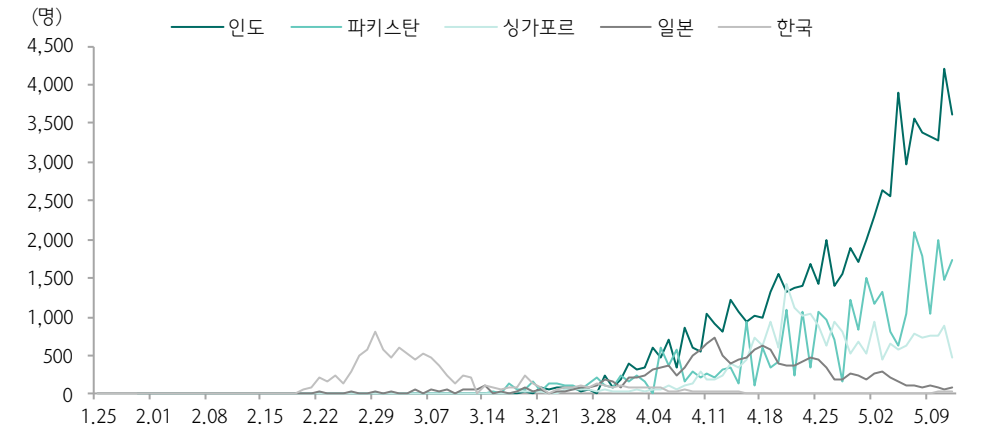
신규 확진자 수는 4월 말을 정점으로 감소세로 전환



자료: WHO, 하나금융투자

그림 4. 아시아권 주요국 코로나19 신규 확진자 추이

신규 확진자 수는 5월 중 정점 확인 예상

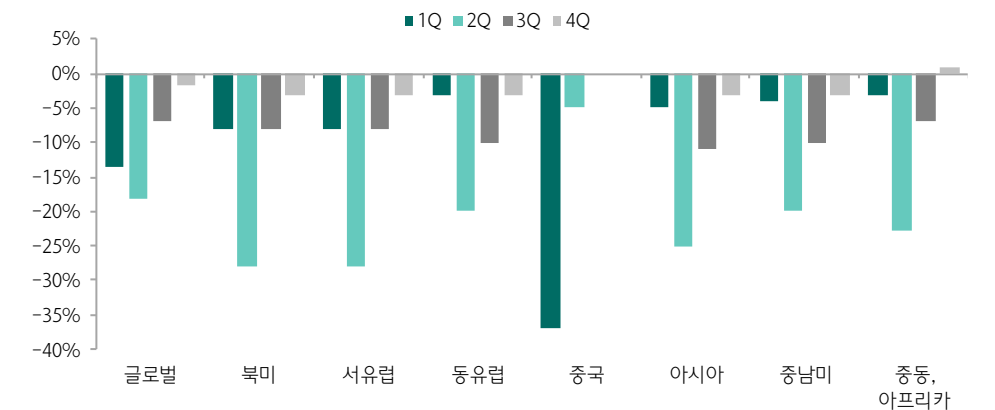


자료: WHO, 하나금융투자

그림 5. 지역별 20년 1~4분기 스마트폰 출하량 전년동기대비 증감률 전망

중국의 1분기 역성장폭이 우려대비 양호했고, 4월 데이터는 성장 전환

그에 따른 지역별 출하량 전망치도 기존대비 소폭 상향 조정



자료: Counterpoint, 하나금융투자

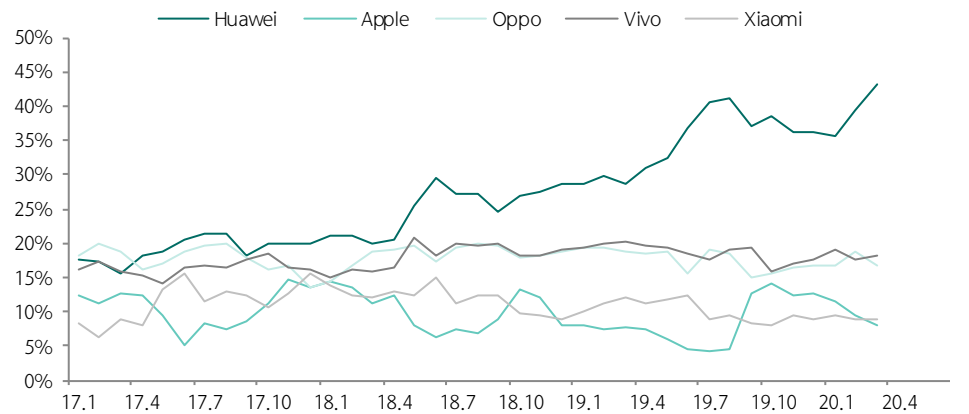
2) 중화권 기회는 단기적으로만 대응

중국 스마트폰 업체들 중에
Huawei가 점유율 확대중

20년 2분기에 중국의 스마트폰 업황이 회복세로 진입하면서 중국 스마트폰 업체들의 출하량 증가가 예상된다. 중국의 스마트폰 시장이 회복세로 진입하는 가운데 두드러지게 성장세를 시현중인 업체는 Huawei다. Huawei의 중국 시장 내 점유율은 2018년 25%, 2019년 36%로 확대되었고, 20년 1분기 39%까지 확대된 것으로 파악된다. 미국과의 무역 분쟁 속에서 Google의 서비스 제한 이후로 자국 내에서의 점유율이 확대되었다. 반면에 비중국에서는 고전하며 출하량 감소세가 뚜렷했다. Huawei는 Google의 서비스 제한 조치가 변경되지 않는다면 현재 추세를 뒤집기는 어려울 것으로 판단된다. 그렇기 때문에 중국 내에서의 점유율 확대 전략에 보다 집중할 것으로 예상된다. 다만, 현재 점유율이 40%에 근접하며 높기 때문에 점유율을 확대할 수 있는 여력은 제한적이라 판단된다.

그림 6. 중국 지역 상위 5개사 월별 점유율 추이

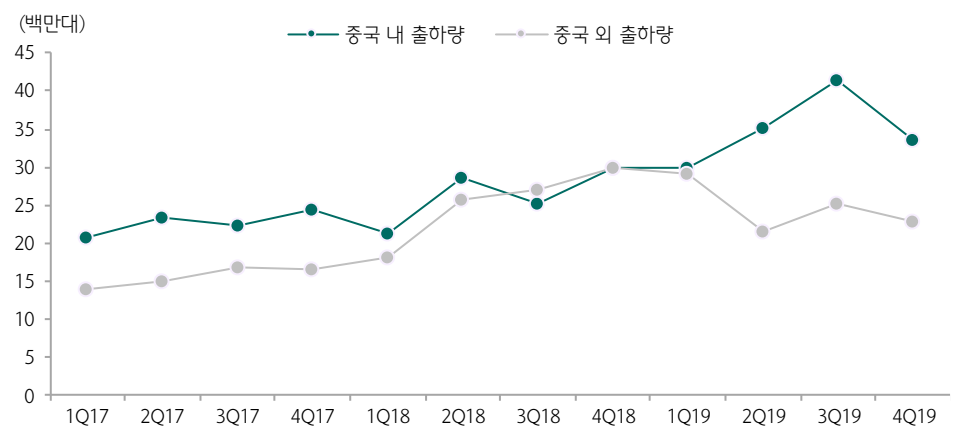
Huawei는 19년부터 점유율 확대



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 7. Huawei 중국 내/중국 외 출하량 추이

중국 출하량 증가
Vs 중국 외 출하량 감소



자료: Counterpoint, 하나금융투자

중국 및 Huawei향 매출비중 높은 업체가 실적 상회 가능성 있음

20년 2분기 삼성전자의 스마트폰 감소로 인해 국내 부품 업체들의 실적에 대한 눈높이는 낮을 수 밖에 없다. 중국의 스마트폰 정상화 과정에서 부품 공급사들에게 기회가 제공될 것으로 기대된다. 다만, 앞서 언급한 것처럼 Huawei향 매출비중이 있는 업체로 범위를 좁힐 필요가 있다. Huawei의 점유율 확대폭이 제한적이긴 하지만, 낮아진 실적을 상회할 수 있는 가능성이 있는 업체들에 대한 단기적인 투자 기회는 제공될 것으로 판단된다.

표 1. 국내 부품사 중국향 매출비중 추정

(단위: 십억원)

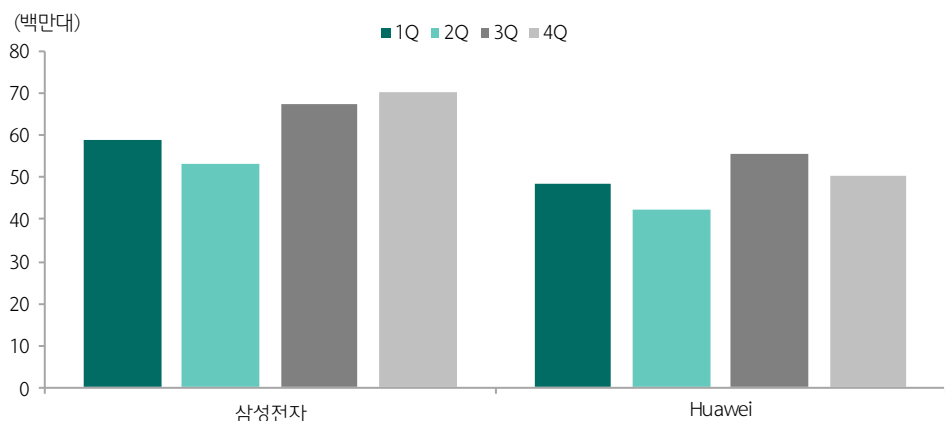
기업명	시가총액 (5/15 종가)	매출액			영업이익			중국 비중 ('19 기준)
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	
삼성전기	8,925.9	6,838.5	8,002.0	8,040.8	306.2	1,149.9	734.0	27%
LG이노텍	3,455.4	7,641.4	7,982.1	8,302.1	296.5	263.5	403.1	4%
LG전자	8,902.4	61,396.3	61,341.7	62,306.2	2,468.6	2,703.3	2,436.1	4%
대덕전자	640.4	512.2	592.1	1,072.3	30.6	34.8	46.4	26%
나노스	640.6	35.8	61.1	52.6	(14.7)	(3.3)	(14.8)	5%
제이앤티씨	833.0	268.3	229.4	386.2	13.4	25.5	95.5	80%
서울반도체	752.1	1,110.4	1,194.2	1,129.9	98.3	94.9	49.5	24%
비에이치	548.6	691.3	767.9	654.9	75.7	91.0	62.6	10%
엠씨넥스	535.0	668.5	697.0	1,267.7	19.7	41.1	113.1	0%
삼화콘덴서	515.6	199.3	274.4	254.5	22.1	81.4	37.3	12%
파워로직스	238.9	705.7	753.9	1,107.9	19.5	26.2	50.6	0%
KH바텍	499.7	351.1	165.9	203.6	(31.5)	(6.8)	7.0	0%
파트론	432.7	790.3	796.5	1,254.6	9.9	30.2	105.2	10%
드림텍	392.4	679.4	601.6	559.7	40.6	42.4	30.5	4%
에스맥	386.9	168.2	141.4	168.0	11.3	12.2	10.7	95%
세경하이테크	326.0	102.2	256.6	281.4	0.4	38.6	23.4	33%
와이솔	301.4	446.1	366.3	370.3	52.6	54.8	40.0	22%
슈프리마	247.1	47.1	52.8	72.1	12.4	12.2	24.6	28%
인터플렉스	235.6	805.5	313.9	439.2	61.5	(66.2)	(16.8)	20%
모다이노칩	219.2	311.8	321.2	320.1	50.9	43.2	30.5	4%
해성디에스	274.6	325.1	363.3	381.4	33.9	26.8	27.0	36%
아모그린텍	227.7	111.3	85.0	93.4	1.7	(3.1)	2.6	5%
심텍	221.2	811.6	1,007.6	1,000.2	33.8	30.8	(17.9)	19%
아모텍	209.5	315.5	253.4	248.6	40.9	11.3	7.0	20%

자료: 각사, 하나금융투자

그림 8. 삼성전자, Huawei 20년 1~4분기 스마트폰 출하량 전망

Huawei는 2분기부터 출하량 회복

삼성전자 2분기 부진하겠지만
3분기부터는 회복 본격화 기대



자료: Counterpoint, 하나금융투자

3) Apple이 가장 무난. 하반기 회복 도래시에 삼성전자의 반등 기대

Apple은 글로벌 3사 중 가장 양호

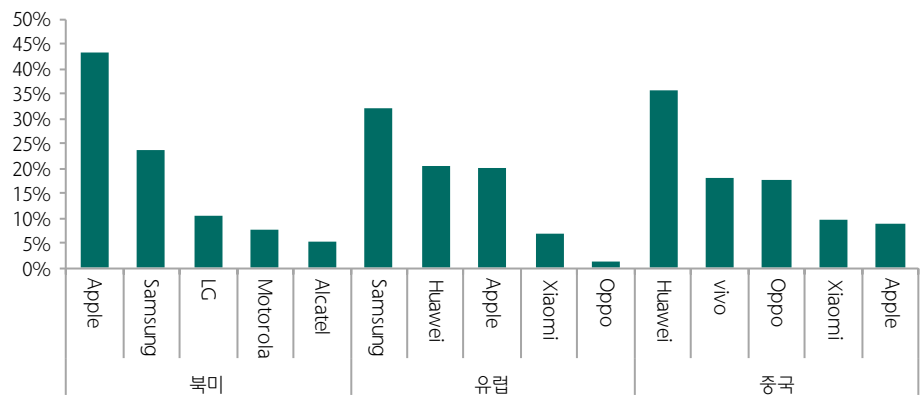
글로벌 상위 3개 업체 중에서는 Apple의 스마트폰 출하량 감소가 가장 적을 것으로 전망된다. 20년 1분기 중국, 20년 2분기 미국 및 유럽 시장 급감으로 타격이 있겠지만, Apple의 연간 스마트폰 출하량에서 하반기가 차지하는 비중이 60%로 높다. 게다가 올해는 예년에는 없던 SE가 출시되었기 때문에 출하량 감소는 제한적일 것으로 판단된다. 한가지 위험 요소는 SE 판매 호조가 하반기 신모델에 악영향을 미치게 되는 것이다.

하반기에는 삼성전자 출하량 회복
강도가 강할 것으로 기대

삼성전자향 부품 공급업체들의 20년 2분기 실적은 부진하겠지만, 하반기 수량 회복에 따른 실적 모멘텀을 완전히 배제할 수는 없다. 앞서 언급한 것처럼 Huawei는 중국 외 지역에서 고전할 가능성이 높아, 스마트폰 수요 회복 시기에 반사 수혜가 가능한 삼성전자에게 기회가 있을 것으로 판단된다. 유럽, 중동/아프리카 지역에서 Huawei의 점유율 하락분이 삼성전자에게 흡수될 가능성에 주목한다.

그림 9. 북미, 유럽, 중국 상위 5개사 점유율 현황(2019년 기준)

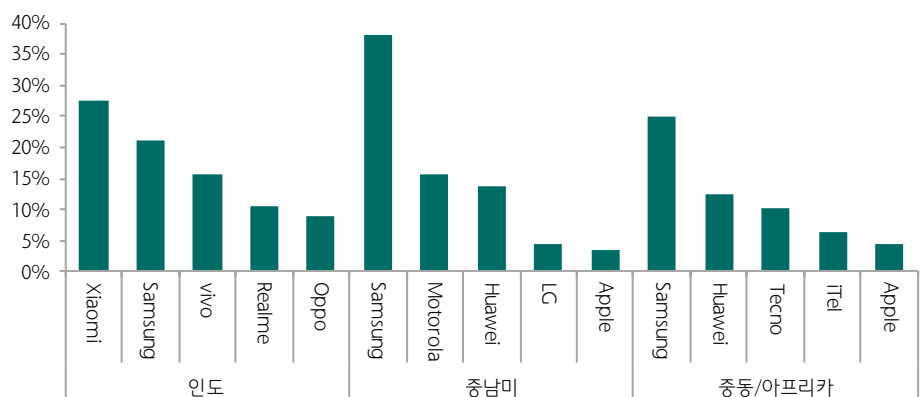
북미 = 삼성전자, 중국 = Huawei
유럽은 격전지



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 10. 인도, 중남미, 중동/아프리카 상위 5개사 점유율 현황(2019년 기준)

중동/아프리카와 중남미에서
Huawei 출하량 감소에 따른
반사이익 기대



자료: Counterpoint, 하나금융투자

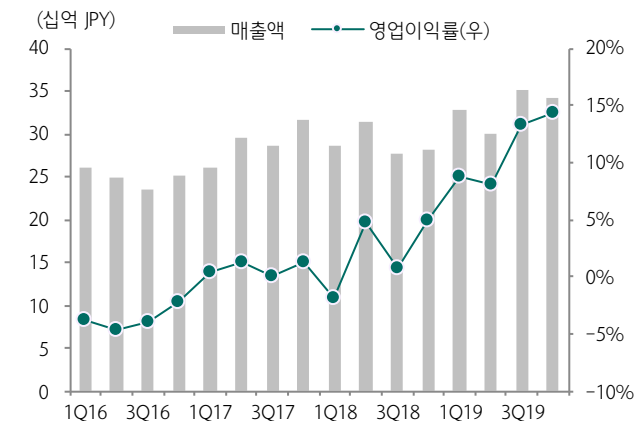
2. 패키지 기판 업황은 확실히 양호 !

1) Ibdien 전년대비 48% 증가하는 영업이익 제시로 신고가 갱신중

Ibdien 코로나19 충격 이후
신고가 갱신중

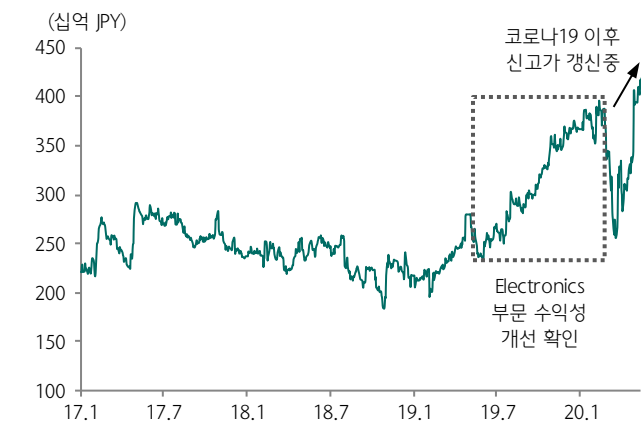
패키지기판 글로벌 상위업체인 Ibdien이 신고가를 갱신중이다. 하나금융투자가 19년 10월 2일에 작성했던 '기판 이해하기: 기회 발생'에서 언급했던 Intel의 신규 CPU 출시가 지연되고 있음에도 불구하고 호실적과 주가 상승이 동반되고 있다. 회계 기준 2019년 연간 Electronics 부문의 매출액은 1,322억엔, 영업이익은 149억엔을 달성해 전년대비 각각 14%, 488% 증가했다. 데이터센터용 서버로 공급되는 패키지기판의 견조한 수요가 지속되었고, 해당 제품에 집중하며 제품 믹스 개선도 동반되었다. 회계 기준 2020년 Electronics 부문의 가이드선으로 제시한 매출액 1,600억엔, 영업이익 220억엔은 전년대비 각각 21%, 48% 증가하는 것이다. 코로나19 영향에도 불구하고 매출액, 영업이익 모두 긍정적인 가이드선을 제시해 패키지기판의 업황에 대한 확신을 심어주고 있다. 영업이익 증가폭이 매출액 증가폭보다 큰 것은 초고사양 제품의 확대와 Ibdien 입장에서 상대적 저사양 제품의 축소를 의미한다. 업계 수위권 업체의 초고사양 제품 집중으로 해당 업종 내 다른 업체들의 낙수 효과가 2020년에도 지속될 것으로 판단된다.

그림 11. Ibdien의 Electronics 부문 실적 추이(FY 기준)



자료: Ibdien, 하나금융투자

그림 12. Ibdien의 시가총액 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

표 2. Ibdien의 가이드선 추이

(단위: 십억JPY)

	FY2019 가이드선		FY2019 실적		FY2020 가이드선	
	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
Ibdien	300.0	17.0	296.0	19.7	310.0	27.0
Electronics	135.0	11.0	132.2	14.9	160.0	22.0
Ceramics	90.0	1.0	88.4	-1.0	80.0	0.0
Others	75.0	5.0	75.4	5.8	70.0	5.0

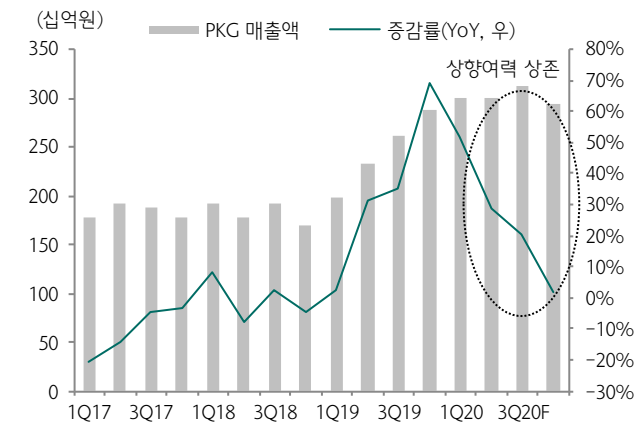
자료: Ibdien, 하나금융투자

2) 국내 패키지기판 업체들 실적도 모두 호조

스마트폰 AP: 경쟁강도 완화
RF솔루션 반도체: 5G 도입 수혜

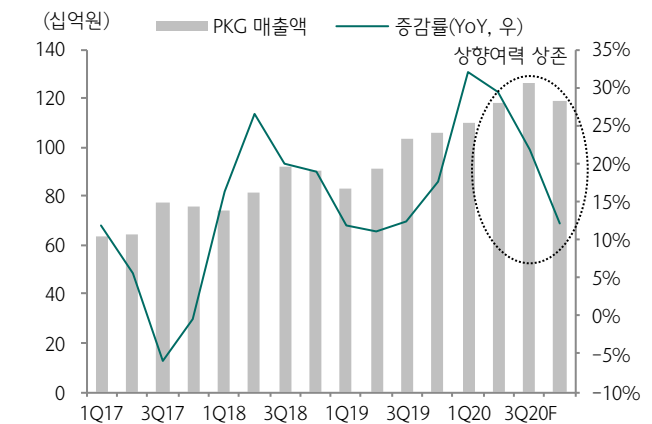
국내 패키지기판 업체들의 실적도 2019년부터 뚜렷한 개선 흐름을 보이고 있다. 삼성전기와 LG이노텍의 2019년 패키지기판 매출액은 전년대비 각각 34%, 13% 증가했다. 삼성전기는 주요 고객사의 스마트폰 AP에 공급되는 FC-CSP 중심으로 실적 개선이 두드러졌는데, Ibiden이 해당 영역에서 이탈하려는 움직임과 연관되어 있다. LG이노텍의 경우도 마찬가지로 이유로 수혜가 진행되었고, RF 관련 SiP 공급이 증가중인 것으로 파악된다. 5G 단말기 도입이 본격화될 것으로 전망되고 있는데, Skyworks, Qorvo 등의 RF 반도체 메인 업체향으로 삼성전기와 LG이노텍 모두 패키지기판을 공급하고 있다. 향후 수년간은 해당 영역에서의 수혜도 동반될 것으로 전망된다. 관련해서 공급능력을 증설중이거나 계획하고 있어 패키지기판의 현재 실적 전망치는 상향될 가능성이 상존한다.

그림 14. 삼성전기 패키지기판 실적 추이 및 전망



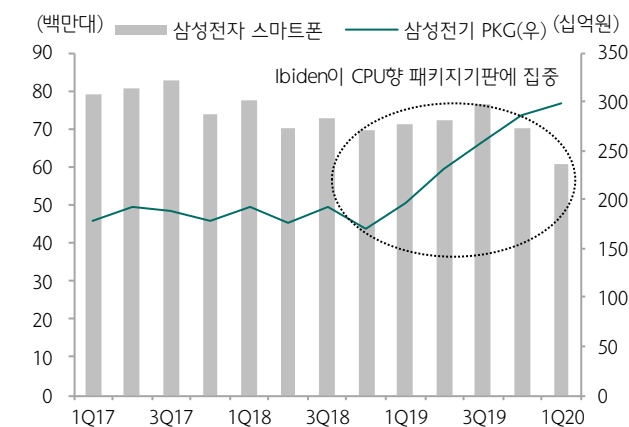
자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 15. LG이노텍 패키지기판 실적 추이 및 전망



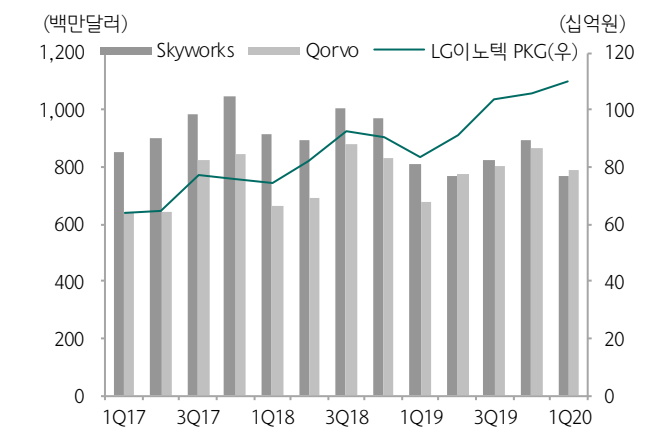
자료: LG이노텍, 하나금융투자

그림 16. 삼성전자 스마트폰 출하량 vs 삼성전기 패키지기판 매출액



자료: 각사, 하나금융투자

그림 17. Skyworks, Qorvo 매출액 vs LG이노텍 패키지기판 매출액



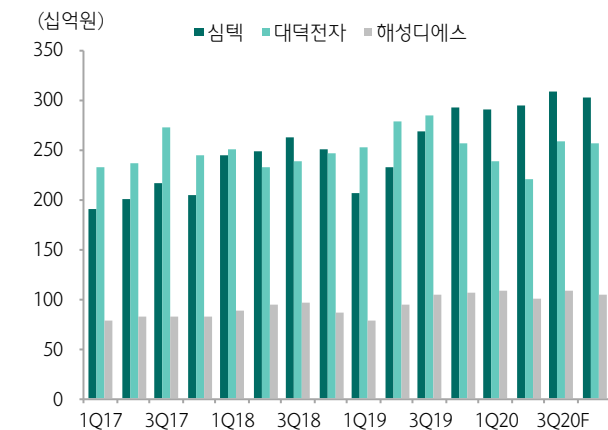
자료: 각사, 하나금융투자

3) 메모리반도체향 패키지가판은 가격 상승도 기대

GDDR6, LPDDR5, DDR5 본격화에 따른 가격 인상 효과 기대

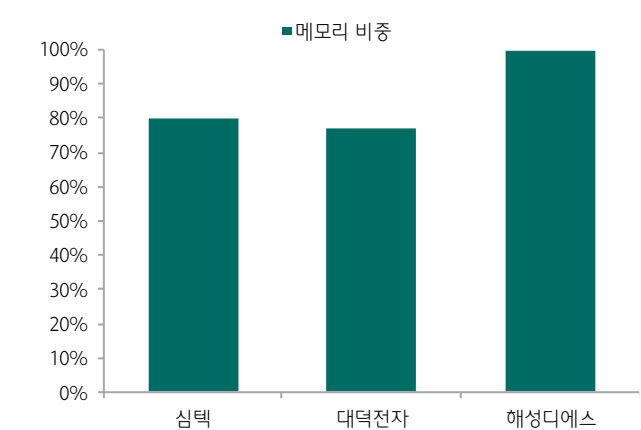
국내 업체들 입장에서 비메모리 패키지가판 쪽은 스마트폰 AP의 경쟁강도 완화와 RF솔루션 반도체의 5G 도입 수혜라는 양측이 실적 호조의 배경이다. 국내 중소형 패키지가판 업체들은 메모리향 패키지가판에 대한 매출비중이 높은 편이다. 심텍, 대덕전자, 해성디에스의 패키지가판 매출액에서 메모리가 차지하는 비중이 각각 80%, 77%, 100%다. 그렇기 때문에 중소형 패키지가판 업체들의 실적은 메모리 반도체 업황에 연동된다. 메모리 패키지가판도 2019년부터 실적이 개선되기 시작했고, 코로나19로 인한 수요 불확실성 속에서도 양호한 업황 흐름이 전망되고 있다. 20년 상반기 언택트 시대의 도래로 인해 서버 및 PC로 공급되는 패키지가판 수요가 견조하게 유지되고 있다. 19년 하반기 GDDR6, 20년 상반기 LPDDR5, 20년 연말 및 21년 연초 DDR5 출하는 패키지가판의 가격이 상승할 수 있는 이벤트다. 새롭게 출시되는 사양과 규격에 대응하기 위해 가격 인상이 가능할 것으로 판단된다.

