



2019년 5월 21일 | Equity Research



전기전자/휴대폰 Neutral

5G에서 기회 찾기

- | 5G 시대를 준비하자
- | 19년 하반기부터 5G 단말기 출시 활발
- | Top picks: 삼성전기, 와이솔, 대덕전자

2019년 하반기 전망

Top picks

삼성전기(009150) | BUY | TP 140,000원 | CP(5월20일) 95,900원
와이솔(122990) | BUY | TP 25,000원(신규) | CP(5월20일) 15,700원
대덕전자(008060) | BUY | TP 14,000원(신규) | CP(5월20일) 10,500원



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

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



CONTENTS

2019년 하반기 전망 Summary	3
1. 5G 시대: 단말기도 수혜다	6
1) Apple 5G 준비가 갖는 함의	6
2) 5G 서비스 개시로 단말기 기회 제공	8
3) 5G 도입에 따른 단말기 변화와 수혜 업체	11
4) 5G 스마트폰 2020년부터 물량 증가 전망	14
2. 하반기 스마트폰 출하량 역성장폭 둔화 전망	15
1) 글로벌: 19년 하반기에는 기저효과 예상	15
2) 중국: 5G 단말기 출시와 통신사 보조금	16
3) 인도: 시장 성장률은 양호. 삼성, Xiaomi 양강 체제	18
4) 미국: 교체수요 장기화. 5G가 변수로 작용 예상	19
3. 글로벌 Top 6 현황 점검 및 전망	20
1) 삼성전자: 점유율 수성 전략 유효	20
2) Huawei: 북미 외의 지역에서 존재감 입증	22
3) Apple: 당분간 무기가 없다	24
4) Xiaomi: 인도가 요충지	26
5) Oppo, Vivo: 아시아에서만 강한 BBK Group	
4. 하반기는 스마트폰 수요 회복과 5G가 핵심	28
업종 최선호주로 삼성전기, 와이솔, 대덕전자 제시	28
5. Top Picks	29
삼성전기 (009150)	30
와이솔 (122990)	34
대덕전자 (008060)	40

2019년 5월 21일 | Equity Research

전기전자/휴대폰

5G에서 기회 찾기

5G 시대를 준비하자

Apple과 Qualcomm의 극적 합의는 5G가 주요인으로 파악된다. 5G가 그만큼 중요하다는 합의를 이해하고, 이에 대한 준비가 필요하다는 판단이다. 2019년 5G 단말기는 통신 업체들의 제한적인 CAPEX 투자, NSA 방식 안에서의 한계 등으로 인해 출하량이 1,610만대에 그칠 것으로 추정된다. 2020년부터는 통신 사업자들의 본격적인 투자 시작과 SA 방식 본격화로 5G 단말기 출하량도 7,800만대로 증가할 전망이다. 5G 단말기는 RF 관련 부품의 증가를 동반할 수밖에 없어 해당 부품들의 원가비중 확대와 해당 부품을 공급하는 업체의 수혜가 기대된다.

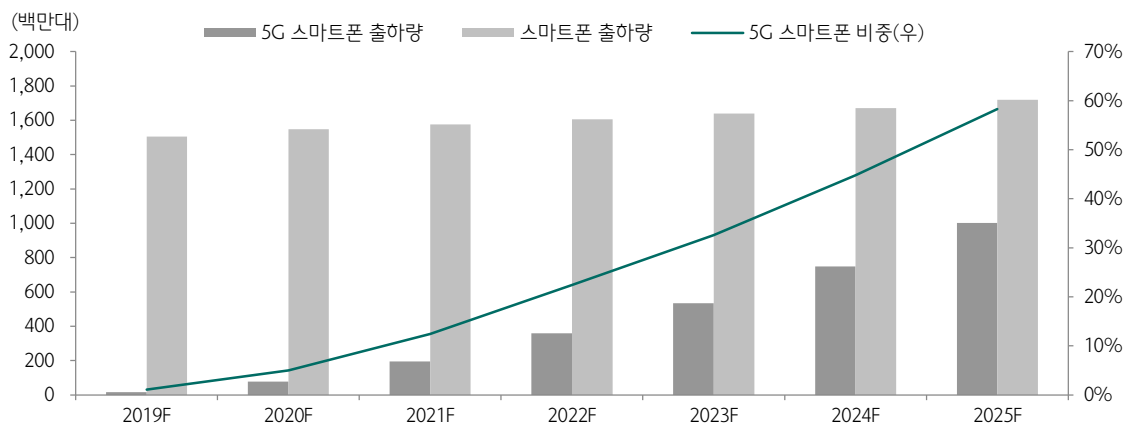
19년 하반기부터 5G 단말기 출시 활발

삼성전자를 필두로 다수의 중국 업체들이 19년 하반기 5G 단말기 모델 출시를 계획하고 있다. 한국, 미국, 중국에서는 해당 단말기 출시와 맞물려 통신 사업자들의 보조금 확대 가능성도 상존한다. 그에 따라 19년 하반기에는 스마트폰 수요가 회복될 것으로 기대된다. 중국은 19년 2월을 저점으로 스마트폰 수요가 바닥을 통과하고 있을 가능성이 높아 하반기로 갈수록 긍정적인 스마트폰 데이터 확인을 전망한다.

Top picks: 삼성전기, 와이솔, 대덕전자

19년 하반기 최선호 종목으로 대형주 삼성전기, 중소형주 와이솔과 대덕전자를 추천한다. 스마트폰 수요 회복과 5G 수혜의 교집합 종목들로서 19년 하반기 실적 개선과 2020년 이후 기대감을 충족할 수 있다고 판단하기 때문이다. 삼성전기는 MLCC의 증장기 수요가 유효한 가운데 업황의 바닥 통과, 와이솔은 5G로 인한 Saw Filter의 물량 증가와 가격 상승, 대덕전자는 네트워크 장비와 단말기 모두 5G 수혜가 가능해 최선호주로 제시한다.

