2020-06-08

DGB금융그룹

하이투자증권

[전기전자]

위에는 Apple, 아래에는 중국, 그럼 삼성전자는?

Overweight (Maintain)

커버리지종목

종목명	투자의견	목표주가
LG 이노텍(011070)	Buy	210,000
삼성전기(009150)	Buy	160,000
KH 바텍(060720)	NR	-
덕우전자(263600)	NR	-

전기전자 고의영
ey.ko@hi-ib.com

#CONTENTS

위에는 Apple, 아래에는 중국, 그럼 삼성전자는?

[산업분석]	Ⅰ. Overview	4
	Ⅱ. Apple 이 iPhone 의 가격을 더 낮춘다면	5
	- Apple 의 가격 정책에 주목하는 이유	5
	- iPhone 12 시리즈의 가격은 어떻게 될까	8
	- 가격 인하가 관련 공급망에 미칠 영향	11
	Ⅲ. Huawei 제재의 반사이익은 누구에게?	12
	- 재점화된 미중 무역분쟁	12
	- Xiaomi 가 가격에 공격적일 수 있는 이유	14
	Ⅳ. 삼성전자 스마트폰 전략에 대한 고민	16
	- ODM(주문자개발생산)은 불가피한 방향	16
	- 폴더블 폼팩터를 통해 찾는 H/W 선두 이미지	18
	Ⅴ. Investment Thesis	21
[기업분석]	LG 이노텍(011070) 전염병도 막지 못할 역대 최고 실적	28
	삼성전기(009150) 업황 개선에 대한 기대와 낮아지는 기저	34
	KH 바텍(060720) 아팠던 이야기와 좋아질 이야기	40
	덕우전자(263600) 출하 확대에 대한 기대를 즐기자	44

Summary

전기전자 업종에 대해 비중확대 의견 유지

글로벌 스마트폰 출하량은 2 분기를 바닥으로 개선될 것이다. 중국은 이미 큰 폭의 Sell-in 개선을 시현했으며, 유럽, 북미 등 주요 선진국의 코로나 19 확산세도 둔화 국면이다. 출하 개선 폭을 감안 시 세트업체 사이의 우선순위는 Apple 〉 XOV 〉 삼성전자로 제시한다. Apple 에 대한 노출도가 높은 LG 이노텍(011070)이 최선호주이며, 스마트폰 업황 바닥 관점에서 삼성전기(009150)를 차선호주로 제시한다. 중소형주 중에서는 KH 바텍(060720), 덕우전자(263600)에 대한 관심이 유효하다. 이번 보고서에서는 하반기 주요 쟁점에 대해 점검했다. 크게 ① iPhone 의 가격 정책이 업황에 미칠 영향, ② 미국의 Huawei 제재에 따른 경쟁 구도 변화, ③ 이 같은 환경에서 삼성전자의 전략으로 나누어 볼 수 있다.

Apple 이 iPhone 의 가격을 더 낮춘다면

여느 산업이든 마찬가지지만 높은 브랜드 인지도를 지닌 선두 업체가 가격을 올리면 후발 업체들도 따라가기 마련이다. 그런 의미에서 Apple 은 그동안 스마트폰의 가격 상단을 열어왔다. 이제는 반대다. iPhone SE 2 세대는 $399 로 출시됐고 iPhone 12 는 전작 대비 $50 인하될 가능성이 대두된다. 이는 후발 업체들이 중급기의 가격을 $399 이상, 동급 플래그십의 가격을 $649 이상으로 출시하기 부담스러워진다는 의미다.

Apple 은 컨텐츠 업체로의 변화하고 있다. H/W 를 일회성으로 판매하고, 서비스 매출로 안정적인 Cashflow 를 창출하는 것이다. 심지어 Service 부문의 GPM 은 H/W 대비 두배 이상 높다. iOS 기기에 대한 접근성을 높이려는 Apple 의 시도는 지속될 것이고, 이는 곧 iPhone 가격정책에 반영될 전망이다.

Huawei 제재 이후 스마트폰 산업 경쟁 구도는?

결론적으로 Xiaomi 와 Oppo 의 반사이익이 클 것이다. 우리는 이미 유사한 상황을 경험했다. Huawei 는 신규 스마트폰에 GMS 탑재 불가가 결정된 이래로 자국 시장에 집중해왔다. 지난 2Q19 이후 Huawei 의 중국 시장 점유율은 상승 추세이며, 해외 시장은 하락추세다. 당시 우리는 이 같은 제재에 대한 반사이익으로 삼성전자의 스마트폰 출하 확대를 기대했다. 그러나 그 수혜는 같은 중국 업체들에게 집중됐다. Huawei 가 강력한 자국 시장 프로모션을 전개함에 따라, Xiaomi, Oppo 등 여타 업체들은 해외 시장 공략으로 눈을 돌렸기 때문이다.

삼성전자 전략 방향에 대한 고민

Huawei 제재에 따른 반사이익은 삼성전자에게도 분명 있을 것이다. 그러나 그 수혜는 선술했듯 중국 업체에 집중될 전망이다. 삼성전자 입장에선 Apple 로 인해 가격의 상승도, 중국 업체로 인해 출하의 확대도 어렵다보니 원가 절감에 대한 이슈가 부각될 수 있다. 이는 ODM 확대에 대한 고민으로 이어질 수 있다.

삼성전자에게 폴더블 스마트폰으로의 Shift 는 필수불가결하다. 새로운 폼팩터이기 때문에 기존의 가격 체계에 얽매일 필요가 없다. 생산 난이도 덕분에 시장의 가격을 교란하는 중국 업체의 진입도 제한적이고, 여전히 다양한 폼팩터가 개발될 여지가 있다. 당사는 삼성전자의 폴더블 스마트폰 출하량을 2020 년 350 만대, 2021 년 1,400 만대로 전망한다. 갤럭시폴드 2 출시가 임박한 현 시점에서 관련 벤더에 대한 관심이 필요하다.

Ⅰ. Overview

전기전자 업종에 대해 비중확대 의견을 유지

주요 업체들의 연간 스마트폰 출하에 대한 시장의 기대치가 낮아진 가운데, 글로벌 스마트폰 출하량은 2 분기를 저점으로 개선될 전망이다. 일찍이 코로나 19 사태가 진정된 중국은 이미 큰 폭의 Sell-in 개선을 보였으며, 미국, 유럽 등 여타 선진국의 전염병 확산세도 정점을 지났다.

이제는 하반기에 관심을 가질 시기다. 이번 보고서는 하반기 주요 쟁점에 대해 정리했다. 크게 ① 낮아지는 iPhone 가격의 함의와 업황에 미칠 영향, ② 미국의 Huawei 제재에 따른 경쟁 구도 변화, ③ 앞선 두 환경에서 삼성전자의 전략(ODM 및 폴더블 스마트폰)으로 나누어 볼 수 있다.

결론적으로 우선순위는 Apple 〉 XOV 〉 삼성전자 공급망 순으로 제시한다. Apple 은 낮은 가격대의 iPhone 을 출시하여 공격적인 출하 전략을 펼칠 전망이다. 이에 대한 노출도가 높은 LG 이노텍(011070)을 최선호주로 제시한다. 중소형주 중에서는 LG 이노텍과 같은 맥락에서 카메라모듈용 부품을 공급중인 덕우전자(263600)에 대한 관심이 유효하다.

한편, 미국의 Huawei 제재가 재점화 됐다. 이로 인해 Xiaomi, Oppo 등 여타 중국 스마트폰 업체의 자국 및 해외 시장 영향력이 부각될 전망이다. Huawei 에 대한 노출도가 미미하면서 여타 중국 업체에 대한 매출 비중이 유의미한 삼성전기(009150)에게 유리한 환경일 것이다. 스마트폰 업황이 5 월을 기점으로 바닥 다지고 있다는 점도 동사에게 긍정적이다. 차선호주로 제시한다.

한편, 삼성전자는 앞선 두 환경 하에서 ODM 을 중장기적으로 확대할 전망이다. 또한 폴더블 스마트폰 출하 확대에 드라이브를 걸 전망이다. 기존 가격 정책에 얽매일 필요가 없으며, 아직까지 중국 업체들의 진입이 더디기 때문이다. 신제품 출시를 앞둔 상황에서, 최대 수혜 업체인 KH 바텍(060720)에 대한 관심이 유효하다.

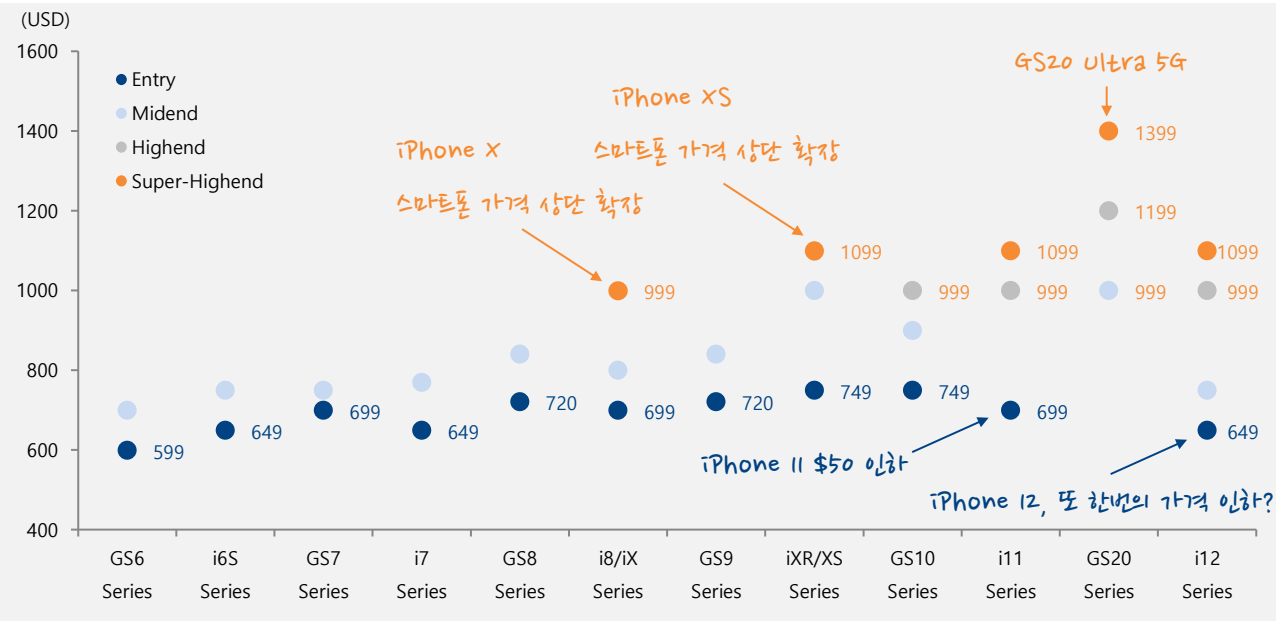
II. Apple 이 iPhone 의 가격을 더 낮춘다면

Apple 의 가격 정책에 주목하는 이유

여느 산업이든 마찬가지지만 높은 브랜드 인지도를 지닌 선두 업체가 가격을 올리면 후발 업체들도 따라가기 마련이다. 그런 의미에서 Apple 은 그동안 스마트폰 산업의 가격 상단을 열어왔다[그림 1]. iPhone 의 가격이 인상되면 Android 진영의 플래그십 모델 가격이 따라 오르는 모양새였다. iPhone XS 가 고가격으로 수요 부진을 겪은 이후 스마트폰 업계의 가격 상단이 $1,000 대로 제한된 것도 이를 방증한다. 폴더블 폼팩터를 제외하면 iPhone 은 여전히 가장 비싼 스마트폰 중 하나다.

이제는 반대 상황이다. iPhone 의 가격이 낮아지고 있다. iPhone SE 2 세대는 $399 로 출시됐고 iPhone 12 은 iPhone 11 대비 $50 인하된 $649 로 출시될 가능성이 대두된다. 참고로, iPhone 11 은 이미 iPhone XR 대비로 $50 저렴하게 나왔다. 이는 후발 업체들이 동급 중급기의 가격을 $399 이상, 동급 플래그십의 가격을 $649 이상으로 출시하기 부담스러워진다는 의미다. iPhone SE 2 세대와 비교되며 가격 논란이 불거졌던 LG 전자의 Velvet 이 단적인 예다. 가격 정책의 유연성이 그만큼 제한되는 것이다.

그림 1. 2015 년 이후 iPhone 과 Galaxy 시리즈의 출고가 추이



자료: 하이투자증권

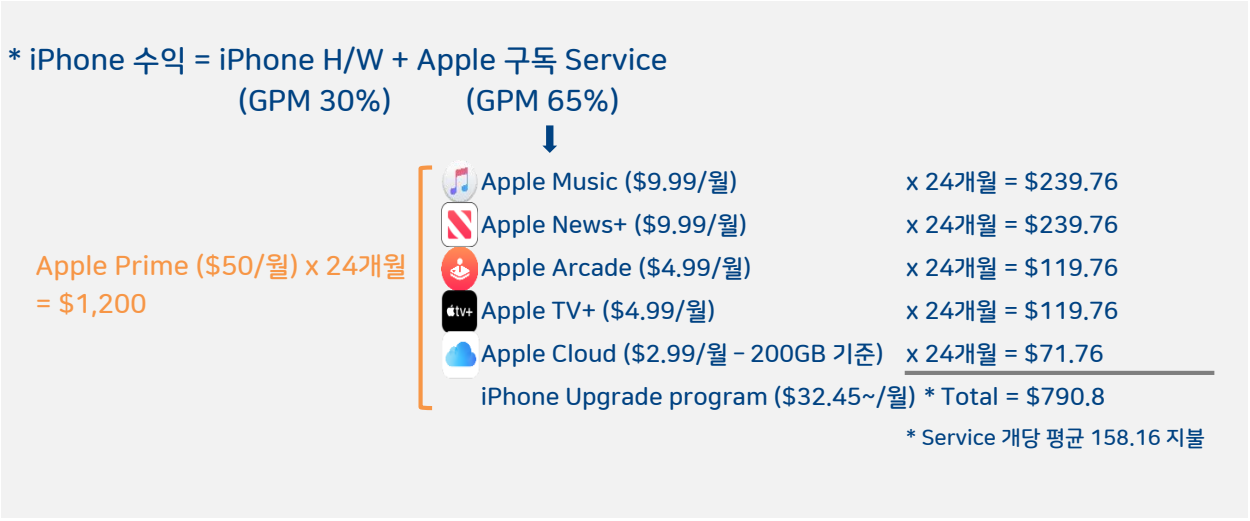
사업모델의 변화를 반영하는 가격정책

이 같은 가격 인하는 Apple 이 H/W 업체에서 컨텐츠 업체로의 변화하고 있음을 보여준다[그림 2]. 예컨대, iPhone SE 를 $399 에 구매한 소비자가 2 년동안 이 제품을 사용한다고 가정해보자. 이 과정에서 2 년 간 Apple TV+를 사용하면 $120 을 추가 지출하게 된다. Apple Music 까지 구독한다면 $240 이 추가된다. Apple 은 $399 의 H/W 를 일회성을 판매하고, 2 년간 서비스 명목으로 $360 을 벌 수 있는 것이다.

이는 마진 측면에서도 유리하다. CY1Q20 기준 Apple H/W 사업 GPM 은 35%에 그쳤으나, Service 사업은 65%에 달했다. 추세를 보면 더 확연하다. H/W 의 수익성은 산업의 성장이 멈추며 하락하고 있으나, Service 사업은 외형이 확대되며 수익성이 개선되고 있다[그림 4].

통상 iPhone 의 재료비 기준 마진은 60% 내외다. 전작 대비 가격을 인하한 iPhone 11 수익성은 이에 미치지 못할 것으로 보인다. 나아가 중저가로 출시된 iPhone SE 의 수익성은 46%에 불과한 것으로 추정된다[그림 3]. 그래도 남는 장사다. 이를 통한 유저 기반 확대는 구독 사업의 원천이 될 것이기 때문이다.

그림 2. Apple 의 사업모델: H/W 의 일회성 매출+Service 의 지속 가능한 매출



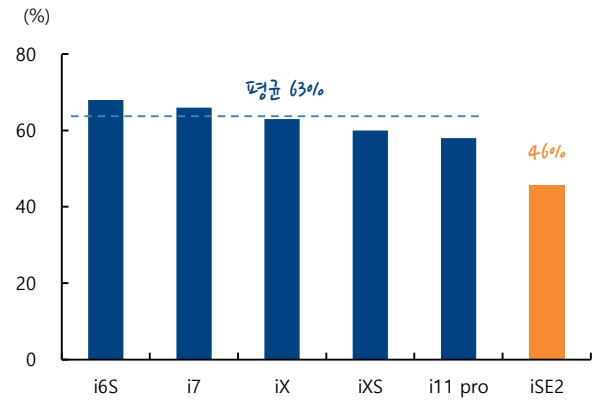
자료: 하이투자증권

Peer 와의 Valuation 차이를 좁힌 Apple

Apple 의 Valuation 은 사업 모델 변화를 반영하고 있다. Apple 은 2019 년 이전까지 Google, Facebook 등 인터넷 서비스 업체보다 낮은 P/E 배수를 부여 받았다. 실적 변동성이 큰 H/W 사업의 특성과 스마트폰 산업의 제한된 성장성 때문이다.

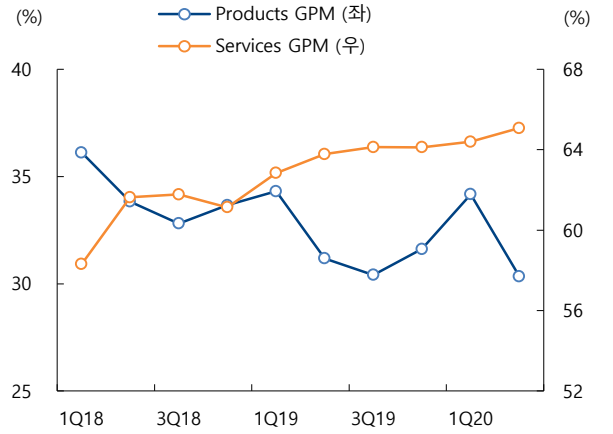
그러나 Service 사업에 초점이 맞추어진 이후 앞선 두 업체 수준의 배수를 부여 받고 있다[그림 6]. 마진이 H/W 사업보다 훨씬 높고, 현금흐름의 안정성이 높아지며, Contents 가 추가될 때마다 계단식 실적 상향이 가능할 것임을 시장이 반영하고 있는 것이다.