그림 18. 중소형 업체 패키지가판 매출액 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 19. 중소형 업체 패키지가판 매출액 중 메모리 비중



자료: 각사, 하나금융투자

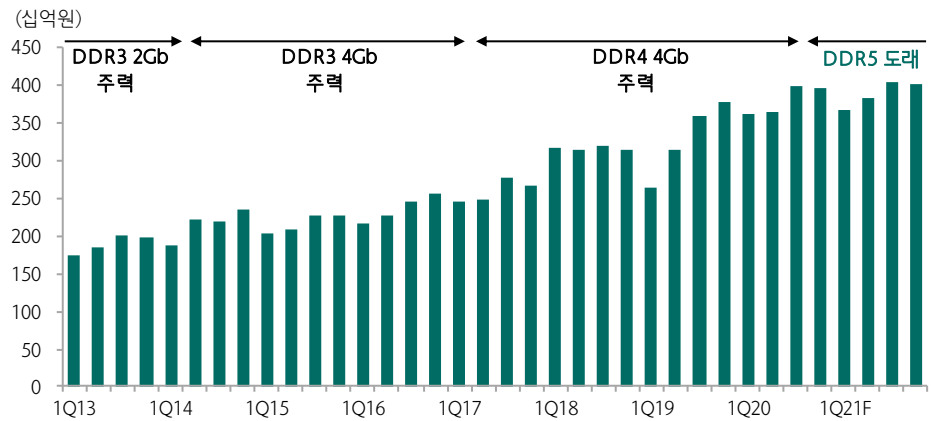
표 3. GDDR 세대별 패키지 규격 비교

(단위: mm)

	GDDR6		GDDR5X		GDDR5	
	Nominal	Variation	Nominal	Variation	Nominal	Variation
Length	14.00	+/- 0.100	14.00	+/- 0.100	14.0	+/- 0.100
Width	12.00	+/- 0.100	10.00	+/- 0.100	12.0	+/- 0.100
Height	1.10	+/- 0.100	1.10	+/- 0.100	1.10	+/- 0.100
Ball diameter	0.50	+/- 0.050	0.40	+/- 0.050	0.35	+/- 0.050
Ball pitch	0.75		0.65		0.80	

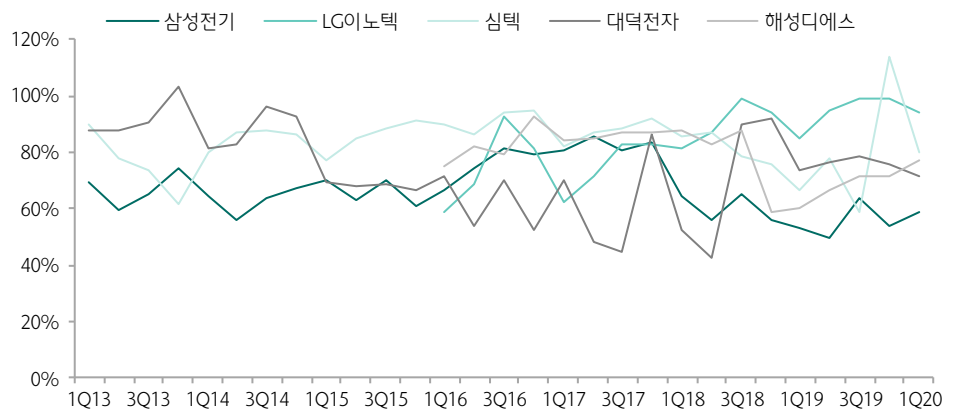
자료: 국제반도체표준협의기구(JEDEC), 하나금융투자

그림 20. 중소형 업체 패키지기판 매출액 합산 추이



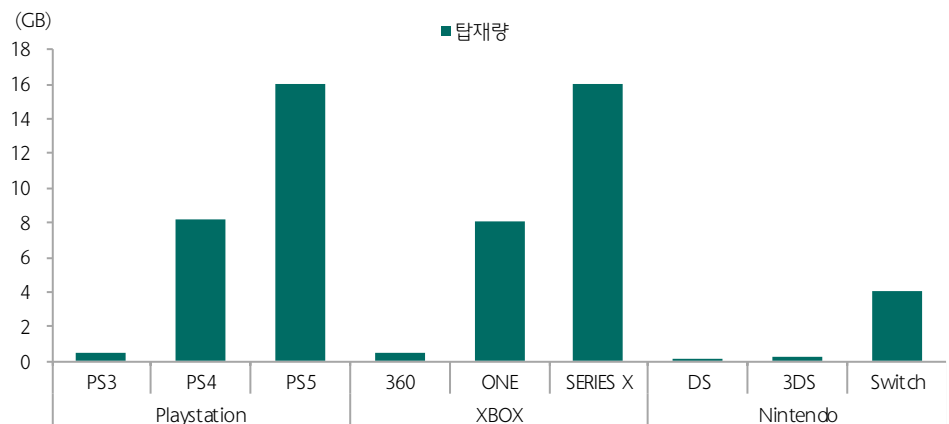
주: 심텍, 대덕전자, 해성디에스 합산
자료: 각사, 하나금융투자

그림 21. 패키지기판 업체 가동률 추이



주: 삼성전기, 대덕전자는 FPCB, 메인기판 등 포함
자료: 각사, 하나금융투자

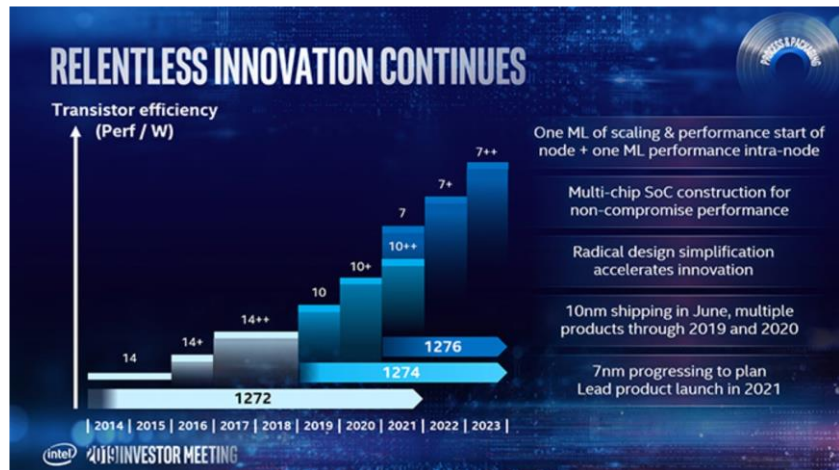
그림 22. 주요 게임기 세대별 RAM 탑재량



주: PS5, SERIES X는 스펙 미정(언론 보도 참조)
자료: 각사, 하나금융투자

20년 연말 및 21년 연초
신제품 출시와 함께
DDR5 도입 예상

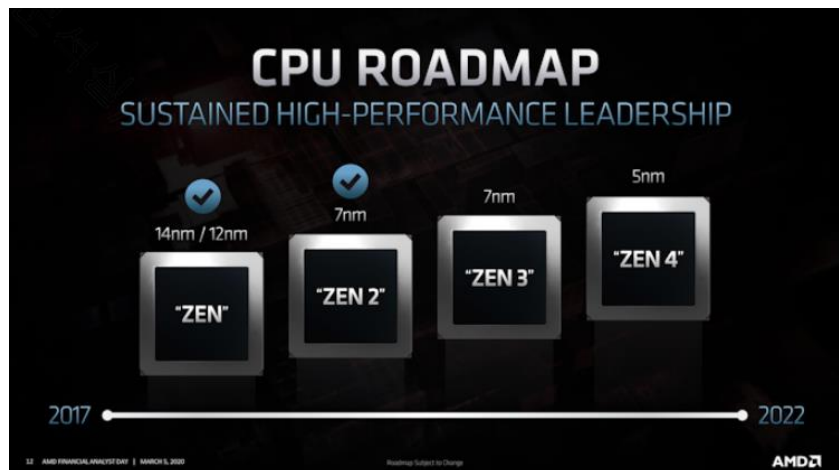
그림 23. Intel의 서버용 CPU 로드맵



자료: Intel, 하나금융투자

그림 24. AMD의 CPU 개발 로드맵

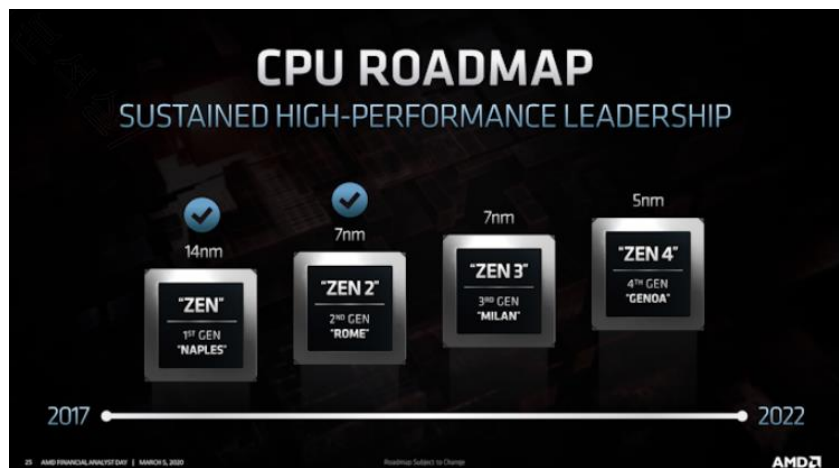
TSMC의 7나노 공정 채택



자료: AMD, 하나금융투자

그림 25. AMD의 서버용 CPU 로드맵

21년 및 22년 'ZEN 4' 출시와 함께
DDR5 도입 가능성 상존



자료: AMD, 하나금융투자

4) 대덕전자, 심텍, 해성디에스 모두 추천

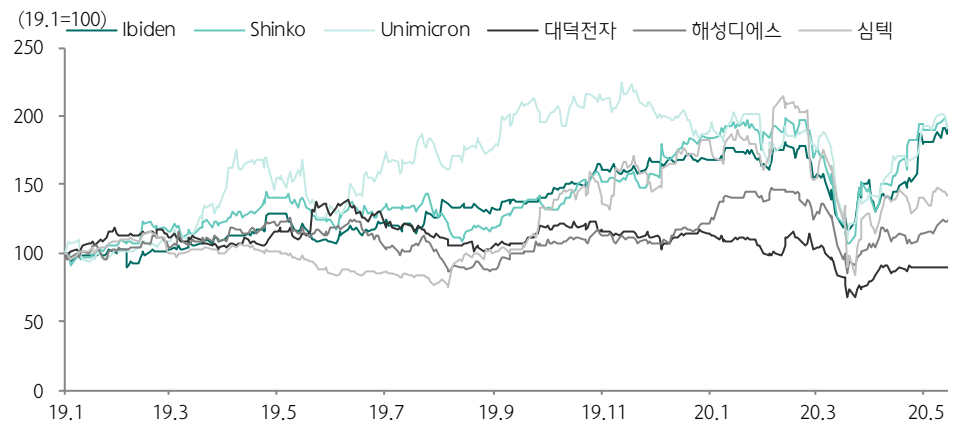
패키지기판 업체들 적극 추천

Ibiden과 Shinko가 2021년부터 본격화될 차세대 CPU에 적용될 패키지기판에 따른 수혜가 집중될 것으로 전망된다. Ibiden은 양호한 업황을 실적으로 증명했고 긍정적인 가이던스를 제시해 코로나19에도 불구하고 주가는 신고가를 갱신중에 있다. Shinko는 상대적으로 부진한 실적을 기록했음에도 주가는 코로나19 이전 수준으로 회복되었다. 국내 패키지기판 관련 업체들도 주가가 양호한 편이지만, 주가의 회복 수준은 그에 미치지 못하는 상황이다. 물론 업체별로 매출비중과 수혜 정도가 상이하지만, 전자부품 업종 내에서 향후 2~3년간의 외형 성장 가능성이 높은 영역은 패키지기판이라고 판단한다. 메모리는 언택트에 따른 서버, PC 등의 견조한 수요와 DDR 사양 변경, 비메모리는 신규 CPU 출시에 따른 낙수효과와 5G 본격화 관련 수요 확대에 따른 패키지기판의 수혜가 기대된다. 국내 패키지기판 업체인 대덕전자, 해성디에스, 심텍 모두 추천한다.

그림 26. 글로벌 주요 패키지기판 업체 시가총액 추이

일본 업체들 코로나19 이전으로 회귀

국내 업체들도 주가 추종 기대



자료: Quantivise, 하나금융투자

표 4. 글로벌 주요 패키지기판 업체 실적 및 투자지표

(단위: 백만달러, 십억원)

		Ibiden	Shinko	Unimicron	심텍	대덕전자	해성디에스
시가총액		3,910	1,709	2,266	221	640	275
매출액	18	2,729	1,319	2,514	1,008	592	363
	19	2,692	1,306	2,672	1,000	1,072	381
	20F	2,726	1,408	2,954	1,196	974	421
영업이익	18	118	57	46	31	35	27
	19	149	3	113	-18	46	27
	20F	181	65	166	72	57	39
PER	18	156.4	55.7	39.4	33.1	1.8	10.6
	19	34.6	N/A	20.8	N/A	13.2	14.7
	20F	29.6	30.6	16.5	5.8	13.8	9.4
PBR	18	1.6	1.4	1.5	0.8	0.7	1.1
	19	1.6	1.3	1.5	1.8	0.8	1.3
	20F	1.5	1.3	1.5	1.1	0.6	1.2

자료: Bloomberg, 각사, 하나금융투자

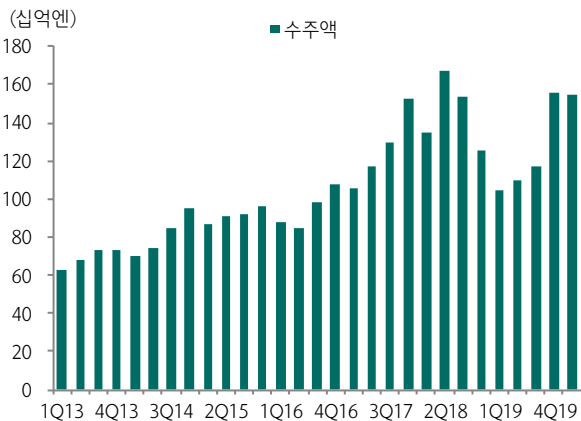
3. MLCC 중장기 수요는 물론 단기 우려도 불식

1) Murata와 Taiyo yuden의 MLCC 수주 데이터 맑음

일본 업체들의 수주잔고
전분기대비 증가 추세 유지

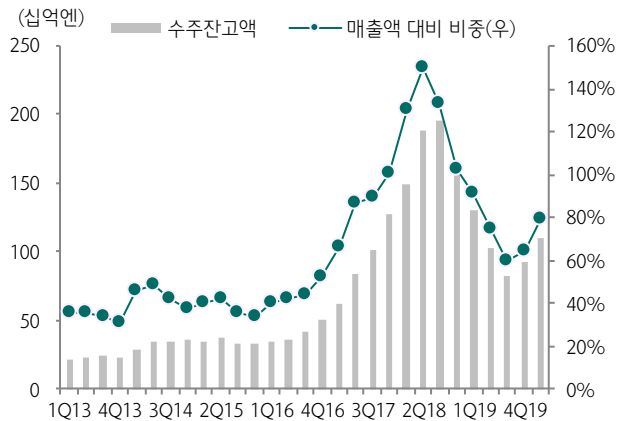
일본 MLCC 업체들의 실적발표를 통해서 MLCC의 수주 데이터는 우상향 방향이 유지되고 있음을 확인했다. 코로나19가 20년 1분기 중국에 영향을 미쳤고, 20년 2분기 북미 및 유럽 중심으로 글로벌 영향을 끼치고 있는 상황이었기 때문에 보수적인 가이드스 또는 부정적인 수주 데이터를 접할 가능성이 높을 것으로 우려했었다. Taiyo Yuden은 연간 가이드스를 제시하지 못 했지만, 업계 최상위권 Murata는 캐패시터 부문의 연간 매출액을 전년 수준으로 전망했다. 코로나19로 인한 스마트폰의 단기 충격과 자동차의 수요 부진을 감안해도 캐패시터는 전년 수준을 유지할 것으로 제시한 것이기 때문에 긍정적으로 해석할 수 있다. Taiyo Yuden은 분기 가이드스로 캐패시터 매출액이 전분기대비 11% 감소할 것으로 전망했는데, 말레이시아 공장이 정상적으로 가동되지 않고 있는 부분이 반영된 것으로 추정된다. 수주잔고액은 전분기대비 10% 증가해 단기적인 수요 충격 가능성은 낮을 것으로 판단한다.

그림 27. Murata의 캐패시터 부문 신규 수주액 추이



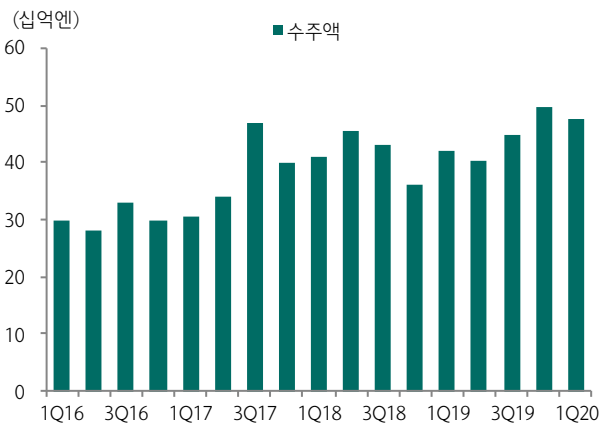
자료: Murata, 하나금융투자

그림 28. Murata의 캐패시터 부문 수주잔고액 추이



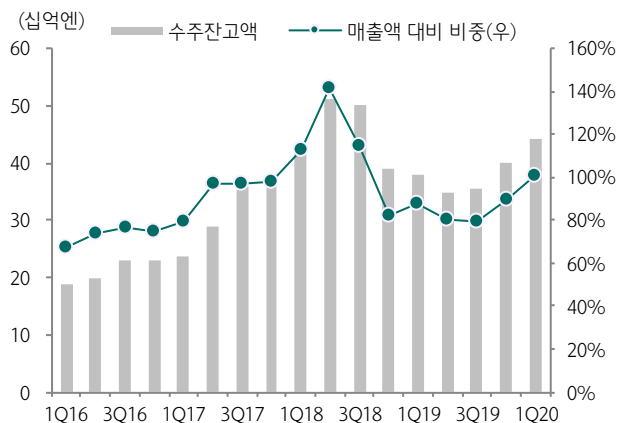
자료: Murata, 하나금융투자

그림 29. Taiyo Yuden의 캐패시터 부문 신규 수주액 추이



자료: Taiyo Yuden, 하나금융투자

그림 30. Taiyo Yuden의 캐패시터 부문 수주잔고액 추이



자료: Taiyo Yuden, 하나금융투자

표 5. Murata의 FY2020 가이던스

(단위: 십억PY)

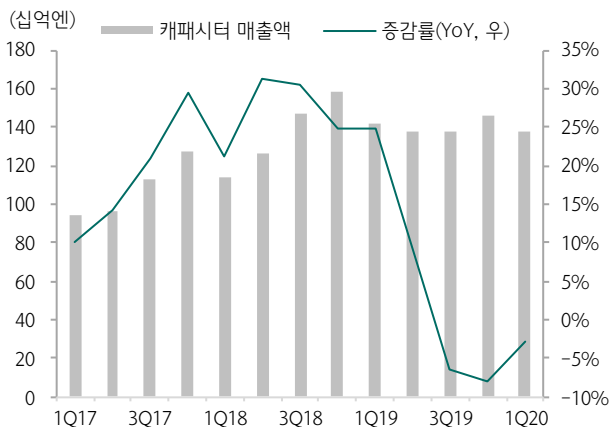
	FY2019	2020F 가이던스		20F 상/하반기	
	Actual	Projection	YoY	1H20	2H20
매출액	1,534.0	1,430.0	-6.8%	681.0	749.0
영업이익	253.2	210.0	-17.1%	97.0	113.0
세전이익	254.0	212.0	-16.5%	98.0	114.0
순이익	183.0	150.0	-18.0%	69.3	80.7

자료: Murata, 하나금융투자

일본 업체들의 수주잔고 전분기대비 증가 추세 유지

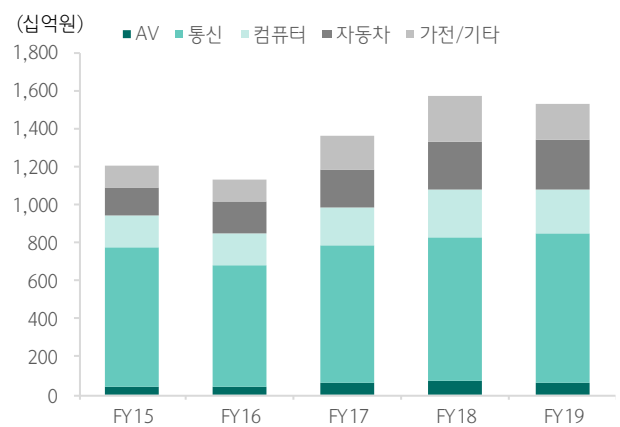
MLCC 업황은 2018년 공급 부족으로 인해 유례 없는 가격 인상을 경험했다. 이후 2019년은 고객사 및 유통채널 단에서의 과잉 재고로 인해 수량과 가격 모두 동반 하락을 겪었다. 업계 전반적으로 어려운 상황에서 Murata의 캐패시터 부문 매출액은 전년대비 3% 감소했고, Taiyo Yuden은 전년대비 3% 증가했다. 캐패시터 부문만 별도로 전방산업별 매출을 제공하지 않지만, 전사 기준으로 보면 가전 및 일반 IT향 매출이 감소하고, 전장 및 통신기기향은 증가한 것을 확인할 수 있다. 2020년에는 자동차의 부진이 우려되고, 통신기기향도 상반기 부진 이후 하반기 회복이 전망되기 때문에 통신인프라 및 산업기기향 매출이 확대될 것으로 전망된다.