5G 단말기 출하 대수 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

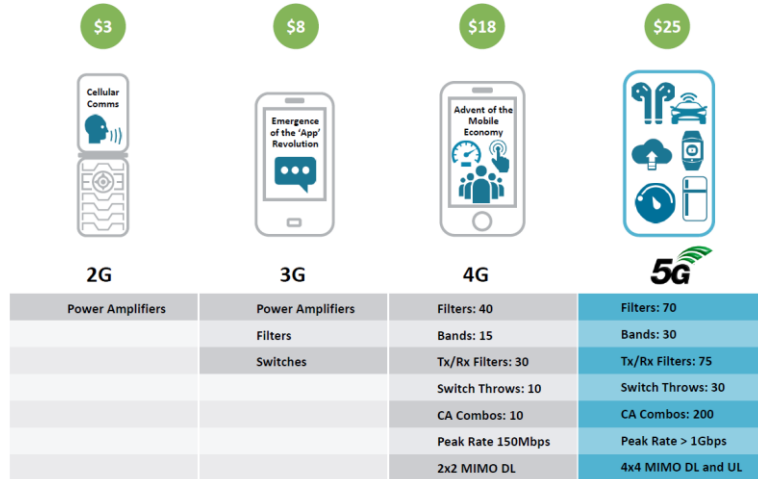
Summary

이동통신 방식의 진화에 따라 단말기
내 탑재되는 부품 수가 증가

이동통신 방식의 진화에 따른 단말기 내 탑재 부품수 변화

Expanding Content and Reach In Mobile
5G: A Step Function Increase in performance