그림 3. iPhone 의 BoM 기준 GPM 추이



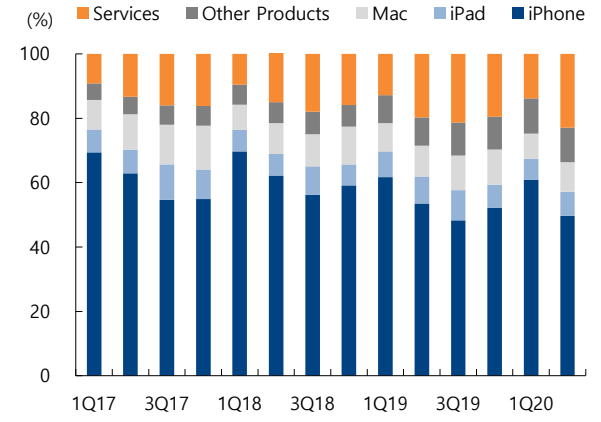
자료: 하이투자증권

그림 4. Apple 의 Service 마진 vs. H/W 마진 추이



자료: Apple, 하이투자증권

그림 5. Apple 의 부문별 매출 비중 추이



자료: Apple, 하이투자증권

그림 6. 주요 기술주의 P/E Valuation 추이

자료: Bloomberg, 하이투자증권

iPhone 12 시리즈의 가격은 어떻게 될까

iPhone 12 시리즈의 가격을 예상하기 전에, 먼저 예상되는 사양과 원가에 대한 분석이 필요하다.

이번 신규 모델은 총 4 개의 모델로 출시될 전망이다. 외신에 따르면, iPhone 12(5.4”), iPhone 12 Max(6.1”), iPhone 12 Pro(6.1”), iPhone 12 Pro Max(6.7”)로 구성될 것으로 보인다. 주요 차별화 요인은 ① 모든 모델에 OLED 패널이 채용된다는 점, ② 5G 를 지원한다는 점, ③ 상위 2 개 모델에 ToF 및 스테인리스 프레임(하위 2 개 모델은 알루미늄 프레임)이 채용된다는 점으로 정리할 수 있다.

당사가 예상하는 각 모델의 BOM Cost 는 5.4” 하위 모델부터 각각 $347, $364, $449, $464 다[그림 7]. 특히 Pro 모델에 대한 원가 상승폭이 큰데, 5G 지원을 위한 AiP 모듈 탑재와 AR 기능을 위한 ToF 채용 때문으로 정리할 수 있다. 한편, 5.4”와 6.7”는 On-cell Touch 기술로 $10 의 원가 절감이 예상된다.

전작의 재료비 기준 GPM 인 60%를 적용하여 각 모델의 예상 가격을 역산해보면, 5.4” 모델부터 각각 $868, $910, $1123, $1160 으로 예상해볼 수 있다. 그러나 Apple 의 사업 모델 변화를 생각해보면, 하위 모델에 대한 가격대를 낮춰 소비자에 대한 접근성을 높이려는 시도가 수반될 수도 있다. 일부 외신에서는 이번 시리즈의 가격대를 $649, $749, $999, $1,099 로 예상하고 있다. 최하단 모델은 전작인 iPhone 11 보다 $50 인하되는 것이며 최상단 모델은 동결되는 모양새다.

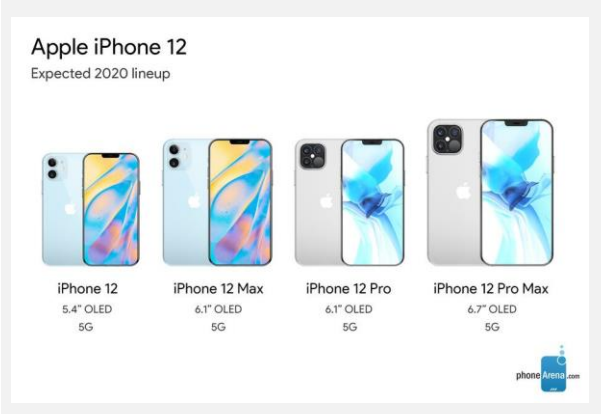
가격을 예단하는 것은 어려운 일이나, 상위 모델은 가격을 유지해 프리미엄 브랜딩을 확고히 하고, 하위 모델은 합리적인 가격을 통해 iOS 에 대한 유저 기반을 넓히는 전략이 나올 수 있다는 생각이다. 유효성은 이미 검증됐다. iPhone XR 보다 $50 저렴하게 출시된 iPhone 11 는 전작대비 판매량이 40% 증가했으며[그림 12], iPhone SE 의 반응도 긍정적이다.

그림 7. iPhone 의 BOM Cost 세부 내역 추정

(단위:USD)	iXS	i11 Pro	i12	i12+	i12 Pro	i12 Pro Max
BB+AP	56	55	65	65	65	65
PM+RF+PA	16	19	25	25	55	55
			Sub 6Ghz	Sub 6Ghz	mmWave	mmWave
Connectivity+Audio	17	15	15	15	15	15
Memory	58	37	30	30	40	40
Sensors	4	6	6	6	6	6
PCB	29	31	26	28	28	28
Display	100	90	70	85	85	85
			5.4" Y-Octa	6.1" Add-on	6.1" Add-on	6.7" Y-Octa
Main Camera	33	52	25	25	60	70
			Dual	Dual	Triple +ToF	Triple +ToF
Front Camera	25	23	21	21	21	21
Build&Materials	35	35	25	25	35	40
Battery	10	14	14	14	14	14
Others	11	35	25	25	25	25
Total BOM	394	412	347	364	449	464
Price without Contract	999	999	868	910	1123	1160
Implied Margin	*61%*	*59%*	*60%*	*60%*	*60%*	*60%*
			전작 수준의 Bom 기준 GPM 60%를 유지할 경우의 가격대			
			649	749	999	1099
			47%	*51%*	*55%*	*58%*
			일부 외신 보도대로 가격이 $649~로 책정될 경우 GPM			

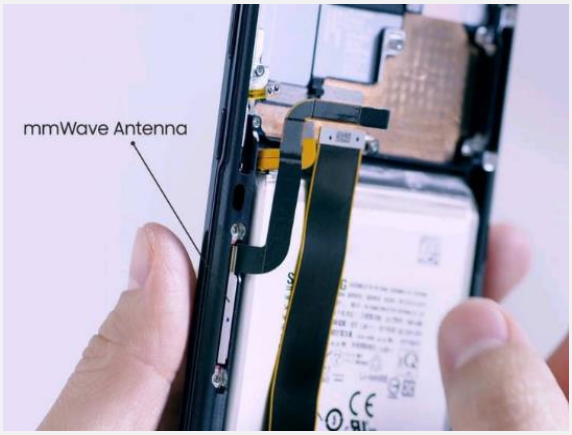
자료: Counterpoint, 하이투자증권 추정

그림 8. iPhone 12 시리즈 렌더링



자료: Phone Arena, 하이투자증권

그림 9. GS20 에 채용됐던 mmWave Antenna (AiP 모듈)

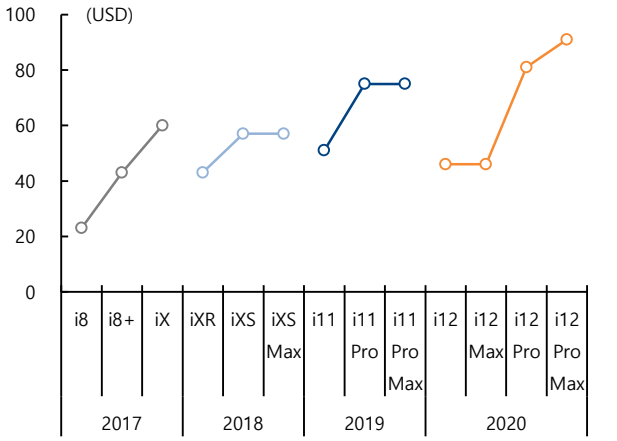


자료: 삼성전자, 하이투자증권

그림 10. iPad Pro 에 탑재된 ToF 모듈

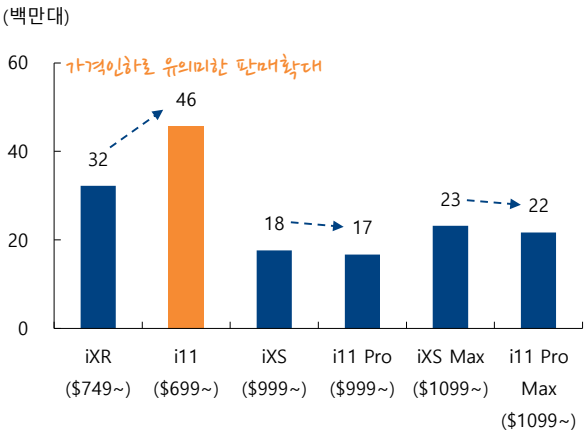
자료: Tech insights, 하이투자증권

그림 11. iPhone 카메라모듈 가격 추이



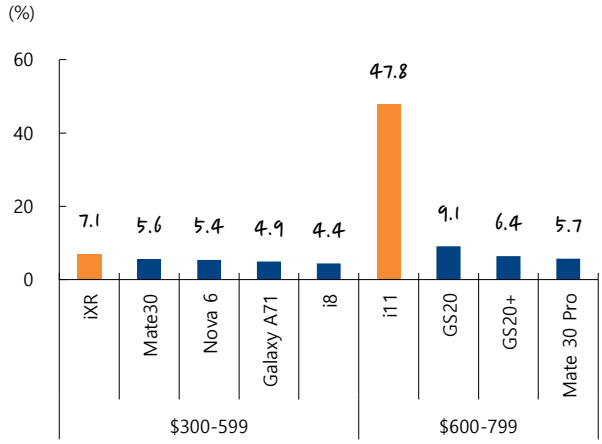
자료: 하이투자증권 추정

그림 12. iPhone 11 은 iPhone XR 보다 40% 판매 증가



자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 13. Phone11 은 $600-799 에서 압도적 판매 점유



자료:하이투자증권, Counterpoint

iPhone 의 가격 인하가 관련 공급망에 미칠 영향은?

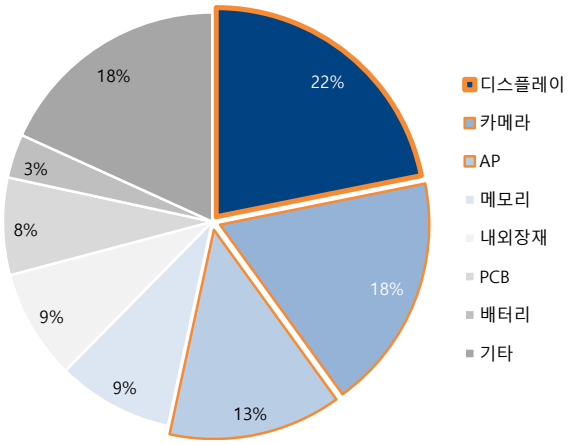
Apple 이 iPhone 의 가격을 낮춰 수요가 진작된다면 LG 이노텍(011070), 아이티엠반도체(084850), 비에이치(090460), 덕우전자(263600) 등 국내 부품 벤더에게도 당연히 긍정적이다. 다만 실제로 가격이 저렴해진다면, 시장은 부품에 대한 단가 인하 우려를 걱정할 것이다. 근래 Apple 의 움직임은 이미 원가 절감 노력을 함의하고 있다. 크게 두 가지로 정리해볼 수 있다.

① Y-OCTA 의 채용과 BOE 의 디스플레이 벤더 진입: 디스플레이 패널은 스마트폰 원가에서 가장 큰 비중을 차지한다. 원가 절감 노력이 집중될 수 밖에 없다. 먼저 Touch Sensor 를 내재화하는 Y-OCTA 기술을 활용하여 $10 의 재료비 절감이 가능하다. 이와 동시에 이원화 벤더 편입도 논의되고 있다. 중소형 OLED 에서 압도적인 M/S 를 지낸 삼성디스플레이의 가격 협상력을 낮추기 위해서다. 당사는 올해 BOE 의 Apple 공급망 진입 가능성을 낮게 보고 있으나, 이는 결국 시간의 문제라는 판단이다.

② O'Film 의 듀얼카메라 벤더 진입: 카메라모듈은 스마트폰 원가에서 두 번째로 큰 비중을 차지한다. 디스플레이에 BOE 가 있다면, 카메라모듈에는 O'Film 이 있다. 동사는 iPhone 11 듀얼 카메라모듈의 이원화 벤더다. Apple 입장에서는 기술적 진입 장벽이 낮아진 부분에 대한 가격 협상력 강화 목적이 있을 것이다. 참고로 Apple 은 2016 년부터 듀얼카메라를 채용해왔다. 범용화된 부품이라는 의미다. 다행히 트리플카메라 모듈, ToF 모듈과 같이 카메라 발전 로드맵 상 최선단에서는 여전히 LG 이노텍이 압도적 지위를 유지 중이다.

세트업체들의 원가 절감 노력은 당연한 것이다. 그럼에도, 세트 가격이 저렴하게 나올 경우 곧바로 단가 인하로 이어질 수 있다는 우려는 아직까지 기우일 것이다. 단가 인하는 항상 판매 부진에 후행하여 나타났다. iPhone 이 잘 팔린다면 이 같은 걱정은 후순위일 것이다. iPhone 11 과 iPhone SE 가 기존 제품 대비 상대적으로 저마진에 팔리고 있지만, 시장의 관심은 부품 단가 인하에 대한 걱정보다는 판매 호조에 맞추어져 있다. 다시 말해, 지금은 출하 확대에 대한 기대를 즐길 시기다.

그림 14. iPhone 11p 의 각 부품이 전체 원가에서 차지하는 비중



자료: 하이투자증권

그림 15. iPhone 시리즈 카메라 및 패널 공급망 정리

	Display Pannel	Rear Camear Module	ToF Module	Front Camera Module	3D Sensing Module (Face ID)
i11 (6.1")	JDI LGD	Sharp O'film	-	O'Film Cowell Sharp	LGIT Sharp
i11 Pro (5.8")	SDC LGD	LGIT			
i11 Pro Max (6.5")					
i12 (5.4)	SDC	Sharp O'film	-	O'Film Cowell Sharp	LGIT Sharp
i12 Max (6.1")	SDC LGD				
i12 Pro (6.1")		LGIT	LGIT		
i12 Pro Max (6.7")	SDC				

자료: 하이투자증권

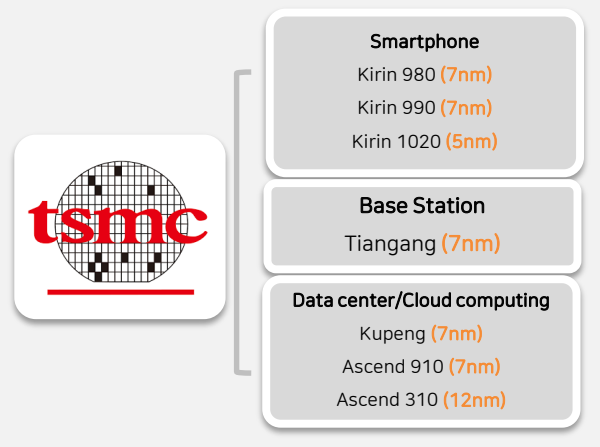
Ⅲ. Huawei 제재의 반사이익은 누구에게?

재점화된 미중 무역분쟁

소강상태였던 미중 무역 전쟁이 재점화됐다. 미국의 코로나 19 책임론 제기 이면엔 여전히 중국의 첨단 산업 굴기가 있고, 그 중추 역할을 하는 것은 바로 Huawei 의 통신 장비다. 이번 미국 상무부의 조치로 9 월 이후 미국의 기술과 S/W 로 생산된 반도체는 미국의 허락 없이 Huawei 로 판매가 불가해졌다. 이어서 TSMC 는 Huawei 로부터의 신규 수주 중단을 선언했다. 현재 TSMC 는 Huawei 향으로 기지국, 스마트폰, 데이터센터 등 다양한 적용처의 반도체를 위탁생산하고 있고, 여기에는 대부분 7nm 공정이 활용되고 있다. TSMC 의 선단 공정을 사용할 수 없게 된다면, Huawei 는 애초 미국의 타겟인 통신장비는 물론 스마트폰 사업도 어려워진다.

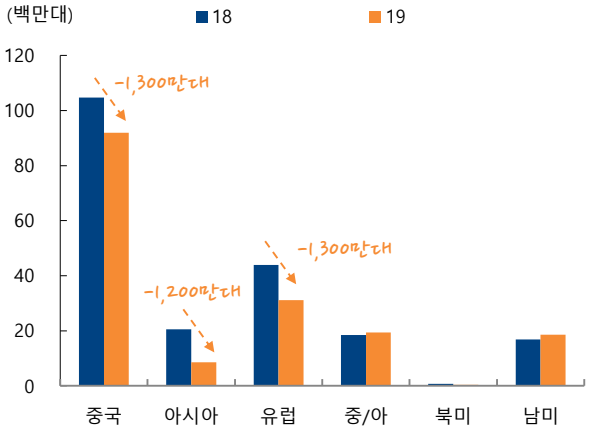
우리는 이미 유사한 상황을 경험했다. Huawei 는 신규 스마트폰에 대한 Google 의 Mobile Service 탑재 불가가 결정된 이래로 자국 시장에 집중해왔다. 지난 2Q19 이후 Huawei 의 중국 시장 점유율은 상승 추세이며, 반대로 해외 시장은 하락추세다[그림 20]. 당시 우리는 이 같은 제재에 대한 반사이익으로 삼성전자의 스마트폰 출하 확대를 기대했다. 중국 외의 지역에서는 여전히 삼성전자의 점유율이 막대하기 때문이다. 그러나 결과적으로 Huawei 의 해외 시장 점유율 감소분을 흡수한 것은 같은 중국 업체들이었다. [그림 21] Huawei 가 강력한 자국 시장 프로모션을 전개함에 따라, Xiaomi, Oppo 등 여타 업체들은 해외 시장 공략으로 눈을 돌렸기 때문이다.