그림 31. Murata의 캐패시터 매출액 추이



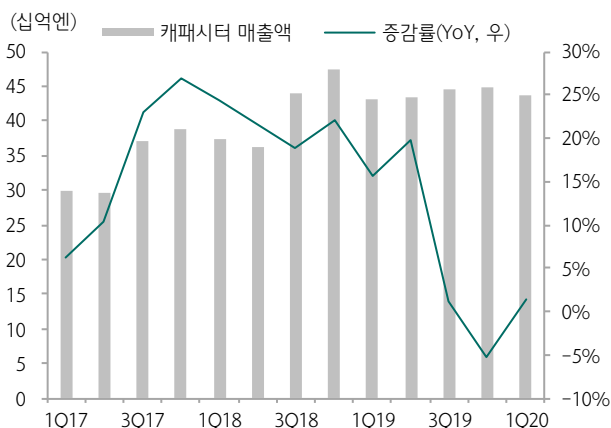
자료: Murata, 하나금융투자

그림 32. Murata의 전사 전방산업별 매출액 추이



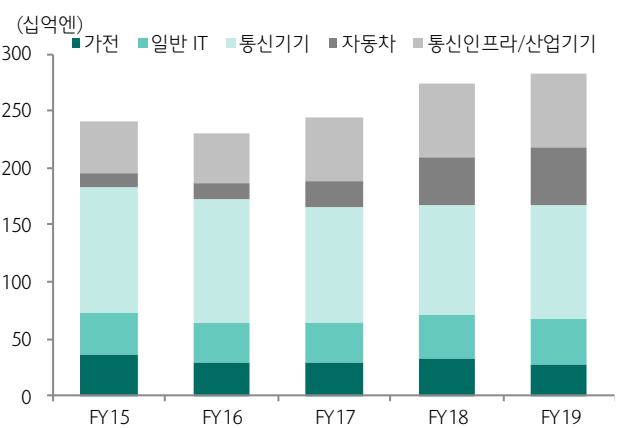
자료: Murata, 하나금융투자

그림 33. Taiyo Yuden의 캐패시터 매출액 추이



자료: Taiyo Yuden, 하나금융투자

그림 34. Taiyo Yuden의 전사 전방산업별 매출액 추이



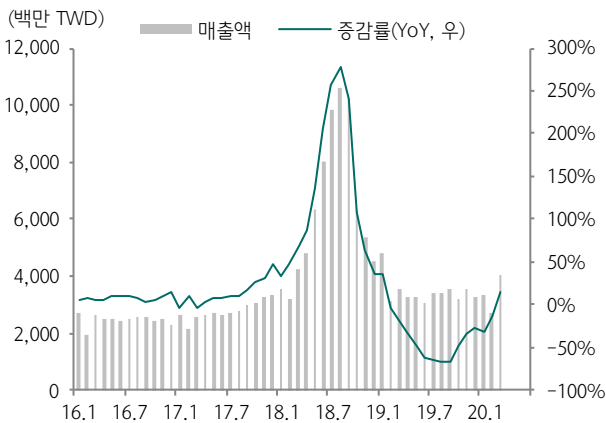
자료: Taiyo Yuden, 하나금융투자

2) Yageo, Walsin의 월 매출액도 양호하게 전개중

대만 업체 매출액도 완전한 회복세

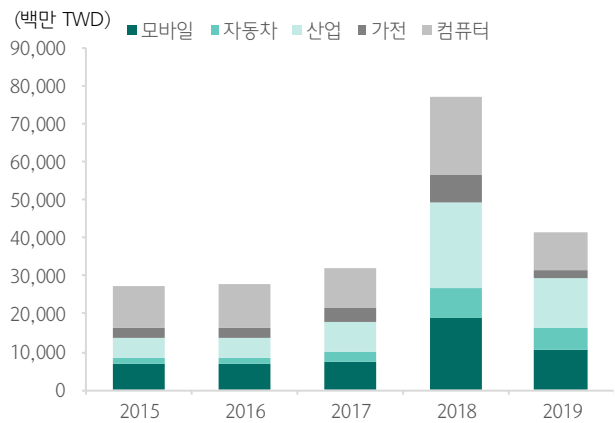
대만의 MLCC 업체인 Yageo와 Walsin의 월별 매출액도 완전한 회복세를 보이고 있다. Yageo의 4월 매출액은 전년동월대비 37% 증가했는데, 전년동월 -33%에 의한 기저도 있지만, 코로나19 영향이 있었음을 감안하면 3~4월 매출액 흐름은 양호했다는 판단이다. Walsin의 4월 매출액은 전년동월대비 여전히 4% 역성장 시현중이지만 1월 -39%, 2월 -13%, 3월 -13%에서 완전한 회복세를 시현중이다. 19년 5월부터 두 업체의 전년동월대비 감소폭이 -49%, -31% 기록한 것을 감안하면, 향후 데이터는 전년동월대비 증가세가 지속될 가능성이 높을 것으로 판단된다. 상대적으로 저가 MLCC를 담당하는 대만 업체들의 실적도 성장세로 전환한 것으로 미루어 보아 2019년 연간으로 진행되었던 업계 재고 소진이 마무리된 것으로 추정된다. 일본 업체들의 수주잔고와 대만 업체들의 매출액을 통해 MLCC의 단기 업황이 코로나19에도 불구하고 견조하게 유지될 가능성이 높다고 전망한다.

그림 35. Yageo 월 매출액 추이



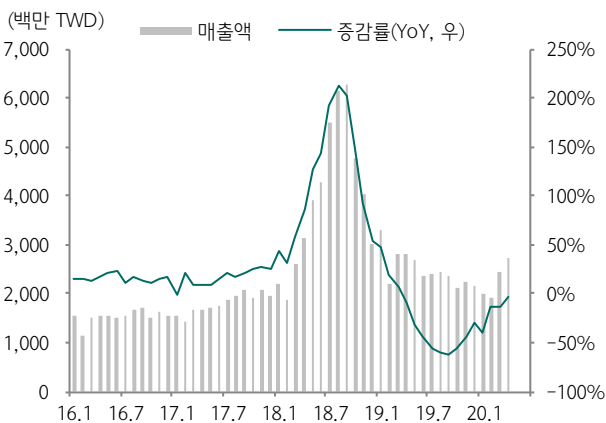
자료: Yageo, 하나금융투자

그림 36. Yageo 전방산업별 매출액 추이



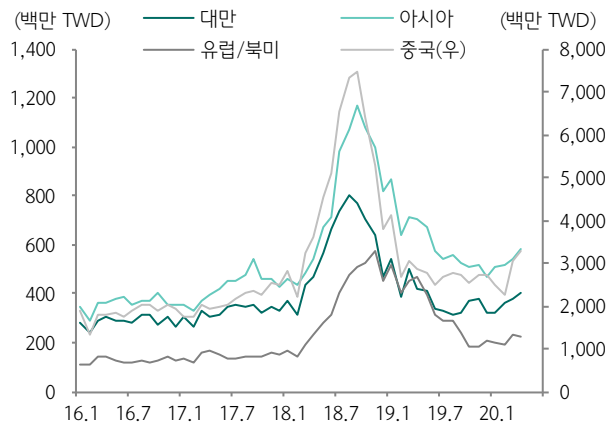
자료: Yageo, 하나금융투자

그림 37. Walsin 월 매출액 추이



자료: Walsin, 하나금융투자

그림 38. Walsin 국가별 매출액 추이



자료: Walsin, 하나금융투자

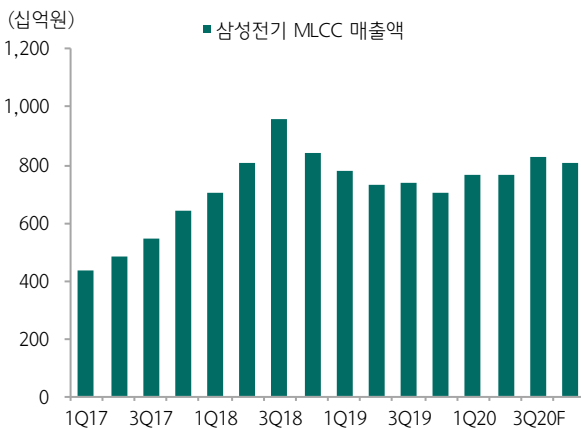
3) 삼성전기 추천, 삼화콘덴서도 기회 있을 것

단기 실적 충격을 우려했었는데,
강도가 약한 것으로 판단

글로벌 MLCC 업체에 대한 비중 확대
전략 추천

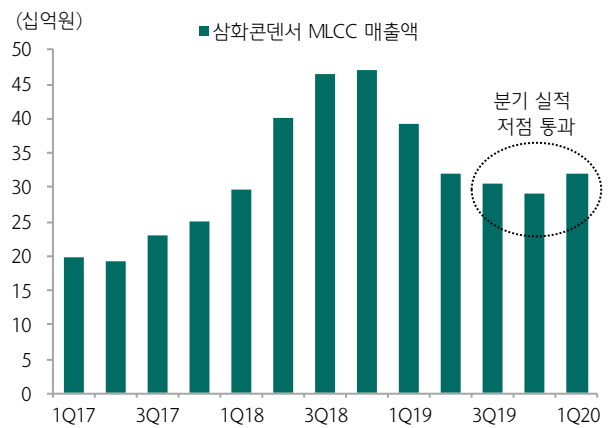
국내 업체인 삼성전기의 20년 2분기 MLCC 수량과 가격은 모두 전분기 수준을 유지할 것으로 전망된다. 앞서 언급한 글로벌 MLCC 업체들의 데이터에서 유추할 수 있겠지만, 삼성전기의 20년 2분기 MLCC 실적도 우려대비 양호할 것으로 판단된다. 국내 주요 거래선의 스마트폰 출하량이 부진하겠지만, 중화권 스마트폰 출하량이 정상화 과정에 있고, 서버/PC/게임기향 수요가 견조한 것으로 파악된다. MLCC는 5G 통신인프라 구축과 5G 스마트폰 출하 본격화, 자동차의 전장화라는 증장기 수요 전망이 밝은 상황이다. 우려스러웠던 것은 스마트폰의 20년 2분기 수요 절벽이 MLCC 업황에 미치는 타격이었다. 다만, 국내외 MLCC 업체들의 실적발표를 통해 단기적 충격의 강도가 우려한 것보다 약한 것으로 예상되는 바 글로벌 MLCC 업체들에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

그림 39. 삼성전기 MLCC 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 40. 삼화콘덴서 MLCC 매출액 추이



자료: 삼화콘덴서, 하나금융투자

표 6. 글로벌 주요 MLCC 업체 실적 및 투자지표

(단위: 백만달러, 십억원)

		Murata	Taiyo Yuden	TDK	Yageo	Walsin	삼성전기	삼화콘덴서
시가총액		38,568	3,767	11,427	5,802	3,210	8,926	516
매출액	18	14,059	2,419	12,489	2,561	1,585	8,002	241
	19	14,044	2,578	12,591	1,337	975	8,041	284
	20F	13,745	2,568	11,476	1,841	1,056	8,211	326
영업이익	18	2,183	279	992	1,225	836	1,150	56
	19	2,228	353	1,125	260	249	734	81
	20F	2,091	316	819	484	282	717	96
PER	18	20.9	16.7	16.5	5.1	4.9	12.2	8.9
	19	21.5	16.8	13.0	25.7	14.9	18.9	18.3
	20F	25.6	33.2	362.5	14.6	14.0	18.2	19.2
PBR	18	2.6	2.0	1.4	3.0	2.8	1.6	4.4
	19	2.4	1.9	1.3	3.7	2.8	1.8	3.6
	20F	2.2	1.7	1.3	3.3	N/A	1.6	2.9

자료: Bloomberg, 각사, 하나금융투자

4. 카메라: 위기와 기회가 공존

1) 스마트폰 출하량 부진을 ASP 상승으로 상쇄

삼성전자 스마트폰의 출하량 감소로
수익성 악화중

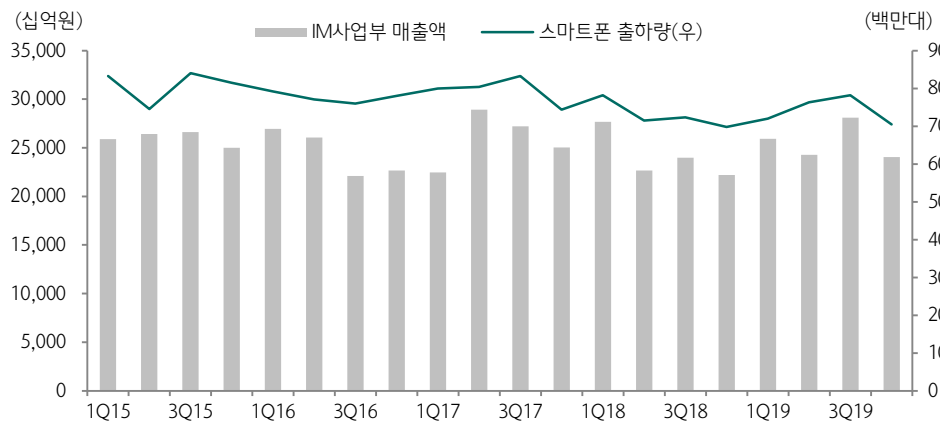
다만, 동기간 매출액은 오히려 증가

스마트폰의 ASP 상승 기조 확인

글로벌 스마트폰 수요 둔화도 있지만, 지난 3~4년간 삼성전자 스마트폰은 부진했다. 삼성전자 스마트폰의 출하량은 2015년 3.21억대에서 2019년 2.91억대로 축소되었다. 반면에 동기간 삼성전자 IM사업부의 매출액은 100,51조원에서 102,34조원으로 증가했다. 연중 가장 높은 판가를 기록할 수 있는 갤럭시 S와 노트의 신모델 판매량은 2015년 5,297만대에서 2019년 4,400만대로 축소되었다. 삼성전자의 평균판매단가 상승은 플래그십 비중의 확대보다는 글로벌 스마트폰의 고사양화에 따른 가격 상승과 그 궤를 같이 한 것으로 해석 가능하다. 실제로 글로벌 스마트폰의 평균판매단가는 2015년 246달러에서 2019년 274달러로 상승했다.

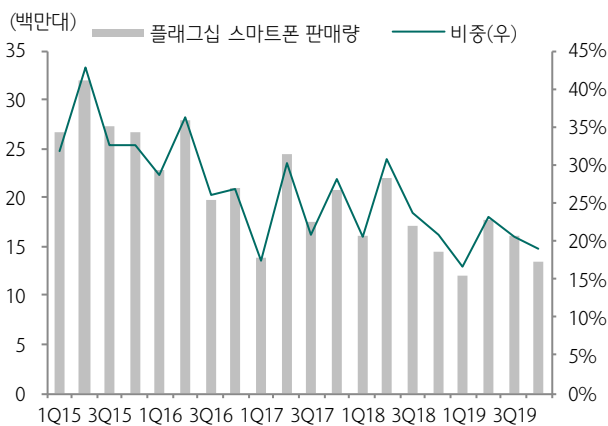
그림 41. 삼성전자 IM사업부의 매출액 vs 스마트폰 출하량 추이

출하량 감소에도 불구하고
매출액은 증가



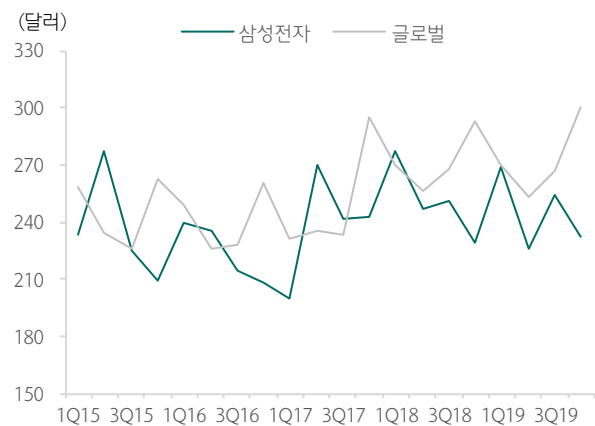
자료: 삼성전자, Counterpoint, 하나금융투자

그림 42. 플래그십 스마트폰 판매량 및 비중 추이



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 43. 삼성전자 vs 글로벌 스마트폰 ASP 추이



자료: Counterpoint, 하나금융투자

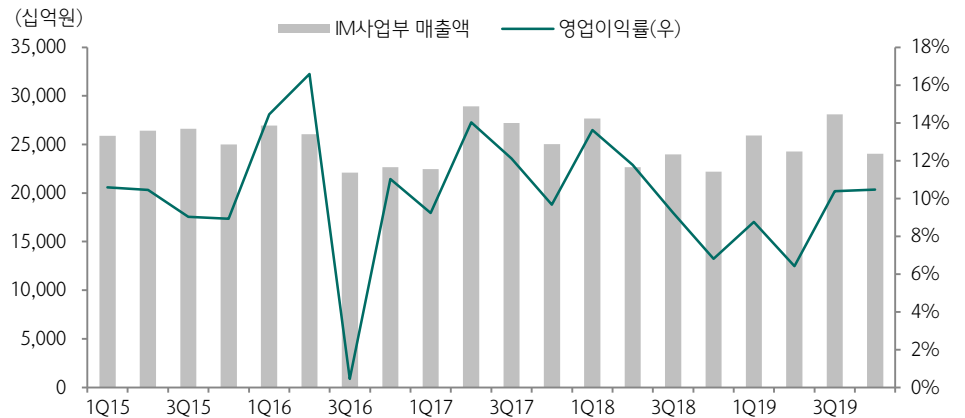
매출액 증가에도 불구하고 수익성은 악화

삼성전자 스마트폰의 평균판매단가 상승했음에도 불구하고 IM사업부의 영업이익은 2015년 10,13조원에서 2019년 9,27조원으로 감소했다. 동기간 수익성이 악화된 이유는 1) 경쟁 격화에 따른 마케팅 및 관련 제반 비용의 증가, 2) 플래그십 비중 축소에 따른 제품 믹스 악화, 3) 하드웨어 고사양화에 따른 부품 및 원재료 가격 상승 때문으로 추정 가능하다. 세트업체의 마케팅 비용 및 믹스 악화를 제외하고 부품 단에서의 시사점을 고민해 보자.

삼성전자 플래그십 스마트폰의 제조원가는 갤럭시 S6 시리즈가 250~290달러, 갤럭시 S10 시리즈가 420~550달러로 추정된다. 스마트폰의 판매단가는 상승했지만, 부품 원가도 함께 상승하면서 수익성 개선 여력을 제한한 것으로 판단된다. 갤럭시 S 시리즈의 판매가대비 제조원가 비중은 갤럭시 S6 37%에서 갤럭시 S10 47%로 확대되었다. IM사업부의 수익성 악화를 제조원가 상승으로 특징지을 수는 없지만, 그 중의 한 요인임은 분명하다.

그림 44. 삼성전자 IM사업부의 매출액 vs 영업이익률 추이

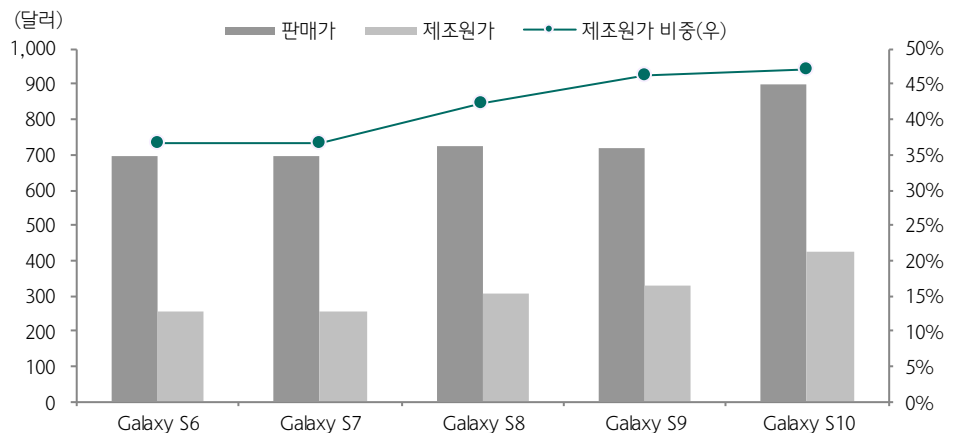
전반적으로 수익성이 우하향 추세



자료: 삼성전자, 하나금융투자

그림 45. 삼성전자 갤럭시 S 시리즈의 판매가 vs 제조원가 및 비중 추이

판매가대비 제조원가 비중 추이



자료: 업계 자료, 하나금융투자

2) 제조원가 내에서 비중 확대된 부품은?

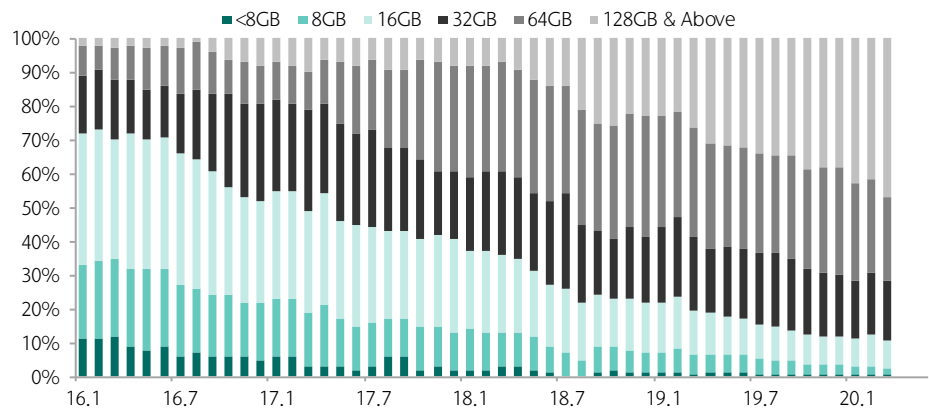
제조원가 내 카메라모듈 비중 확대

스마트폰 제조원가에서 3분의 2 수준을 차지하는 반도체와 디스플레이는 매년 고사양화되었다. 보다 많은 반도체 용량이 탑재되고, 디스플레이 사이즈가 확대되었다. 일례로 스마트폰의 주류 NAND 용량은 2016년 16GB에서 2019년 128GB로 증가했다. 갤럭시 S 시리즈의 제조원가에서 반도체(메모리, 비메모리 합산)와 디스플레이가 차지하는 비중은 S6가 73%, S10이 59% 수준으로 추정된다. 반도체와 디스플레이가 매년 고사양화되었음에도 불구하고 원가에서 차지하는 비중이 축소된 것은 다른 부품의 제조원가 상승폭이 더욱 컸기 때문이다.

카메라모듈의 가격 상승폭이 큰 것으로 추정되는데, 갤럭시 S6 7% 비중에서 갤럭시 S10에서 12%로 확대되었다. 싱글카메라, 듀얼카메라, 트리플카메라로 카메라 렌즈 개수가 늘어나면서 가격이 동반 상승했기 때문이다.

그림 46. 스마트폰의 NAND 용량별 비중 추이

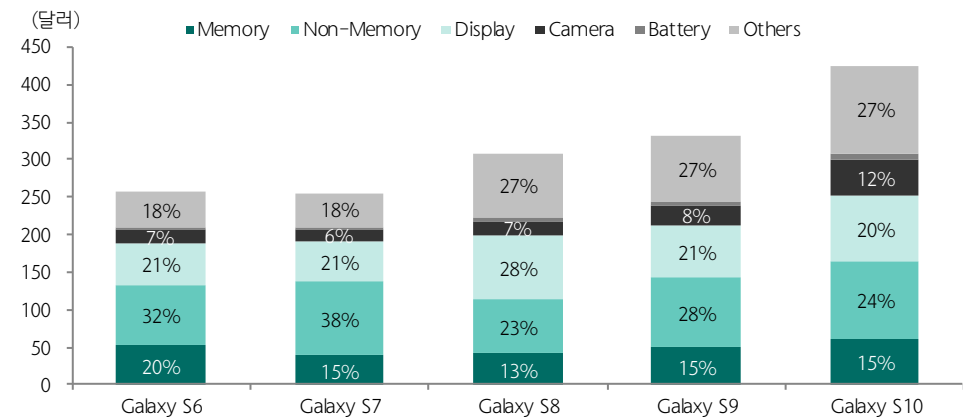
매년 고용량화 지속



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 47. 삼성전자 갤럭시 S 시리즈의 제조원가 및 세부 내용 추이

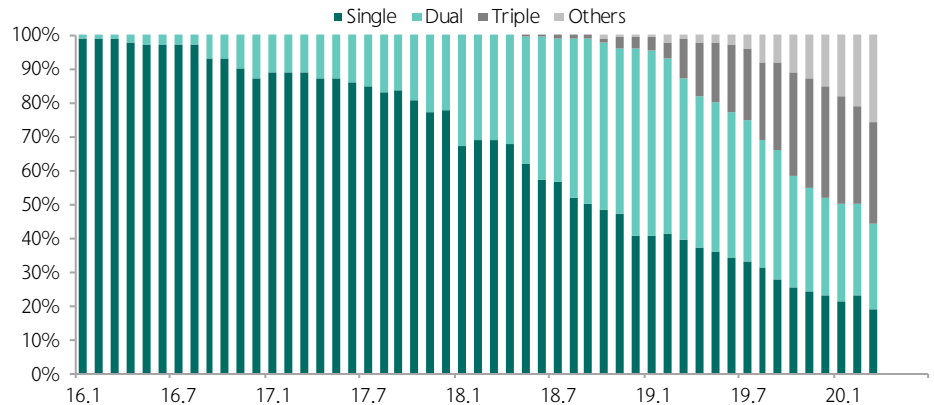
멀티카메라화로 카메라 원가 상승



자료: 업계 자료, 하나금융투자

그림 48. 스마트폰의 멀티카메라 비중 추이

멀티카메라화로 카메라 원가 상승



자료: Counterpoint, 하나금융투자

삼성전자 갤럭시 A 시리즈
멀티카메라화 주도

카메라 렌즈의 멀티화는 이미 수년 전부터 진행되었고, 2019년부터는 ToF 모듈을 탑재한 쿼드러플 카메라가 등장하기 시작했다. 2019년 기준으로 듀얼카메라와 트리플카메라의 비중은 각각 41%, 20%에 달하는 것으로 추정된다. 삼성전자의 2019년 마들엔드급 주력 시리즈인 갤럭시 A의 경우에도 상당 부분 이미 트리플 카메라를 탑재했다. 2020년 A 시리즈에도 추가적으로 멀티화 여력은 남은 것으로 판단된다.