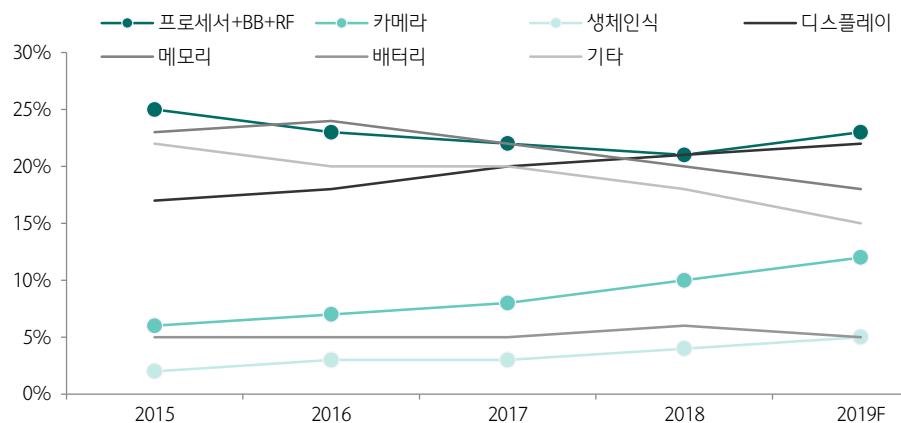
SKYWORKS



자료: Skyworks, 하나금융투자

디스플레이, 카메라, 생체인식의 제조
원가 비중 확대
2020년부터 5G 단말기 도입 본격화
되면 RF관련 부품들의 제조원가 비중
확대 전망

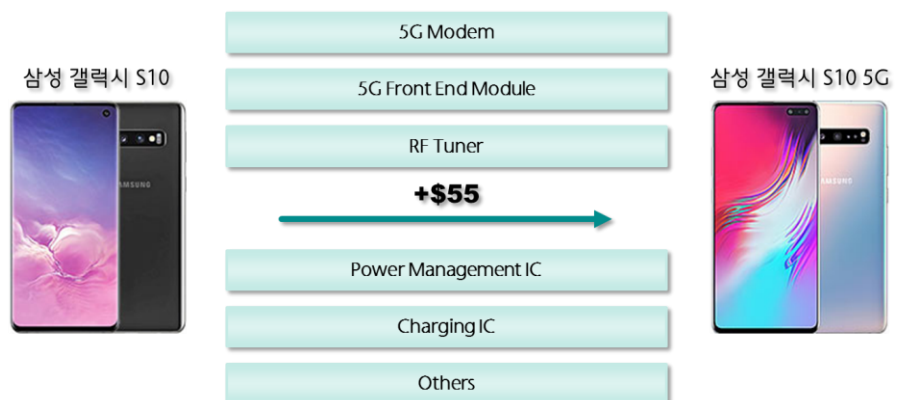
부품별 제조원가 비중 추이



자료: Counterpoint, 하나금융투자

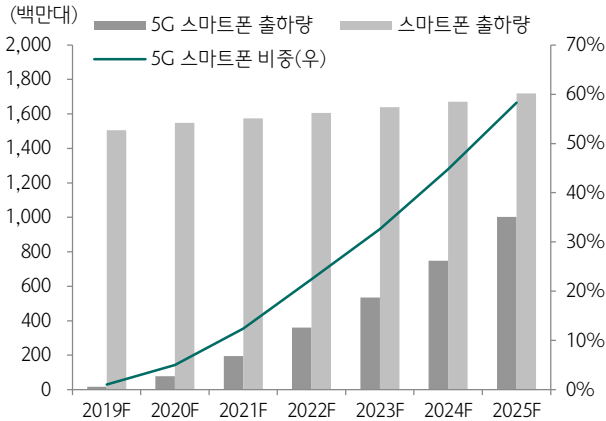
4G 스마트폰과 5G 스마트폰의 제조원가 차이 사례

RF 관련 원가 상승



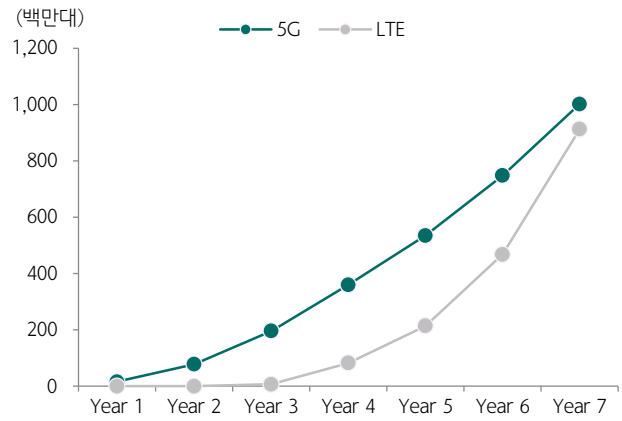
자료: Counterpoint, 하나금융투자

2025년에 전체 스마트폰의 50% 이상 차지할 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

5G 스마트폰은 4G보다 빠르게 성장할 것



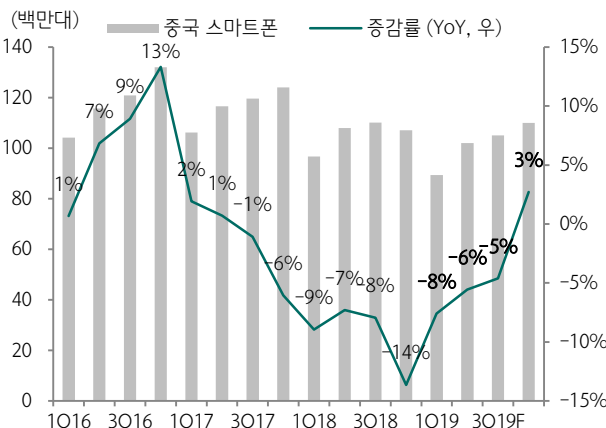
자료: Counterpoint, 하나금융투자

5G 단말기 RF 관련 부품 공급 업체 정리

부품	업체					
SOC / Modem	Qualcomm	삼성전자	Huawei	Mediatek	Unisoc	Unisoc
RF Transceivers	Qualcomm	삼성전자	Qorvo	Skyworks		
LNA	Qualcomm	TDK	Qorvo	Skyworks	Infineon	Murata
Filters	Qualcomm	Murata	Taiyo Yuden	TDK	Broadcom	와이솔
PA	Qualcomm	Qorvo	Skyworks	Broadcom		
Switches	Qualcomm	Qorvo	Skyworks	Murata	Infineon	
FEMs	Qualcomm	Qorvo	Broadcom	Murata		
Power Trackers	Qualcomm	삼성전자				
Antenna Tuner	Qualcomm	Skyworks	Infineon	Qorvo		
Antenna Module	삼성전기	대덕전자				

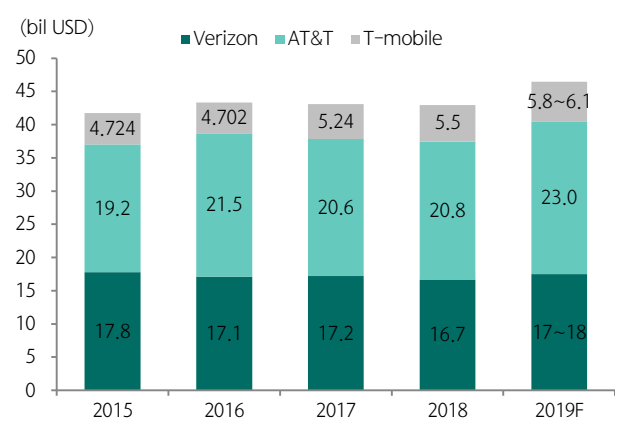
자료: Counterpoint, 하나금융투자

중국 스마트폰 분기별 출하 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

미국 통신사 CAPEX 추이 및 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

Top Picks 및 커버리지 주요 실적 및 투자지표

		삼성전기	와이솔	대덕전자	LG이노텍	LG전자	비에이치	해성디에스	서울반도체	아모텍
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
변경 여부		유지	신규	신규	유지	유지	유지	유지	유지	유지
목표주가 (원)		140,000	25,000	14,000	140,000	108,000	30,000	20,000	32,000	23,000
변경 여부		유지	신규	신규	유지	유지	유지	유지	유지	하향
매출액	18	8,193	434	592	7,982	61,342	768	363	1,194	253
(십억원)	19F	8,510	435	1,082	8,172	63,580	808	372	1,211	260
	20F	8,964	470	1,156	8,628	66,166	957	404	1,280	285
영업이익	18	1,018	54	35	264	2,703	91	27	95	11
(십억원)	19F	906	58	76	284	2,982	98	28	100	15
	20F	1,040	69	94	339	3,239	120	37	107	27
순이익	18	656	45	265	163	1,240	82	21	63	7
(십억원)	19F	606	51	79	111	1,696	85	22	70	14
	20F	702	54	89	170	1,864	100	29	70	19
EPS (원)	18	8,457	1,878	5,152	6,891	6,858	2,609	1,226	1,077	730
	19F	7,806	2,097	970	4,703	9,378	2,686	1,296	1,196	1,469
	20F	9,050	2,230	1,100	7,203	10,306	3,137	1,724	1,201	1,940
PER (x)	18	12.2	8.2	1.8	12.5	9.1	6.4	10.6	18.0	24.6
	19F	12.3	7.5	10.6	22.5	7.6	7.1	11.5	15.3	12.7
	20F	10.6	7.1	9.4	14.7	6.9	6.0	8.6	15.2	9.6
BPS (원)	18	64,017	11,026	12,633	89,515	79,068	7,579	11,549	11,430	20,260
	19F	70,848	12,878	13,340	93,918	86,218	10,113	12,545	12,346	21,636
	20F	78,922	14,864	14,193	101,038	95,772	13,267	13,969	13,268	23,450
PBR (x)	18	1.6	1.4	0.7	1.0	0.8	2.2	1.1	1.7	0.9
	19F	1.4	1.2	0.8	1.1	0.8	1.9	1.2	1.5	0.9
	20F	1.2	1.1	0.7	1.0	0.7	1.4	1.1	1.4	0.8
ROE (%)	18	14.5	18.9	35.2	8.0	9.0	47.9	11.0	10.1	3.7
	19F	11.9	18.0	7.8	5.1	11.4	37.1	10.8	10.3	7.0
	20F	12.4	16.4	8.3	7.4	11.4	31.0	13.0	9.6	8.6