그림 16. TSMC 가 생산하고 있는 HiSilicon 의 주요 반도체



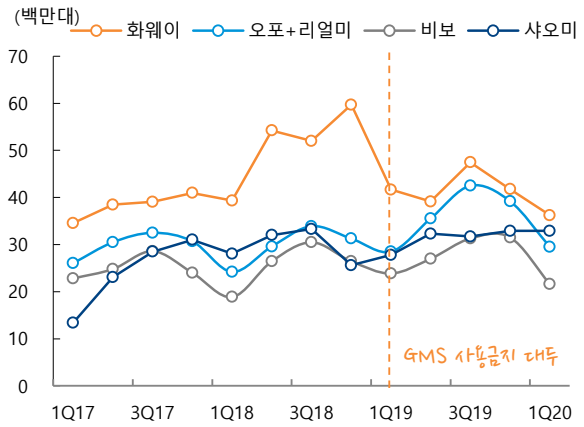
자료: 하이투자증권

그림 17. 2018 년 vs. 2019 년 Huawei 의 지역별 출하량 변화



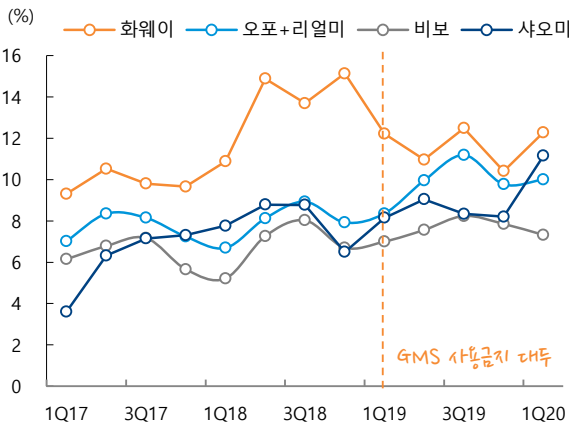
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 18. HOVX 의 출하량 추이



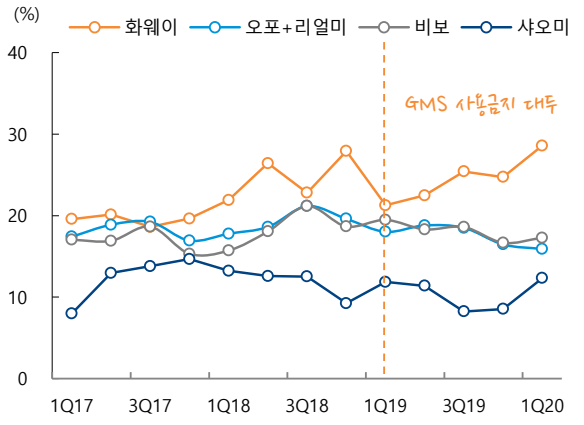
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 19. HOVX 의 글로벌 M/S 추이



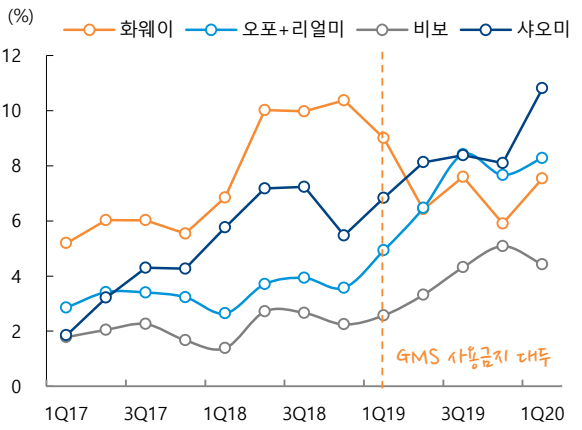
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 20. HOVX 의 중국 시장 M/S 추이



자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 21. HOVX 의 해외 시장 M/S 추이



자료: Counterpoint, 하이투자증권

무섭게 치고 올라오는 Xiaomi

Oppo, Vivo 의 해외 시장 공략도 두드러지만, 특히 더 주목할 것은 Xiaomi 의 약진이다. 1Q20 Xiaomi 의 해외 시장 점유율은 10.8%로 전년 동기 대비 4.0%p 증가했다. 특히 인도와 유럽에서의 상승폭이 크다. 인도 점유율은 34.7%로 전년 대비 5.4%p 상승하며 삼성전자와의 격차를 더 벌렸고, 유럽 점유율은 11.4% 전년 대비 6.9%p 상승했다[그림 22, 23].

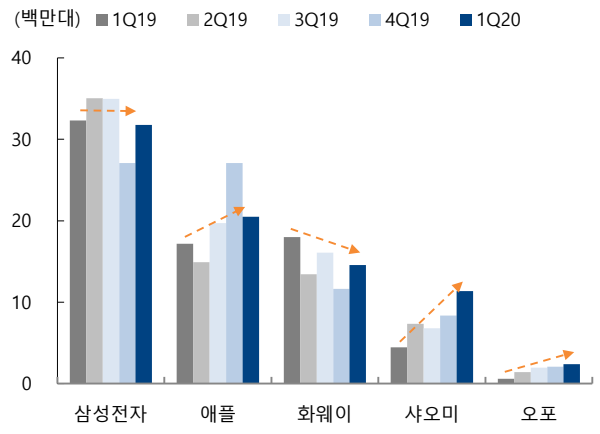
Xiaomi 가 공격적일 수 있는 이유

이 같은 성장의 기저에는 Apple 을 따라가는 Xiaomi 의 전략이 있다. Xiaomi 는 인터넷 플랫폼 업체를 지향하고 있다. Apple 이 iOS 를 기반으로 Service 사업을 전개하는 것과 마찬가지로, Xiaomi 도 Internet Service 가 주 수익원이다. 여기에는 유저들로부터의 광고 및 게임 매출이 포함된다. 동 부문의 2019 년 매출 비중은 9.6%에 불과하나 영업이익 기여도는 45.0%에 달한다[그림 25].

서비스 매출을 확대하기 위해서는 H/W 판매 확대를 통한 유저 기반 확보가 중요하다. 그러다 보니, Xiaomi 는 ODM 을 통해 단말기를 낮추고 H/W 사업을 통한 마진의 상단을 5%로 제한했다. 초과 이익에 대해서는 보조금을 포함한 마케팅 비용으로 집행하거나 R&D 비용으로 활용한다는 방침이다.

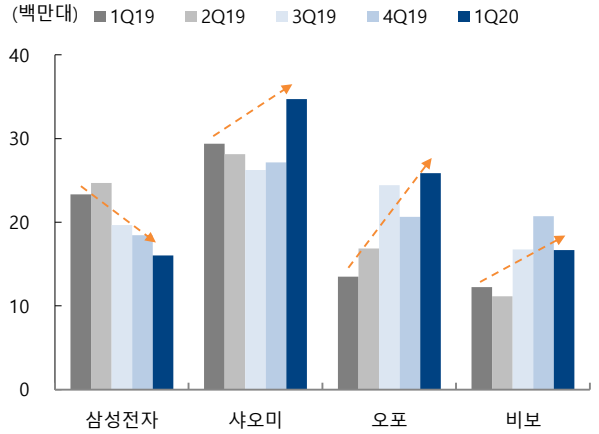
여기서 핵심은 보조금이다. 이동통신사가 보조금의 주체가 되는 국내와 다르게, 동남아, 인도, 유럽 일부 국가는 자급제 시장이 크게 형성되어 있다. 이 같은 Open Market 은 이통사가 아닌 개별 Retailer 들이 마케팅의 주체가 되는 시장이다. 이들 입장에서는 인센티브를 많이 주는 Xiaomi 의 스마트폰을 파는 것이 이득일 것이다.

그림 22. 주요 업체의 분기별 유럽시장 점유율추이



자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 23. 주요 업체의 분기별 인도시장 점유율추이

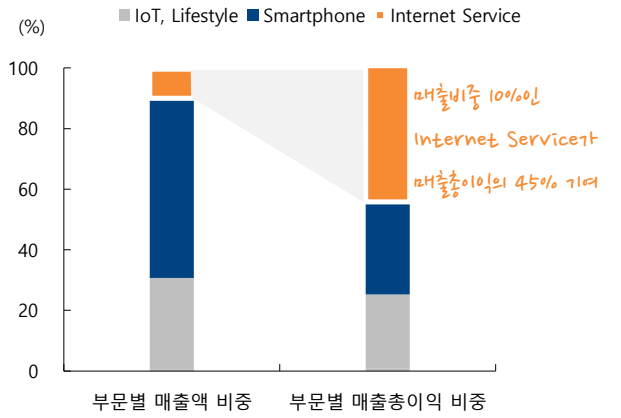


자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 24. 샤오미는 Internet Service 업체를 지향

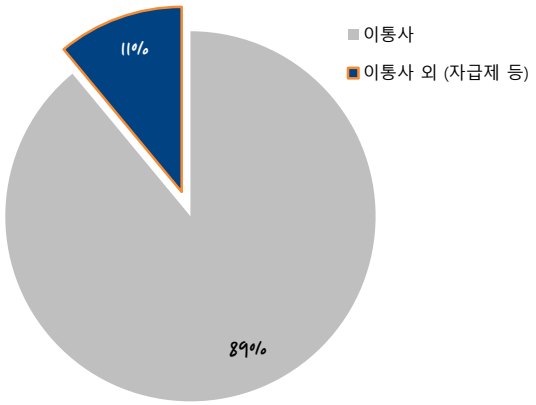
자료: Xiaomi, 하이투자증권

그림 25. 샤오미의 부문별 매출액 비중과 매출총이익 비중



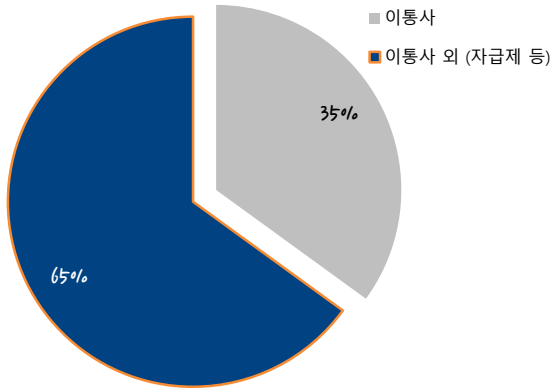
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림 26. 북미의 채널별 스마트폰 유통 비중



자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 27. 스페인의 채널별 스마트폰 유통 비중



자료: Counterpoint, 하이투자증권

Ⅳ. 삼성전자 스마트폰 전략에 대한 고민

하락하는 IM 사업부문의 수익성

Huawei 제재에 따른 반사이익은 분명 삼성전자에게도 있을 것이다. 그러나 그 수혜의 대부분은 선술했 듯 같은 중국 업체들에게 돌아갈 공산이 크다. 삼성전자 입장에선 경쟁 강도 심화로 가격의 상승도, 출하의 확대도 어렵다 보니 원가 절감에 대한 이슈가 부각될 수 있다.

IM 사업부의 영업이익률은 지난 2013 년 이후 감소 추세다[그림 28]. 스마트폰 성장기에 삼성전자가 누리던 업계 선두로서의 해자가 희석되고 있다는 의미다. 중국 업체들의 해외 진출로 무한 경쟁 체제가 열린 이래로 이들은 꾸준히 M/S 를 확대했다. 그만큼 H/W 제품력이 상향 평준화되었다는 의미이기도 하다.

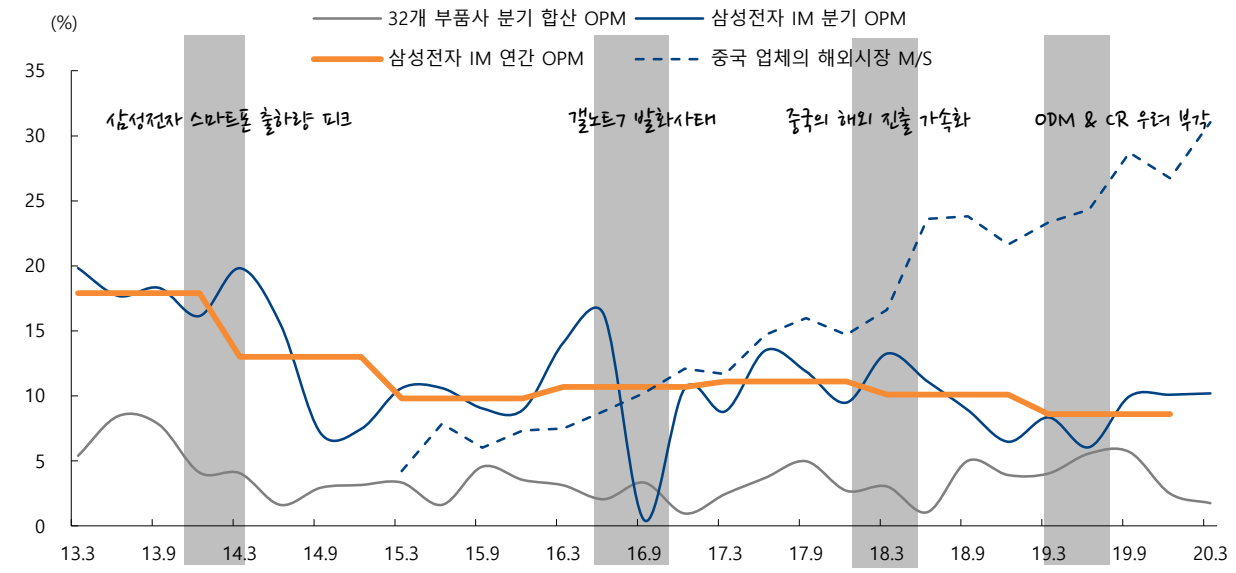
ODM(주문자개발생산)은 불가피한 방향

중저가 모델에 대한 ODM 은 지난해 스마트폰 부품업계의 가장 큰 화두 중 하나였다. 중국 업체에 대항한 고부가 카메라모듈 채용 등 재료비 상승 요인은 IM 사업부의 수익성 하락으로 이어졌다. 주요 부품사들의 영업이익률과 IM 사업부의 영업이익률 맞닿게 되자, 단가인하와 ODM 확대에 대한 우려가 불거졌다[그림 28]. 당시 삼성전자의 글로벌 스마트폰 출하량 3 억대 중 30%에 해당하는 1 억대 외주 생산 가능성까지 제기 됐다.

다행히 급진적인 ODM 이 야기할 품질 문제, 코로나 19 로 촉발된 ODM 업체의 가동문제로 외주 생산에 대한 속도 조절론이 힘을 얻었고 현재는 이와 관련된 논의가 소강 상태다. 올해 연간 삼성전자의 스마트폰 출하량 2.5 억대 중 ODM 생산 비중은 15% 내외에 머무를 전망이다[그림 29]. 그러나 거세지는 중국 업체들의 해외 시장 확대를 지켜보고 있자면, 다시 ODM 확대 가능성에 대한 고민이 생긴다.

사양이 상향평준화 될수록 제품차별화를 통해 소비자의 선택을 받기 어려워진다. 가격이 주요 변수로 부각되고 원가 절감이 중요해지는 환경을 의미한다. 업체별로 정도는 다르나 일반적으로 ODM 은 $300 미만 스마트폰 생산에 활용된다. 2019 년 글로벌 스마트폰 출하량의 53%가 $300 미만 스마트폰인 가운데, 전체의 21%만이 ODM 으로 생산된다[그림 30]. 삼성전자 역시 전체 스마트폰 출하량의 50%가 $300 이고, ODM 생산 비중은 8%에 불과하다. 여전히 확대의 여지가 많이 남아있다. 결국은 속도의 문제일 것이다.

그림 28. 삼성전자 IM 사업부의 영업이익률 추이



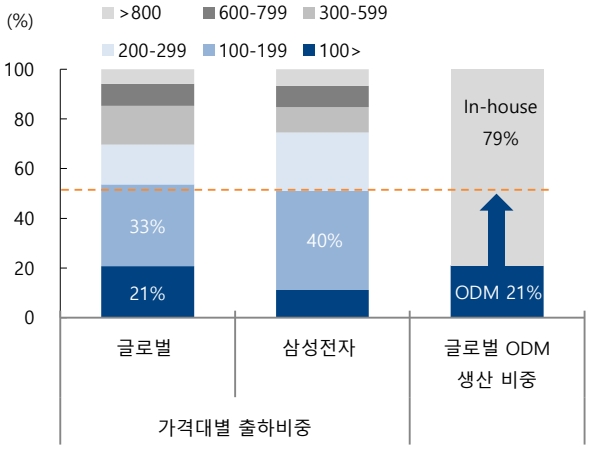
자료: 삼성전자, Counterpoint, 하이투자증권

그림 29. 업체별 ODM 생산 비중

	2018	2019	2020E	관련벤더
삼성	3%	8%	15%	Wingtech, Huaqin
화웨이	32%	18%	20%	Huaqin, Wingtech, Longqeer, Chino
샤오미	75%	75%	75%	Huaqin, Wingtech, Longqeer
오포	9%	18%	20%	Wingtech, Huaqin
비보	0%	0%	10%	

자료: SA, 하이투자증권

그림 30. 가격대별 스마트폰 출하비중과 글로벌 ODM 생산 비중



자료: Digitimes research, Counterpoint, 하이투자증권

폴더블 폼팩터를 통해 찾는 H/W 선두 이미지

삼성전자가 가장 잘하는 것은 H/W 다. 그런 의미에서 폴더블 스마트폰 시장의 개화는 기회다. 새로운 폼팩터이므로 기존의 가격 체계에 얽매일 필요가 없다. 또한 높은 생산 난이도 덕분에 시장의 가격을 교란하는 중국 업체의 진입도 아직까지 제한적이다.

① H/W 를 제일 잘하는 회사로의 브랜딩: 갤럭시노트 7 이 배터리 게이트로 도마에 오른 이후 삼성전자는 상대적으로 안정을 택하며 제품의 완성도를 높여왔고, 그 동안 중국 업체들은 공개 당시 언뜻 특이해 보일 정도의 실험적 시도를 마다하지 않았다. 최초의 트리플카메라 스마트폰을 선보인 Huawei, 팝업 카메라를 적극적으로 확대한 Vivo, 서라운드 디스플레이를 선보인 Xiaomi 등이 그 예다. 이제는 삼성전자나 Apple 같은 선두 업체라도 스마트폰에 새로움을 부여하기 어려워진 것이 사실이다.

그러나 생산 난이도가 높은 폴더블 폼팩터는 무주공산이고, 여전히 다양한 폼팩터가 개발될 여지가 있다. 이 부문에서 앞서나가고 있는 것은 단연 삼성전자다. Galaxy Fold 와 Galaxy Z 는 순항 중이고, 특히 Galaxy Z 는 견조한 수요를 바탕으로 현재까지도 20~25 만개/월의 부품이 생산되고 있다. 반면 Huawei 는 전작과 같은 디자인에 Hinge 구조와 세부 사양을 개선시킨 Mate XS 를 출시했지만, 여전히 영하 5℃ 이하에서는 제품을 접거나 펼치면 안된다는 안내 문구가 남아있다. Oppo 와 Vivo 는 아직 폴더블 스마트폰을 출시조차 하지 않았다. 중국 업체들은 기술적 완성도가 떨어지고, Apple 의 폴더블 제품 출시는 2022 년 이후로 예상된다. 삼성전자가 이 시장에서 확실한 포지셔닝을 가져가야 이유다.