표 7. 2019년 갤럭시 A 시리즈 주요 스펙

제품명	갤럭시 A10	갤럭시 A30	갤럭시 A50	갤럭시 A70
출시일	2019년 3월	2019년 3월	2019년 3월	2019년 5월
프로세서	Exynos 7884	Exynos 7904	Exynos 9610	Snapdragon 675
RAM	2GB/4GB	3GB/4GB	4GB/6GB	6GB/8GB
NAND	32GB	32GB/64GB	64GB/128GB	128GB
디스플레이	6.2" LCD	6.4" OLED	6.4" OLED	6.7" OLED
해상도	720 x 1520	1080 x 2340	1080 x 2340	1080 x 2400
후면카메라	13M	16M+5M	25M+8M+5M	32M+8M+5M
전면카메라	5M	16M	25M	32M
배터리용량	3400 mAh	4000 mAh	4000 mAh	4500 mAh

자료: GSMArena, 하나금융투자

표 8. 2020년 갤럭시 A 시리즈 주요 스펙

제품명	갤럭시 A11	갤럭시 A31	갤럭시 A51 5G	갤럭시 A71 5G
출시일	2020년 5월	2020년 5월	2020년 5월	2020년 5월
프로세서	-	-	Exynos 980	Exynos 980
RAM	2GB/3GB	4GB/6GB	6GB/8GB	6GB/8GB
NAND	32GB	64GB/128GB	128GB	128GB
디스플레이	6.4" LCD	6.4" OLED	6.5" OLED	6.7" OLED
해상도	720 x 1560	1080 x 2400	1080 x 2400	1080 x 2400
후면카메라	13M+5M+2M	48M+8M+5M+5M	48M+12M+5M+5M	64M+12M+5M+5M
전면카메라	8M	20M	32M	32M
배터리용량	4000 mAh	5000 mAh	4500 mAh	4500 mAh

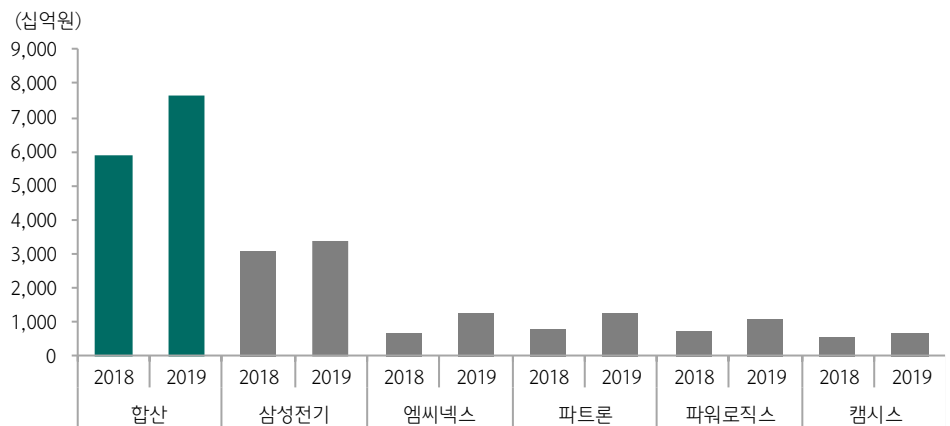
자료: GSMArena, 하나금융투자

3) 스마트폰 출하 감소에도 카메라모듈 업체들 실적 레벨업

국내 카메라모듈 업체들
실적 레벨업

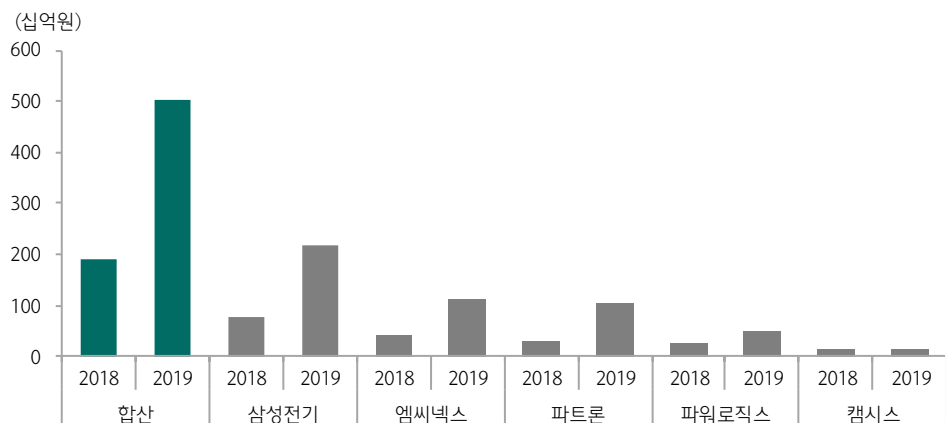
2019년 주요 카메라모듈 업체 5개사의 합산 매출액은 전년대비 30% 증가한 7,67조원에 달했다. 이는 지난 수년간 가장 높은 성장률로 삼성전자 멀티카메라화의 수혜를 누렸다. 영업이익은 전년대비 166% 증가한 5,019억원을 기록했다. 2020년 이후로는 5G와 연동된 ToF 모듈 확대 적용과 폴디드줌 탑재율 확대를 통한 외형 성장이 가능할 것으로 전망된다. 카메라모듈 업체간 경쟁 격화와 그에 따른 단가 인하 압력이 우려되겠지만, 사진 및 동영상 SNS의 보급화에 따른 카메라의 기능 강화와 그에 따른 가격 인상도 여전히 기회 요인으로 판단된다. Sony, 삼성전자의 이미지센서 공급부족 등의 이슈도 카메라모듈의 수요가 그만큼 강하다는 것을 반증한다는 판단이다.

그림 49. 주요 카메라모듈 업체 매출액 추이

주요 카메라모듈 업체들 합산 매출
전년대비 30% 증가

자료: 각사, 하나금융투자

그림 50. 주요 카메라모듈 업체 영업이익 추이

동기간 영업이익은 전년대비 166%
증가

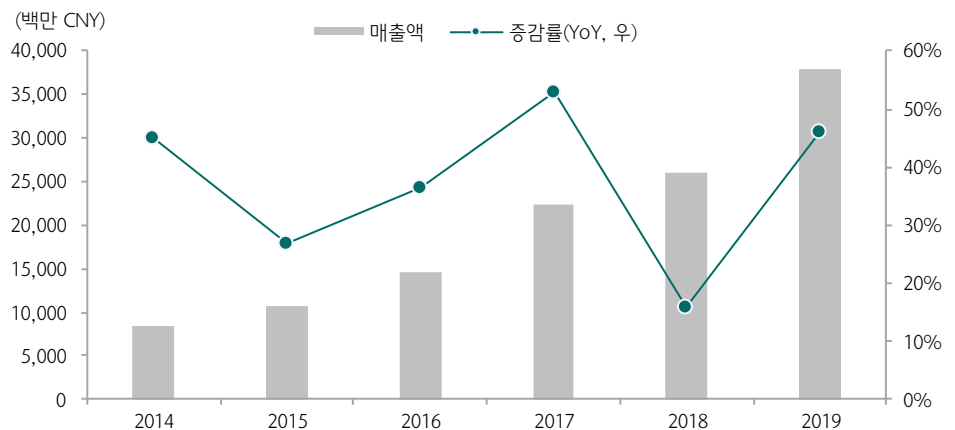
자료: 각사, 하나금융투자

Sunny Optical 실적도 레벨업

중국 업체인 Sunny Optical 역시 스마트폰 카메라 고사양화 수혜로 고속 성장을 경험했다. Sunny Optical의 매출액은 2014년 84억 위안에서 2019년 378억 위안으로 지난 5년간 연평균 35% 증가했다. 삼성전자에 한발 앞서 멀티카메라화를 주도한 중국 스마트폰 업체들의 행보에 직접적인 수혜를 누린 업체로 생각된다. 월별로 제품 출하량을 공유하는데, 2019년 모바일용 렌즈모듈 및 카메라모듈 출하량은 각각 13.4억개, 5.4억개로 전년대비 41%, 28% 증가했다. 멀티카메라 침투율 확대와 스펙 상향은 현재진행형이기 때문에 실적 성장은 향후에도 지속될 것으로 판단된다.

그림 51. Sunny Optical 매출액 추이

매출액 연평균 35% 성장



자료: Sunny Optical, 하나금융투자

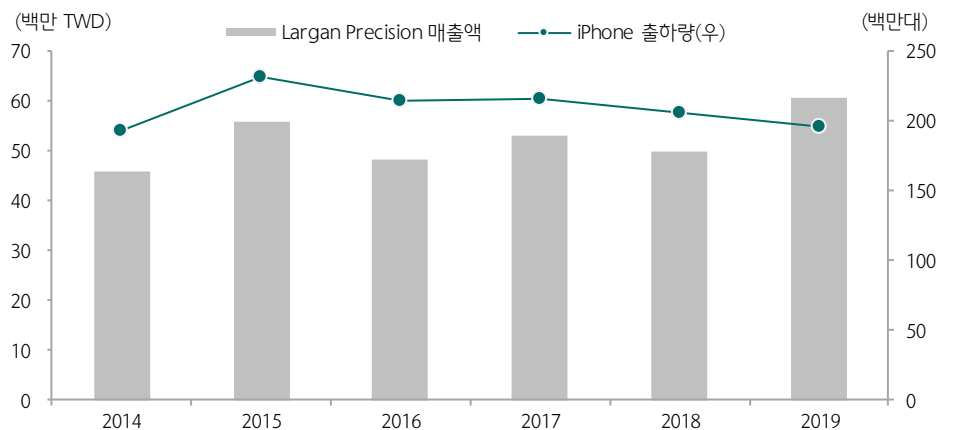
Largan Precision: Apple용 렌즈

16년 7 시리즈: Single, Dual
 17년 8 시리즈: Single, Dual, Dual
 18년 XS 시리즈: Single, Dual, Dual
 19년 11 시리즈: Dual, Triple, Triple

Largan Precision은 iPhone, iPad 등의 Apple 제품에 탑재되는 카메라모듈용 렌즈 공급 업체이다. Apple 역시 카메라 고사양화 트렌드에 발맞춰 멀티카메라 침투율을 높여가고 있다. 2016년 iPhone 7 Plus에 처음으로 듀얼카메라를 탑재했고, 2019년에는 전 모델의 카메라 수를 증가시켜 듀얼/트리플/트리플 카메라 라인업을 선보였다. 2019년 iPhone 출하량이 1.96억대로 전년대비 5% 감소했음에도 불구하고 Largan Precision 매출액은 6,084만 대만달러로 전년대비 22% 증가했다. 이는 카메라 고사양화에 따른 부품 업체 수혜를 극명하게 보여주는 예시라고 생각된다.

그림 52. Largan Precision 매출액 vs iPhone 출하량 추이

iPhone 출하량 감소에도 실적 성장

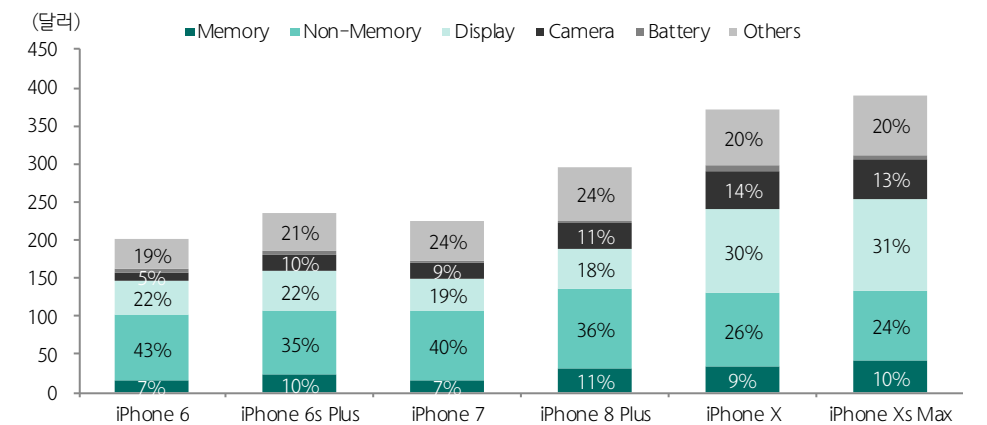


자료: Largan Precision, Counterpoint, 하나금융투자

2020년 LG이노텍 다시 한번 도약

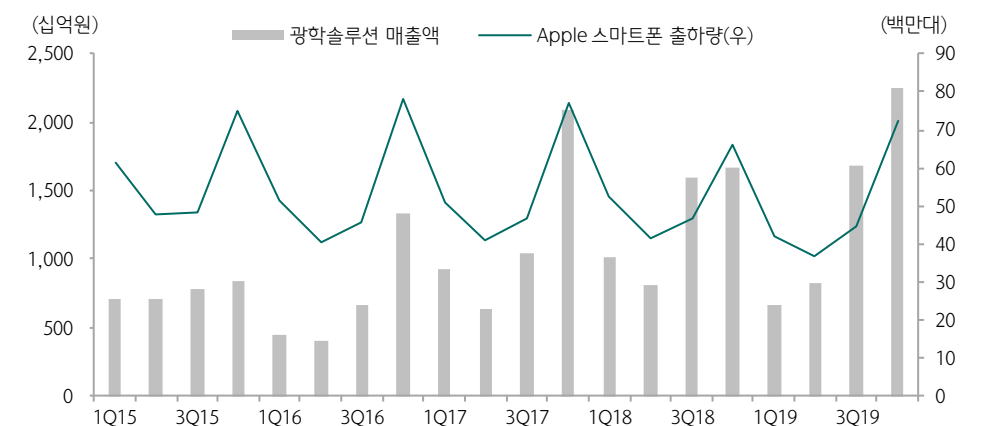
LG이노텍은 Apple의 멀티카메라와 센싱모듈의 채택으로 인해 지난 4년간 유의미한 실적 레벨업을 기록했다. 16년 하반기 듀얼카메라 채택, 17년 하반기 Face ID 탑재로 동기간 매출액 3.56조원, 4.95조원을 기록해 각각 전년대비 52%, 37%의 증가폭을 시현했다. 19년 하반기 트리플 카메라를 최초로 탑재해 20년 상반기까지 매출액 6.1조원이 전망되며, 이는 전년대비 35% 증가하는 수치다. 20년 하반기~21년 상반기 광학솔루션 매출액은 새롭게 채택되는 ToF 모듈을 통해 전년대비 19% 증가할 것으로 전망된다. 2021년 이후 성장동력에 대한 고민이 있을 수 있지만, 트리플카메라 및 ToF 모듈의 탑재율 확대 여력이 상존한다. 또한 삼성전자의 경우 폴디드줌 채택으로 10배 광학을 구현했고, Apple도 센서 시프트 등의 기술 채택으로 동일 렌즈 수에서도 카메라모듈의 가격이 상승할 있는 여력을 여전히 상존한다. 폴더블 스마트폰 등의 폼팩터 변화에 따른 변화 외에 스마트폰이 하드웨어적으로 차별할 수 있는 경쟁력으로 당분간 카메라의 입지가 흔들릴 가능성은 낮을 것으로 판단한다.

그림 53. iPhone 제조원가 비중 추이



자료: 업계 자료, 하나금융투자

그림 54. LG이노텍 광학솔루션 매출액 vs Apple 스마트폰 출하량 추이



자료: 각사, 하나금융투자

4) 2020년보다는 2021년 출하량 회복 시기를 도모

2021년부터 멀티 카메라 외의 요소에서 기회 있을 것으로 예상

국내 중소형 카메라모듈 업체들의 합산 영업이익은 전년대비 151% 증가라는 유례 없는 성장을 시현했다. 그 반대급부로 2020년 수익성 악화의 우려가 있었고, 코로나19 확산으로 전년대비 출하량 감소가 동반될 것으로 전망된다. 20년 하반기 반전포인트가 있을 수도 있지만, 현재 시점에서 멀티카메라만으로 반전포인트를 만들기는 쉽지 않다. 다만, 2020년 삼성전자는 폴디드줌, Apple은 센서시프트 등으로 멀티화 외의 차별화 포인트를 도모중이다. 이러한 추세는 스마트폰의 하드웨어 경쟁이라는 측면에서 2021년에는 중저가 스마트폰에도 확산될 가능성이 높다. 그에 따른 카메라모듈의 가격 상승이 가능할 것으로 예상되며, 이미 지센서의 면적 확대와 멀티카메라화에 따른 이미지센서 공급 부족은 여전히 카메라 관련 업체들에게는 기회 요인으로 작용할 수 있다는 판단이다. 급하지 않지만, 멀티카메라 외의 카메라모듈 가격 인상 요인(특정 기능 강화 및 이미지센서 확대) 포착시에는 2021년 스마트폰 회복과 더불어 다시 한번 주가 상승의 기회가 올 것으로 기대한다.

그림 55. 화소별 이미지센서 크기 비교

화소수 증가에 따라 이미지센서 면적 확대



자료: 업계 자료, 하나금융투자

표 9. 글로벌 주요 카메라 관련 업체 실적 및 투자지표

(단위: 백만달러, 십억원)

		Sunny Optical	Largan Precision	Lite-On	LG이노텍	엠씨넥스	파트론	파워로직스	캠시스
시가총액		17,334	18,223	3,604	3,455	535	433	239	192
매출액	18	3,923	1,658	6,874	7,982	697	796	754	544
	19	5,480	1,966	5,760	8,302	1,268	1,255	1,108	685
	20F	6,233	2,135	5,404	9,049	1,316	1,117	985	998
영업이익	18	490	983	248	264	41	30	26	16
	19	679	1,181	302	403	113	105	51	16
	20F	742	1,270	289	580	96	77	34	47
PER	18	45.8	22.5	13.6	12.5	6.0	47.7	9.1	9.5
	19	29.9	19.9	11.8	32.4	7.4	11.7	6.3	105.5
	20F	26.2	17.8	11.9	9.7	7.1	8.2	7.5	4.6
PBR	18	12.9	5.2	1.5	1.0	1.7	1.5	1.2	1.3
	19	9.6	4.3	1.5	1.5	3.0	2.0	1.5	1.9
	20F	7.5	3.7	1.4	1.4	1.8	1.0	0.9	1.4

자료: Bloomberg, 각사, 하나금융투자

5. 대형주: 삼성전기, LG이노텍 / 중소형주: 대덕전자, 심택

관심종목: 해성디에스, 비에이치 / 20년 하반기 주목할 테마: 5G, 폴더블

삼성전기: MLCC, 패키지기판
LG이노텍: Apple, 패키지기판

전기전자/휴대폰 업종 내 최선호주로 대형주는 삼성전기와 LG이노텍을 제시한다. 삼성전기는 MLCC로 중장기 외형성장 가시성 높고, 패키지기판 반사수혜와 5G RF솔루션 수혜가 기대된다. LG이노텍은 하반기 Apple 신모델 효과와 상반기 코로나19 영향에도 선방한 실적이 든든하며, 5G발 패키지기판 수혜도 실적에 기여한다.

대덕전자, 심택: 패키지기판, 중국

중소형주는 메모리향 패키지기판의 수혜가 가능한 대덕전자와 심택을 추천한다. 대덕전자는 FPCB의 중화권 고객사 출하량 회복과 패키지기판의 호황이 동반되는 하반기 실적 가시성이 높다. 재상장 시점을 매수 적기로 활용해야 한다. 심택은 중소형 패키지기판 업체 중에서 매출액이 가장 큰 업체로 자회사 실적 턴어라운드로 기존대비 실적 가시성이 높아진 점이 투자포인트다. 코로나19 영향에도 불구하고 양호한 상반기 실적을 기록했고, Module PCB에서 중국업체 생산 차질의 반사 수혜도 누렸다.

해성디에스와 비에이치도 관심종목

패키지기판 업체 중에서 해성디에스도 주목해야 한다. 주력 아이템인 차량용 반도체 리드프레임이 전방산업 수요 둔화로 인해 불확실성은 상존한다. 다만, 긴 호흡으로 보면 자동차 수요 회복과 패키지기판 호황이 동반될 때 주가 상승이 기대된다. 비에이치는 LG이노텍과 마찬가지로 하반기 Apple 신모델 효과를 누릴 수 있고, 아직은 미미하지만 폴더블, 5G향 매출액을 감안하면 12개월 선행 기준 PER 7.31배는 부담스럽지 않다는 판단이다.

주목할 테마는
5G(와이솔)와 폴더블(KH바텍)

20년 하반기 주목할 테마는 20년 연간 전망 보고서에도 작성했지만, 5G와 폴더블이다. 스마트폰의 통신방식 업그레이드와 폼팩터 변화는 수년만에 찾아온 테마로 쉽게 사라지지 않을 테마라는 판단이다. 5G 관련해서 국내에서는 유일하다 할 수 있는 와이솔과 하나금융투자 코스닥벤처팀에서 커버하고 있는 폴더블 힌지 공급업체인 KH바텍을 주목한다.

표 10. Top Picks 및 관심종목 주요 실적 및 투자지표

		삼성전기	LG이노텍	LG전자	대덕전자	심텍	해성디에스	비에이치	와이솔	서울반도체
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
변경 여부		유지	유지	유지	유지	신규	유지	유지	유지	유지
목표주가 (원)		141,000	196,000	83,000	11,000	15,000	25,500	24,000	14,500	18,000
변경 여부		유지	유지	유지	유지	신규	유지	유지	유지	유지
매출액	18	8,002	7,982	61,342	592	1,008	363	768	366	1,194
(십억원)	19	8,041	8,302	62,306	1,072	1,000	381	655	370	1,130
	20F	8,211	9,049	56,251	974	1,196	421	777	372	1,058
영업이익	18	1,150	264	2,703	35	31	27	91	55	95
(십억원)	19	734	403	2,436	46	-18	27	63	40	50
	20F	717	580	2,350	57	72	39	73	30	34
순이익	18	656	163	1,240	265	5	21	84	45	63
(십억원)	19	514	102	31	65	-37	18	57	31	34
	20F	508	358	1,322	48	49	29	64	24	27
EPS (원)	18	8,457	6,891	6,858	5,152	195	1,226	2,682	1,878	1,077
	19	6,627	4,323	173	794	-1,483	1,078	1,770	1,202	592
	20F	6,548	15,110	7,310	593	1,677	1,696	1,957	851	466
PER (x)	18	12.2	12.5	9.1	1.8	33.1	10.6	6.3	8.2	18.0
	19	18.9	32.4	416.7	13.2	N/A	14.7	12.4	12.6	27.5
	20F	18.2	9.7	7.5	13.8	5.8	9.4	8.5	12.6	28.0
BPS (원)	18	64,017	89,515	79,068	12,633	8,336	11,549	7,579	11,026	11,430
	19	69,996	93,164	79,493	13,250	6,680	12,267	10,079	12,336	11,644
	20F	75,472	107,974	86,213	13,586	8,525	13,590	11,983	12,941	11,956
PBR (x)	18	1.6	1.0	0.8	0.7	0.8	1.1	2.2	1.4	1.7
	19	1.8	1.5	0.9	0.8	1.8	1.3	2.2	1.2	1.4
	20F	1.6	1.4	0.6	0.6	1.1	1.2	1.4	0.8	1.1
ROE (%)	18	14.5	8.0	9.0	35.2	2.4	11.0	49.3	18.9	10.1
	19	10.2	4.7	0.2	6.4	-19.5	9.1	24.2	10.2	5.3
	20F	9.2	15.0	8.8	4.6	22.5	13.1	20.6	6.9	4.1

자료: 각사, 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

삼성전기 (009150)	31
LG이노텍 (011070)	35
대덕전자 (008060)	39
심텍 (222800)	43
와이솔 (122990)	47

2020년 5월 18일

삼성전기(009150)

스마트폰 수요 회복과 5G 본격화

코로나19 우려에도 흔들리지 않는 MLCC

삼성전기의 20년 2분기는 삼성전자 스마트폰 출하량 감소에 따른 실적 감소가 불가피하다. 모듈솔루션 매출액은 전분기대비 40%, 전년동기대비 29% 감소할 것으로 전망되어 출하량 감소의 직격탄을 맞는다. 그럼에도 불구하고 단기 실적 우려가 해소되었다고 판단하는 이유는 컴포넌트솔루션의 선방 때문이다. 주력 아이템인 MLCC의 물량과 가격이 전분기 수준을 유지될 것으로 추정된다. 이는 1) 언택트로 대표되는 서버, PC향 수요가 스마트폰의 감소분을 상쇄하고, 2) MLCC 공급 업체들의 생산에도 차질이 생겨 수급 밸런스 측면에서 중립 이상의 환경이 제공되기 때문이다. MLCC의 중장기 수요는 가시성이 높은 가운데 2분기 단기 실적 충격에 대한 부분이 우려스러웠는데, 걱정했던 것보다 양호한 상황이 전개중이라는 판단이다.

20년 하반기 스마트폰 회복에 5G가 가세

20년 하반기에는 코로나19가 진정 국면으로 진입하며 스마트폰의 출하량 회복이 기대된다. 특히 5G 스마트폰의 비중이 확대되어 회복될 것으로 예상되어 대당 MLCC 탑재량 증가가 동반될 것으로 판단된다. 삼성전자 스마트폰의 회복도 양호할 것으로 전망하는데, 유럽과 중동/아프리카, 남미 등에서 Huawei의 Google 서비스 제한에 따른 점유율 축소분을 일정 부분 흡수할 것으로 추정하기 때문이다. 또한 2019년 5G 선점 효과를 통해 20년 1분기 5G 단말기 점유율 34%로 1위를 차지한 것도 하반기 출하량 회복에 긍정적으로 작용할 전망이다.

20년 2분기 단기 실적 우려 해소로 매수 적기

삼성전기에 대한 투자자의견 'BUY'와 목표주가 141,000원을 유지한다. 20년 2분기 단기 실적 감소가 부담이었지만, MLCC의 실적이 견조할 것으로 전망되어 실적에 대한 우려가 해소되었다는 판단이다. 코로나19 확산에 대한 부분을 쉽게 예상할 수 없겠지만, 20년 하반기 및 21년 연간 스마트폰 출하 회복 시기에 MLCC는 5G를 업고 세트 출하량 증가를 상회하는 업황이 전개될 것으로 판단된다. 그에 따른 실적 상향 여력도 상존하기 때문에 비중확대 전략을 추천한다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 141,000원 | CP(5월15일): 119,500원

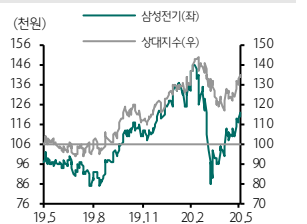
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,927.28
52주 최고/최저(원)	146,000/84,600
시가총액(십억원)	8,925.9
시가총액비중(%)	0.74
발행주식수(천주)	74,693.7
60일 평균 거래량(천주)	1,168.2
60일 평균 거래대금(십억원)	131.1
20년 배당금(예상, 원)	1,100
20년 배당수익률(예상, %)	0.92
외국인지분율(%)	31.51
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 4인	23.86
국민연금공단	11.78
주가상승률	1M 6M 12M
절대	17.7 6.2 17.7
상대	13.4 19.2 27.8

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	8,145.3	8,953.4
영업이익(십억원)	647.6	834.7
순이익(십억원)	481.4	619.9
EPS(원)	6,075	7,844
BPS(원)	75,260	82,060

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	8,002.0	8,040.8	8,210.7	8,983.7	9,540.6
영업이익	십억원	1,149.9	734.0	716.7	968.4	1,028.4
세전이익	십억원	1,085.2	690.6	673.5	918.4	975.3
순이익	십억원	656.2	514.3	508.2	682.4	724.7
EPS	원	8,457	6,627	6,548	8,794	9,339
증감률	%	305.8	(21.6)	(1.2)	34.3	6.2
PER	배	12.24	18.86	18.25	13.59	12.80
PBR	배	1.62	1.79	1.58	1.44	1.31
EV/EBITDA	배	4.87	6.72	6.34	5.20	4.72
ROE	%	14.50	10.18	9.24	11.36	10.93
BPS	원	64,017	69,996	75,472	83,193	91,460
DPS	원	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

joonmin.lee@hanafn.com

MLCC와 패키지기판 실적 상향 여력
상존

현재 추정치를 상향할 가능성이 상존한다고 언급한 이유는 MLCC와 패키지기판 때문이다. 20년 하반기 5G 스마트폰 중심으로 출하량이 증가하게 되면 MLCC 수요가 양호할 것으로 예상되고, 그에 따른 가동률 회복 시기에 영업이익 레버리지 효과를 기대할 수 있다. 패키지기판 역시 하반기 스마트폰 회복 시기에 AP향 FC-CSP 수량의 증가와 5G RF향 비메모리 패키지기판이 동반되기 때문에 현재 추정치대비 상향 여력이 상존한다.