자료: 각사, 하나금융투자

1. 5G 시대: 단말기도 수혜다

1) Apple 5G 준비가 갖는 함의

애플, 퀄컴과의 극적 화해

2017년부터 특허 문제로 소송을 거듭해 온 Apple과 Qualcomm이 극적으로 합의했다. Apple은 과거 휴대폰 이동통신에서 표준특허를 가지고 있는 Qualcomm이 'FRAND' 원칙에 반해 독점적인 지위를 남용하고 불공정 행위를 했다고 주장하며 총 270억 달러에 달하는 금액을 청구했다. Qualcomm 역시 공급계약 위반 및 영업비밀 침해 등의 이유로 30억 달러 수준의 반소를 제기한 바 있다. 이번 합의로 Apple과 Qualcomm은 그간의 모든 소송을 취하하고, '반도체 공급 계약을 포함해 6년간 라이선스 계약을 맺는다'는 공동성명을 발표했다. 이어서 Intel이 5G 모뎀칩 개발을 포기한다고 발표함에 따라 Qualcomm의 5G 모뎀칩이 iPhone에 공급되는 것이 기정사실화되었다. 최근 Apple은 Qualcomm뿐 아니라 삼성전자에도 5G 모뎀칩 구매 의사를 밝힌 것으로 알려졌다. 2019년 초 Intel의 5G 모뎀칩 관련 성능 이슈가 발생하는 등 그동안 Apple의 5G 단말기 출시 일정에 대해서 불확실성이 상존했다. Apple이 Qualcomm에 대한 모든 소송을 취하하며 5G 단말기 출시 준비는 본궤도에 오를 것으로 예상된다. Apple의 5G 모델은 2020년 하반기에 출시될 것으로 전망된다. 금번 Apple과 Qualcomm의 극적 화해는 5G 준비를 위한 것인데, 그만큼 내포하고 있는 함의가 크다는 판단이다. 하나금융투자는 5G 관련한 단말기 단에서의 변화와 관련 수혜 업체들에 주목할 필요 있다는 판단이다.

*'FRAND'원칙: 공정하고 합리적이며 비차별적(Fair Reasonable And Non-Discriminatory)이란 단어의 약자. 기술표준화 과정에 참여한 특허권자에게 요구되는 것으로, 한 기업의 특허가 기술 표준으로 채택되면 다른 기업에서 그 특허를 쓰려고 할 때 특허권자가 공정하고 합리적이며 차별 없이 협의해야 하는 의무를 말한다.

표 1. 애플 vs 퀄컴 소송 주요 내용

시기	지역	승자	핵심 내용
2018년 9월	미국	애플	아이폰 판매 가처분 소송 기각
2018년 12월	중국	퀄컴	애플이 퀄컴 특허 침해, 중국 내 판매 금지
2018년 12월	독일	퀄컴	구형 아이폰 판매 금지 소송 승소
2019년 3월	미국	퀄컴	'애플, 퀄컴의 특허 침해했다' 판결
2019년 4월	미국	합의	애플과 퀄컴 간 모든 소송 종결 애플은 퀄컴에게 미지급 표준특허 사용료 지불 2년 연장 옵션 포함, 6년 특허 라이선스 계약 체결 다년의 모뎀칩 라이선스 계약 체결

자료: 언론 보도자료, 하나금융투자

표 2. 업체별 5G 스마트폰 출시 일정

국가	업체명	모델명	출시(예정)일	비고
한국	삼성전자	Galaxy S10 5G	2019년 4월	폴더블 스마트폰 듀얼 스크린
		Galaxy Fold	2019년 6월	
	LG전자	V50 ThinQ 5G	2019년 5월	
중국	Huawei	Mate 20 X 5G	2019년 5월	폴더블 스마트폰
		Mate X	2019년 6월	
	Xiaomi	Mi Mix 3 5G	2019년 5월	
	Oppo	Reno 5G	2019년 5월	
	ZTE	Axon 10 Pro 5G	2019년 5월	
	Vivo	APEX 5G 2019	2019년 중	
	OnePlus	7 Pro 5G	2019년 중	
미국	Apple	iPhone 5G	2020년 중	

자료: 언론 보도자료, 하나금융투자

표 3. 5G 스마트폰 모델별 칩셋 공급 업체

스마트폰 업체	Qualcomm	Samsung	Huawei(HiSilicon)	MediaTek	Intel
Samsung	Galaxy S10 5G (2Q19)	Galaxy S10 5G (2Q19)			
Huawei			Mate X 5G (2Q19) Mate 30 5G (4Q19)		
Apple	iPhone 5G (4Q20)				
LG	V50 ThinQ (2Q19)				
Xiaomi	Mi Mix 3 (2Q19)				
Oppo	Reno 5G (2Q19) Find X 5G (2Q19)				
Vivo	APEX 5G 2019 (2Q19)				
Motorola	Moto Z3 Mod (2Q19)				
OnePlus	OnePlus 7 Pro (2Q/3Q19)				

자료: Counterpoint, 하나금융투자

2) 5G 서비스 개시로 단말기 기획 제공

5G란?

초고속, 초저지연, 초연결

5G의 정식 명칭은 'IMT-2020'으로 이는 국제전기통신연합(ITU)에서 정의한 5세대 통신규약이다. ITU가 정의한 5G는 최대 다운로드 속도가 20Gbps, 최저 다운로드 속도가 100Mbps인 이동통신 기술이다. LTE와 비교하면 속도가 20배 내외 빠르고, 처리 용량은 100배 많다. 5G는 초고속(LTE 대비 20배 빠른 최대 전송속도), 초저지연(10분의 1 수준인 지연시간), 초연결(100배 높아진 전송가능 트래픽과 함께 단위면적(1km²)당 접속가능 기기 100만 개) 등이 특징이다. 이를 토대로 가상·증강현실(VR·AR), 자율주행, 사물인터넷(IoT) 기술 등을 구현할 수 있다.