② 기술적 해자는 높은 영업이익률을 의미: 기술적 난이도가 있고 시장 교란의 주체가 없는 만큼 수익성도 높다. 통상 갤럭시 S 및 노트 시리즈의 BOM 기준 GPM 은 55~60%인 반면, 갤럭시폴드와 Z 플립의 GPM 은 60% 이상인 것으로 추정된다.

당사는 삼성전자의 폴더블 스마트폰 출하량을 2020 년 350 만대, 2021 년 1,400 만대로 전망한다. 특히 올해 하반기 삼성디스플레이의 후공정 캐파 증설과 함께 출하가 본격적으로 확대될 것이다. 갤럭시폴드 2 의 부품 기준 생산은 30 만개/월로 파악된다. 갤럭시 Z 플립의 20 만개/월과 합치면 하반기 폴더블 관련 부품 생산량은 50 만개/월에 달할 전망이다. 신제품 출시와 함께 출하 확대에 대한 기대가 반영될 현 시점에서 폴더블 관련주에 관심이 필요하다.

그림 31. 삼성전자 주요 플래그십 스마트폰의 BOM Cost

(단위:USD)	GS10	GN10+ 5G	GF	GZ Flip
BB+AP	70	85	68	69
PM+RF+PA	18	50	27	25
Connectivity+Audio	12	17	18	16
Memory	62	82	95	61
Sensors	10	11	11	9
PCB	28	42	44	38
Display	90	100	250	180
Main Camera	49	59	46	31
Front Camera	11	11	36	10
Build&Materials	31	41	80	70
Battery	9	12	19	17
Others	11	19	30	15
Total BOM	401	529	724	541
Price without Contract	899	1299	1980	1380
Implied Margin	*55%*	*59%*	*63%*	*61%*

자료: Counterpoint, 하이투자증권 추정

그림 32. 삼성디스플레이의 폴더블 후공정 캐파 증설 추이 및 전망

(단위: 만대/월)

Line	Phase	19-Dec	20-Jan	20-Feb	20-Mar	20-Apr	20-May	20-Jun	20-Jul	20-Aug	20-Sep	20-Oct	20-Nov	20-Dec	2020F	2021F
천안	Ph1	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	120	120
베트남	Ph1	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	192	192
	Ph2					8	16	16	16	16	16	16	16	16	136	192
	Ph3							8	16	16	16	16	16	16	104	192
	Ph4								8	16	16	16	16	16	88	192
	Ph5										8	16	16	16	56	192
	Ph6											8	16	16	40	192
	Ph7															192
	Ph8															192
	Ph9															192
합계		26	26	26	26	34	42	50	66	74	82	98	106	106	736	1,848

자료: 하이투자증권 추정

그림 33. Galaxy Z Flip 패널에 부착된 Film/UTG/Plate

자료: IHS, 하이투자증권

그림 34. Glaxy Fold 에 적용된 Hinge 구조

자료: 하이투자증권

그림 35. Galaxy Z Flip 에 적용된 UTG Cover window

자료: iFixit, 하이투자증권

그림 36. Galaxy Fold 패널 후면에 부착된 Metal Plate

자료: iFixit, 하이투자증권

Ⅴ. Investment Thesis

이상의 논의를 요약하자면, ① Apple 은 유저 기반 확대를 위해 iPhone 출하에 공격적일 것이고, ② Huawei 에 대한 제재는 같은 중국 업체들의 반사이익으로 이어질 가능성이 크고, ③ 삼성전자는 기존 가격체계에 얽매일 필요 없는 폴더블 스마트폰 확대에 집중할 전망이다.

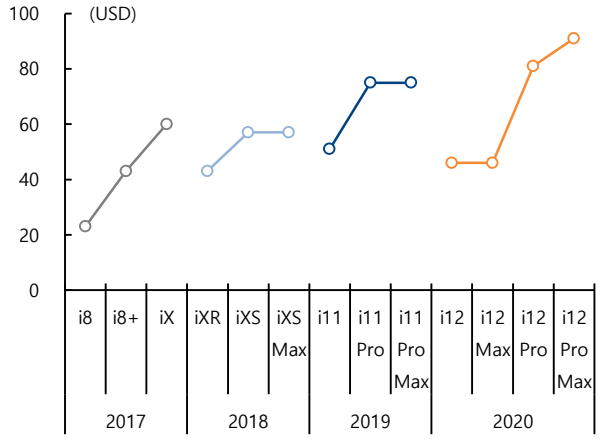
LG 이노텍(011070)을 업종내 최선호, 삼성전기(009150)를 차선호주로 제시한다.
LG 이노텍은 Apple 의 iPhone 출하 확대 전략에 따라 Face ID 모듈 수요가 증가할 것이고, 상단 모델에 대한 Sensor shift OIS 와 ToF 모듈 탑재 효과가 예상된다. 다년간 대규모 설비 투자로 고정비가 많이 올라갔지만, 이는 반대로 출하 확대가 뒷받침될 시 실적 레버리지가 더 커질 수 있다는 의미이기도 하다. 동사 주가는 시장 반등 구간에서 전기전자 업종 내 돋보이는 주가 상승을 보였다. 역대 최대 실적, 10 년래 최고 수준의 ROE 가 예상됨에도 '20 년 실적 기준 PBR 은 1.41 배로 5 년 평균 수준에 불과해 여전히 Valuation 부담은 없다.

삼성전기 카메라 모듈 매출의 30%, MLCC 매출의 50%가 중국 업체향이다. 이 같은 매출에서 Huawei 향 비중은 미미하다. 즉, Xiaomi 등 여타 중국 업체가 Huawei 의 점유율을 흡수할 시 삼성전기에게 긍정적이다. 한편, 그동안 동사 주가는 전방 수요 개선에 대한 우려로 시장 수준의 수익률을 보였으나 MLCC 업황은 우려대비 긍정적이다. ① 제한적 공급으로 재고가 타이트하게 유지되는 가운데, ② 스마트폰 업체들의 출하는 5 월을 기점으로 바닥을 다졌으며, ③ 중국 업체들의 5G 단말기가 본격적으로 출시되고 있고, ④ 하반기부터는 작년 업황의 낮은 기저를 누릴 수 있을 것이기 때문이다.

중소형주에서는 KH 바텍(060720), 덕우전자(263600)에 대한 관심이 유효하다.
KH 바텍은 삼성전자 폴더블 스마트폰 출하 확대('20 년 350 만대 → '21 년 1,400 만대)의 최대 수혜 업체다. 당사는 5 월말부터 갤럭시폴드 2 관련 부품에 대한 양산이 시작된 것으로 파악하고 있으며, 하반기 폴더블 제품에 대한 월별 부품 출하량이 상반기 대비 2 배 가량 늘어날 것으로 전망하는 바, 현 시점이 동사에 대해 관심을 가질 적기라는 판단이다.

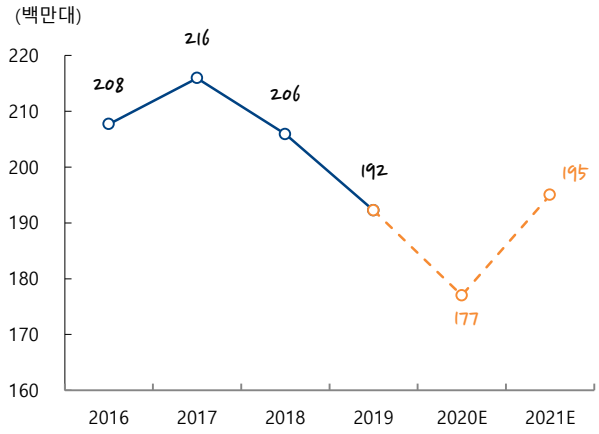
마지막으로 덕우전자는 LG 이노텍과 마찬가지로 Apple 의 iPhone 출하 확대 전략의 수혜가 예상된다. 차이가 있다면, 하위 모델에 대한 부품 공급 노출도가 높기 때문에 Apple 이 iPhone SE, iPhone 11 과 같이 상대적으로 저렴한 모델을 많이 팔수록 유리한 구조라는 점이다.

그림 37. iPhone 카메라모듈 재료비 추이



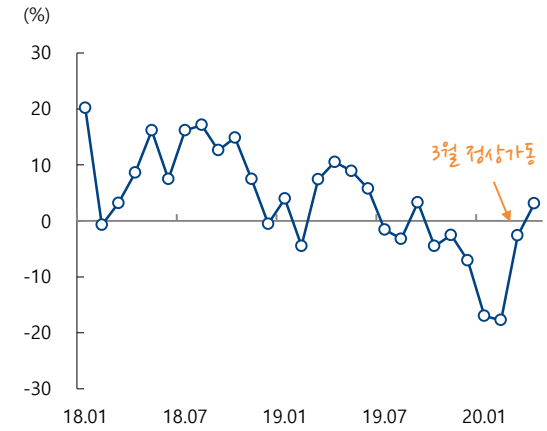
자료: 하이투자증권

그림 38. iPhone 출하량 추이 및 전망



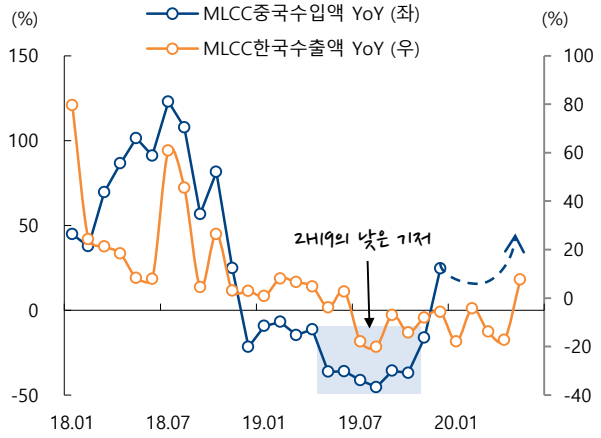
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 39. 주요 ODM 들의 월별 합산 매출액 YoY



자료: 각사, 하이투자증권

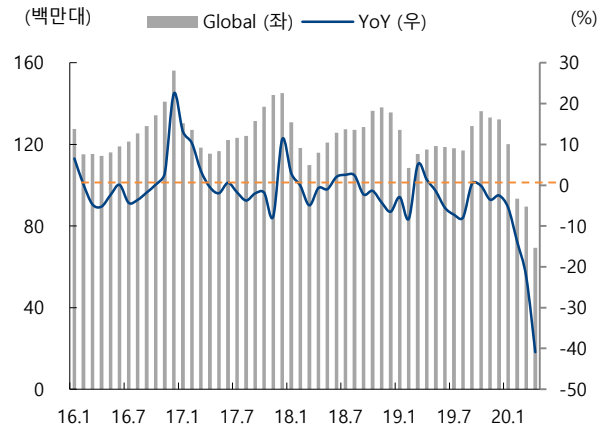
그림 40. 중국 MLCC 수입액 YoY 와 한국 MLCC 수출액 YoY



자료: 하이투자증권

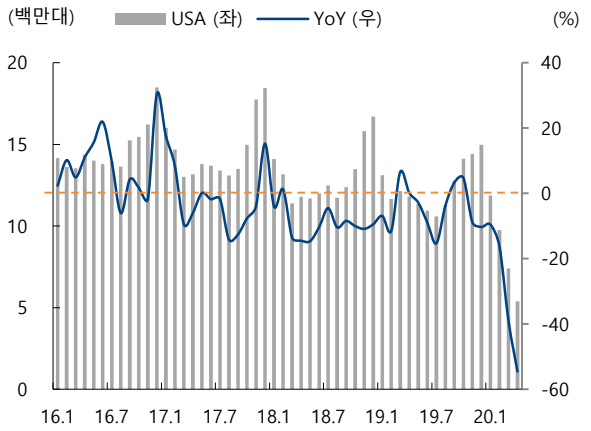
VI. Appendix

그림 41. 월별 글로벌 스마트폰 판매량(Sell through) 추이



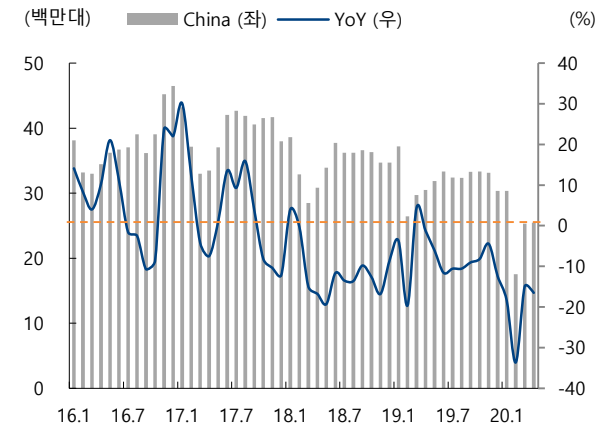
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 42. 월별 미국 스마트폰 판매량(Sell through) 추이



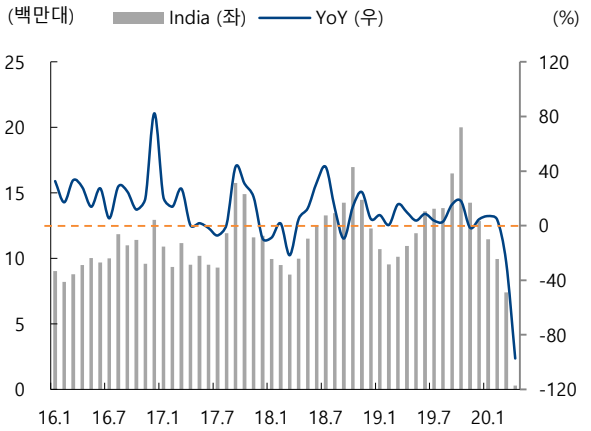
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 43. 월별 중국 스마트폰 판매량(Sell through) 추이



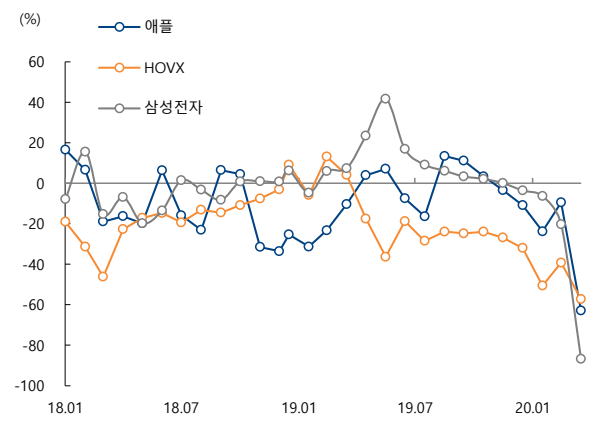
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 44. 월별 인도 스마트폰 판매량(Sell through) 추이



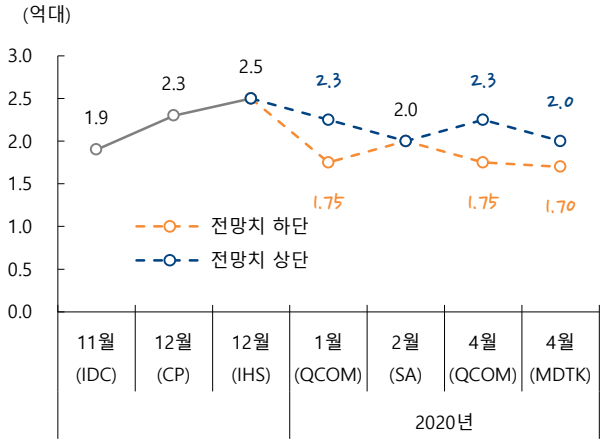
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 45. 주요 업체들의 월별 Sell-in yoy – Inventory yoy



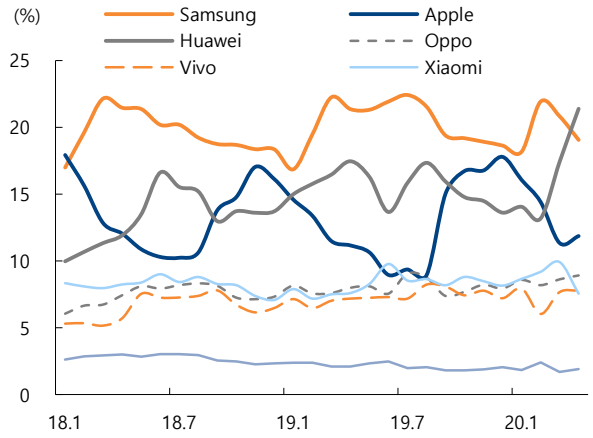
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 46. 2020 년 5G 스마트폰 출하 전망치 변화 추이



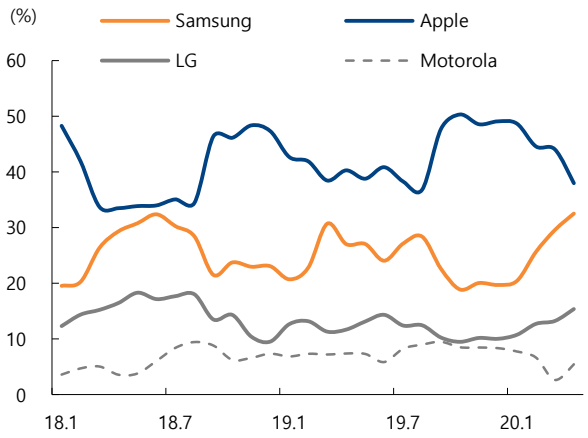
자료: 하이투자증권

그림 47. 월별 글로벌 스마트폰 시장 점유율 추이



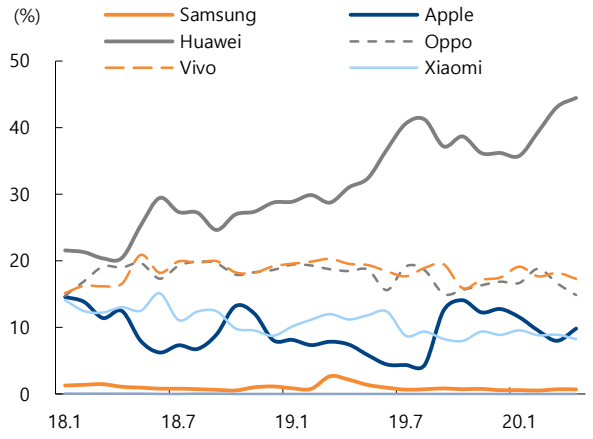
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 48. 월별 미국 스마트폰 시장 점유율 추이