표 1. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

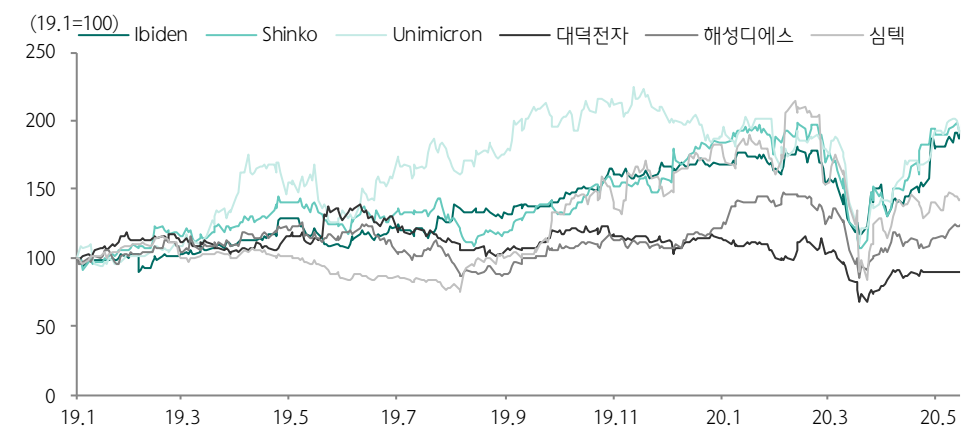
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	2,062.3	1,917.0	2,215.9	1,845.6	2,224.5	1,771.9	2,213.8	2,000.5	8,040.9	8,210.7	8,983.7
증감률 (YoY)	5.7%	8.4%	-5.3%	-5.0%	7.9%	-7.6%	-0.1%	8.4%	0.5%	2.1%	9.4%
증감률 (QoQ)	6.1%	-7.0%	15.6%	-16.7%	20.5%	-20.3%	24.9%	-9.6%			
컴포넌트 솔루션	836.3	786.7	820.1	775.0	857.6	849.7	916.6	880.6	3,218.2	3,504.5	3,925.1
모듈 솔루션	951.2	824.3	941.0	641.8	983.2	585.8	835.7	629.2	3,358.4	3,033.8	3,185.5
기판 솔루션	266.9	306.0	454.8	428.8	383.7	336.4	461.6	490.6	1,456.5	1,672.4	1,873.1
영업이익	242.3	163.8	189.2	138.7	164.6	112.4	246.0	193.8	734.0	716.7	968.4
증감률 (YoY)	59.1%	-29.4%	-58.2%	-55.7%	-32.1%	-31.4%	30.0%	39.7%	-36.2%	-2.4%	35.1%
증감률 (QoQ)	-22.7%	-32.4%	15.5%	-26.7%	18.6%	-31.7%	118.9%	-21.2%			
컴포넌트 솔루션	190.6	119.3	85.6	112.6	100.5	100.1	158.0	144.1	508.2	502.6	639.8
모듈 솔루션	71.5	50.4	68.9	26.3	59.7	10.7	47.3	17.5	217.1	135.2	197.5
기판 솔루션	-19.9	-6.0	34.7	-0.2	4.4	1.6	40.7	32.2	8.7	78.9	131.1
영업이익률	11.7%	8.5%	8.5%	7.5%	7.4%	6.3%	11.1%	9.7%	9.1%	8.7%	10.8%
컴포넌트 솔루션	22.8%	15.2%	10.4%	14.5%	11.7%	11.8%	17.2%	16.4%	15.8%	14.3%	16.3%
모듈 솔루션	7.5%	6.1%	7.3%	4.1%	6.1%	1.8%	5.7%	2.8%	6.5%	4.5%	6.2%
기판 솔루션	-7.4%	-2.0%	7.6%	0.0%	1.2%	0.5%	8.8%	6.6%	0.6%	4.7%	7.0%

자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 1. 글로벌 주요 패키지기판 업체 시가총액 추이

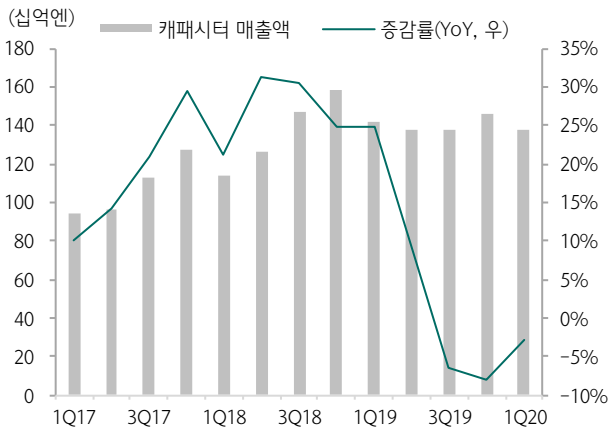
일본 업체들 코로나19 이전으로 회귀

국내 업체들도 주가 추종 기대



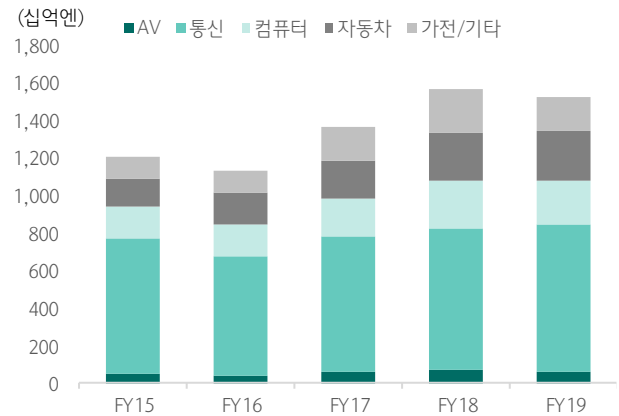
자료: Quantiverse, 하나금융투자

그림 2. Murata의 캐패시터 매출액 추이



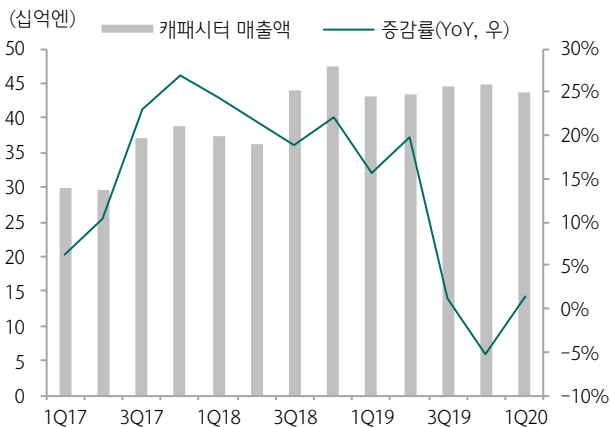
자료: Murata, 하나금융투자

그림 3. Murata의 전사 전방산업별 매출액 추이



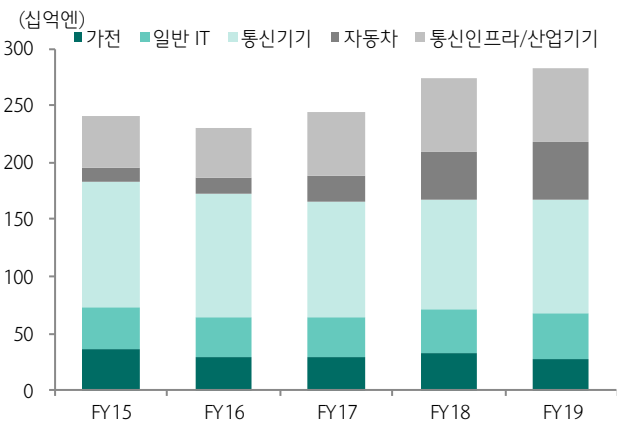
자료: Murata, 하나금융투자

그림 4. Taiyo Yuden의 캐패시터 매출액 추이



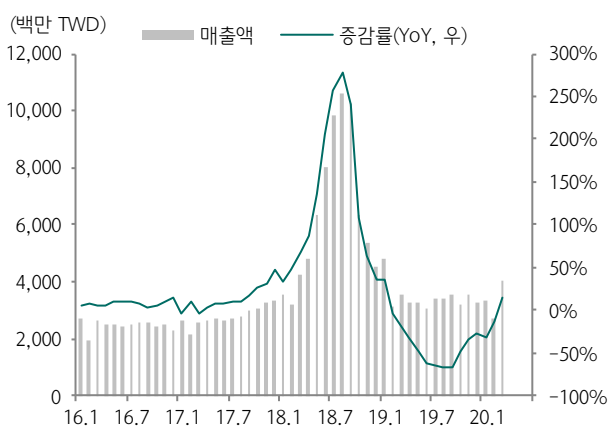
자료: Taiyo Yuden, 하나금융투자

그림 5. Taiyo Yuden의 전사 전방산업별 매출액 추이



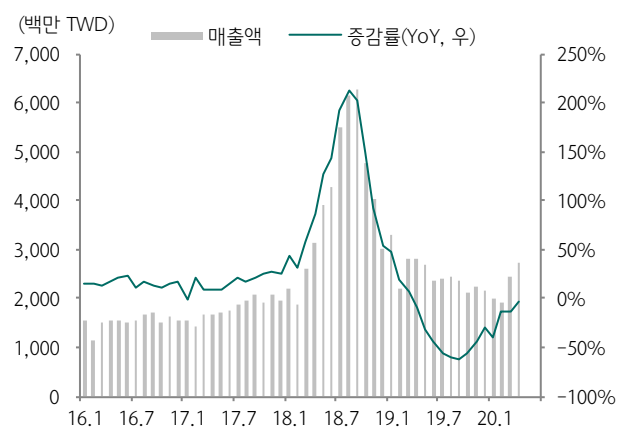
자료: Taiyo Yuden, 하나금융투자

그림 6. Yageo 월 매출액 추이



자료: Yageo, 하나금융투자

그림 7. Walsin 월 매출액 추이



자료: Yageo, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	8,002.0	8,040.8	8,210.7	8,983.7	9,540.6
매출원가	5,514.6	5,990.0	6,185.0	6,767.2	7,186.8
매출총이익	2,487.4	2,050.8	2,025.7	2,216.5	2,353.8
판관비	1,337.5	1,316.9	1,309.0	1,248.1	1,325.4
영업이익	1,149.9	734.0	716.7	968.4	1,028.4
금융손익	(63.9)	(56.6)	(41.4)	(47.3)	(50.9)
종속/관계기업손익	7.2	11.9	14.5	13.2	13.8
기타영업외손익	(8.1)	1.3	(16.3)	(15.9)	(16.1)
세전이익	1,085.2	690.6	673.5	918.4	975.3
법인세	280.4	71.1	160.6	229.6	243.8
계속사업이익	804.9	619.5	512.9	688.8	731.5
중단사업이익	(119.8)	(91.4)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	685.0	528.0	512.9	688.8	731.5
비지배주주지분 손익	28.8	13.8	4.7	6.4	6.8
지배주주순이익	656.2	514.3	508.2	682.4	724.7
지배주주지분포괄이익	629.8	540.6	509.0	683.5	725.9
NOPAT	852.8	658.4	545.8	726.3	771.3
EBITDA	1,886.4	1,604.0	1,596.8	1,858.0	1,946.0
성장성(%)					
매출액증가율	17.0	0.5	2.1	9.4	6.2
NOPAT증가율	298.3	(22.8)	(17.1)	33.1	6.2
EBITDA증가율	101.4	(15.0)	(0.4)	16.4	4.7
영업이익증가율	275.5	(36.2)	(2.4)	35.1	6.2
(지배주주)순이익증가율	305.8	(21.6)	(1.2)	34.3	6.2
EPS증가율	305.8	(21.6)	(1.2)	34.3	6.2
수익성(%)					
매출총이익률	31.1	25.5	24.7	24.7	24.7
EBITDA이익률	23.6	19.9	19.4	20.7	20.4
영업이익률	14.4	9.1	8.7	10.8	10.8
계속사업이익률	10.1	7.7	6.2	7.7	7.7

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	8,457	6,627	6,548	8,794	9,339
BPS	64,017	69,996	75,472	83,193	91,460
CFPS	25,905	20,672	19,776	23,097	24,069
EBITDAPS	24,308	20,670	20,577	23,943	25,077
SPS	103,118	103,618	105,807	115,768	122,945
DPS	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100
주기지표(배)					
PER	12.2	18.9	18.2	13.6	12.8
PBR	1.6	1.8	1.6	1.4	1.3
PCFR	4.0	6.0	6.0	5.2	5.0
EV/EBITDA	4.9	6.7	6.3	5.2	4.7
PSR	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0
재무비율(%)					
ROE	14.5	10.2	9.2	11.4	10.9
ROA	8.0	5.9	5.7	7.3	7.2
ROIC	14.7	10.7	9.1	12.4	12.9
부채비율	74.8	59.7	54.6	50.2	44.8
순부채비율	24.4	21.2	15.5	6.6	(0.7)
이자보상배율(배)	15.1	9.4	29.6	43.8	49.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,525.3	3,507.5	3,953.5	4,563.1	5,041.2
금융자산	1,246.0	859.9	853.7	1,253.3	1,580.1
현금성자산	1,002.4	803.8	787.2	1,180.5	1,502.8
매출채권 등	1,061.4	1,096.3	1,300.3	1,422.7	1,510.9
재고자산	1,115.6	1,271.3	1,507.8	1,649.7	1,752.0
기타유동자산	102.3	280.0	291.7	237.4	198.2
비유동자산	5,119.6	5,166.7	5,106.9	5,146.9	5,256.3
투자자산	250.1	258.9	274.8	284.3	291.2
금융자산	39.0	17.3	20.5	22.4	23.8
유형자산	4,558.0	4,514.5	4,458.6	4,506.0	4,623.1
무형자산	162.5	141.2	121.4	104.3	89.7
기타비유동자산	149.0	252.1	252.1	252.3	252.3
자산총계	8,644.9	8,674.2	9,060.4	9,710.0	10,297.5
유동부채	2,509.6	1,850.4	1,880.4	2,008.5	2,136.3
금융부채	1,394.0	760.1	610.1	630.1	680.1
매입채무 등	927.0	919.4	1,090.4	1,193.1	1,267.1
기타유동부채	188.6	170.9	179.9	185.3	189.1
비유동부채	1,188.8	1,393.7	1,320.2	1,236.2	1,047.6
금융부채	1,060.1	1,251.3	1,151.3	1,051.3	851.3
기타비유동부채	128.7	142.4	168.9	184.9	196.3
부채총계	3,698.4	3,244.2	3,200.7	3,244.6	3,183.9
지배주주지분	4,821.1	5,285.0	5,710.0	6,309.1	6,950.7
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
자본조정	(146.7)	(146.7)	(146.7)	(146.7)	(146.7)
기타포괄이익누계액	355.2	425.7	425.7	425.7	425.7
이익잉여금	3,179.3	3,572.9	3,997.8	4,597.0	5,238.5
비지배주주지분	125.4	145.1	149.8	156.2	162.9
자본총계	4,946.5	5,430.1	5,859.8	6,465.3	7,113.6
순금융부채	1,208.2	1,151.5	907.7	428.2	(48.7)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,558.7	1,021.3	1,145.2	1,497.3	1,589.7
당기순이익	685.0	528.0	512.9	688.8	731.5
조정	1,243.5	812.4	877.9	894.6	920.2
감가상각비	736.4	870.0	880.1	889.6	917.5
외환거래손익	8.8	11.3	0.0	6.6	7.1
지분법손익	(7.2)	(11.9)	(14.5)	(13.2)	(13.8)
기타	505.5	(57.0)	12.3	11.6	9.4
영업활동 자산부채 변동	(369.8)	(319.1)	(245.6)	(86.1)	(62.0)
투자활동 현금흐름	(698.1)	(517.0)	(816.2)	(929.2)	(1,024.6)
투자자산감소(증가)	580.3	3.1	(1.4)	3.7	7.0
유형자산감소(증가)	(1,163.6)	(1,511.7)	(804.4)	(920.0)	(1,020.0)
기타	(114.8)	991.6	(10.4)	(12.9)	(11.6)
재무활동 현금흐름	(235.8)	(619.5)	(357.5)	(185.4)	(253.9)
금융부채증가(감소)	(114.8)	(442.7)	(250.0)	(80.0)	(150.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(60.5)	(100.8)	(24.3)	(22.2)	(20.7)
배당지급	(60.5)	(76.0)	(83.2)	(83.2)	(83.2)
현금의 증감	557.8	(146.9)	(68.3)	393.3	322.4
Unlevered CFO	2,010.3	1,604.1	1,534.6	1,792.3	1,867.8
Free Cash Flow	363.5	(526.7)	340.8	577.3	569.7

2020년 5월 18일

LG이노텍(011070)

항상 실적으로 입증

2020년에도 신규 모듈 및 탑재율 확대로 실적 레벨업

LG이노텍의 2020년 광학솔루션 매출액은 전년대비 19% 증가한 6,43조원으로 전망한다. LG이노텍은 Apple의 카메라모듈 멀티화 및 신규 센서모듈 탑재에 따라 지난 5년간 연평균 17%의 외형 성장을 시현했다. Apple 신제품이 9월말에 출시되기 때문에 매년 3분기 실적을 기점으로 4개분기간 전년동기대비 외형 성장이 지속되는 패턴이다. 물론 신모델의 흥행 여부에 따라 변동성은 상존하지만 중장기적 관점에서 보면 멀티카메라 및 신규 센서모듈의 모듈 수 증가, 즉 탑재율 확대에 의해 실적은 우상향한다. Apple의 스마트폰 출하량이 2017년 2.16억대, 2018년 2.06억대, 2019년 1.96억대 기록하는 동안 LG이노텍의 광학솔루션 매출액은 4.68조원, 5.1조원, 5.43조원을 기록했다. 2020년 ToF모듈 최초 탑재와 2021년 트리플카메라 및 ToF모듈 탑재율 확대가 예상되어 외형 성장 가시성이 높다는 판단이다.

결국은 우상향 실적

LG이노텍의 카메라모듈 관련해서는 항상 우려의 목소리가 높다. Apple이라는 단일 고객사에 대한 의존도가 높은 점과 점유율 경쟁을 걱정한다. 하지만 앞서 언급한 것처럼 결국 매년 외형이 성장했고, 그에 따른 시가총액도 레벨업되었다. 트리플카메라 및 ToF모듈 탑재로 인해 2022년 이후 LG이노텍의 성장 종류를 의심할 수도 있다. 다만, 2020년 트리플카메라에는 센서시프트라는 신규 기능이 탑재될 가능성이 높다. 이에 따른 카메라모듈 가격 상승은 LG이노텍 입장에서 긍정적이다. 스마트폰이 하드웨어 측면에서 차별화되려면 카메라에 집중할 수밖에 없는 상황임을 Apple도 인지하고 있다.

코로나19에도 높은 실적 가시성이 매력

LG이노텍에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 196,000원을 유지한다. 앞서 언급한 것처럼 LG이노텍의 중장기 실적에 대한 우려는 이해하지만, 결국 매년 우상향하는 실적을 달성해 왔다. 2020년 및 2021년에도 우상향 실적 가시성은 높다. 2022년 이후를 걱정하기보다는 20년 하반기 및 2021년에도 우상향하는 LG이노텍의 실적에 주목해야 한다는 판단이다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 196,000원 | CP(5월15일): 146,000원

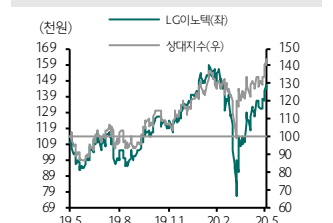
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,927.28
52주 최고/최저(원)	158,000/76,300
시가총액(십억원)	3,455.4
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	23,667.1
60일 평균 거래량(천주)	390.3
60일 평균 거래대금(십억원)	46.8
20년 배당금(예상,원)	300
20년 배당수익률(예상,%)	0.21
외국인지분율(%)	29.78
주요주주 지분율(%)	
LG전자	40.79
국민연금공단	10.23
주가상승률	1M 6M 12M
절대	18.7 18.2 29.2
상대	14.4 32.6 40.3

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	9,002.0	9,673.1
영업이익(십억원)	565.9	627.6
순이익(십억원)	341.1	396.2
EPS(원)	14,411	16,740
BPS(원)	107,453	123,493

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	7,982.1	8,302.1	9,048.6	9,615.8	10,026.2
영업이익	십억원	263.5	403.1	580.0	616.4	642.7
세전이익	십억원	184.0	158.2	476.5	506.3	528.0
순이익	십억원	163.1	102.3	357.6	380.0	396.2
EPS	원	6,891	4,323	15,110	16,057	16,743
증감률	%	(6.7)	(37.3)	249.5	6.3	4.3
PER	배	12.54	32.39	9.66	9.09	8.72
PBR	배	0.97	1.50	1.35	1.18	1.04
EV/EBITDA	배	4.54	4.38	3.58	3.18	2.79
ROE	%	8.02	4.73	15.03	13.86	12.69
BPS	원	89,515	93,164	107,974	123,731	140,173
DPS	원	300	300	300	300	300



Analyst 김록호
02-3771-7523
roko.kim@hanafn.com

RA 이준민
02-3771-7743
joonmin.lee@hanafn.com

2020년 영업이익 최고치 갱신 전망

여전히 매력적인 주가 레벨

LG이노텍의 2020년 영업이익은 5,800억원으로 최대 실적을 갱신할 것으로 전망된다. 그럼에도 불구하고 시가총액은 3.46조원으로 2017년 9월 1일 4.21조원보다 낮은 상황이다. 2017년 연간 영업이익은 2,962억원, 17년 4분기 영업이익은 1,411억원을 기록했다. 2019년에도 이미 기존대비 높은 영업이익을 시현했음에도 불구하고 시가총액은 그에 미치지 못했다. 결국 LG이노텍의 주가에는 Apple의 카메라 스펙이 향상될 수 있는 여력이 점점 적어질 수도 있다는 우려가 포함되어 있다고 생각된다. 앞서 언급한 것처럼 코로나19로 인한 불확실성 확대 속에서도 LG이노텍 실적의 중장기 우상향 가시성은 높다고 전망되기 때문에 현재 주가는 매력적이라 판단된다.