표 4. 4G와 5G의 차이

4G	구분	5G
1Gbps	최대 전송속도	20Gbps
10Mbps	이용자 체감 전송속도	100Mbps
15bps/Hz	최대 주파수 효율	30bps/Hz
350Km/h	최대 고속 이동성	500Km/h
10ms	전송지연	1ms
10만 개	최대 기기 연결 수(제공 킬로미터 당)	100만 개
0.1Mbps	면적당 데이터 처리용량(제공 미터 당)	10Mbps
	에너지 효율	4G 대비 100배

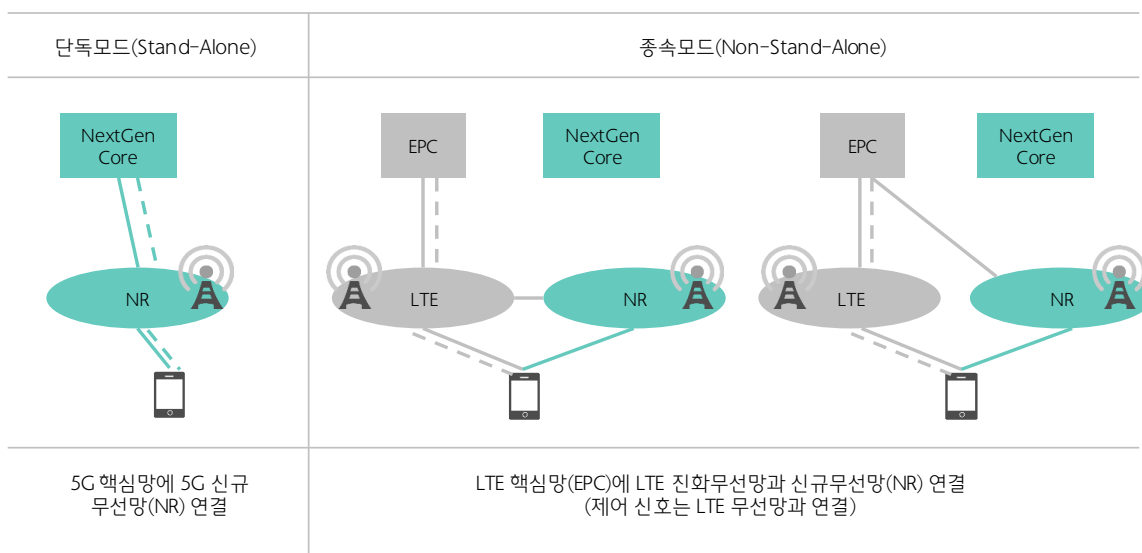
자료: 하나금융투자

5G SA 장비 연중 개발 완료

2020년 이후 초고역대 대응 가능한
단말기 출시 본격화

5G 통신장비는 현재 NSA(Non Stand Alone)로 LTE와 혼용해서 사용 가능한데, 6GHz 이하의 주파수 대역을 활용하고 있다. 궁극적으로 5G의 초고주파수 대역을 지원하는 SA(Stand Alone) 방식은 삼성전자와 Nokia, Huawei 등의 업체가 개발 막바지 단계에 이른 것으로 파악된다. Huawei는 기존 LTE 방식에서의 기술력을 기반으로 Mid 대역대 SA 장비를 개발 완료했다. 삼성전자는 2019년 말까지 고주파수 대역대의 SA 장비 개발 완료를 목표로 하고 있고, 이를 통해 점유율을 확대하려는 전략을 갖고 있다. SA 장비 투자가 진행되지 않았기 때문에, 현재 초고주파수 대역에 대응 가능한 스마트폰은 없다. 2020년 이후에 해당 스마트폰 출시가 본격화될 것으로 예상된다.