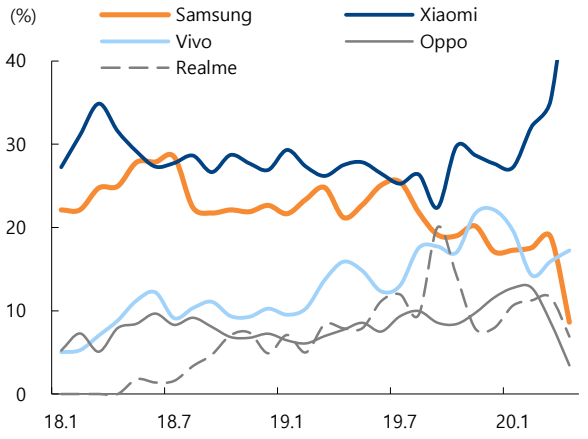
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 49. 월별 중국 스마트폰 시장 점유율 추이



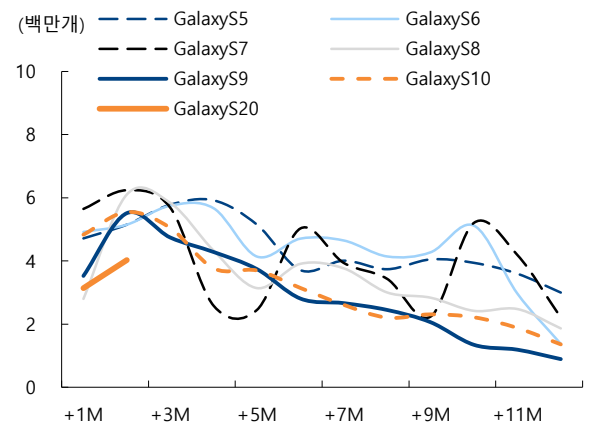
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 50. 월별 인도 스마트폰 시장 점유율 추이



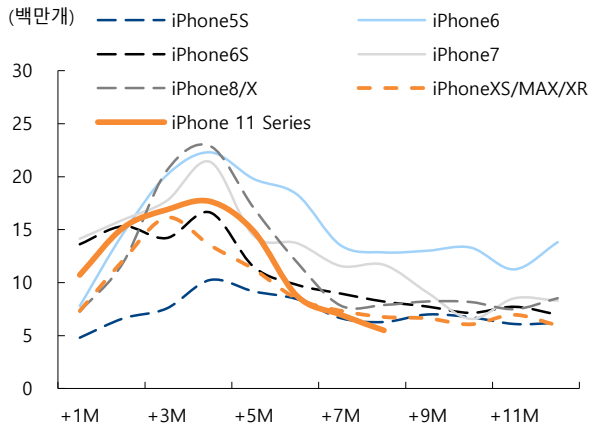
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 51. 갤럭시 S 시리즈의 출시 이후 12 개월 판매 추이



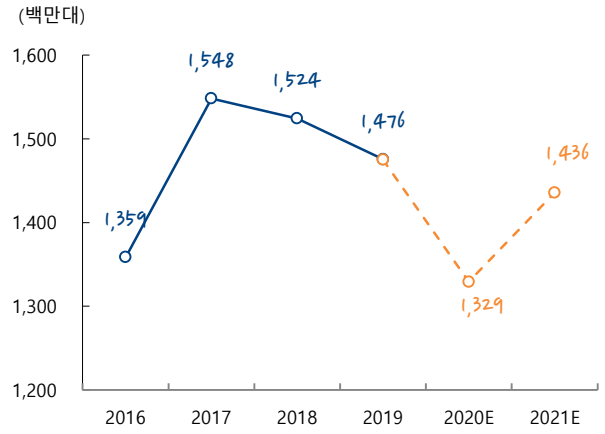
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 52. iPhone 시리즈의 출시 이후 12 개월 판매 추이



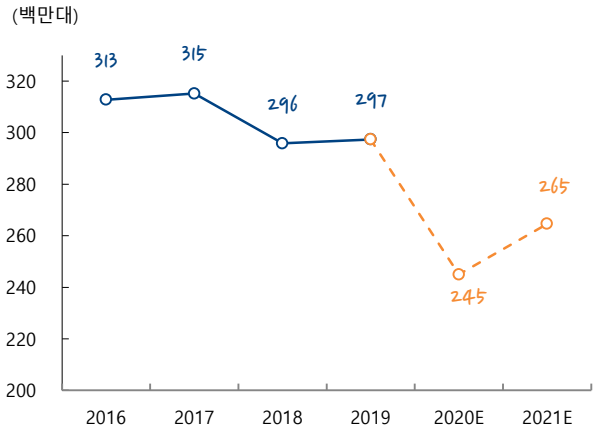
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 53. 글로벌 스마트폰 출하량 추이 전망



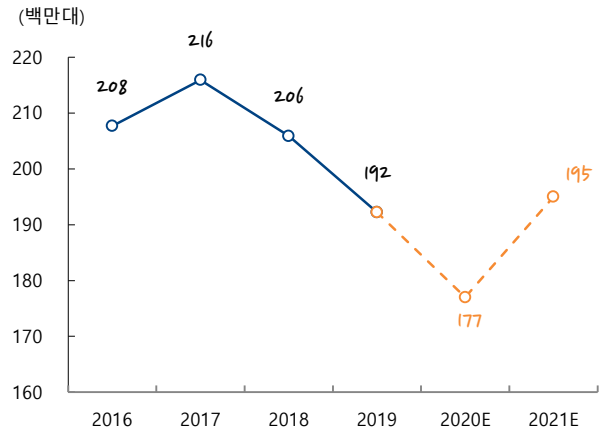
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 54. 삼성전자 스마트폰 출하량 추이 및 전망



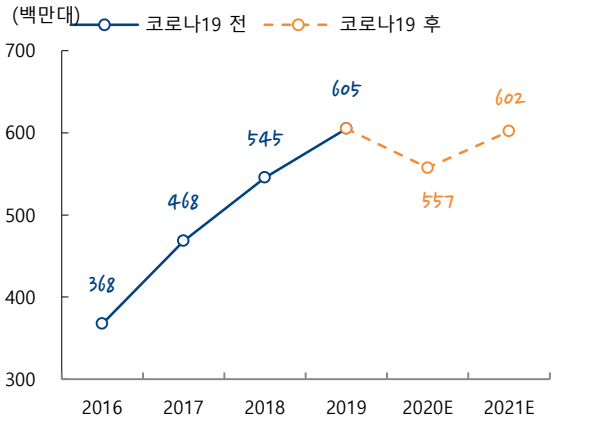
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 55. Apple 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 56. HOVX 의 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: Counterpoint, 하이투자증권

[편집상 공백입니다]

기 업 분 석

LG 이노텍(011070) 전염병도 막지 못할 역대 최고 실적 28

삼성전기(009150) 업황 개선에 대한 기대와 낮아지는 기저 34

KH 바텍(060720) 아팠던 이야기와 좋아질 이야기 40

덕우전자(263600) 출하 확대에 대한 기대를 즐기자 44

LG 이노텍 (011070)

전염병도 막지 못할 역대 최고 실적

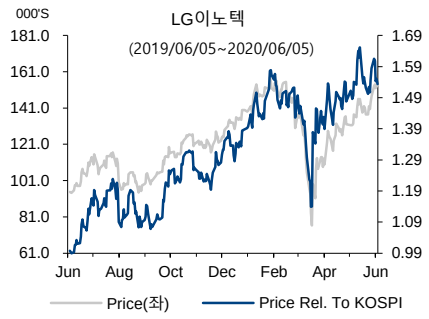
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	210,000 원(상향)
종가(2020/06/05)	153,500 원
상승여력	36.8 %

Stock Indicator	
자본금	118 십억원
발행주식수	2,367 만주
시가총액	3,633 십억원
외국인지분율	30.7%
52 주 주가	76,300~158,000 원
60 일평균거래량	388,134 주
60 일평균거래대금	46.8 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.7	12.9	19.0	61.9
상대수익률	3.6	5.9	14.2	56.5

Price Trend



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	8,302	8,918	9,522	9,808
영업이익(십억원)	403	600	693	736
순이익(십억원)	102	389	466	507
EPS(원)	4,323	16,442	19,706	21,404
BPS(원)	93,151	108,920	127,952	148,683
PER(배)	32.4	9.3	7.8	7.2
PBR(배)	1.5	1.4	1.2	1.0
ROE(%)	4.7	16.3	16.6	15.5
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	4.4	4.1	3.4	3.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자] 고의영
(2122-9248) ey.ko@hi-ib.com

역대 최고실적 기대, PBR 은 5 년 평균 수준

LG 이노텍에 대해 투자의견 Buy 를 유지하고 목표주가를 기존 185,000 원에서 210,000 원으로 상향한다. 2020 년 예상 BPS 108,920 원에 목표 PBR 배수 1.9 배를 적용했다. 이는 5 년 평균 상단 배수에 10%를 할증한 값이다. 역대 최고 실적에 역대 최고 ROE 값인 16.7%가 전망된다. 동사의 주가는 지난 3 월 이후 시장의 반등 구간에서 전기전자 업종 내에서 두드러지는 성과를 보였다. 그러나 PBR 은 여전히 1.41 배로 5 년간 평균에 불과하다.

① iPhone 의 판매량이 우려 대비 양호한 것으로 보인다. 3 월까지 EMS 업체들의 선행 재고 확보 노력으로 인해 2 분기 재고 조정에 대한 불확실성이 있었으나, 비축 재고에 대한 소진 속도가 기대 이상인 것으로 파악된다. Lock Down 으로 인해 오프라인 수요는 부진하나, 온라인 수요가 이를 일부 대체하고 있는 것으로 보인다. 4 월 24 일 출시된 iPhone SE 에 대한 반응도 긍정적인 것으로 파악된다.

② 하반기 신규 모델의 가격이 저렴하게 출시될 경우 수요 진작 효과가 있을 것이다. 이미 선례가 있다. iPhone 11 은 전작 대비 $50 저렴하게 나왔고, 결과적으로 6 개월동안 전작 대비 40% 많은 판매고를 달성했다. iPhone 12 는 이보다 더 저렴하게 나올 가능성이 대두되고 있다. 이는 동사 전면 3D Sensing 모듈 매출에 긍정적일 것이다.

한편, High End 모델에는 ToF 카메라 모듈이 채용될 것으로 기대된다. 관련 매출은 '20 년 7,800 억원 → '21 년 1.5 조원으로 확대될 전망이다. 전체 광학솔루션 사업부 매출에서 차지하는 비중이 13% → 22%로 확대되는 것이다.

③ 기판소재사업이 확고한 Cash cow 로 거듭나고 있다. 올해 영업이익은 2,000 억원에 달할 전망인데, 이는 2018 년 광학솔루션 사업부에 근접한 실적이다. 동 사업부문의 영업이익률은 2018 년 8.0% → 2019 년 14.0% →2020 년 17.3%로 개선 추세가 지속될 것인데, 한계 사업 정리 효과에 더해 Display 부품군의 가격 레벨이 높아졌고, 5G 시장 개화에 따른 반도체 기판의 구조적 호황이 이어지고 있기 때문이다.

2 분기 영업이익 추정치 기존 -116 억원 → 205 억원으로 조정

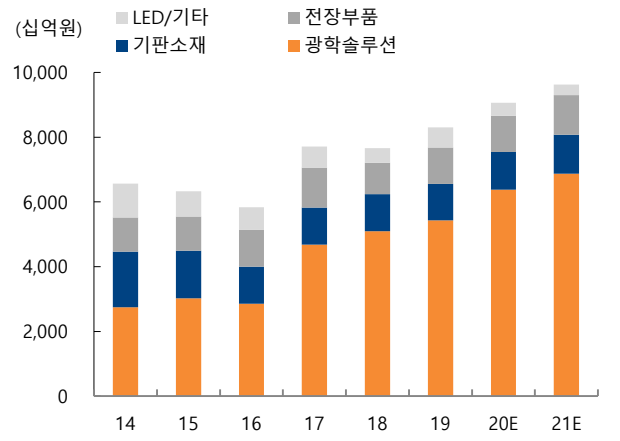
2 분기 실적은 매출액 1.48 조원(-2.5%YoY, -36.1%QoQ), 영업이익 205 억원(+9.1%yoY, 영업이익률 1.4%)로 전망된다. 여타 사업부에 대한 추정치는 크게 바뀌지 않았으나, 광학솔루션 사업부가 예상대비 견조한 것으로 파악된다. 당초 적자를 예상했으나 전방의 수요가 온라인을 기반으로 우려 대비 선전하는 가운데, 1 분기와 마찬가지로 환율 환경도 사업 계획 대비 우호적으로 작용하고 있기 때문이다.

표 1. LG 이노텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액											
광학솔루션	666	830	1,682	2,247	1,334	853	1,572	2,506	5,425	6,264	6,767
YoY	*-34.3%*	*2.0%*	*5.4%*	*34.3%*	*100.3%*	*2.8%*	*-6.6%*	*11.5%*	*6.4%*	*15.5%*	*8.0%*
기판소재	257	277	306	286	290	285	300	286	1,126	1,161	1,201
YoY	*3.3%*	*-6.0%*	*4.9%*	*-7.7%*	*12.8%*	*3.0%*	*-2.0%*	*0.1%*	*-1.7%*	*3.1%*	*3.4%*
전장부품	273	265	293	301	283	266	276	288	1,132	1,114	1,221
YoY	*24.6%*	*10.3%*	*22.4%*	*13.7%*	*3.8%*	*0.6%*	*-5.8%*	*-4.3%*	*17.5%*	*-1.6%*	*9.6%*
LED/기타	173	151	164	131	124	79	113	83	618	399	334
YoY	*44.4%*	*28.5%*	*36.4%*	*38.6%*	*-28.2%*	*-47.4%*	*-31.4%*	*-36.5%*	*36.9%*	*-35.5%*	*-16.3%*
전사합계	**666**	**830**	**1,682**	**2,247**	**2,011**	**1,484**	**2,260**	**3,163**	**8,302**	**8,918**	**9,522**
YoY	***-34.3%***	***2.0%***	***5.4%***	***34.3%***	*46.9%*	*-2.5%*	*-7.6%*	*6.7%*	***8.4%***	***7.4%***	***6.8%***
영업이익											
광학솔루션	-27.6	3.6	160.6	235.0	125.3	16.1	134.6	255.3	371.6	531.3	541.0
OPM	*-4.1%*	*0.4%*	*9.6%*	*10.5%*	*9.4%*	*1.9%*	*8.6%*	*10.2%*	*6.9%*	*8.5%*	*8.0%*
기판소재	22.8	38.5	56.6	40.1	50.0	50.6	57.6	42.8	158.0	201.0	208.4
OPM	*8.9%*	*13.9%*	*18.5%*	*14.0%*	*17.3%*	*17.7%*	*19.2%*	*14.9%*	*14.0%*	*17.3%*	*17.4%*
전장부품	-0.6	-14.8	-16.5	-20.1	-3.9	-20.8	-20.3	-13.8	-52.0	-58.8	-23.6
OPM	*-0.2%*	*-5.6%*	*-5.6%*	*-6.7%*	*-1.4%*	*-7.8%*	*-7.4%*	*-4.8%*	*-4.6%*	*-5.3%*	*-1.9%*
LED/기타	-6.0	-8.5	-14.3	-45.0	-33.5	-25.4	-10.4	-4.4	-73.7	-73.7	-32.5
OPM	*-3.5%*	*-5.7%*	*-8.7%*	*-34.4%*	*-27.0%*	*-32.1%*	*-9.2%*	*-5.3%*	*-11.9%*	*-18.5%*	*-9.7%*
전사합계	**-11.4**	**18.8**	**186.5**	**210.1**	**138.0**	**20.5**	**161.5**	**279.9**	**403.9**	**599.8**	**693.3**
OPM	***-0.8%***	***1.2%***	***7.6%***	***7.1%***	***6.9%***	***1.4%***	***7.1%***	***8.8%***	***4.9%***	***6.7%***	***7.3%***

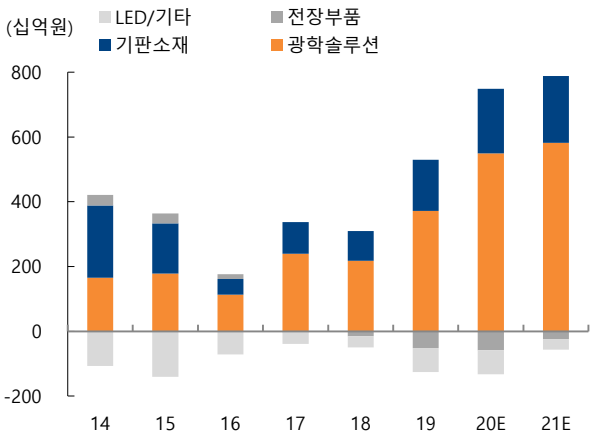
자료: LG 이노텍, 하이투자증권

그림 1. LG 이노텍 부문별 분기 매출액 추이



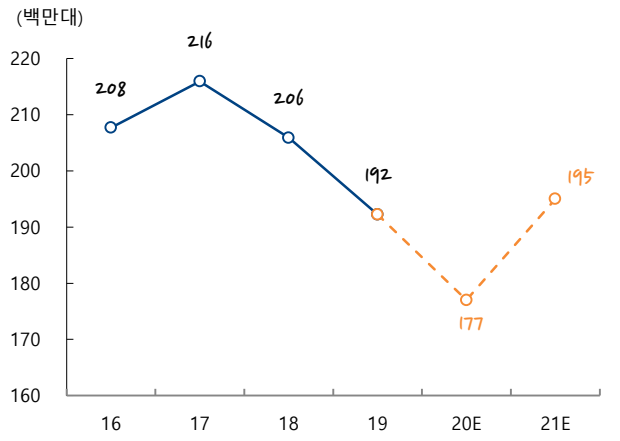
자료: LG 이노텍, 하이투자증권

그림 2. LG 이노텍 부문별 분기 영업이익 추이



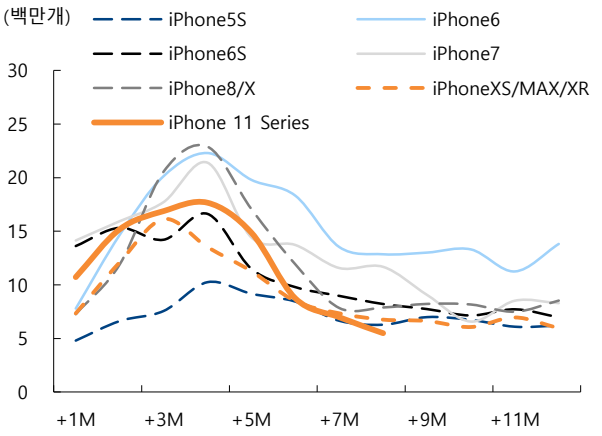
자료: LG 이노텍, 하이투자증권

그림 3. iPhone 연간 출하량 추이 및 전망



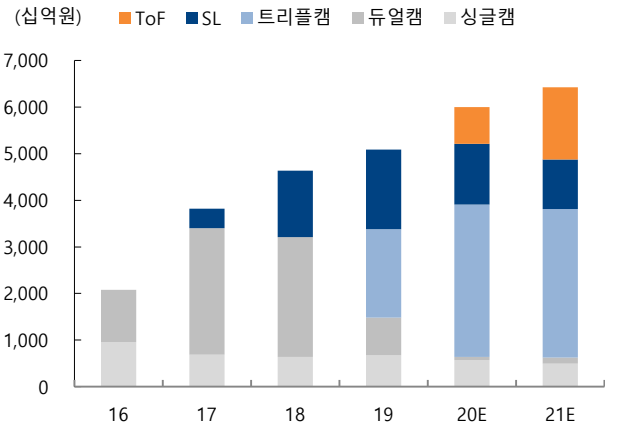
자료: Counterpoint, 하이투자증권 추정

그림 4. iPhone 출시 이후 12 개월 판매량 (Sell through)