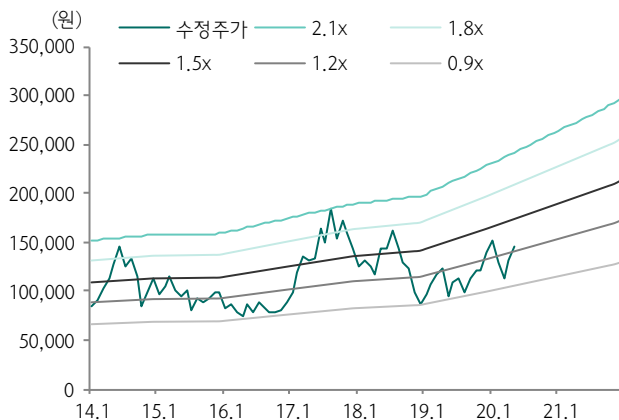
표 1. LG이노텍의 사업부별 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	1,368.6	1,522.3	2,445.9	2,965.2	2,010.9	1,474.5	2,521.8	3,041.4	7,982.1	8,302.0	9,048.6
growth (YoY)	-20.5%	0.3%	5.7%	22.0%	46.9%	-3.1%	3.1%	2.6%	4.5%	4.0%	9.0%
growth (QoQ)	-43.7%	11.2%	60.7%	21.2%	-32.2%	-26.7%	71.0%	20.6%			
광학솔루션	666.1	830.1	1,682.4	2,247.2	1,334.3	836.1	1,863.7	2,393.6	5,096.9	5,425.7	6,427.5
기판소재	256.9	277.0	305.9	286.2	289.7	287.0	294.1	278.4	1,158.5	1,126.0	1,149.1
전장부품	272.9	264.7	293.4	301.0	283.3	278.7	285.4	292.6	963.2	1,131.9	1,140.0
기타사업 및 내부거래	172.7	150.6	164.3	130.8	103.7	72.7	78.7	76.9	763.5	618.4	332.1
영업이익	-11.4	18.8	186.5	209.3	138.0	11.8	187.9	242.3	263.5	403.2	580.0
growth (YoY)	-168.0%	40.2%	43.9%	102.1%	-1306.6%	-37.2%	0.8%	15.7%	-11.1%	53.0%	43.8%
growth (QoQ)	-111.0%	-264.7%	890.2%	12.2%	-34.1%	-91.4%	1487.7%	28.9%			
광학솔루션	-30.9	0.2	159.4	217.6	121.0	-2.8	161.0	216.0	219.7	346.3	495.1
기판소재	22.3	38.8	57.1	42.7	48.6	51.1	53.4	49.9	90.9	161.1	202.9
전장부품	-2.1	-10.1	-15.0	-17.6	-6.9	-17.1	-12.2	-9.7	-15.3	-44.8	-45.9
기타사업 및 내부거래	-10.8	-10.1	-15.0	-33.4	-24.6	-19.3	-14.3	-14.0	-31.8	-69.4	-72.2
영업이익률	-0.8%	1.2%	7.6%	7.1%	6.9%	0.8%	7.5%	8.0%	3.3%	4.9%	6.4%

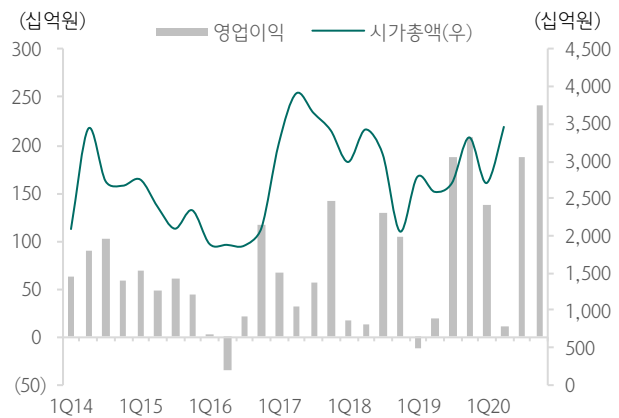
주: LED부문을 기타사업으로 통합
자료: LG이노텍, 하나금융투자

그림 1. LG이노텍의 PBR 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

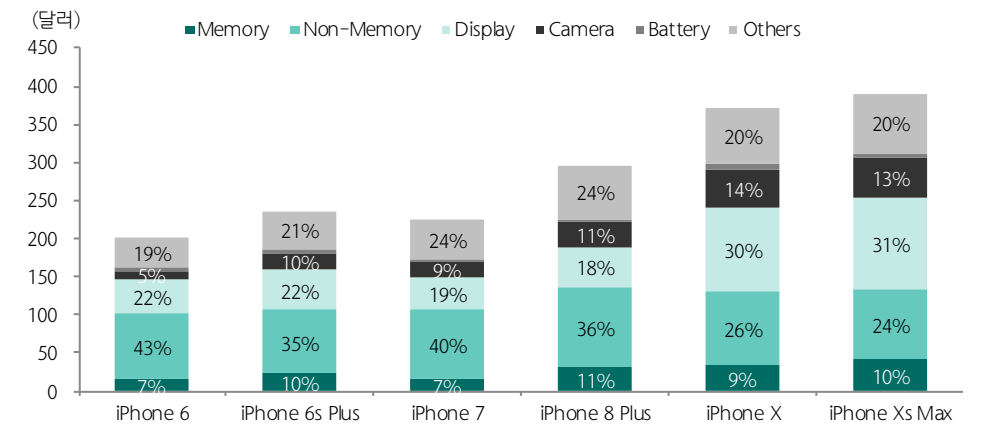
그림 2. LG이노텍 영업이익 vs 시가총액 추이



자료: LG이노텍, 하나금융투자

그림 3. iPhone 제조원가 비중 추이

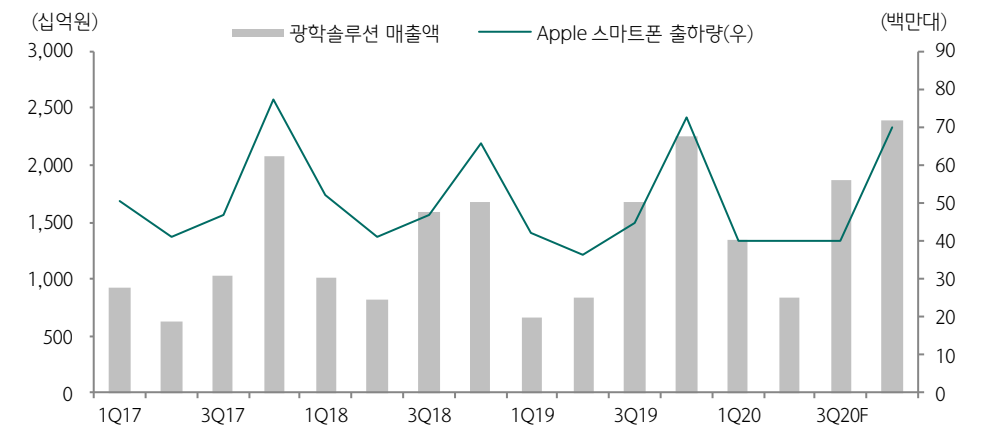
카메라의 중요성이 확대



자료: 업계 자료, 하나금융투자

그림 4. LG이노텍 광학솔루션 매출액 vs Apple 스마트폰 출하량 추이 및 전망

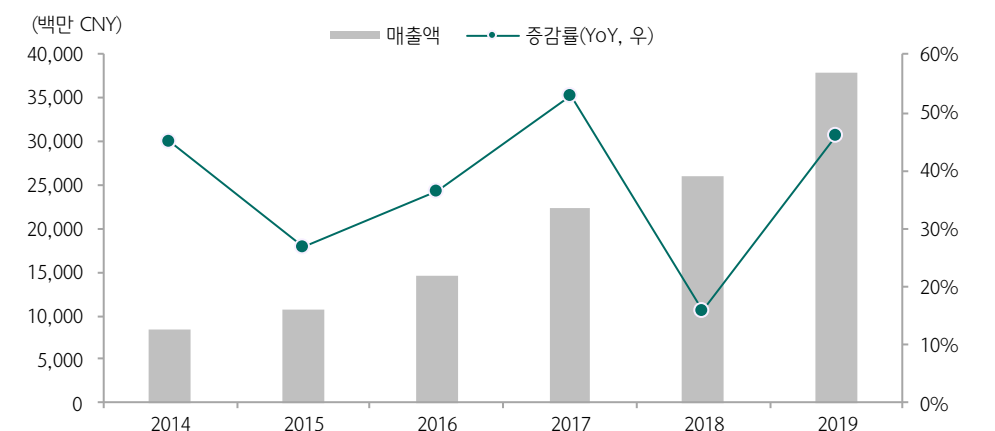
Apple 스마트폰 출하 정체에도
LG이노텍 광학솔루션 매출액 증가



자료: 각사, 하나금융투자

그림 5. Sunny Optical 매출액 추이

Sunny Optical 매출액도 연평균
35% 성장



자료: Sunny Optical, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	7,982.1	8,302.1	9,048.6	9,615.8	10,026.2
매출원가	7,118.2	7,273.1	7,602.6	8,079.1	8,423.9
매출총이익	863.9	1,029.0	1,446.0	1,536.7	1,602.3
판매비	600.4	625.8	866.0	920.3	959.6
영업이익	263.5	403.1	580.0	616.4	642.7
금융손익	(55.5)	(66.9)	(57.0)	(52.3)	(40.3)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(24.0)	(178.0)	(46.5)	(57.7)	(74.4)
세전이익	184.0	158.2	476.5	506.3	528.0
법인세	20.9	55.9	118.9	126.4	131.8
계속사업이익	163.1	102.3	357.6	380.0	396.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	163.1	102.3	357.6	380.0	396.2
비배주주지분 손이익	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
지배주주순이익	163.1	102.3	357.6	380.0	396.2
지배주주지분포괄이익	173.4	93.5	357.3	379.7	395.9
NOPAT	233.6	260.6	435.3	462.5	482.3
EBITDA	781.6	1,013.2	1,283.1	1,276.2	1,275.5
성장성(%)					
매출액증가율	4.5	4.0	9.0	6.3	4.3
NOPAT증가율	7.6	11.6	67.0	6.2	4.3
EBITDA증가율	20.0	29.6	26.6	(0.5)	(0.1)
영업이익증가율	(11.1)	53.0	43.9	6.3	4.3
(지배주주)순이익증가율	(6.7)	(37.3)	249.6	6.3	4.3
EPS증가율	(6.7)	(37.3)	249.5	6.3	4.3
수익성(%)					
매출총이익률	10.8	12.4	16.0	16.0	16.0
EBITDA이익률	9.8	12.2	14.2	13.3	12.7
영업이익률	3.3	4.9	6.4	6.4	6.4
계속사업이익률	2.0	1.2	4.0	4.0	4.0

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	6,891	4,323	15,110	16,057	16,743
BPS	89,515	93,164	107,974	123,731	140,173
CFPS	35,345	43,910	52,701	51,676	51,210
EBITDAPS	33,023	42,809	54,214	53,921	53,893
SPS	337,266	350,785	382,330	406,293	423,633
DPS	300	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	12.5	32.4	9.7	9.1	8.7
PBR	1.0	1.5	1.4	1.2	1.0
PCFR	2.4	3.2	2.8	2.8	2.9
EV/EBITDA	4.5	4.4	3.6	3.2	2.8
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
재무비율(%)					
ROE	8.0	4.7	15.0	13.9	12.7
ROA	2.8	1.8	6.0	6.1	6.3
ROIC	6.9	7.5	12.2	12.6	13.7
부채비율	171.7	161.8	141.2	112.9	91.3
순부채비율	71.1	51.2	44.7	20.5	3.2
이자보상배율(배)	4.8	6.3	9.8	11.7	15.6

자료: 하나금융투자

대차대조표

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,233.3	2,530.9	2,563.3	2,811.4	3,031.3
금융자산	621.7	800.3	788.1	925.3	1,065.0
현금성자산	621.2	799.6	787.4	924.6	1,064.2
매출채권 등	930.0	1,137.3	1,166.6	1,239.7	1,292.6
재고자산	520.2	488.1	500.7	532.1	554.8
기타유동자산	161.4	105.2	107.9	114.3	118.9
비유동자산	3,522.7	3,239.8	3,599.3	3,422.2	3,313.1
투자자산	35.1	34.7	35.6	37.8	39.4
금융자산	35.1	34.7	35.6	37.8	39.4
유형자산	2,927.3	2,707.6	3,123.7	2,990.0	2,915.4
무형자산	309.4	276.8	219.3	173.7	137.6
기타비유동자산	250.9	220.7	220.7	220.7	220.7
자산총계	5,756.1	5,770.8	6,162.5	6,233.6	6,344.4
유동부채	1,584.4	2,046.2	2,083.9	2,073.2	2,038.4
금융부채	331.0	549.3	549.5	445.0	342.4
매입채무 등	1,135.2	1,259.1	1,291.5	1,372.4	1,431.0
기타유동부채	118.2	237.8	242.9	255.8	265.0
비유동부채	2,053.4	1,519.9	1,523.5	1,232.5	989.0
금융부채	1,795.7	1,380.2	1,380.2	1,080.2	830.2
기타비유동부채	257.7	139.7	143.3	152.3	158.8
부채총계	3,637.8	3,566.2	3,607.5	3,305.7	3,027.4
지배주주지분	2,118.2	2,204.6	2,555.1	2,928.0	3,317.1
자본금	118.3	118.3	118.3	118.3	118.3
자본잉여금	1,133.6	1,133.6	1,133.6	1,133.6	1,133.6
자본조정	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	(40.1)	(36.3)	(36.3)	(36.3)	(36.3)
이익잉여금	906.7	989.3	1,339.8	1,712.7	2,101.8
비배주주지분	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)
자본총계	2,118.2	2,204.6	2,555.1	2,927.9	3,317.0
순금융부채	1,505.0	1,129.2	1,141.6	599.8	107.6

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,062.3	769.0	1,075.8	1,046.2	1,045.3
당기순이익	163.1	102.3	357.6	380.0	396.2
조정	587.9	907.5	721.6	674.4	655.0
감가상각비	518.0	610.0	703.1	659.8	632.8
외환거래손익	4.2	0.7	0.0	3.2	4.9
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	65.7	296.8	18.5	11.4	17.3
영업활동 자산부채 변동	311.3	(240.8)	(3.4)	(8.2)	(5.9)
투자활동 현금흐름	(1,414.5)	(354.3)	(1,062.5)	(486.0)	(528.6)
투자자산감소(증가)	(0.5)	0.4	(0.9)	(2.2)	(1.6)
유형자산감소(증가)	(1,358.2)	(415.0)	(1,061.6)	(480.5)	(522.1)
기타	(55.8)	60.3	0.0	(3.3)	(4.9)
재무활동 현금흐름	603.6	(238.9)	(6.9)	(411.6)	(359.7)
금융부채증가(감소)	624.1	(197.3)	0.2	(404.5)	(352.6)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.6)	(34.5)	(0.0)	(0.0)	0.0
배당지급	(5.9)	(7.1)	(7.1)	(7.1)	(7.1)
현금의 증감	251.7	178.3	(12.2)	137.2	139.6
Unlevered CFO	836.5	1,039.2	1,247.3	1,223.0	1,212.0
Free Cash Flow	(351.2)	299.4	14.1	565.7	523.2

2020년 5월 18일

대덕전자(008060)

재상장 시점이 매수 기회 !

1Q20 Review: 하향한 전망치를 소폭 하회

대덕전자의 20년 1분기 매출액은 2,387억원(YoY -6%, QoQ -7%), 영업이익은 97억원(YoY +3%, QoQ +17%)을 달성했다. 하나금융투자의 전망치대비 매출액은 6% 하회했는데, 패키지기판을 제외한 나머지 부분의 실적이 모두 부진했다. FPCB 매출액이 전년동기대비 27% 감소하며 수익성이 악화되었는데, 매출 비중에서 30%에 근접하는 중화권 스마트폰 업체들의 출하량이 대폭 감소했기 때문이다. 반면 패키지기판 매출액은 전년동기대비 31% 증가하며 고군분투했다. MLB 부문에서 자동차 매출액이 공장 이전 및 전방 수요 감소로 전년동기 대비 46% 감소했다.

2Q20 Preview: 패키지기판은 견조

대덕전자의 20년 2분기 매출액은 2,204억원(YoY -21%, QoQ -8%), 영업이익은 74억원(YoY -67%, QoQ -24%)으로 전망한다. 코로나19 영향으로 FPCB, 자동차 매출액이 계속해서 부진할 것으로 예상되어 수익성은 전분기대비 악화될 것으로 추정된다. 중화권 스마트폰 업체향 FPCB 매출액 회복세가 감지되고 있는데, 4~5월 회복 폭이 미미해 유의미한 회복은 3분기가 될 것으로 예상된다. 메인기판 CAPA를 패키지기판으로 활용하기 위한 공정전환이 진행될 예정이며, 관련해서 상반기에 영업손실은 불가피하다. 패키지기판은 전분기 및 전년동기 대비 매출액 증가 기조를 유지할 것으로 예상된다.

2021년은 패키지기판 호황에 스마트폰이 회복

대덕전자에 대한 투자 의견 'BUY'와 목표주가 11,000원을 유지한다. 대덕전자는 현재 매매거래 정지 상태로 21일 재상장 예정이다. 신설법인인 사업회사 대덕전자의 실적은 현재 추정치와 대동소이하며, 자본금 감소를 감안하면 12개월 선행 기준 PER은 7.0배에 불과하다. 언택트 시대를 대표하는 서버용 메모리 반도체의 견조한 수요와 GDDR6, LPDDR5, DDR5 전환에 따른 가격 인상 효과로 패키지기판은 향후 2~3년 호황에 대한 가시성이 높다. 뿐만 아니라 2021년에는 5G 스마트폰 본격화에 의한 물량 회복도 전망되기 때문에 상반기 부진한 실적으로 주가가 눌려 있는 시점이 매수할 수 있는 적기라는 판단이다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 11,000원 | CP(5월15일): 8,210원

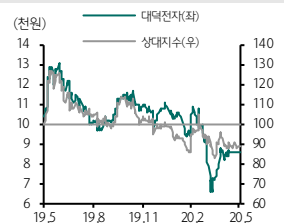
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,927.28
52주 최고/최저(원)	12,650/6,200
시가총액(십억원)	640.4
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	78,007.0
60일 평균 거래량(천주)	612.5
60일 평균 거래대금(십억원)	5.1
20년 배당금(예상, 원)	300
20년 배당수익률(예상, %)	3.65
외국인지분율(%)	15.36
주요주주 지분율(%)	
김영재 외 5인	17.66
국민연금공단	12.83
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.1 (22.2) (21.1)
상대	(0.6) (12.7) (14.3)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,035.0	1,142.2
영업이익(십억원)	70.8	96.3
순이익(십억원)	72.1	91.1
EPS(원)	887	1,120
BPS(원)	16,243	17,061

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	592.1	1,072.2	974.2	1,082.1	1,150.2
영업이익	십억원	34.8	46.4	57.2	87.9	93.4
세전이익	십억원	279.2	82.2	62.9	91.9	97.6
순이익	십억원	264.7	64.6	48.2	71.7	76.2
EPS	원	5,152	794	593	881	937
증감률	%	605.8	(84.6)	(25.3)	48.6	6.4
PER	배	1.77	13.16	13.84	9.32	8.77
PBR	배	0.72	0.79	0.60	0.58	0.55
EV/EBITDA	배	6.31	4.90	2.93	2.31	2.05
ROE	%	35.20	6.38	4.58	6.56	6.65
BPS	원	12,633	13,250	13,586	14,203	14,887
DPS	원	300	300	300	300	300



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

joonmin.lee@hanafn.com

표 1. 대덕전자의 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	252.8	278.8	284.3	256.3	238.7	220.4	258.9	256.1	1,072.2	974.2	1,041.7
YoY	1.3%	19.5%	18.8%	4.2%	-5.6%	-20.9%	-8.9%	-0.1%	10.7%	-9.1%	6.9%
QoQ	2.8%	10.3%	1.9%	-9.8%	-6.9%	-7.6%	17.5%	-1.1%			
패키징	98.3	126.5	136.0	141.3	128.5	130.9	146.3	147.1	502.1	552.9	608.1
메인기판	21.4	20.6	12.3	9.5	11.5	3.7	0.0	0.0	63.8	15.2	0.0
FPCB	88.3	88.3	90.9	70.0	64.1	51.8	75.5	70.5	337.5	261.9	275.0
네트워크	27.2	28.8	27.1	22.7	25.0	25.8	28.3	29.7	105.8	108.8	119.7
자동차	17.6	14.6	18.0	12.8	9.6	8.3	8.8	8.7	63.0	35.4	38.9
매출비중											
패키징	38.9%	45.4%	47.8%	55.1%	53.8%	59.4%	56.5%	57.5%	46.8%	56.8%	58.4%
메인기판	8.5%	7.4%	4.3%	3.7%	4.8%	1.7%	0.0%	0.0%	6.0%	1.6%	0.0%
FPCB	34.9%	31.7%	32.0%	27.3%	26.8%	23.5%	29.2%	27.5%	31.5%	26.9%	26.4%
네트워크	10.8%	10.3%	9.5%	8.9%	10.5%	11.7%	10.9%	11.6%	9.9%	11.2%	11.5%
자동차	7.0%	5.2%	6.3%	5.0%	4.0%	3.7%	3.4%	3.4%	5.9%	3.6%	3.7%
영업이익	9.4	22.7	6.2	8.3	9.7	7.4	20.6	19.5	46.7	57.2	83.3
YoY					3.3%	-67.2%	229.8%	133.5%		22.5%	45.7%
QoQ		140.6%	-72.5%	33.8%	16.9%	-23.6%	176.2%	-5.3%			
영업이익률	3.7%	8.1%	2.2%	3.3%	4.1%	3.4%	7.9%	7.6%	4.4%	5.9%	8.0%

자료: 대덕전자, 하나금융투자

표 2. 대덕전자의 분기 실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	252.8	278.8	284.3	256.3	253.2	249.7	263.7	265.9	1,072.2	1,032.4	1,104.4
YoY	1.3%	19.5%	18.8%	4.2%	0.1%	-10.5%	-7.2%	3.7%	10.7%	-3.7%	7.0%
QoQ	2.8%	10.3%	1.9%	-9.8%	-1.2%	-1.4%	5.6%	0.8%			
패키징	98.3	126.5	136.0	141.3	127.5	138.9	146.4	148.3	502.1	561.0	617.1
메인기판	21.4	20.6	12.3	9.5	11.2	4.4	0.0	0.0	63.8	15.6	0.0
FPCB	88.3	88.3	90.9	70.0	73.4	65.2	73.1	71.6	337.5	283.4	297.6
네트워크	27.2	28.8	27.1	22.7	27.2	30.0	32.4	34.0	105.8	123.5	135.9
자동차	17.6	14.6	18.0	12.8	13.9	11.2	11.9	12.0	63.0	48.9	53.8
매출비중											
패키징	38.9%	45.4%	47.8%	55.1%	50.3%	55.6%	55.5%	55.8%	46.8%	54.3%	55.9%
메인기판	8.5%	7.4%	4.3%	3.7%	4.4%	1.8%	0.0%	0.0%	6.0%	1.5%	0.0%
FPCB	34.9%	31.7%	32.0%	27.3%	29.0%	26.1%	27.7%	26.9%	31.5%	27.4%	26.9%
네트워크	10.8%	10.3%	9.5%	8.9%	10.8%	12.0%	12.3%	12.8%	9.9%	12.0%	12.3%
자동차	7.0%	5.2%	6.3%	5.0%	5.5%	4.5%	4.5%	4.5%	5.9%	4.7%	4.9%
영업이익	9.1	22.7	6.2	8.3	10.7	14.5	21.1	22.6	46.4	68.9	88.3
YoY					17.0%	-36.0%	238.2%	171.4%		48.5%	28.2%
QoQ		148.6%	-72.5%	33.8%	28.1%	35.9%	45.2%	7.3%			
영업이익률	3.6%	8.1%	2.2%	3.3%	4.2%	5.8%	8.0%	8.5%	4.3%	6.7%	8.0%

자료: 대덕전자, 하나금융투자

표 3. 대덕전자 분할 공시 내용 요약

항목		내용
분할방법		인적분할
분할기일		2020년 5월 1일
분할목적		각 사업부문의 전문화
분할비율		존속회사 36.7% : 신설회사 63.3%
분할 후 존속회사	명칭	주식회사 대덕
	주요사업	자회사 관리 및 신규사업 투자
	분할 후 상장유지 여부	○
분할 설립회사	명칭	대덕전자 주식회사
	주요사업	PCB 사업부문
	재상장신청 여부	○
감자에 관한 사항	감자비율	63.3%
	거래정지 기간	2020년 4월 28일 ~ 5월 20일
	신주배정기준일	2020년 4월 29일
	신주상장예정일	2020년 5월 21일

자료: Dart, 하나금융투자

표 4. 대덕전자 분할 전/후 시가총액 및 상승여력 비교

(단위: 십억원, 배, %)

항목	분할 전/후 시가총액		비고
대덕전자 (분할 전)	640.4		현재주가 8,210원 기준
존속법인: ㈜대덕		234.7	분할비율: 36.7%
신설법인: 대덕전자		405.7	분할비율: 63.3%
항목	2020F	2021F	비고
순이익 (십억원)	48.2	71.7	
비교 P/E (x)	12.9	12.9	2010년 이후 정상적인 이익 달성한 년도의 평균
할인율 (%)	0.0	0.0	
적정 P/E (x)	12.9	12.9	패키지기판 향후 2~3년 업황 가시성 확보
적정 시가총액 (십억원)	622.1	924.3	
현재 시가총액 (십억원)	405.7	405.7	
신설법인 상승여력 (%)	53.3	127.8	

자료: 대덕전자, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	592.1	1,072.2	974.2	1,082.1	1,150.2
매출원가	536.4	978.3	872.3	948.9	1,008.7
매출총이익	55.7	93.9	101.9	133.2	141.5
판관비	20.9	47.5	44.7	45.3	48.2
영업이익	34.8	46.4	57.2	87.9	93.4
금융손익	6.0	6.7	2.5	2.0	(0.3)
종속/관계기업손익	0.1	5.4	(4.4)	1.4	2.1
기타영업외손익	238.2	23.7	7.6	0.6	2.5
세전이익	279.2	82.2	62.9	91.9	97.6
법인세	14.4	17.6	14.7	20.2	21.5
계속사업이익	264.7	64.6	48.2	71.7	76.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	264.7	64.6	48.2	71.7	76.2
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	264.7	64.6	48.2	71.7	76.2
지배주주지분포괄이익	230.2	62.8	48.2	70.1	75.5
NOPAT	33.0	36.5	43.9	68.5	72.9
EBITDA	81.5	126.9	139.9	167.8	173.2
성장성(%)					
매출액증가율	15.6	81.1	(9.1)	11.1	6.3
NOPAT증가율	37.5	10.6	20.3	56.0	6.4
EBITDA증가율	14.6	55.7	10.2	19.9	3.2
영업이익증가율	13.7	33.3	23.3	53.7	6.3
(지배주주)순이익증가율	643.5	(75.6)	(25.4)	48.8	6.3
EPS증가율	605.8	(84.6)	(25.3)	48.6	6.4
수익성(%)					
매출총이익률	9.4	8.8	10.5	12.3	12.3
EBITDA이익률	13.8	11.8	14.4	15.5	15.1
영업이익률	5.9	4.3	5.9	8.1	8.1
계속사업이익률	44.7	6.0	4.9	6.6	6.6

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	5,152	794	593	881	937
BPS	12,633	13,250	13,586	14,203	14,887
CFPS	1,827	2,056	1,468	1,593	1,616
EBITDAPS	1,587	1,560	1,721	2,064	2,130
SPS	11,523	13,186	11,980	13,307	14,145
DPS	300	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	1.8	13.2	13.8	9.3	8.8
PBR	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
PCFR	5.0	5.1	5.6	5.2	5.1
EV/EBITDA	6.3	4.9	2.9	2.3	2.1
PSR	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	35.2	6.4	4.6	6.6	6.7
ROA	30.4	5.5	4.0	5.7	5.8
ROIC	7.2	5.4	6.8	10.6	11.1
부채비율	15.5	15.6	14.7	15.1	14.8
순부채비율	(21.7)	(20.7)	(23.6)	(24.6)	(26.1)
이자보상배율(배)	1,479.2	71.1	34.5	64.4	81.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	531.0	522.5	554.3	606.3	654.8
금융자산	226.6	238.2	270.2	290.7	319.4
현금성자산	34.9	49.2	81.4	81.1	96.6
매출채권 등	186.6	168.6	168.4	187.1	198.9
재고자산	102.4	99.1	99.0	110.0	116.9
기타유동자산	15.4	16.6	16.7	18.5	19.6
비유동자산	605.9	679.4	669.7	679.3	692.1
투자자산	104.5	196.5	196.3	217.5	230.9
금융자산	17.6	56.9	56.9	63.2	67.2
유형자산	492.4	464.2	456.9	447.1	447.9
무형자산	9.0	11.5	9.3	7.5	6.1
기타비유동자산	0.0	7.2	7.2	7.2	7.2
자산총계	1,136.9	1,201.9	1,224.0	1,285.6	1,346.9
유동부채	140.5	146.9	141.8	152.0	157.1
금융부채	12.8	18.0	13.0	10.6	7.6
매입채무 등	118.5	112.8	112.7	125.2	133.1
기타유동부채	9.2	16.1	16.1	16.2	16.4
비유동부채	12.5	15.2	15.2	16.3	17.0
금융부채	0.0	5.4	5.4	5.4	5.4
기타비유동부채	12.5	9.8	9.8	10.9	11.6
부채총계	153.0	162.1	157.0	168.4	174.1
지배주주지분	983.9	1,039.7	1,067.1	1,117.2	1,172.9
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	313.0	321.2	321.2	321.2	321.2
자본조정	(43.9)	(38.3)	(38.3)	(38.3)	(38.3)
기타포괄이익누계액	(1.6)	(0.6)	(0.6)	(2.2)	(2.9)
이익잉여금	675.9	716.8	744.1	795.9	852.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	983.9	1,039.7	1,067.1	1,117.2	1,172.9
순금융부채	(213.8)	(214.7)	(251.8)	(274.7)	(306.3)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	37.8	179.3	104.8	91.6	98.7
당기순이익	264.7	64.6	48.2	71.7	76.2
조정	(170.9)	102.5	56.5	37.7	33.7
감가상각비	46.7	80.4	82.7	79.9	79.8
외환거래손익	0.2	1.7	0.0	(5.6)	(6.6)
지분법손익	(0.1)	(5.4)	(4.3)	(3.3)	(4.3)
기타	(217.7)	25.8	(21.9)	(33.3)	(35.2)
영업활동 자산부채 변동	(56.0)	12.2	0.1	(17.8)	(11.2)
투자활동 현금흐름	(15.9)	(149.0)	(45.0)	(76.6)	(66.9)
투자자산감소(증가)	0.7	(86.5)	4.5	(18.0)	(9.1)
유형자산감소(증가)	(27.3)	(60.4)	(73.2)	(68.4)	(79.1)
기타	10.7	(2.1)	23.7	9.8	21.3
재무활동 현금흐름	(15.3)	(16.1)	(27.5)	(23.7)	(24.0)
금융부채증가(감소)	6.5	10.7	(5.0)	(2.4)	(3.0)
자본증가(감소)	249.1	8.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(258.4)	(14.1)	(1.6)	(1.4)	(1.1)
배당지급	(12.5)	(20.9)	(20.9)	(19.9)	(19.9)
현금의 증감	6.8	14.3	32.3	(0.5)	15.5
Unlevered CFO	93.9	167.2	119.4	129.6	131.4
Free Cash Flow	(2.5)	88.5	31.6	23.2	19.6

2020년 5월 18일

심텍(222800)

패키지판 대장주

유상증자 감안해도 PER 6.35배에 불과

심텍에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 15,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 유상증자 통해 늘어나는 주식수를 감안한 2020년 EPS에 PER 10배를 적용해서 산출했다. 전기전자/휴대폰 업종 내에서 패키지판 업황의 가시성이 높은 점을 감안하면, 실적 레벨업이 확인되는 구간에서는 멀티플 할증도 가능할 것으로 기대된다. 2020년 추정치 기준 PER 6.35배에 불과해 밸류에이션 매력 매우 높다는 판단이다.