그림 1. 5G 단독모드(SA)와 종속모드(NSA) 비교



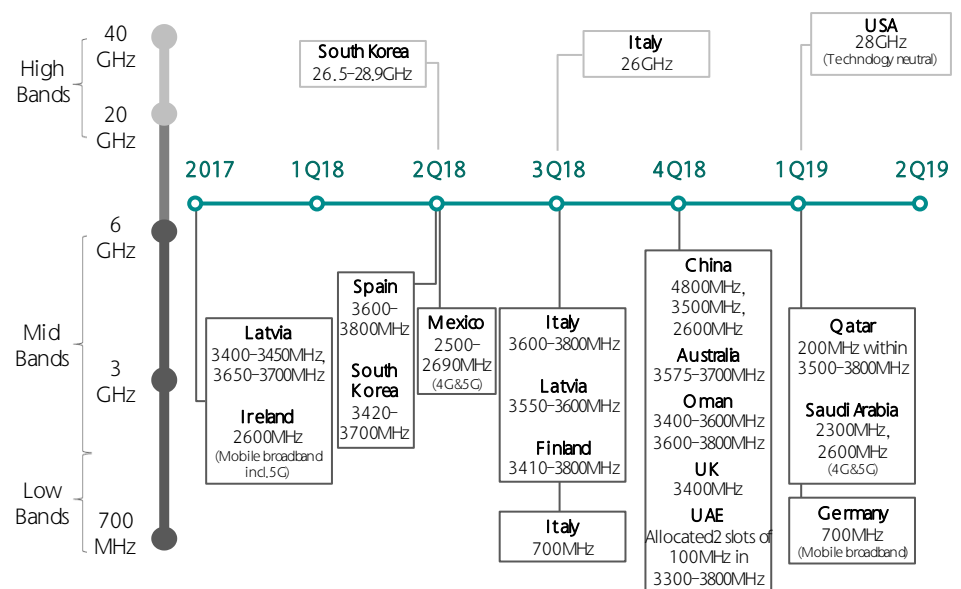
자료: 하나금융투자

6GHz 이하 주파수 경매 완료된
국가 다수
19년 하반기 이후 보다 많은
국가에서 해당 주파수 경매 진행
예정

일부 국가는 20~40GHz 대역도
경매 완료

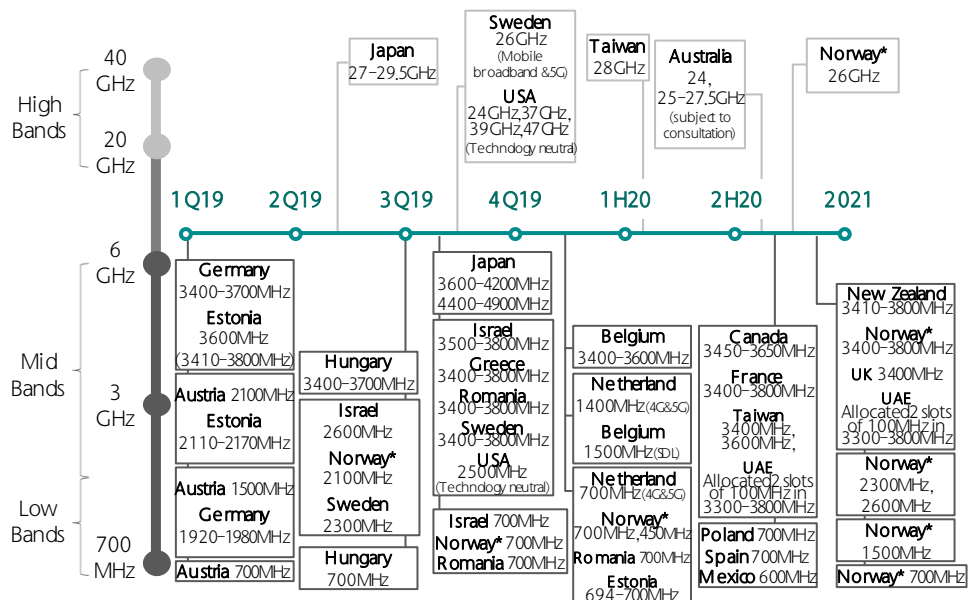
현재 13개국에서 5G 관련 주파수 경매 및 배정을 했고, 국가 별로 6GHz 이하 주파수 대역과 20~40GHz의 초고주파수 대역으로 분류해 할당하는 것으로 파악된다. 한국, 일본, 이탈리아는 고주파수 영역대 선정이 완료되었고, 19년 하반기에 미국, 호주, 스웨덴, 노르웨이에서 고주파수 할당을 계획하고 있다. 앞서 언급한 것처럼 현재 NSA 방식을 주력으로 6GHz 이하의 주파수를 선정 및 할당할 예정이다. 고주파수 대역에 대한 주파수 선정 등의 의사 결정은 SA 방식 통신장비가 실질적으로 보급될 2020년 이후에 보다 본격화될 것으로 예상된다. 6GHz 이하의 주파수 경매 및 할당은 20개국에서 계획을 언급한 상태다. 특히, 유럽이 4G 때보다 적극적으로 준비를 하고 있는 것으로 파악된다. 19년 하반기 이후 유럽을 중심으로 5G 준비가 진행될 예정이고, 이에 따라 5G라는 테마는 중장기적으로 주식 시장의 주요 테마로 자리 잡을 것으로 판단한다.

그림 2. 국가별 5G 관련 주파수 준비 현황



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 3. 유럽이 4G 때보다 적극적으로 준비중



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 4. 국내 이동사에서 선보인 5G 주요 사례



SKT의 5G 자율주행 카 셰어링 차량



KT의 5G 바리스타 로봇

자료: 언론 보도자료, 하나금융투자

그림 5. 5G는 AR, VR 등 신규 콘텐츠 제공에도 유리



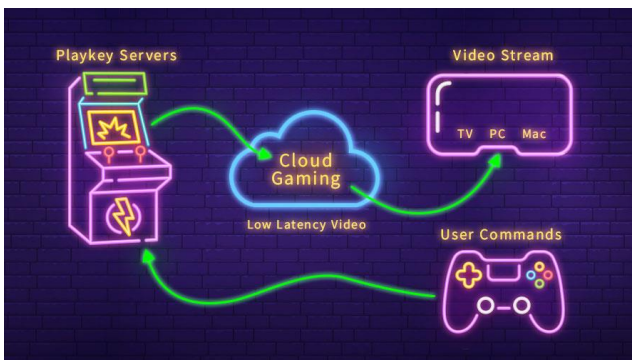
AR을 이용한 길 안내 기능



닌텐도의 첫 VR 게임, '마리오 카트'

자료: 언론 보도자료, 하나금융투자

그림 6. 향후 Cloud Gaming도 기대되는 콘텐츠



Cloud Gaming의 원리



구글의 클라우드 게임 서비스, 'Stadia'