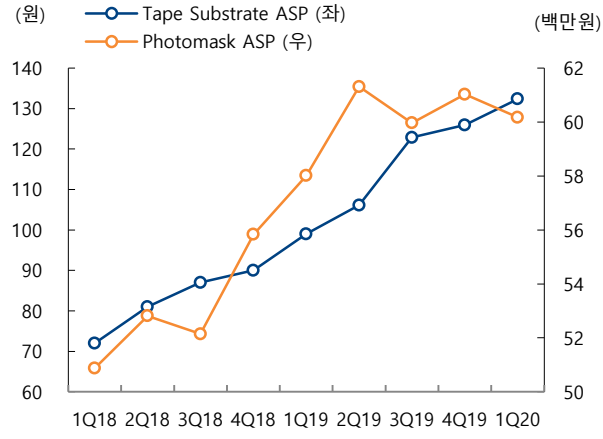
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 5. LG 이노텍 Apple 향 카메라모듈 매출액 추이 및 전망



자료: LG 이노텍, 하이투자증권

그림 6. LG 이노텍 분기별 디스플레이 부품군 ASP 추이



자료: LG 이노텍, 하이투자증권

표 2. LG 이노텍 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	8,918	9,522	9,105	9,584	-2.0	-0.6
영업이익	600	693	548	618	9.4	12.2
영업이익률	6.7	7.3	6.0	6.4		
세전이익	512	614	456	557	12.3	10.2
세전이익률	5.7	6.4	5.0	5.8		
지배주주순이익	389	466	347	423	12.3	10.3
지배주주순이익률	4.4	4.9	3.8	4.4		
EPS	16,442	19,706	14,641	17,872	12.3	10.3

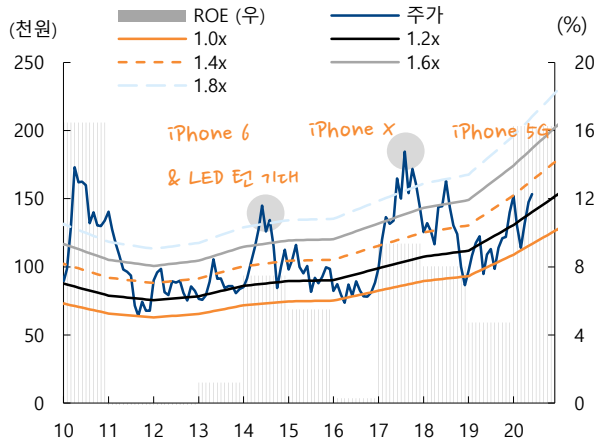
자료: 하이투자증권

표 3. LG 이노텍 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)		비고
① 자본총계	2,578	'20년 예상치
② 발행주식수	23,667	
③ BPS	108,920	① / ②
④ Target Multiple	1.90	동사의 5년 상단 평균 P/B 배수의 10% 할증
- 적정주가	206,948	
⑤ 목표주가	210,000	
⑥ 현재주가	153,500	
상승여력	37%	⑤ / ⑥ - 1

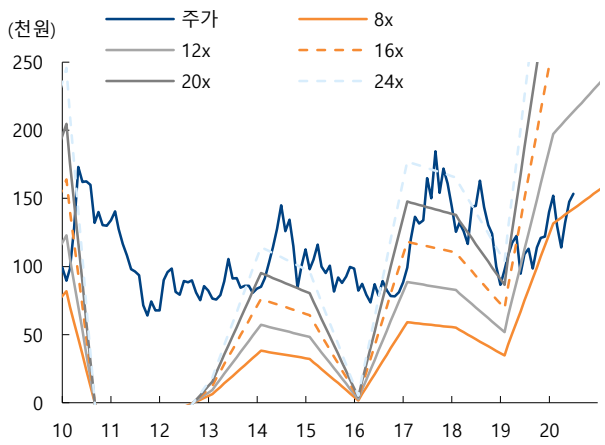
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림 7. LG 이노텍 12 개월 선행 PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권

그림 8. LG 이노텍 12 개월 선행 PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,531	2,426	2,446	2,566
현금 및 현금성자산	800	610	535	614
단기금융자산	1	1	2	2
매출채권	1,141	1,226	1,308	1,347
재고자산	488	524	560	577
비유동자산	3,240	3,604	3,831	3,938
유형자산	2,708	3,059	3,272	3,365
무형자산	277	290	303	317
자산총계	5,771	6,031	6,277	6,504
유동부채	2,046	2,106	2,165	2,197
매입채무	718	771	824	848
단기차입금	30	27	25	22
유동성장기부채	511	511	511	511
비유동부채	1,520	1,347	1,084	788
사채	456	356	321	289
장기차입금	920	848	620	356
부채총계	3,566	3,453	3,249	2,985
지배주주지분	2,205	2,578	3,028	3,519
자본금	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금	989	1,371	1,831	2,330
기타자본항목	-37	-45	-54	-63
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	2,205	2,578	3,028	3,519

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	8,302	8,918	9,522	9,808
증가율(%)	4.0	7.4	6.8	3.0
매출원가	7,273	7,772	8,222	8,386
매출총이익	1,029	1,147	1,300	1,422
판매비와관리비	626	547	607	687
연구개발비	42	45	48	50
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	403	600	693	736
증가율(%)	53.0	48.8	15.6	6.1
영업이익률(%)	4.9	6.7	7.3	7.5
이자수익	7	6	5	6
이자비용	64	58	49	39
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-178	-25	-25	-25
세전계속사업이익	158	512	614	667
법인세비용	56	123	147	160
세전계속이익률(%)	1.9	5.7	6.4	6.8
당기순이익	102	389	466	507
순이익률(%)	1.2	4.4	4.9	5.2
지배주주귀속 순이익	102	389	466	507
기타포괄이익	-9	-9	-9	-9
총포괄이익	93	380	458	498
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	769	1,336	1,479	1,594
당기순이익	102	389	466	507
유형자산감가상각비	547	498	573	619
무형자산상각비	63	56	59	62
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-354	-748	-687	-616
유형자산의 처분(취득)	-415	-850	-786	-711
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	0	-	-	-
재무활동 현금흐름	-239	-187	-277	-310
단기금융부채의증감	-	-3	-3	-2
장기금융부채의증감	-227	-173	-263	-296
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	178	-189	-75	79
기초현금및현금성자산	621	800	610	535
기말현금및현금성자산	800	610	535	614

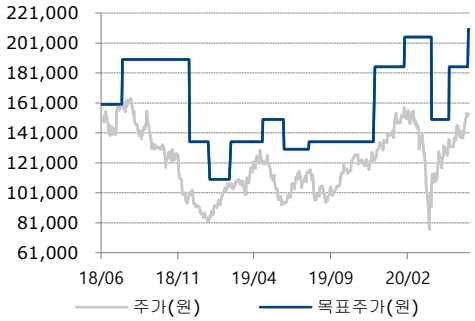
주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	4,323	16,442	19,706	21,404
BPS	93,151	108,920	127,952	148,683
CFPS	30,098	39,875	46,415	50,147
DPS	300	300	300	300
Valuation(배)				
PER	32.4	9.3	7.8	7.2
PBR	1.5	1.4	1.2	1.0
PCR	4.7	3.8	3.3	3.1
EV/EBITDA	4.4	4.1	3.4	3.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.7	16.3	16.6	15.5
EBITDA 이익률	12.2	12.9	13.9	14.4
부채비율	161.8	133.9	107.3	84.8
순부채비율	50.7	43.9	31.0	16.0
매출채권회전율(x)	8.0	7.5	7.5	7.4
재고자산회전율(x)	16.5	17.6	17.6	17.3

자료 : LG 이노텍, 하이투자증권 리서치본부

LG 이노텍

최근 2 년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-07-17	Buy	190,000	1 년	-29.7%	-13.7%
2018-11-28	Buy	135,000	1 년	-32.5%	-23.7%
2019-01-07	Buy	110,000	1 년	-13.0%	-2.3%
2019-02-18	Buy	135,000	1 년	-16.6%	-4.1%
2019-04-23	Buy	150,000	1 년	-27.6%	-16.0%
2019-06-04	Buy	130,000	1 년	-18.2%	-11.2%
2019-07-24	Buy	135,000	1 년	-16.9%	-5.2%
2019-12-02	Buy	185,000	1 년	-24.6%	-14.6%
2020-01-30	Buy	205,000	1 년	-34.7%	-23.9%
2020-03-24	Buy	150,000	1 년	-19.1%	-9.3%
2020-04-28	Buy	185,000	1 년	-23.2%	-16.8%
2020-06-08	Buy	210,000	1 년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6 개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12 개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.6%	8.4%	-

삼성전기 (009150)

업황 개선에 대한 기대와 낮아지는 기저

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	160,000 원(상향)
종가(2020/06/05)	131,500 원
상승여력	21.7 %

Stock Indicator	
자본금	388 십억원
발행주식수	7,469 만주
시가총액	9,822 십억원
외국인지분율	31.7%
52 주 주가	84,600~146,000 원
60 일평균거래량	1,087,156 주
60 일평균거래대금	118.4 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.8	0.0	13.9	36.4
상대수익률	1.7	-6.9	9.0	31.0

Price Trend

FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	8,041	7,931	8,478	8,902
영업이익(십억원)	734	626	811	878
순이익(십억원)	514	458	600	662
EPS(원)	6,627	5,903	7,733	8,533
BPS(원)	68,106	73,259	80,193	87,878
PER(배)	18.9	22.3	17.0	15.4
PBR(배)	1.8	1.8	1.6	1.5
ROE(%)	10.2	8.4	10.1	10.2
배당수익률(%)	1.8	1.9	1.9	2.0
EV/EBITDA(배)	6.6	7.3	6.3	5.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자] 고의영
(2122-9179) ey.ko@hi-ib.com

업황 개선에 대한 기대와 낮아지는 기저

삼성전기에 대해 투자의견 Buy 를 유지하고 목표주가를 기존 14.5 만원에서 16 만원으로 상향 조정한다. 2020 년 BPS 73,259 에 동사 5 년 상단 평균 PBR 을 10% 할증한 2.16 배를 적용했다. 동사 컨센서스 하향 과정이 마무리된 상황에서 업황 개선에 대한 기대가 반영되고 있다. 실제 5 월 국내 MLCC 수출액 잠정치는 +7.7%YoY 로 개선되며 가시성을 높이고 있다.

① 모바일의 회복: 견조한 PC, 기지국 업황 대비 스마트폰 수요에 대한 불확실성이 컸으나, 중국 스마트폰 시장은 4 월부터 큰 폭의 Sell-in 반등을 보였다. 코로나 19 확산세 둔화는 물론, AP 업체간 경쟁 심화로 중저가 5G 단말기 출하 페이스가 앞당겨지고 있다. 지금도 2,000 위안($280) 대의 5G 스마트폰 출시가 줄을 잇고 있다. 한편, 삼성전자도 5 월을 기점으로 세트 생산이 회복되는 것으로 파악된다. 아직 예년 수준에 미치지 못하고 있으나 바닥을 다졌다는 점은 긍정적이다.

② 타이트한 MLCC 재고: 그동안 수요만큼 공급도 부진했다. Lock Down 으로 인해 동남아권의 공장 가동이 정상적으로 이뤄지지 못했기 때문이다. 동사의 필리핀 공장도 5 월까지 가동률이 낮았던 것으로 파악된다. 다시 말해, 그동안 세트 업체들의 선행 재고 확보 노력에도 불구하고 재고가 건전하게 유지되고 있다는 의미다.

③ 낮아지는 기저: 동사 실적과 주가에는 MLCC 의 YoY 외형 성장이 중요하다. 고정비가 큰 사업인 만큼 외형의 YoY 확대가 수반될 때 실적 레버리지가 극대화되기 때문이다. 그런 관점에서 2019 년 하반기의 업황 기저가 낮다는 점은 동사에 대한 투자를 편하게 생각할 수 있는 요인이 될 것이다. [그림 5]

④ 받쳐주는 반도체 기판: 상반기까지 RF-PCB 수요가 부진하겠으나, 반도체 기판은 여전히 구조적 호황을 누리고 있다. 이번 1 분기 또한 ASP 상승이 확인됐다[그림 6]. 변동성 심한 카메라모듈과 MLCC 를 받쳐주는 새로운 Cash cow 로 거듭나고 있다.

2 분기는 낮아진 시장 기대치에 부합할 듯

2 분기 실적을 매출액 1.68 조원(-13.8%YoY, -24.5%QoQ), 영업이익 940 억원(-52.4%YoY, 영업이익률 5.6%)으로 전망된다. 1 분기 실적 발표 당시 추정치에서 큰 변동은 없다.

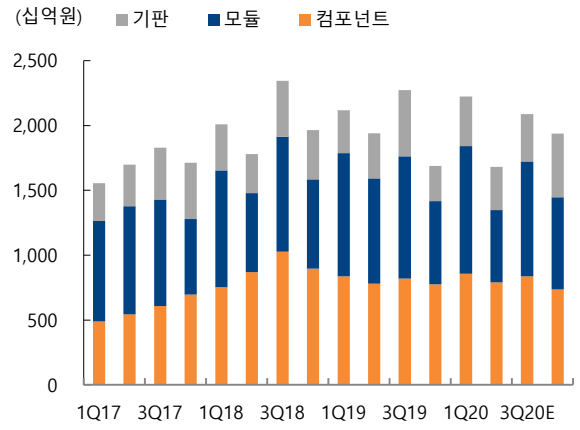
MLCC 는 PC, 기지국 중심의 수요가 견조한 가운데, 기존 생산 재고를 통한 고객사 대응을 통해 전분기 수준의 마진을 유지할 것이며, 모듈솔루션은 갤럭시 S20 시리즈의 수요 부진으로 큰 폭의 재고조정이 수반되며 Low-single 마진을 보일 것으로 추정되고, 기판솔루션은 RF-PCB 의 계절적 부진에도 패키지기판 호조로 Low-single 마진을 유지할 전망이다.

표 1. 삼성전기 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액											
모듈솔루션	951	811	941	642	983	559	885	710	3,345	3,138	3,381
YoY	*5.7%*	*32.8%*	*6.3%*	*-6.6%*	*3.4%*	*-31.1%*	*-5.9%*	*10.7%*	*8.5%*	*-6.2%*	*7.8%*
컴포넌트솔루션	836	782	820	775	858	790	837	736	3,213	3,220	3,406
YoY	*11.1%*	*-10.0%*	*-20.1%*	*-13.5%*	*2.5%*	*1.0%*	*2.1%*	*-5.0%*	*-9.4%*	*0.2%*	*5.8%*
기판솔루션	329	347	511	270	384	332	366	491	1,457	1,572	1,691
YoY	*-7.9%*	*15.8%*	*18.2%*	*-29.2%*	*16.7%*	*-4.3%*	*-28.3%*	*81.6%*	*-0.9%*	*7.9%*	*7.5%*
전사합계	**2,131**	**1,951**	**2,272**	**1,687**	**2,225**	**1,680**	**2,089**	**1,937**	**8,041**	**7,931**	**8,478**
YoY	***5.6%***	***7.8%***	***-4.0%***	***-15.6%***	***4.4%***	***-13.8%***	***-8.1%***	***14.8%***	***-1.8%***	***-1.4%***	***6.9%***
영업이익											
모듈솔루션	71.5	50.5	67.9	24.6	67.2	10.7	51.4	28.4	214.6	157.6	206.0
OPM	*7.5%*	*6.2%*	*7.2%*	*3.8%*	*6.8%*	*1.9%*	*5.8%*	*4.0%*	*6.4%*	*5.0%*	*6.1%*
컴포넌트솔루션	190.6	119.3	80.1	115.2	89.7	79.1	119.9	97.2	505.2	385.8	431.2
OPM	*22.8%*	*15.3%*	*9.8%*	*14.9%*	*10.5%*	*10.0%*	*14.3%*	*13.2%*	*15.7%*	*12.0%*	*12.7%*
기판솔루션	-71.9	27.7	31.4	27.4	7.7	4.1	39.1	31.6	14.6	82.5	174.3
OPM	*-21.9%*	*8.0%*	*6.1%*	*10.1%*	*2.0%*	*1.2%*	*10.7%*	*6.4%*	*1.0%*	*5.2%*	*10.3%*
전사합계	**190.3**	**197.4**	**179.4**	**167.2**	**164.6**	**93.9**	**210.3**	**157.2**	**734.3**	**626.0**	**811.4**
OPM	***8.9%***	***10.1%***	***7.9%***	***9.9%***	***7.4%***	***5.6%***	***10.1%***	***8.1%***	***9.1%***	***7.9%***	***9.6%***