패키지판 호조로 본사는 물론 자회사 실적 턴어라운드

심텍의 매출에서 패키지판의 비중은 70% 내외다. 패키지판에서 메모리 반도체향 비중은 85%에 달한다. 즉, 심텍의 패키지판 실적은 메모리 반도체의 업황에 연동된다. 20년 상반기 코로나19 영향에도 불구하고 서버 및 PC향 견조한 수요로 패키지판의 매출액은 양호할 것으로 추정된다. 뿐만 아니라 2020년은 GDDR6 출하가 본격화될 전망이다. 자회사 심텍 그래픽스(구 이스턴)은 GDDR6 물량 증가로 20년 1분기 흑자전환에 성공했다. 심텍의 실적 추정에 있어 위험요소로 지목되었던 자회사의 턴어라운드는 향후 실적 가시성을 높여준다는 측면에서 유의미하다.

Module PCB도 양호

Module PCB는 전부 메모리향인데, 해당 업황도 양호하게 전개 중이다. 20년 1분기 Module PCB 매출액이 전년동기대비 58% 증가했다. 특히, 서버와 SSD 매출액이 490억원, 215억원으로 각각 전년동기대비 66%, 82% 증가해 전사 실적을 견인했다. 이는 서버향 수요가 양호했던 것도 있지만, 대만과 중국 경쟁업체의 생산 공장이 중국 Hubei성에 위치했던 반사 수혜로 파악된다. 향후 서버향 견조한 수요와 DDR5 등의 출하 본격화로 전사 실적에 기여할 것으로 기대된다. 뿐만 아니라 고객사들의 중국 의존도 축소 성향이 확인되고 있어 중국발 반사 수혜는 단발성으로 그치지 않을 것으로 판단된다.

Top Picks

BUY(신규)

TP(12M): 15,000원(신규) | CP(5월15일): 9,720원

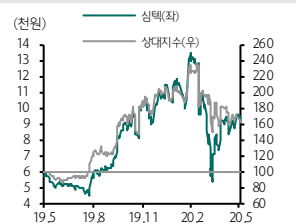
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	691.93
52주 최고/최저(원)	13,843/4,900
시가총액(십억원)	221.2
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	31,854.1
60일 평균 거래량(천주)	807.3
60일 평균 거래대금(십억원)	7.7
20년 배당금(예상, 원)	152
20년 배당수익률(예상, %)	1.56
외국인지분율(%)	3.35
주요주주 지분율(%)	
심텍홀딩스 외 9인	41.94
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.7 (7.1) 53.9
상대	(9.4) (10.3) 62.2

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,177.9	1,246.1
영업이익(십억원)	76.0	95.9
순이익(십억원)	52.7	68.5
EPS(원)	1,617	1,940
BPS(원)	6,506	8,430

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,007.5	1,000.2	1,195.6	1,296.2	1,384.3
영업이익	십억원	30.8	(17.9)	72.1	89.5	95.6
세전이익	십억원	10.4	(42.4)	61.1	82.5	88.1
순이익	십억원	5.0	(36.6)	48.8	65.8	70.1
EPS	원	195	(1,483)	1,677	2,066	2,202
증감률	%	(70.5)	적전	흑전	23.2	6.6
PER	배	33.10	N/A	5.80	4.71	4.41
PBR	배	0.77	1.77	1.14	0.93	0.78
EV/EBITDA	배	3.57	10.96	2.59	1.96	1.50
ROE	%	2.36	(19.50)	22.48	21.83	19.25
BPS	원	8,336	6,680	8,525	10,408	12,473
DPS	원	152	152	152	152	152

주: 유상증자 내용 반영 과정에서 재무제표 변경 예정



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

joonmin.lee@hanafn.com

유상증자 감안해도 매력적인 밸류에이션

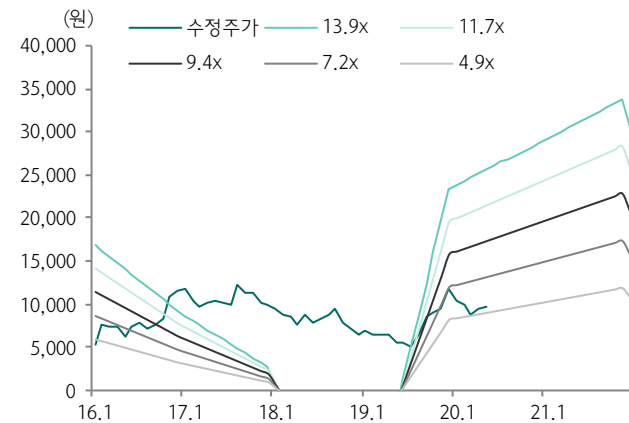
심텍의 목표주가를 15,000원으로 제시한다. 2020년 추정 EPS에 IT부품 평균 PER 10배를 적용해서 산출한다. 2020년 EPS는 유상증자를 통한 주식수 증가를 감안한 추정치다. 현재 PER은 6.35배로 매력적이다. 향후 2~3년간 패키지기판의 호황을 감안하면 실적의 레벨업이 확인되는 구간에서 멀티플 할증 가능성도 상존한다. 심텍 분할 이후 영업이익률이 가장 높았던 때는 16년 4분기로 8%를 시현했다. 이후 3년간 실적이 좋았을 때도 영업이익률은 5% 내외에 불과했는데, 20년 3분기 7% 이상의 영업이익률 시현이 가능할 것으로 추정된다. 해당 실적 가시성이 높아지는 시기에 주가의 한단계 레벨업이 가능할 것으로 예상된다.

표 1. 심텍의 Valuation

		비교
EPS (원)	1,529	2020F EPS
비교 P/E (x)	10.0	IT부품 평균 PER 10배
할인율 (%)	0.0	
적정 P/E (x)	10.0	패키지기판 향후 2~3년 업황 가시성 확보
적정주가 (원)	15,290	
목표주가 (원)	15,000	
현재주가 (원)	9,720	2020.05.15 종가 기준
상승여력 (%)	54.3	

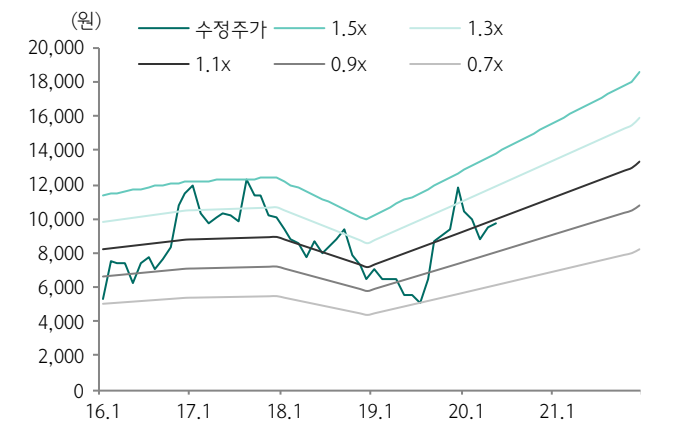
자료: 하나금융투자

그림 1. 심텍의 PER 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 심텍의 PBR 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

표 2. 글로벌 주요 패키지기판 업체 실적 및 투자지표

(단위: 백만달러, 십억원)

		Ibiden	Shinko	Unimicron	심텍	대덕전자	해성디에스
시가총액		3,910	1,709	2,266	221	640	275
매출액	18	2,729	1,319	2,514	1,008	592	363
	19	2,692	1,306	2,672	1,000	1,072	381
	20F	2,726	1,408	2,954	1,196	974	421
영업이익	18	118	57	46	31	35	27
	19	149	3	113	-18	46	27
	20F	181	65	166	72	57	39
PER	18	156.4	55.7	39.4	33.1	1.8	10.6
	19	34.6	N/A	20.8	N/A	13.2	14.7
	20F	29.6	30.6	16.5	5.8	13.8	9.4
PBR	18	1.6	1.4	1.5	0.8	0.7	1.1
	19	1.6	1.3	1.5	1.8	0.8	1.3
	20F	1.5	1.3	1.5	1.1	0.6	1.2

자료: Bloomberg, 각사, 하나금융투자

투자포인트 1) 메모리 패키지기판 호황에 따른 수혜

메모리향 비중은 88%,
서버/PC향 비중은 60% 근접 추정

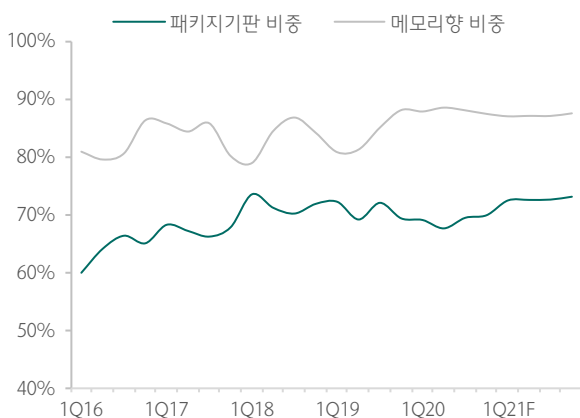
심텍의 매출에서 70% 이상을 차지하는 패키지기판의 호황이 예상된다. 심텍의 패키지기판에서 메모리향 비중은 85% 내외로 절대적이다. 패키지기판에서는 FC-CSP가 주로 스마트폰 AP향으로 사용되며, 비메모리향에 속한다. Module PCB도 대부분 메모리향인 점을 감안하면 심텍 전사에서 메모리향 비중은 88%에 달한다.

메모리와 비메모리 구분 외에 전방산업별로 심텍의 매출비중을 구분하면 전방산업의 업황에 따른 실적 추정 역시 가능해진다. Module PCB는 PC/서버향이 주력이고, 패키지기판의 전방산업을 상세하게 구분할 필요가 있다. MCP는 모바일 DRAM과 NAND에 채용되는데, 모바일 DRAM의 비중은 40% 내외로 파악된다. 낸드에서 일반적으로 스마트폰이 차지하는 비중이 40% 내외인 점을 감안하면 MCP에서 모바일에 노출되는 것은 65% 내외로 추정된다. BoC는 DRAM향 패키지기판으로 GDDR6를 포함하고 있어 서버/PC는 물론 게임기향으로 매출이 발생중에 있다. 심텍의 패키지기판에서 모바일이 차지하는 비중은 54%, 전사 기준으로 37% 수준으로 PC/서버 업황에 보다 밀접하게 연동된 것을 확인할 수 있다.

패키지기판 호황에 동승

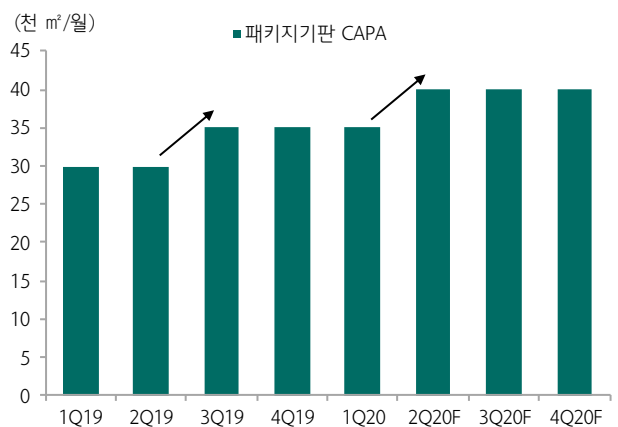
패키지기판 업황 호조는 2019년부터 포착되기 시작했고, 심텍도 19년 하반기부터 이에 동승하기 시작했다. PC/서버향 출하량 증가 시기와 유사한데, 심텍의 MCP 매출액이 전년동기대비 성장세를 보인 시기와의 같다. NAND향 MCP 기판이 양호했을 것으로 추정되면, 동기간 GDDR6도 물량이 본격화되기 시작해 수익성에 기여한 것으로 추정된다. 2021년에도 패키지기판 호황은 지속될 것으로 예상되며, CAPA 증설 완료와 GDDR6, LPDDR5, DDR5의 출하 본격화가 전망되어 BoC 매출액은 전년대비 30% 증가할 것으로 추정된다.

그림 3. 패키지기판 및 메모리향 매출비중 추이



자료: 심텍, 하나금융투자

그림 4. 심텍의 패키지기판 생산능력 전망



자료: 심텍, 하나금융투자

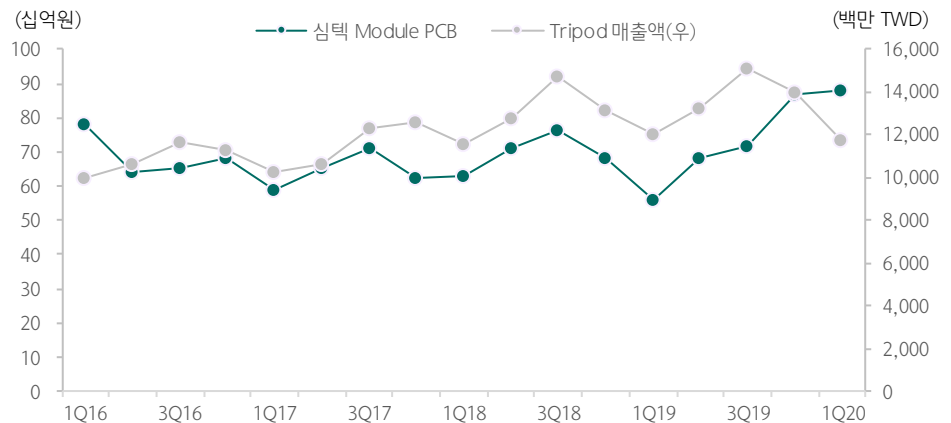
투자포인트 2) Module PCB 반사 수혜는 단발성으로 끝나지 않을 전망

중국 의존도 축소에 따른 반사 수혜

20년 1분기 Module PCB 실적이 양호했던 이유는 서버향 매출액이 양호했기 때문이다. 20년 1분기 서버향 Module PCB 매출액은 490억원으로 전년동기대비 66%, 전분기대비 19% 증가했다. 이는 서버향 수요가 양호했던 것도 있지만, 대만과 중국 경쟁업체의 생산 공장이 중국 Hubei성에 위치했던 반사 수혜로 파악된다. 중국에 대한 의존도 축소 차원에서 관련 수혜는 단발성으로 그치지 않을 것으로 판단된다.

그림 5. 심텍 Module PCB 매출액 vs Tripod 매출액

20년 1분기 매출액이 극명하게 대비



자료: 각사, 하나금융투자

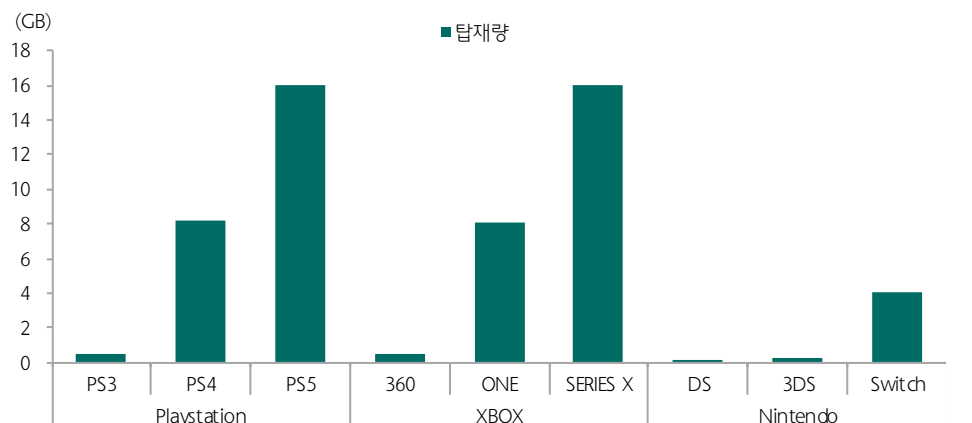
투자포인트 3) 자회사 턴어라운드 실적 가시성 확보

GDDR6 본격화에 따른 수혜

심텍 그래픽스(구 이스턴)로 사명을 변경한 연결 자회사는 사명 그대로 그래픽 DDR의 수혜로 인해 실적 턴어라운드에 성공했다. 18년 3분기부터 잡히기 시작한 GDDR6향 매출액은 19년 3분기 본사, 19년 4분기 자회사 실적에 유의미하게 기여했다. 2021년 GDDR6는 콘솔 게임기를 필두로 물량이 본격화될 것으로 예상된다. 체질 개선의 마무리 단계와 GDDR6 물량 본격화에 힘입어 심텍 그래픽스는 2020년 연간으로 흑자 기조를 유지할 전망이다.

그림 6. 주요 게임기 세대별 RAM 탑재량

주요 콘솔 게임기 GDDR6 탑재 예정



주: PS5, SERIES X는 스펙 미정(언론 보도 참조)

자료: 각사, 하나금융투자

2020년 영업이익 720억원 vs 현재 시가총액 2,212억원

패키지기술에 힘입어
2020년 실적 드라마틱하게 개선

심텍의 2020년 매출액은 전년대비 20% 증가한 1.2조원으로 전망한다. 영업이익은 전년대비 흑자전환한 720억원으로 추정되는데, 19년 3분기에 흑자전전화에 성공한 이후 견조한 실적 흐름이 유지되고 있다. 사실 본사 기준으로는 19년 1분기 외에는 2018년부터 양호한 실적을 기록해왔다. 패키지기술에 힘입어 심텍의 실적이 동일한 흐름으로 지속되고 있고, 자회사 체질 개선의 마무리 단계에 GDDR6 출하 본격화가 맞물리며 연결 기준 실적 레벨업이 확인되고 있다.

코로나19로 인해 IT업계 전반적으로 20년 2분기 실적은 전분기 및 전년동기대비 감소가 불가피할 것으로 추정된다. 심텍은 양호한 패키지기술에 힘입어 Module PCB 반사 수혜가 지속되며 20년 2분기에도 견조한 실적이 예상된다. 20년 2분기 매출액은 2,945억원, 영업이익은 161억원으로 각각 전분기대비 2%, 18% 증가할 전망이다.

표 3. 심텍의 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	205.5	233.4	268.1	293.3	290.2	294.5	308.4	302.5	1,000.2	1,195.6	1,296.2
YoY	-15.9%	-6.4%	1.9%	17.1%	41.3%	26.2%	15.0%	3.2%	-0.7%	19.5%	8.4%
QoQ	-18.0%	13.6%	14.9%	9.4%	-1.0%	1.5%	4.7%	-1.9%			
Module PCB	55.8	67.9	71.8	86.9	87.8	92.8	91.5	88.5	282.5	360.6	343.2
- PC	14.2	14.2	16.5	21.5	16.4	14.9	15.1	14.9	66.5	61.2	56.6
- Server	29.6	33.9	37.1	41.1	49.0	54.8	52.6	52.1	141.7	208.6	195.4
- SSD	11.8	15.5	16.5	23.8	21.5	22.1	22.8	20.5	67.6	87.0	87.3
- 기타	0.1	4.4	1.7	0.5	0.9	0.9	1.0	1.0	6.7	3.8	3.8
Substrate	148.4	161.4	193.2	203.4	200.5	199.2	214.2	211.5	706.4	825.4	942.2
- MCP	83.7	92.5	121.8	128.9	126.5	124.0	133.9	129.9	426.8	514.2	580.2
- FC-CSP	30.8	30.8	28.9	28.3	26.3	26.9	29.6	31.1	118.8	113.8	136.9
- BOC	26.6	33.4	36.0	42.8	41.3	44.6	46.8	46.8	138.6	179.6	209.2
- 기타	7.3	4.8	6.6	3.4	3.8	3.7	3.9	3.7	22.0	15.1	15.8
Burn-in-board	1.3	4.0	3.1	3.0	2.6	2.5	2.7	2.5	6.8	11.4	10.4
본사	182.8	210.9	239.6	255.2	252.7	256.9	268.2	262.9	888.5	1,040.8	1,118.8
자회사	22.7	22.4	28.5	38.0	38.2	40.2	42.8	42.1	111.7	163.3	188.1
영업이익	-20.3	-8.2	0.7	9.9	13.7	16.1	22.4	19.9	-17.9	72.0	89.5
YoY	적전	적전	-94.1%	80.4%	흑전	흑전	3295.9%	101.9%	적전	흑전	24.2%
QoQ	적전	적자 지속	흑전	1395.5%	38.3%	17.6%	39.6%	-11.1%			
본사	-4.4	6.9	12.5	13.1	13.1	15.2	21.0	18.8	28.1	68.1	83.2
자회사	-15.9	-15.1	-11.8	-3.2	0.6	0.9	1.4	1.1	-46.0	3.9	6.3
영업이익률	-9.9%	-3.5%	0.2%	3.4%	4.7%	5.5%	7.3%	6.6%	-1.8%	6.0%	6.9%
본사	-2.4%	3.3%	5.2%	5.1%	5.2%	5.9%	7.8%	7.2%	3.2%	6.5%	7.4%
자회사	-69.8%	-67.4%	-41.5%	-8.5%	1.5%	2.1%	3.3%	2.7%	-41.2%	2.4%	3.3%
매출비중											
본사	89%	90%	89%	87%	87%	87%	87%	87%	89%	87%	86%
자회사	11%	10%	11%	13%	13%	14%	14%	14%	11%	14%	15%

자료: 심텍, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,007.5	1,000.2	1,195.6	1,296.2	1,384.3
매출원가	875.8	912.2	1,004.7	1,072.8	1,145.7
매출총이익	131.7	88.0	190.9	223.4	238.6
판관비	100.9	105.9	118.9	133.9	143.0
영업이익	30.8	(17.9)	72.1	89.5	95.6
금융손익	(13.9)	(13.9)	(3.4)	(0.5)	(1.1)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(6.4)	(10.6)	(7.6)	(6.5)	(6.3)
세전이익	10.4	(42.4)	61.1	82.5	88.1
법인세	8.1	(3.0)	12.3	16.5	17.6
계속사업이익	2.3	(39.4)	48.7	66.0	70.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.3	(39.4)	48.7	66.0	70.5
비지배주주지분 손익	(2.7)	(2.8)	(0.1)	0.2	0.4
지배주주순이익	5.0	(36.6)	48.8	65.8	70.1
지배주주지분포괄이익	8.6	(37.2)	41.8	53.6	58.5
NOPAT	6.8	(16.7)	57.5	71.6	76.5
EBITDA	98.9	56.3	169.6	184.5	189.5
성장성(%)					
매출액증가율	24.1	(0.7)	19.5	8.4	6.8
NOPAT증가율	(76.2)	적전	흑전	24.5	6.8
EBITDA증가율	25.3	(43.1)	201.2	8.8	2.7
영업이익증가율	(8.9)	적전	흑전	24.1	6.8
(지배주주)순이익증가율	(68.6)	적전	흑전	34.8	6.5
EPS증가율	(70.5)	적전	흑전	23.2	6.6
수익성(%)					
매출총이익률	13.1	8.8	16.0	17.2	17.2
EBITDA이익률	9.8	5.6	14.2	14.2	13.7
영업이익률	3.1	(1.8)	6.0	6.9	6.9
계속사업이익률	0.2	(3.9)	4.1	5.1	5.1