자료: Plarium, 언론 보도자료, 하나금융투자

3) 5G 도입에 따른 단말기 변화와 수혜 업체

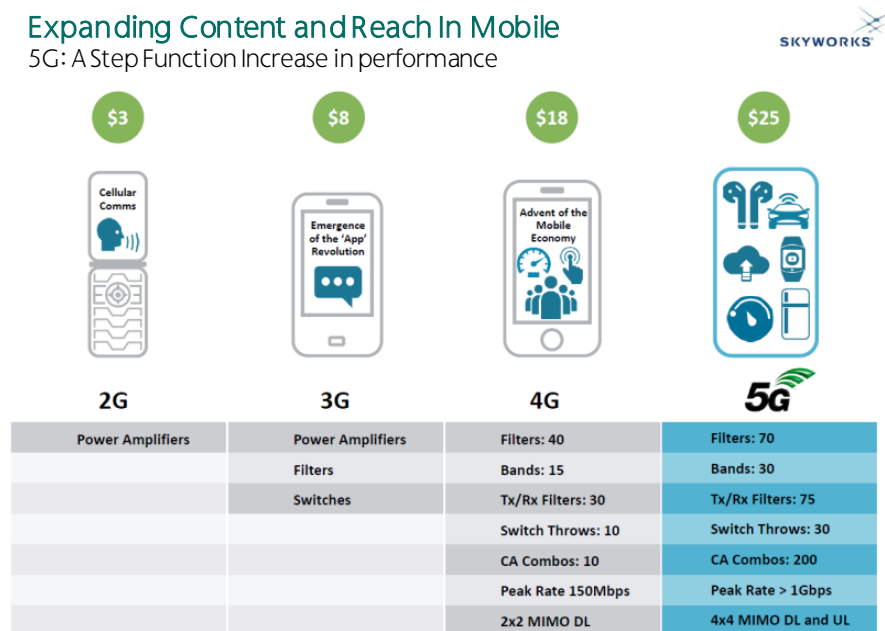
5G 대응하기 위해서는
RF 관련 칩 성능 향상 및 부품수
증가 필요

5G 통신방식을 지원하는 단말기는 고 대역폭, MIMO에 대한 대응은 물론, 평균 전력, 주파수 혼잡 등을 해결해야 한다. 초기 5G NSA는 멀티모드(2G, 3G, 4G, 4.9G, 5G SA/NSA)에 대응해야 하기 때문에 RF가 보다 복잡해질 수 밖에 없다. 스마트폰에 4x4 MIMO(Multi Input, Multi Output)를 탑재한다는 것은 그만큼 부품 탑재 수가 증가하는 것을 의미한다. 이미 복잡한 구조 안에서 추가적으로 4개의 안테나와 독립된 4개의 RF 경로가 필요하게 된다. RF관련 칩을 공급하는 업체는 새로운 고대역 주파수에 대응하기 위해 기존대비 전력 관리에 대한 부분을 보다 높일 필요가 있다. RF 관련 칩의 단가 상승 및 관련 안테나, 필터의 개수가 증가될 것으로 전망된다.

5G 단말기로 인해 휴대폰 안테나 수요 증가, 보안 솔루션 수요 증가, 메모리 반도체 수요 증가, OLED 등 응답속도가 뛰어난 디스플레이 수요 확대가 예상된다. 중장기적으로는 자율주행 자동차, IoT, 웨어러블 시장에서 관련 부품 및 배터리 수요 확대 가능성도 상존한다.

그림 7. 이동통신 방식의 진화에 따른 단말기 내 탑재 부품수 변화

이동통신 방식의 진화에 따라 단말기
내 탑재되는 부품 수가 증가



자료: Sky Works

표 5. 부품별 BoM Cost 비중 변화 예상

부품	2018	2019F	Change	최근 이슈
디스플레이	21%	22%	+1%p	OLED, Bezel-free, Notch, Foldable
프로세서	21%	23%	+2%p	AI, 4G+ & 5G BB + RFFE, Gaming
메모리	20%	18%	-2%p	3D NAND, UFS, DDR4
카메라	10%	12%	+2%p	Multiple Sensors, Wide Angle, Lossless Zoom, AR
생체인식	4%	5%	+1%p	Underglass, Ultrasonic, 3D Unlock
배터리	6%	5%	-1%p	Fast Charging, 3000mAh+
기타	18%	15%	-3%p	Buttonless Design, Waterproof

자료: Counterpoint, 하나금융투자

5G 본격화가 되면

AP, Baseband, RF의 제조원가 내
비중이 확대될 것으로 전망

지난 수년간 스마트폰 제조원가 안에서 비중을 확대한 부분은 카메라와 생체인식 관련 센서다. 카메라모듈은 후면 카메라 및 전면 카메라 화소수 상향과 최근 멀티카메라 탑재율 확대에 의해 꾸준히 단가가 상승했고, 2019년에도 상승할 것으로 전망된다. 생체인식 센서는 지문인식, 안면인식, 홍채인식 등의 기능 탑재로 인해 그 비중이 확대되었는데, 이는 스마트폰의 보안 및 각종 신용카드 지불 등에 활용되고 있어 향후에도 그 비중이 유지될 가능성이 높다는 판단이다.

5G 도입으로 인해 AP, Baseband, RF의 원가 비중도 확대될 것으로 전망되며, 2019년보다는 2020년 이후에 그 확대폭이 커질 것으로 판단된다. 앞서 언급한 것처럼 보다 복잡한 기능을 구현하기 위한 가격 상승과 관련 안테나와 필터의 탑재수 자체가 증가할 것이기 때문이다. 스마트폰 출하 성장률이 정체된 가운데, 제조원가에서 Baseband, RF의 비중 확대는 해당 부품 공급하는 업체들의 투자 아이디어로 연결될 수 있다. 5G 보급화 및 상용화 초기에 교체 수요에 의한 수혜도 누릴 수 있어 2020년 이후를 준비하기 위해 RF 관련된 부품 업체들에 대한 비중확대 전략을 추천한다.