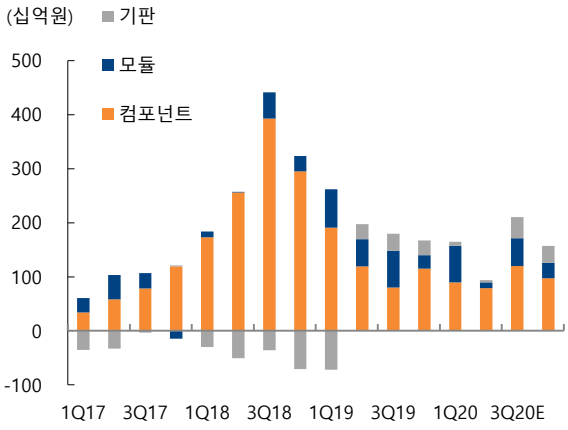
자료: 삼성전기, 하이투자증권

그림 1. 삼성전기 부문별 분기 매출액 추이



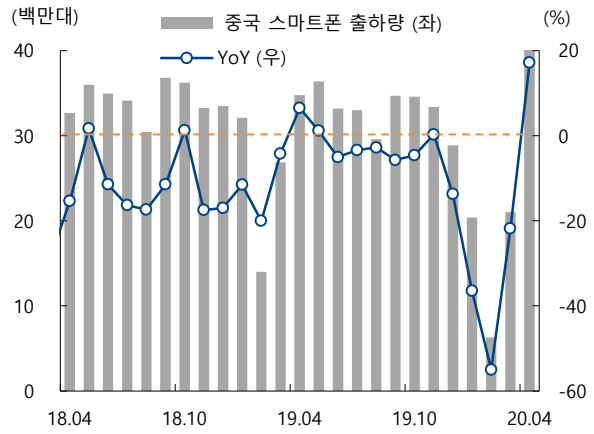
자료: 삼성전기, 하이투자증권

그림 2. 삼성전기 부문별 분기 영업이익 추이



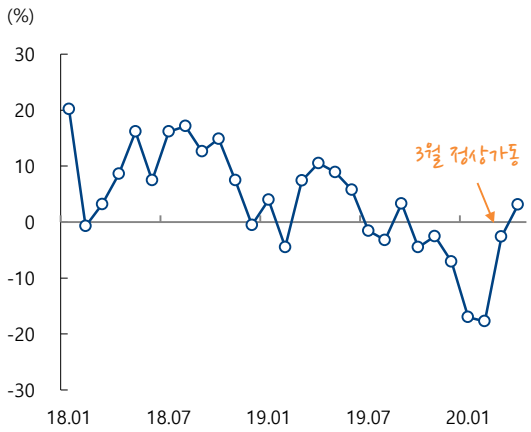
자료: 삼성전기, 하이투자증권

그림 3. 월별 중국의 스마트폰 출하량은 2 월을 바닥으로 반등



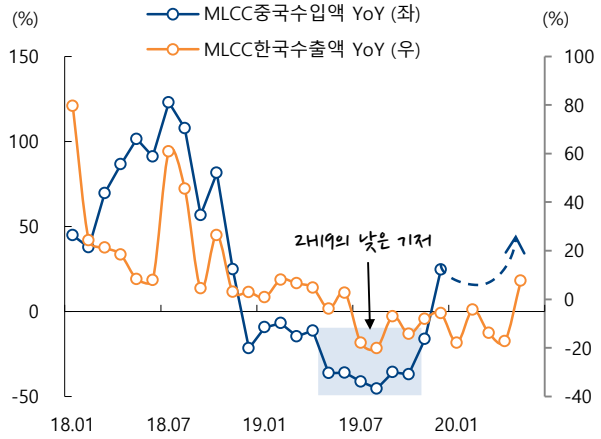
자료: CAICT, 하이투자증권

그림 4. 주요 ODM 업체들의 매출액 YoY 도 반등



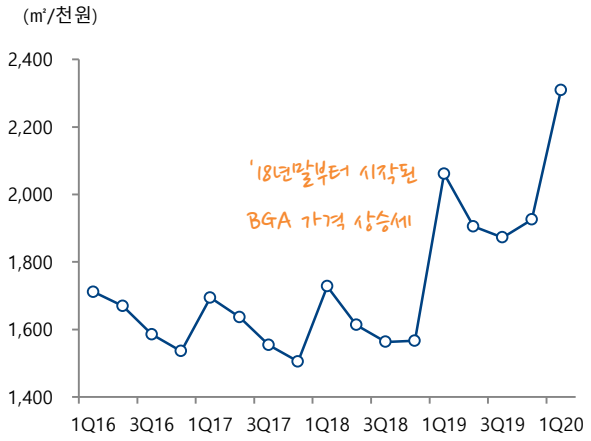
자료: 각 사, 하이투자증권

그림 5. 한국의 MLCC 수출액과 중국의 MLCC 수입액 추이



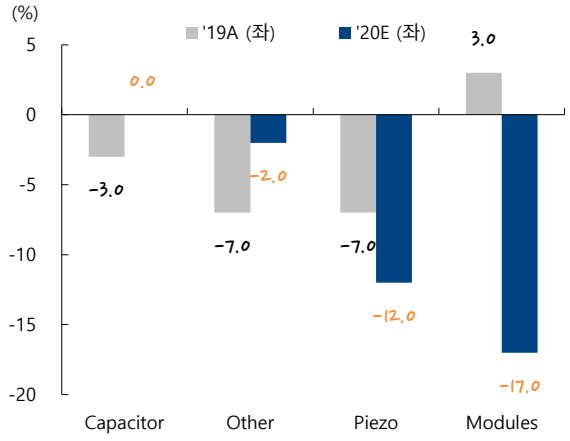
자료: KITA, 하이투자증권

그림 6. 삼성전기 반도체기판 ASP 추이



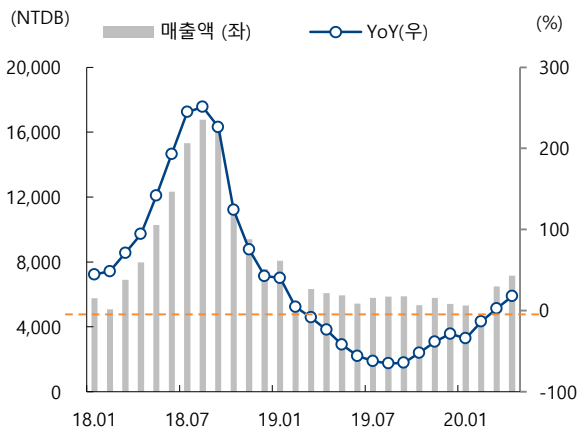
자료: 삼성전기, 하이투자증권

그림 7. 무라타의 부문별 매출액 가이던스: 견조한 Capacitor



자료: Murata, 하이투자증권

그림 8. 대만 MLCC 업체들의 합산 월별 매출액 YoY 추이



자료: 각 사, 리서치센터

표 2. 삼성전기 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	7,931	8,478	8,210	9,003	-3.4	-5.8
영업이익	626	811	639	817	-2.0	-0.7
영업이익률	7.9	9.6	7.8	9.1		
세전이익	626	820	634	817	-1.2	0.4
세전이익률	7.9	9.7	7.7	9.1		
지배주주순이익	458	600	464	597	-1.3	0.5
지배주주순이익률	5.8	7.1	5.6	6.6		
EPS	5,903	7,733	5,974	7,700	-1.2	0.4

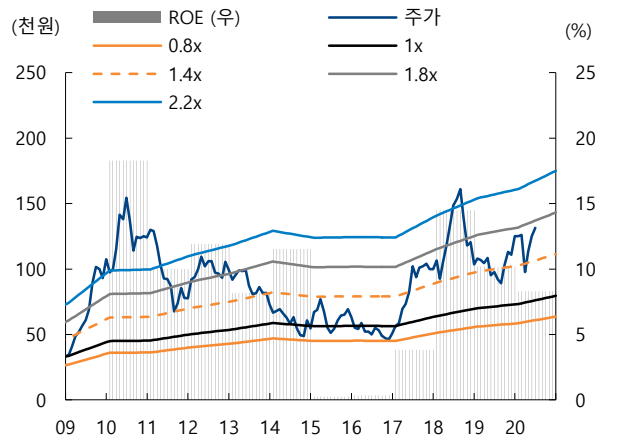
자료: 하이투자증권

표 3. 삼성전기 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)		비고
① BPS	73,259	'20년 예상치
② Target Multiple	2.16	동사의 5년 상단 평균 P/B의 10% 할증
- 적정주가	158,064	① * ②
③ 목표주가	160,000	
④ 현재주가	131,500	
상승여력	22%	③ / ④ - 1

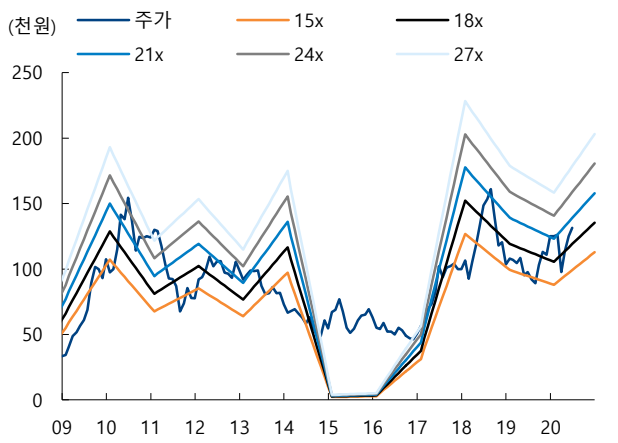
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림 7. 삼성전기 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

그림 8. 삼성전기 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	3,508	3,574	3,517	3,923
현금 및 현금성자산	804	1,261	970	1,254
단기금융자산	56	60	64	69
매출채권	1,101	1,086	1,161	1,219
재고자산	1,271	1,031	1,187	1,246
비유동자산	5,167	5,118	5,237	5,121
유형자산	4,515	4,529	4,655	4,543
무형자산	141	119	100	85
자산총계	8,674	8,691	8,754	9,044
유동부채	1,850	1,821	1,586	1,561
매입채무	263	259	277	291
단기차입금	569	285	199	139
유동성장기부채	191	444	256	256
비유동부채	1,394	1,028	772	473
사채	-	-	-	-
장기차입금	1,220	854	598	299
부채총계	3,244	2,849	2,358	2,033
지배주주지분	5,285	5,685	6,223	6,819
자본금	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045
이익잉여금	3,573	3,940	4,446	5,010
기타자본항목	279	312	344	377
비지배주주지분	145	157	173	191
자본총계	5,430	5,842	6,396	7,010

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	8,041	7,931	8,478	8,902
증가율(%)	0.5	-1.4	6.9	5.0
매출원가	5,990	6,053	6,350	6,668
매출총이익	2,051	1,878	2,128	2,234
판매비와관리비	1,317	1,252	1,316	1,356
연구개발비	484	478	511	536
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	734	626	811	878
증가율(%)	-36.2	-14.7	29.6	8.2
영업이익률(%)	9.1	7.9	9.6	9.9
이자수익	22	33	26	33
이자비용	78	48	33	22
지분법이익(손실)	12	12	12	12
기타영업외손익	1	3	3	3
세전계속사업이익	691	626	820	905
법인세비용	71	156	204	225
세전계속이익률(%)	8.6	7.9	9.7	10.2
당기순이익	528	470	616	680
순이익률(%)	6.6	5.9	7.3	7.6
지배주주귀속 순이익	514	458	600	662
기타포괄이익	33	33	33	33
총포괄이익	561	503	649	712
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,021	1,534	1,093	1,291
당기순이익	528	470	616	680
유형자산감가상각비	844	735	739	766
무형자산상각비	26	22	19	16
지분법관련손실(이익)	12	12	12	12
투자활동 현금흐름	-517	-751	-866	-656
유형자산의 처분(취득)	-1,512	-750	-864	-654
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	3	-	-	-
재무활동 현금흐름	-620	-603	-743	-576
단기금융부채의증감	-645	-32	-273	-60
장기금융부채의증감	224	-366	-256	-299
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-147	458	-291	284
기초현금및현금성자산	1,002	804	1,261	970
기말현금및현금성자산	804	1,261	970	1,254

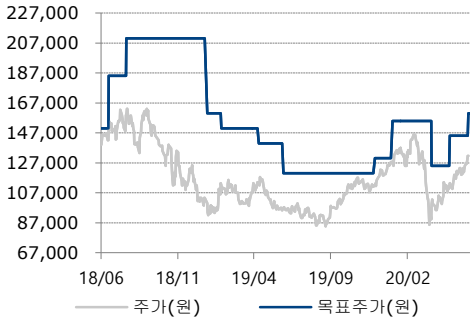
주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	6,627	5,903	7,733	8,533
BPS	68,106	73,259	80,193	87,878
CFPS	17,839	15,666	17,492	18,607
DPS	2,250	2,450	2,550	2,650
Valuation(배)				
PER	18.9	22.3	17.0	15.4
PBR	1.8	1.8	1.6	1.5
PCR	7.0	8.4	7.5	7.1
EV/EBITDA	6.6	7.3	6.3	5.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	10.2	8.4	10.1	10.2
EBITDA 이익률	19.9	17.4	18.5	18.6
부채비율	59.7	48.8	36.9	29.0
순부채비율	20.6	4.5	0.3	-9.0
매출채권회전율(x)	7.3	7.3	7.5	7.5
재고자산회전율(x)	6.7	6.9	7.6	7.3

자료 : 삼성전기, 하이투자증권 리서치본부

삼성전기

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-06-20	Buy	185,000	1년	-17.8%	-12.2%
2018-07-25	Buy	210,000	1년	-37.0%	-22.4%
2019-01-02	Buy	160,000	1년	-38.8%	-29.1%
2019-01-30	Buy	150,000	1년	-28.9%	-23.0%
2019-04-15	Buy	140,000	1년	-26.2%	-16.1%
2019-06-03	Buy	120,000	1년	-16.7%	-2.5%
2019-12-02	Buy	130,000	1년	-7.8%	-1.9%
2020-01-06	Buy	155,000	1년	-16.8%	-5.8%
2020-03-24	Buy	125,000	1년	-16.9%	-8.8%
2020-04-29	Buy	145,000	1년	-16.0%	-9.3%
2020-06-08	Buy	160,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.6%	8.4%	-

KH 바텍 (060720)

아팠던 이야기와 좋아질 이야기

NR

목표주가(12M)	-
종가(2020/06/05)	23,550 원

Stock Indicator	
자본금	10 십억원
발행주식수	2,341 만주
시가총액	551 십억원
외국인지분율	5.9%
52 주 주가	7,410~25,950 원
60 일평균거래량	1,278,657 주
60 일평균거래대금	24.3 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.6	3.3	14.6	157.9
상대수익률	11.8	-13.3	-4.7	152.1

Price Trend

FY	2016	2017	2018	2019
매출액(십억원)	378	351	166	204
영업이익(십억원)	-15	-31	-7	7
순이익(십억원)	-18	-38	-39	-11
EPS(원)	-899	-1,877	-1,935	-542
BPS(원)	12,570	10,464	8,612	7,998
PER(배)				
PBR(배)	1.8	2.3	2.7	2.9
ROE(%)	-6.7	-16.3	-20.3	-6.4
배당수익률(%)	0.2			
EV/EBITDA(배)	36.3	-	51.3	28.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자] 고의영
(2122-9179) ey.ko@hi-ib.com

아팠던 이야기

동사는 2015 년 주요 고객사향 메탈 외장재 공급으로 7,300 억원의 매출을 시현했던 바 있으나, 작년 기준 매출액은 2,036 억원으로 당시 대비 1/3 로 감소했다. 이 과정에서 뼈아픈 구조조정이 있었다. 고정비 성격으로 분류 할 수 있는 급여+감가비는 2015 년 당시 연간 1,100 억원에 달했다. 이 비용은 1Q20 기준 116 억원으로 집계됐고, 연율로 환산시 500 억원 내외로 예상 가능할 것이다. 5 년 전 대비 고정비를 약 600 억원 줄인 것이다. [그림 2] 몸이 가벼워졌으니 외형의 확대만 뒷받침되면 수익성이 개선될 수 있다.

좋아질 이야기

① 폴더블 스마트폰용 힌지: 당사는 올해 삼성전자 폴더블 스마트폰 출하량을 350 만대 → 2021 년 1,400 만대 → 2022 년 3,000 만대로 전망한다. 관련 매출은 '20 년 900 억원 → '21 년 2,100 억원으로 확대될 것이다. 최근 이원화 이슈에도 불구하고 내년 상반기까지 높은 공급 지위를 향유할 것으로 보인다.

② IDC 의 침투율 확대 가능성: 최근 스마트폰 업계는 원가 절감이 화두다. 중국 업체의 부상으로 가격 경쟁은 심화됐고, 고부가 부품 채용이 늘어나며 재료비 부담이 커졌기 때문이다. 동사의 IDC 는 기존 공법 대비 원가를 30~40% 절감할 수 있다. 현재 일부 A 시리즈에만 채용된 IDC 의 침투율 확대 가능성에 주목할 필요가 있다.

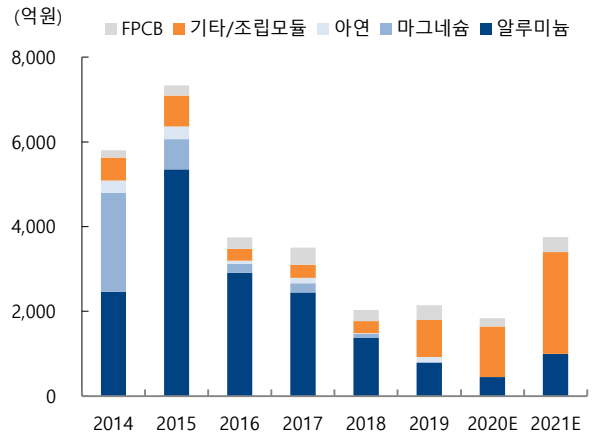
③ 알루미늄 내장 브라켓 M/S 확대: 여전히 $200 이하의 저가 스마트폰에는 플라스틱 외장재가 쓰일 것이고, 이를 보강하기 위한 알루미늄 브라켓이 필요하다. 동사는 고객사의 중저가 스마트폰 생산 메카인 인도 노이다에 생산 법인을 설립 중이다. 코로나 19 로 인해 공기가 지연되고 있지만, 아직까지 인도 현지에서 브라켓을 대응할 업체가 없다는 점을 감안하면 향후 공장 가동 시 M/S 확대가 예상된다.

눈에 보이는 Valuation 보다는 폴더블에 대한 기대치가 중요

올해 연간 실적은 매출액 1,950 억원(-4.2%YoY), 영업이익 137 억원(+95.7%YoY, OPM 7.0%)으로 전망되며, 2021 년 연간 실적은 매출액 3,990 억원(+104.6%YoY), 영업이익 590 억원(+336%YoY, OPM 14.7%)으로 전망된다.