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	195	(1,483)	1,677	2,066	2,202
BPS	8,336	6,680	8,525	10,408	12,473
CFPS	4,365	2,557	6,213	6,330	6,458
EBITDAPS	3,873	2,284	5,829	5,793	5,948
SPS	39,457	40,559	41,088	40,690	43,457
DPS	152	152	152	152	152
주기지표(배)					
PER	33.1	N/A	5.8	4.7	4.4
PBR	0.8	1.8	1.1	0.9	0.8
PCFR	1.5	4.6	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	3.6	11.0	2.6	2.0	1.5
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	2.4	(19.5)	22.5	21.8	19.3
ROA	0.6	(4.4)	5.7	7.2	7.3
ROIC	1.6	(3.4)	10.8	13.7	14.9
부채비율	279.1	420.0	227.0	182.2	148.0
순부채비율	91.7	208.0	81.3	42.6	15.8
이자보상배율(배)	2.7	(1.3)	4.2	6.4	8.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	252.4	254.2	302.9	363.0	419.6
금융자산	27.3	11.7	52.9	92.0	130.2
현금성자산	27.3	9.7	50.8	89.7	127.8
매출채권 등	65.6	92.7	95.6	103.6	110.7
재고자산	155.9	147.1	151.8	164.5	175.7
기타유동자산	3.6	2.7	2.6	2.9	3.0
비유동자산	561.0	585.8	581.3	569.9	564.4
투자자산	3.8	2.1	2.2	2.4	2.5
금융자산	3.7	1.9	2.0	2.2	2.3
유형자산	506.7	513.6	507.9	496.9	490.9
무형자산	25.5	24.7	25.9	25.4	25.7
기타비유동자산	25.0	45.4	45.3	45.2	45.3
자산총계	813.3	839.9	884.2	932.9	984.0
유동부채	520.7	551.7	490.0	472.6	455.5
금융부채	204.5	288.9	218.9	179.1	142.2
매입채무 등	304.5	259.4	267.6	290.1	309.8
기타유동부채	11.7	3.4	3.5	3.4	3.5
비유동부채	78.1	126.7	123.8	129.7	131.9
금융부채	19.5	58.8	53.8	53.8	50.8
기타비유동부채	58.6	67.9	70.0	75.9	81.1
부채총계	598.8	678.4	613.8	602.3	587.3
지배주주지분	212.8	162.5	271.5	331.5	397.2
자본금	12.2	12.2	16.7	16.7	16.7
자본잉여금	43.7	49.7	107.0	107.0	107.0
자본조정	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	(5.5)	(3.1)	(1.1)	(2.1)	(1.6)
이익잉여금	162.6	103.9	149.0	209.9	275.2
비지배주주지분	1.8	(1.0)	(1.1)	(0.9)	(0.5)
자본총계	214.6	161.5	270.4	330.6	396.7
순금융부채	196.7	336.0	219.9	140.9	62.8

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	90.5	(31.6)	152.2	174.8	177.1
당기순이익	2.3	(39.4)	48.7	66.0	70.5
조정	91.4	82.3	100.8	101.4	100.1
감가상각비	68.1	74.3	97.6	95.0	93.9
외환거래손익	(0.2)	(3.3)	0.0	2.9	2.8
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	23.5	11.3	3.2	3.5	3.4
영업활동 자산부채 변동	(3.2)	(74.5)	2.7	7.4	6.5
투자활동 현금흐름	(99.5)	(73.7)	(91.1)	(87.8)	(90.9)
투자자산감소(증가)	(1.7)	1.7	(0.1)	(0.2)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(96.9)	(72.8)	(90.0)	(82.5)	(86.3)
기타	(0.9)	(2.6)	(1.0)	(5.1)	(4.5)
재무활동 현금흐름	23.3	87.1	(16.8)	(44.7)	(44.7)
금융부채증가(감소)	36.1	123.8	(75.0)	(39.9)	(39.9)
자본증가(감소)	1.5	6.0	61.9	0.0	0.0
기타재무활동	(7.9)	(38.8)	0.0	(0.0)	(0.0)
배당지급	(6.4)	(3.9)	(3.7)	(4.8)	(4.8)
현금의 증감	15.1	(17.5)	41.1	38.9	38.1
Unlevered CFO	111.5	63.0	180.8	201.6	205.7
Free Cash Flow	(7.5)	(106.7)	62.2	92.3	90.8

2020년 5월 18일

와이솔(122990)

5G 수혜는 하반기부터 실적에 기여

1Q20 Review: 수익성이 훼손

와이솔의 20년 1분기 매출액은 872억원(YoY +11%, QoQ -8%), 영업이익은 37억원(YoY -53%, QoQ -65%)을 기록했다. 하나금융투자의 전망치대비 매출액은 12% 상회했음에도 영업이익은 47% 하회했다. 전년동기대비 매출액 증가에도 불구하고 수익성이 악화된 이유는 1) 중화권 고객사향 판가 인하 압력이 심했고, 2) 삼성전자향 물량은 중저가 중심으로 증가해 제품 믹스가 악화되었으며, 3) Baw Filter 개발비용 반영 때문이다. 매출액 증가의 원인으로 5G 관련 수혜도 일부 기여는 했지만, 아직은 미미한 수준으로 파악된다.

2Q20 Preview: 코로나19로 부진한 실적

와이솔의 20년 2분기 매출액은 757억원(YoY -27%, QoQ -13%), 영업이익은 22억원(YoY -79%, QoQ -41%)으로 전망한다. 주요 고객사인 삼성전자의 스마트폰 출하량 감소로 인해 전분기대비 매출액 감소가 두드러질 것으로 추정된다. 20년 1분기 매출액이 예상을 상회한 반대급부도 작용하는 것으로 파악된다. 반대로 전분기 부진했던 중화권 스마트폰향으로 공급이 증가할 것으로 예상된다. 다만, 20년 2분기도 중반 이후부터 회복세가 감지되어 증가폭이 크지는 못할 것으로 판단된다. 20년 상반기까지는 1분기 중화권 부진과 2분기 삼성전자의 둔화로 실적이 예상치를 크게 하회할 것으로 추정된다.

하반기부터 5G 효과 드러나기 시작할 것

와이솔에 대한 투자의견 'BUY'와 목표주가 14,500원을 유지한다. 2020년 연간 영업이익을 기존대비 22% 하향하지만, 목표주가 산정을 12개월 선행 EPS 기준으로 변경하고, 조정폭이 미미해 그대로 목표주가를 유지한다. 20년 상반기는 코로나19로 인해 대부분의 업체들 실적이 부진할 수밖에 없다. 지난 몇 개 분기 연속 실적이 예상치를 하회하며 애널리스트 및 투자자를 지치게 하고 있다. 다만, 5G 단말기 확대에 의한 수혜 가능성이 높기 때문에 중장기 투자 아이디어가 훼손된 것은 아니라는 판단이다. 인고의 시간이 필요하지만, 5G에 의한 수혜가 실적에 반영되기 시작하면 밸류에이션 할증도 기대할 수 있다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 14,500원 | CP(5월15일): 10,700원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	691.93
52주 최고/최저(원)	20,100/7,460
시가총액(십억원)	301.4
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	28,171.9
60일 평균 거래량(천주)	349.5
60일 평균 거래대금(십억원)	3.6
20년 배당금(예상,원)	250
20년 배당수익률(예상,%)	2.34
외국인지분율(%)	5.75
주요주주 지분율(%)	
대덕전자 외 5인	33.93
KB자산운용	5.13
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.9 (32.9) (36.1)
상대	(7.5) (35.2) (32.6)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	365.8	425.5
영업이익(십억원)	40.5	50.7
순이익(십억원)	37.3	44.7
EPS(원)	1,343	1,593
BPS(원)	13,190	14,929

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	366.2	370.3	371.5	432.3	471.2
영업이익	십억원	54.8	40.0	29.9	47.7	52.0
세전이익	십억원	56.8	28.8	29.9	47.7	52.0
순이익	십억원	45.3	30.6	24.0	38.2	41.7
EPS	원	1,878	1,202	851	1,357	1,480
증감률	%	(2.6)	(36.0)	(29.2)	59.5	9.1
PER	배	8.23	12.56	12.58	7.88	7.23
PBR	배	1.40	1.22	0.83	0.76	0.70
EV/EBITDA	배	3.71	4.11	1.09	0.86	0.72
ROE	%	18.89	10.19	6.86	10.24	10.25
BPS	원	11,026	12,336	12,941	14,053	15,287
DPS	원	250	250	250	250	250



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

joonmin.lee@hanafn.com

표 1. 와이솔의 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	78.9	104.2	94.1	95.2	87.2	75.7	106.2	102.4	372.4	371.5	432.3
YoY	-1.5%	4.8%	-8.0%	17.0%	10.5%	-27.4%	12.9%	7.6%	2.5%	-0.2%	16.4%
QoQ	-3.1%	32.1%	-9.7%	1.2%	-8.4%	-13.2%	40.3%	-3.6%			
Saw Filter	46.5	58.6	50.4	53.3	52.8	50.5	62.2	59.6	208.9	225.1	260.6
Filter Module	32.4	45.6	43.7	41.9	34.4	25.2	44.1	42.8	163.5	146.5	171.7
매출비중											
Saw Filter	59.0%	56.2%	53.6%	56.0%	60.6%	66.7%	58.5%	58.2%	56.1%	60.6%	60.3%
Filter Module	41.0%	43.8%	46.4%	44.0%	39.4%	33.3%	41.5%	41.8%	43.9%	39.4%	39.7%
영업이익	7.8	10.4	12.0	10.6	3.7	2.2	13.2	10.9	40.9	29.9	47.7
YoY	-33.4%	-27.1%	-44.2%	77.2%	-53.1%	-79.2%	9.8%	2.5%	-23.7%	-26.8%	59.4%
QoQ	30.6%	33.5%	15.6%	-12.0%	-65.4%	-40.9%	510.9%	-17.9%			
영업이익률	9.9%	10.0%	12.8%	11.1%	4.2%	2.9%	12.5%	10.6%	11.0%	8.1%	11.0%

자료: 와이솔, 하나금융투자

표 2. 와이솔의 분기 실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	76.8	104.2	94.1	95.2	78.0	74.8	105.4	104.1	363.2	370.3	362.2
YoY	-4.1%	4.8%	-8.0%	17.0%	1.5%	-28.3%	12.0%	9.4%	-20.8%	2.0%	-2.2%
QoQ	-5.6%	35.6%	-9.7%	1.1%	-18.1%	-4.1%	41.0%	-1.3%			
Saw Filter	44.5	58.6	50.4	54.2	44.4	46.2	58.0	58.0	208.6	207.7	206.6
Filter Module	32.4	45.6	43.7	40.9	33.6	28.5	47.4	46.1	154.6	162.6	155.6
매출비중											
Saw Filter	57.9%	56.2%	53.6%	57.0%	56.9%	61.8%	55.0%	55.7%	57.4%	56.1%	57.0%
Filter Module	42.1%	43.8%	46.4%	43.0%	43.1%	38.2%	45.0%	44.3%	42.6%	43.9%	43.0%
영업이익	6.9	10.4	12.0	10.6	7.0	5.8	14.1	11.3	53.6	40.0	38.2
YoY	-41.0%	-27.1%	-44.2%	77.1%	0.5%	-44.0%	16.9%	6.8%	-17.4%	-25.4%	-4.5%
QoQ	15.6%	50.7%	15.6%	-12.1%	-34.4%	-16.1%	141.6%	-19.7%			
영업이익률	9.0%	10.0%	12.8%	11.1%	8.9%	7.8%	13.4%	10.9%	14.8%	10.8%	10.5%

주: 2019년 분기 실적은 재무제표 재작성으로 향후 변동될 예정

자료: 와이솔, 하나금융투자

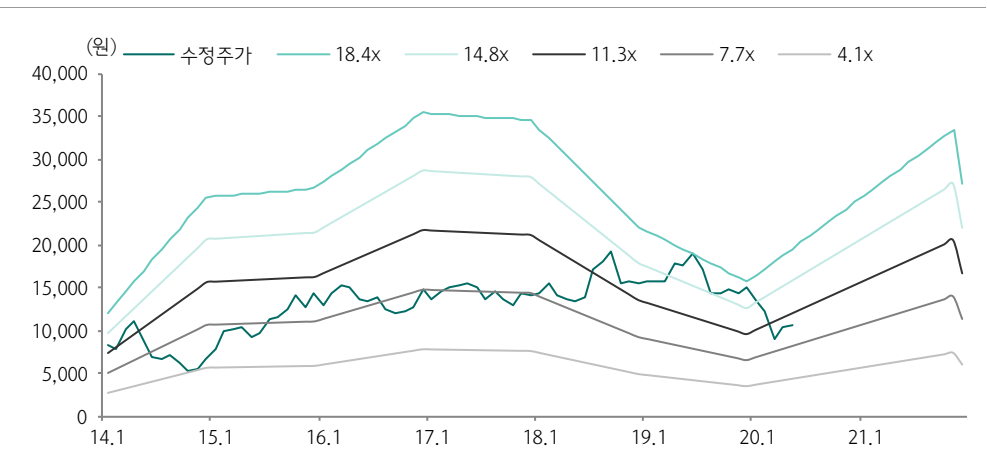
표 3. 와이솔의 Valuation

		비고
EPS (원)	1,204	12-month fwd EPS
비교 P/E (x)	11.4	근 5년간 와이솔 평균, 최고 PER의 중간값
할인율 (%)	0.0	5G 수혜에 의한 성장 초기로 외형성장 가시성 확보
적정 P/E (x)	11.4	
적정주가 (원)	13,721	
목표주가 (원)	14,500	조정폭 미미해 목표주가 유지
현재주가 (원)	10,700	
상승여력 (%)	35.5	

주: 사업부 매각에 따른 분기 실적 조정 미완료되어 변경 가능성 상존

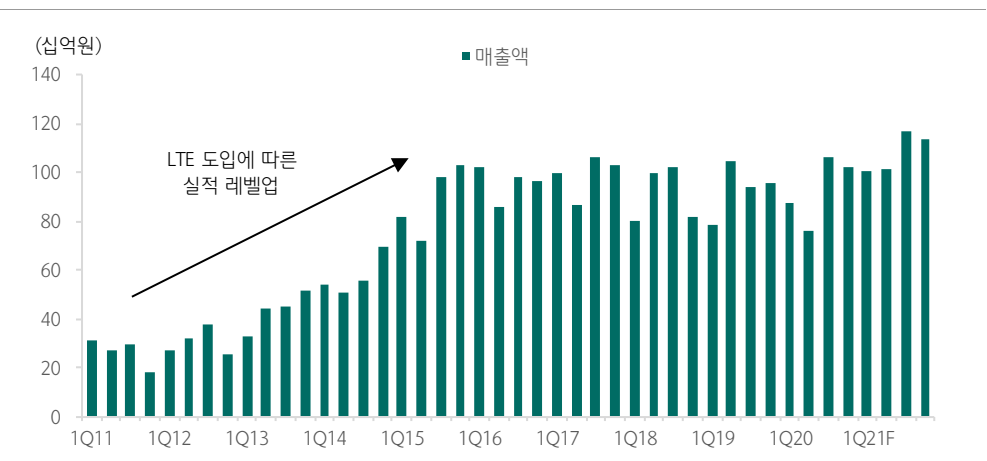
자료: 하나금융투자

그림 1. 와이솔의 PER 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 와이솔의 분기 매출액 추이



자료: 와이솔, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	366.2	370.3	371.5	432.3	471.2
매출원가	262.6	286.4	294.1	330.1	359.8
매출총이익	103.6	83.9	77.4	102.2	111.4
판관비	48.9	44.0	47.5	54.5	59.4
영업이익	54.8	40.0	29.9	47.7	52.0
금융손익	(2.1)	(0.4)	(4.6)	(2.7)	(1.5)
종속/관계기업손익	(0.8)	(2.3)	1.4	1.3	1.9
기타영업외손익	5.0	(8.4)	3.2	1.4	(0.4)
세전이익	56.8	28.8	29.9	47.7	52.0
법인세	10.7	2.9	6.0	9.5	10.4
계속사업이익	46.1	25.9	23.9	38.2	41.6
중단사업이익	(0.7)	4.5	0.0	0.0	0.0
당기순이익	45.4	30.4	23.9	38.2	41.6
비지배주주지분 손이익	0.1	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	45.3	30.6	24.0	38.2	41.7
지배주주지분포괄이익	45.1	31.4	23.9	38.2	41.7
NOPAT	44.5	36.0	23.9	38.2	41.6
EBITDA	97.9	90.9	180.0	161.7	153.1
성장성(%)					
매출액증가율	(17.9)	1.1	0.3	16.4	9.0
NOPAT증가율	(5.5)	(19.1)	(33.6)	59.8	8.9
EBITDA증가율	8.2	(7.2)	98.0	(10.2)	(5.3)
영업이익증가율	4.2	(27.0)	(25.3)	59.5	9.0
(지배주주)순이익증가율	1.6	(32.5)	(21.6)	59.2	9.2
EPS증가율	(2.6)	(36.0)	(29.2)	59.5	9.1
수익성(%)					
매출총이익률	28.3	22.7	20.8	23.6	23.6
EBITDA이익률	26.7	24.5	48.5	37.4	32.5
영업이익률	15.0	10.8	8.0	11.0	11.0
계속사업이익률	12.6	7.0	6.4	8.8	8.8

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,878	1,202	851	1,357	1,480
BPS	11,026	12,336	12,941	14,053	15,287
CFPS	4,221	3,661	6,304	5,453	5,133
EBITDAPS	4,059	3,573	6,389	5,738	5,435
SPS	15,190	14,556	13,188	15,346	16,727
DPS	250	250	250	250	250
주기지표(배)					
PER	8.2	12.6	12.6	7.9	7.2
PBR	1.4	1.2	0.8	0.8	0.7
PCFR	3.7	4.1	1.7	2.0	2.1
EV/EBITDA	3.7	4.1	1.1	0.9	0.7
PSR	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6
재무비율(%)					
ROE	18.9	10.2	6.9	10.2	10.3
ROA	12.7	7.7	5.6	8.6	8.7
ROIC	20.2	13.9	9.2	16.7	19.1
부채비율	42.8	23.1	20.3	19.4	17.8
순부채비율	(3.9)	(15.0)	(29.2)	(41.6)	(45.1)
이자보상배율(배)	34.3	31.3	6.9	15.7	24.4

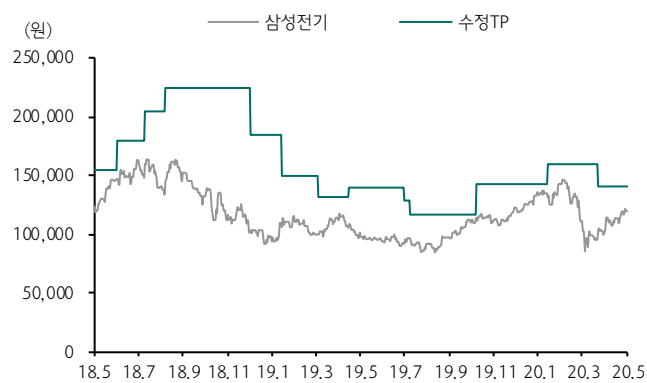
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	131.3	167.5	227.6	292.5	337.7
금융자산	58.9	81.4	124.8	176.7	200.8
현금성자산	57.5	55.7	96.4	139.9	153.1
매출채권 등	37.5	46.2	60.0	66.0	82.5
재고자산	33.5	36.8	40.5	47.1	51.4
기타유동자산	1.4	3.1	2.3	2.7	3.0
비유동자산	239.3	251.5	202.5	171.6	161.2
투자자산	7.6	1.6	7.7	8.8	9.5
금융자산	5.4	0.8	6.7	7.8	8.5
유형자산	213.9	221.6	168.3	138.9	127.5
무형자산	5.9	9.5	7.7	5.2	5.4
기타비유동자산	11.9	18.8	18.8	18.7	18.8
자산총계	370.6	419.0	430.1	464.2	498.9
유동부채	106.0	75.2	65.2	64.9	65.3
금융부채	45.3	29.1	19.1	11.7	7.5
매입채무 등	52.3	40.6	40.6	47.3	51.5
기타유동부채	8.4	5.5	5.5	5.9	6.3
비유동부채	5.2	3.4	7.5	10.5	10.2
금융부채	3.3	1.3	1.3	3.3	2.3
기타비유동부채	1.9	2.1	6.2	7.2	7.9
부채총계	111.1	78.6	72.7	75.5	75.5
지배주주지분	259.7	340.8	357.9	389.3	424.0
자본금	12.1	14.1	14.1	14.1	14.1
자본잉여금	69.8	121.2	121.2	121.2	121.2
자본조정	(6.3)	(6.4)	(6.4)	(6.4)	(6.4)
기타포괄이익누계액	(2.4)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
이익잉여금	186.5	213.4	230.4	261.7	296.5
비지배주주지분	(0.2)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.6)
자본총계	259.5	340.4	357.4	388.7	423.4
순금융부채	(10.2)	(51.1)	(104.4)	(161.6)	(191.0)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	87.4	49.1	159.3	143.2	125.1
당기순이익	45.4	30.4	23.9	38.2	41.6
조정	47.5	52.9	148.1	109.9	99.3
감가상각비	43.1	50.9	150.1	114.0	101.1
외환거래손익	1.9	1.3	0.0	(2.5)	0.0
지분법손익	0.0	2.3	(1.1)	(1.4)	(1.6)
기타	2.5	(1.6)	(0.9)	(0.2)	(0.2)
영업활동 자산부채 변동	(5.5)	(34.2)	(12.7)	(4.9)	(15.8)
투자활동 현금흐름	(79.7)	(78.3)	(102.5)	(87.7)	(100.1)
투자자산감소(증가)	1.7	8.4	(5.0)	0.3	0.9
유형자산감소(증가)	(81.6)	(48.9)	(90.0)	(80.0)	(85.0)
기타	0.2	(37.8)	(7.5)	(8.0)	(16.0)
재무활동 현금흐름	(10.2)	27.0	(16.9)	(12.3)	(12.1)
금융부채증가(감소)	(5.1)	(18.3)	(10.0)	(5.3)	(5.2)
자본증가(감소)	1.1	53.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.5)	(4.6)	0.0	(0.1)	0.0
배당지급	(5.7)	(3.5)	(6.9)	(6.9)	(6.9)
현금의 증감	(2.4)	(1.8)	40.8	43.4	13.1
Unlevered CFO	101.8	93.1	177.6	153.6	144.6
Free Cash Flow	1.4	(8.7)	69.3	63.2	40.1

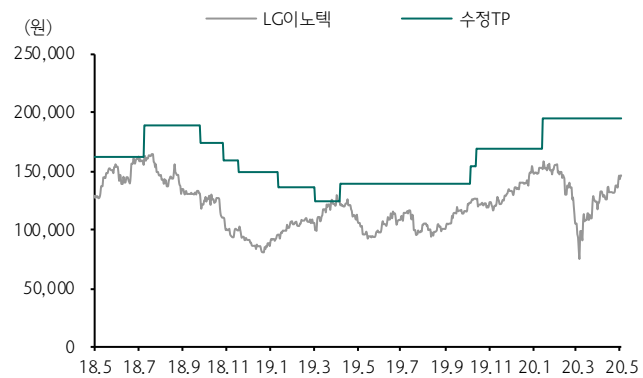
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성전기



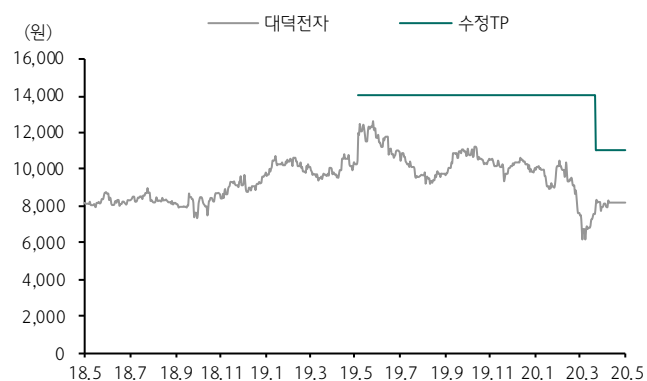
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.4.8	BUY	141,000	-23.69%	-8.75%
20.1.30	BUY	160,000	-16.53%	-4.20%
19.10.24	BUY	143,000	-17.36%	-3.85%
19.7.25	BUY	117,000	-26.02%	-24.88%
19.7.17	BUY	129,000	-30.96%	-23.21%
19.5.2	BUY	140,000	-17.54%	-10.98%
19.3.21	BUY	132,000	-28.50%	-23.00%
19.1.30	BUY	150,000	-46.69%	-40.81%
18.12.18	BUY	185,000	-41.32%	-27.56%
18.8.23	BUY	225,000	-26.99%	-20.49%
18.7.26	BUY	205,000	-16.06%	-9.72%
18.6.18	BUY	180,000	-11.76%	-5.48%
18.5.20	BUY	155,000	-17.49%	-8.57%
18.3.26	BUY	140,000		

LG이노텍



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.1.30	BUY	196,000	-22.59%	-9.41%
19.10.30	BUY	170,000	-18.90%	-18.39%
19.10.22	BUY	155,000	-23.45%	-10.00%
19.4.24	BUY	140,000	-6.43%	3.60%
19.3.20	BUY	125,000	-23.33%	-19.71%
19.1.28	BUY	137,000	-39.88%	-31.33%
18.12.4	BUY	150,000	-37.65%	-31.56%
18.11.13	BUY	160,000	-29.81%	-25.71%
18.10.12	BUY	175,000	-24.03%	-13.68%
18.7.26	BUY	190,000	-9.23%	-0.61%
18.5.20	BUY	163,000	-27.12%	-20.52%
18.3.15	BUY	173,000		

대덕전자



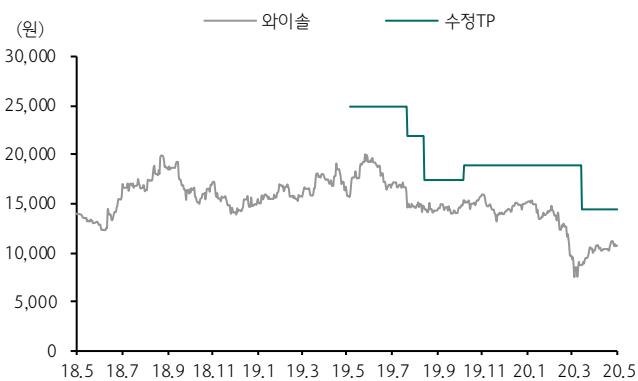
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.4.8	BUY	11,000	-27.52%	-9.64%
19.5.21	BUY	14,000		-
19.5.16				

심텍



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.18	BUY	15,000		-
20.5.16				

와이솔



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.31	BUY	14,500		
19.10.23	BUY	19,000	-27.50%	-16.05%
19.8.30	BUY	17,500	-17.38%	-13.71%
19.8.7	BUY	22,000	-32.82%	-31.14%
19.5.21	BUY	25,000	-28.41%	-19.60%
19.5.2				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수): 목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립): 목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도): 목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

- Overweight(비중확대): 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
- Neutral(중립): 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
- Underweight(비중축소): 업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.5%	9.5%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 15일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 05월 18일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2020년 05월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.