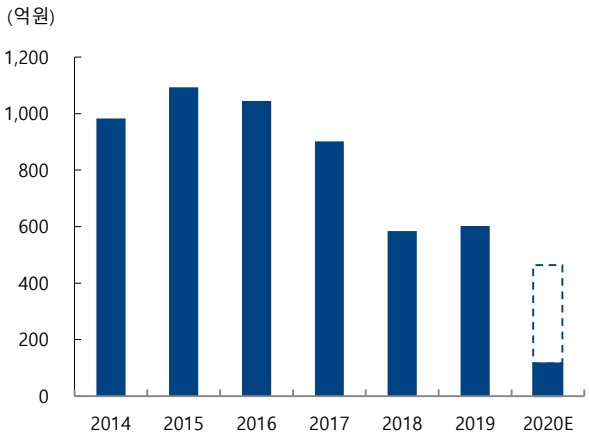
'20 년 예상 실적 기준 P/E 61.0 배, '21 년 기준 11.9 배다. 동사에 투자함에 있어 당장 눈에 보이는 Valuation 보다는 올해 이후 고객사 폴더블 스마트폰 출하량에 대한 시장의 눈높이 변화가 더 중요할 것이다. 8 월에 출시될 갤럭시폴드 2 가 그 변곡점인 바, 현시점에서 관심이 필요하다.

그림1. KH 바텍 부문별 연간 매출액 추이 및 전망



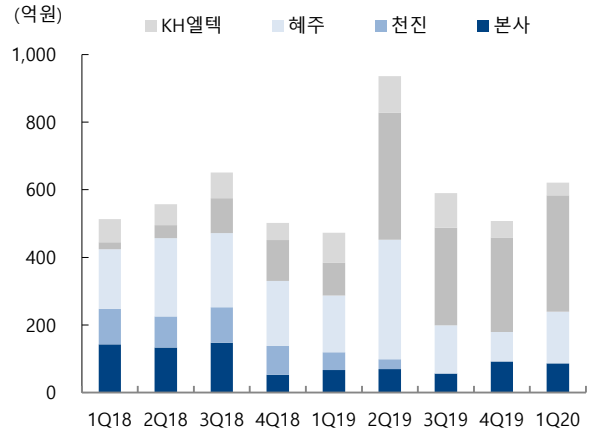
자료: KH 바텍, 하이투자증권 추정

그림2. KH 바텍의 연간 고정비(감가+급여) 추이



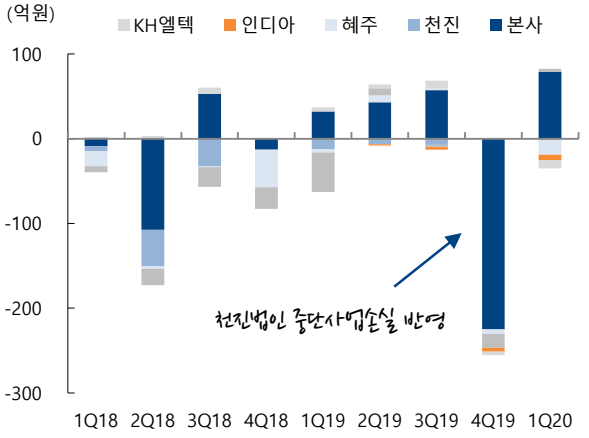
자료: KH 바텍, 하이투자증권

그림3. KH 바텍의 법인별 분기 매출액 추이



자료: KH 바텍, 하이투자증권

그림4. KH 바텍의 법인별 분기 세전이익 추이



자료: KH 바텍, 하이투자증권

그림5. 삼성디스플레이의 폴더블 디스플레이 후공장 공급능력 증설 계획 전망

(단위: 만대/월)

Line	Phase	19-Dec	20-Jan	20-Feb	20-Mar	20-Apr	20-May	20-Jun	20-Jul	20-Aug	20-Sep	20-Oct	20-Nov	20-Dec	2020F	2021F
천안	Ph1	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	120	120
베트남	Ph1	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	192	192
	Ph2					8	16	16	16	16	16	16	16	16	136	192
	Ph3							8	16	16	16	16	16	16	104	192
	Ph4								8	16	16	16	16	16	88	192
	Ph5										8	16	16	16	56	192
	Ph6											8	16	16	40	192
	Ph7															192
	Ph8															192
	Ph9															192
합계		26	26	26	26	34	42	50	66	74	82	98	106	106	736	1,848

자료: 하이투자증권 추정

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2016	2017	2018	2019
유동자산	189	141	142	123
현금 및 현금성자산	46	48	37	17
단기금융자산	52	13	-	3
매출채권	59	33	34	30
재고자산	31	26	22	24
비유동자산	226	179	157	160
유형자산	210	164	145	148
무형자산	10	8	8	7
자산총계	415	320	299	283
유동부채	159	95	89	81
매입채무	59	40	20	17
단기차입금	67	29	29	26
유동성장기부채	16	17	17	17
비유동부채	5	17	35	18
사채	-	7	16	-
장기차입금	-	1	7	14
부채총계	164	112	124	99
지배주주지분	251	209	175	185
자본금	10	10	10	12
자본잉여금	26	29	34	54
이익잉여금	221	182	143	131
기타자본항목	-5	-11	-12	-11
비지배주주지분	-1	-1	-1	-1
자본총계	251	209	174	185

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2016	2017	2018	2019
매출액	378	351	166	204
증가율(%)	-48.7	-7.2	-52.8	22.7
매출원가	364	358	154	175
매출총이익	14	-7	11	28
판매비와관리비	29	25	18	21
연구개발비	3	2	0	0
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-15	-31	-7	7
증가율(%)	-149.2	105.0	-78.4	-202.6
영업이익률(%)	-4.1	-9.0	-4.1	3.4
이자수익	1	1	0	1
이자비용	3	3	2	4
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-1	-4	-15	-5
세전계속사업이익	-18	-37	-26	0
법인세비용	0	1	0	1
세전계속이익률(%)	-4.8	-10.5	-15.7	0.2
당기순이익	-19	-38	-39	-12
순이익률(%)	-4.9	-10.7	-23.6	-5.7
지배주주귀속 순이익	-18	-38	-39	-11
기타포괄이익	-3	-4	0	0
총포괄이익	-22	-41	-39	-11
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	33	-7	-13	11
당기순이익	-19	-38	-39	-12
유형자산감가상각비	28	25	18	13
무형자산상각비	1	1	1	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-54	32	-19	-37
유형자산의 처분(취득)	-6	-7	-34	-32
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	5	-1	2	-1
재무활동 현금흐름	-11	-21	21	5
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-1	-17	21	5
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-32	2	-10	-20
기초현금및현금성자산	78	46	48	37
기말현금및현금성자산	46	48	37	17

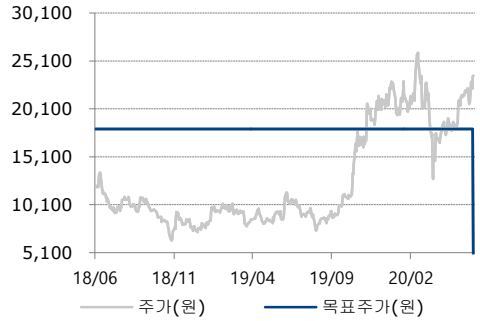
주요투자지표

	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)				
EPS	-899	-1,877	-1,935	-542
BPS	12,570	10,464	8,612	7,998
CFPS	553	-589	-1,033	110
DPS	50	-	-	-
Valuation(배)				
PER				
PBR	1.8	2.3	2.7	2.9
PCR	40.0	-40.0	-22.8	214.2
EV/EBITDA	36.3	-	51.3	28.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-6.7	-16.3	-20.3	-6.4
EBITDA 이익률	3.6	-1.6	6.8	10.2
부채비율	65.3	53.5	71.2	53.6
순부채비율	-5.9	-3.1	18.1	19.5
매출채권회전율(x)	5.0	7.6	5.0	6.3
재고자산회전율(x)	12.7	12.2	6.9	8.8

자료 : KH 바텍, 하이투자증권 리서치본부

KH 바텍

최근 2 년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2020-06-08	NR				

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6 개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12 개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.6%	8.4%	-

덕우전자 (263600)

출하 확대에 대한 기대를 즐기자

NR

목표주가(12M)	-
종가(2020/06/05)	7,920 원

Stock Indicator	
자본금	1 십억원
발행주식수	1,593 만주
시가총액	126 십억원
외국인지분율	1.0%
52 주 주가	4,060~9,260 원
60 일평균거래량	452,945 주
60 일평균거래대금	3.2 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.7	6.2	3.0	84.8
상대수익률	-10.1	-10.4	-16.3	79.0

Price Trend

FY	2016	2017	2018	2019
매출액(십억원)	77	113	88	129
영업이익(십억원)	14	20	2	12
순이익(십억원)	11	14	-2	9
EPS(원)	895	1,022	-95	551
BPS(원)	332,656	10,440	9,997	5,581
PER(배)	9.5	7.7		14.4
PBR(배)	0.0	0.8	0.8	1.4
ROE(%)	31.3	23.3	-1.9	10.4
배당수익률(%)			2.5	1.8
EV/EBITDA(배)	7.1	3.4	12.0	4.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

LGIT, Sharp, O'film 이 동사의 고객사

덕우전자는 프레스 전문 기업으로, 카메라모듈, 전장 부품에 채용되는 기구물을 생산한다. 2019 년 매출 비중은 카메라모듈용 부품 79%, 전장부품 18% 등이다. 주력 사업인 카메라모듈 부품의 최종 고객사는 Apple 이고, 중간 거래선은 LG 이노텍, 샤프, O'film 등 Apple 의 주요 카메라 모듈 업체가 전부 포함된다.

주력 생산 부품은 크게 브라켓과 스티프너로 나눌 수 있다. 브라켓은 멀티카메라에 채용되어 카메라의 내구성을 높이고 수평축을 맞추는 역할을 한다. 카메라 모듈 최상단 뚜껑 같은 모양새다. 스티프너는 카메라모듈 최하단에 덮개처럼 씌어지며, 이미지센서, FPCB 등 구성품에 이물질이 들어가는 것을 방지하는 역할을 한다.

출하 확대에 대한 기대를 즐기자

동사 실적은 작년 하반기부터 두드러지는 개선을 보였다. 특히 올해 1 분기는 상대적으로 비수기임에도 불구하고, 풀가동 체제를 유지하며 성수기인 4 분기에 준하는 실적을 시현했다[그림 1].

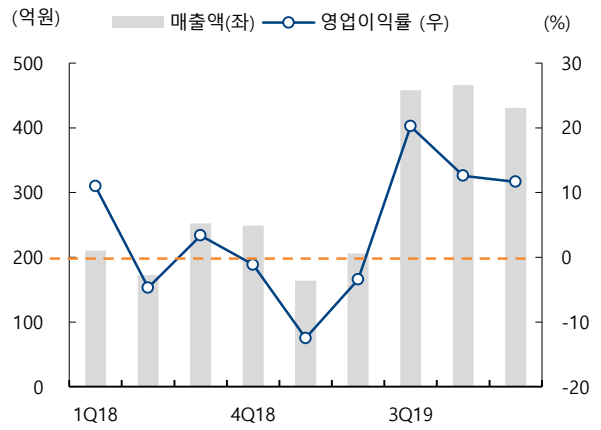
이는 ① 주요 부품의 단가가 전년 대비 좋았고, ② 저렴한 iPhone 출시로 인해 전방 수요가 개선됐기 때문이다[그림 2, 3]. 참고로 iPhone 11 은 전작인 iPhone XR 보다 $50 저렴하게 출시됐고, 출시 이후 6 개월동안 누적 판매량은 40% 증가했다. 최근 iPhone SE 2 세대의 수요가 긍정적인 것도 동사 실적엔 플러스 요인이다. 이어서 iPhone 12 의 가격 밴드가 다시 한 번 낮아질 것으로 전망되는 바, 하반기 역시 Apple 의 출하 확대 전략에 기댄 실적 개선 가시성이 높아질 전망이다.

한편, 새로운 형상의 모듈용 프레스 기구물도 개발 중이다. 올해 하반기 납품 가능성을 열어둘 필요가 있으며, 2020 년 이후를 대응한 다양한 모양의 카메라 기구물도 선행 개발 중인 것으로 파악된다.

연간 실적흐름은 전반적으로 LG 이노텍과 유사하게 2 분기를 저점, 4 분기 Peak 일 것이다. 일부 iPhone 의 양산 시점이 지연될 것으로 파악되기 때문이다. 이외로, 환율 민감도가 크다는 점도 공통점이다. 차이가 있다면, 하위 모델에 대한 부품 공급 노출도가 더 높기 때문에 Apple 이 iPhone SE, iPhone 11 과 같이 상대적으로 저렴한 모델을 많이 팔수록 더 유리한 구조라는 점이다.

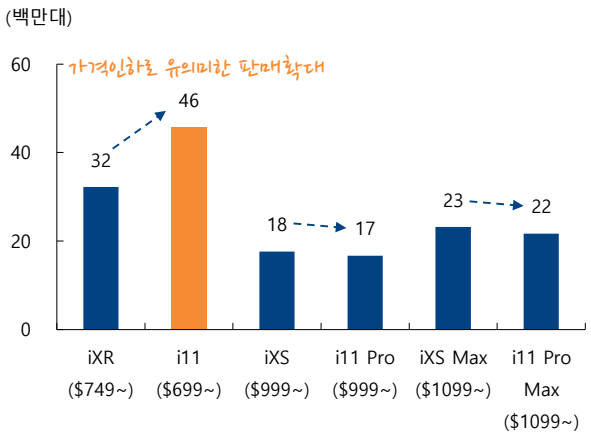
[전기전자] 고의영
(2122-9179) ey.ko@hi-ib.com

그림 1. 덕우전자의 분기 매출액 및 영업이익 추이



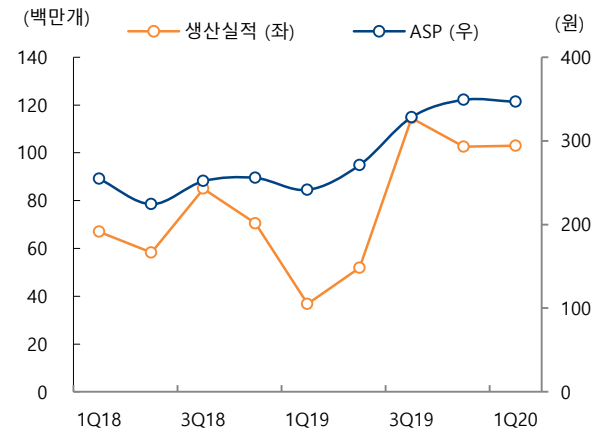
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 2. iPhone 11 은 iPhone XR 보다 40% 판매 증가



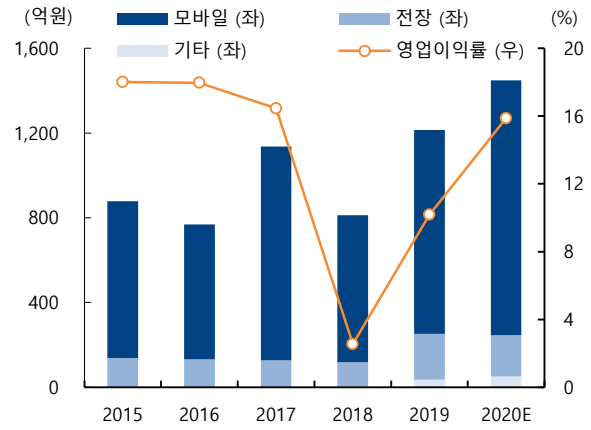
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 3. 분기 카메라 부품 생산 실적 및 ASP 추이



자료: 하이투자증권

그림 4. 부문별 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2016	2017	2018	2019
유동자산	22	66	54	67
현금 및 현금성자산	11	21	12	32
단기금융자산	0	23	17	7
매출채권	7	15	13	16
재고자산	3	7	10	11
비유동자산	39	49	49	52
유형자산	38	47	47	50
무형자산	0	1	1	1
자산총계	61	116	103	119
유동부채	20	31	22	29
매입채무	15	18	11	14
단기차입금	0	5	6	7
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	2	0	0	0
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	22	31	22	30
지배주주지분	40	85	81	89
자본금	1	4	4	8
자본잉여금	-	27	27	23
이익잉여금	39	54	52	57
기타자본항목	0	0	-2	0
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	40	85	81	89

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2016	2017	2018	2019
매출액	77	113	88	129
증가율(%)	-12.2	46.6	-22.0	46.4
매출원가	56	84	76	102
매출총이익	21	29	12	27
판매비와관리비	7	8	10	15
연구개발비	2	2	1	3
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	14	20	2	12
증가율(%)	-13.0	48.2	-89.9	499.2
영업이익률(%)	17.9	18.1	2.3	9.6
이자수익	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	1
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	14	20	2	13
법인세비용	3	3	0	4
세전계속이익률(%)	17.6	17.5	2.5	9.8
당기순이익	11	15	-1	9
순이익률(%)	13.8	12.9	-1.6	7.1
지배주주귀속 순이익	11	14	-2	9
기타포괄이익	0	0	0	1
총포괄이익	11	15	-2	10
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	25	13	-6	19
당기순이익	11	15	-1	9
유형자산감가상각비	4	5	6	8
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-19	-38	-3	4
유형자산의 처분(취득)	-19	-14	-8	-10
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	0	-1	0	1
재무활동 현금흐름	-1	36	-1	-2
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-1	5	1	0
자본의증감	-	30	-	-
배당금지급	-	-	0	0
현금및현금성자산의증감	5	10	-9	20
기초현금및현금성자산	6	11	21	12
기말현금및현금성자산	11	21	12	32

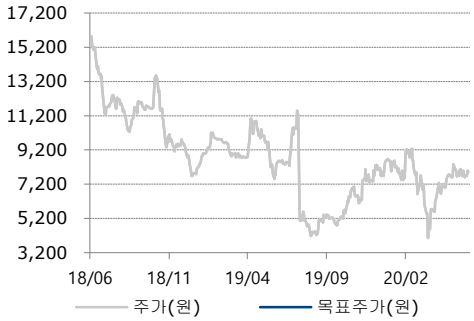
주요투자지표

	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)				
EPS	895	1,022	-95	551
BPS	332,656	10,440	9,997	5,581
CFPS	1,199	1,386	311	1,063
DPS	-	-	200	140
Valuation(배)				
PER	9.5	7.7		14.4
PBR	0.0	0.8	0.8	1.4
PCR	7.1	5.7	25.4	7.4
EV/EBITDA	7.1	3.4	12.0	4.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	31.3	23.3	-1.9	10.4
EBITDA 이익률	22.6	22.6	9.8	15.9
부채비율	55.0	37.0	27.0	33.5
순부채비율	-28.8	-46.2	-27.9	-35.4
매출채권회전율(x)	9.2	10.1	6.3	8.9
재고자산회전율(x)	27.7	23.7	10.5	12.1

자료 : 덕우전자, 하이투자증권 리서치본부

덕우전자

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2020-06-08	NR				

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.6%	8.4%	-