디스플레이, 카메라, 생체인식의
제조원가 비중 확대
2020년부터 5G 단말기 도입
본격화되면 RF관련 부품들의
제조원가 비중 확대 전망

그림 8. 부품별 제조원가 비중 추이

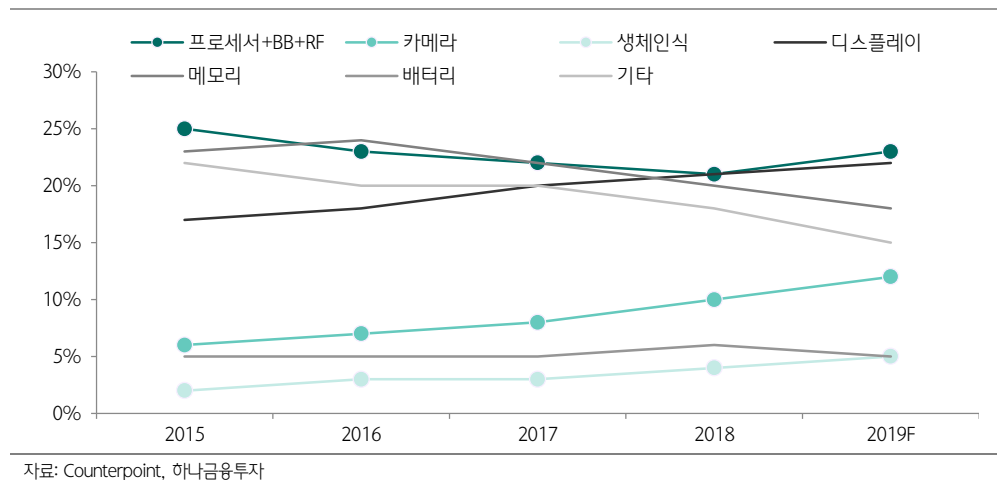
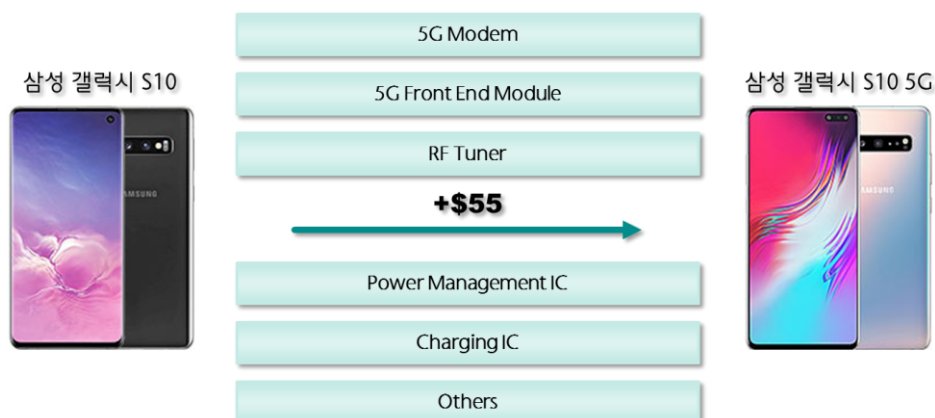


그림 9. 4G 스마트폰과 5G 스마트폰의 제조원가 차이

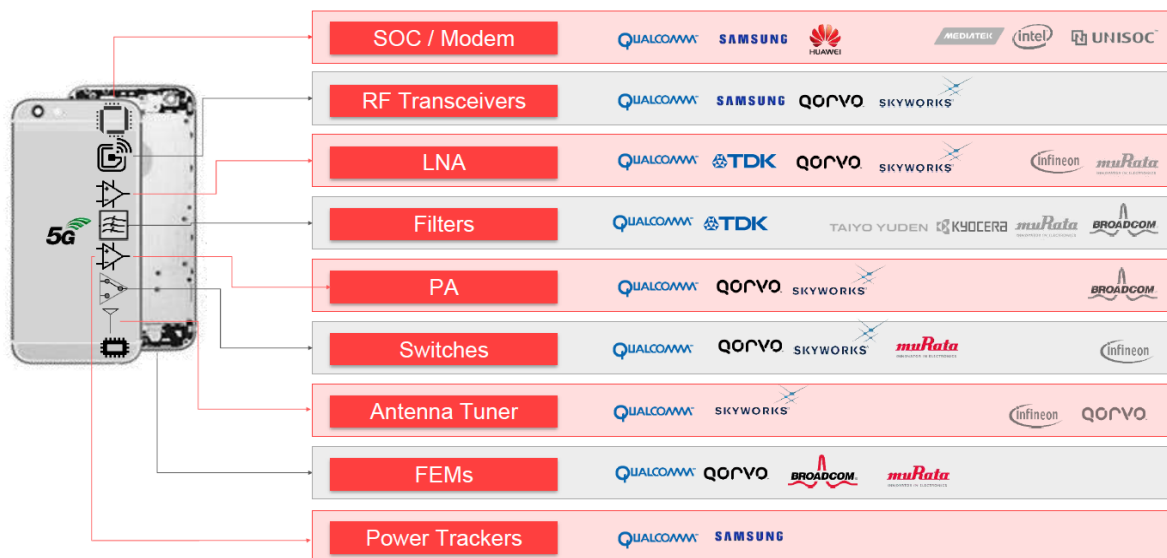


자료: Counterpoint, 하나금융투자

RF 관련 부품 업체들 주목

5G 단말기 관련 통합 솔루션을 제공할 수 있는 Qualcomm의 수혜는 분명하다. 삼성전자 역시 모뎀 칩과 관련 RF 칩 개발 완료했고, 통신 네트워크 장비도 공급 가능해 해당 수혜 강도가 높은 업체에 해당한다. RF 관련해서 기존 글로벌 강자들이 5G에도 수혜를 누릴 것으로 전망되며, 국내 업체 중에서는 안테나모듈을 공급할 것으로 예상되는 삼성전기, 대덕전자와 Saw Filter 공급이 가능한 와이솔이 이에 해당한다. 삼성전기와 대덕전자는 5G에 대응하기 위한 새로운 방식의 안테나모듈 개발에 성공한 것으로 파악되어 삼성전자의 5G 스마트폰 증가에 따른 수혜가 가능하다. 와이솔은 5G 고대역 주파수에 대응하기 위한 Baw Filter를 개발중에 있고, 이와 별도로 내열성이 우수한 TC Saw는 이미 5G 스마트폰에 공급 중이다. Baw Filter의 채택 여부와 무관하게 이미 5G 관련 수혜를 누리고 있다는 점을 상기할 필요 있다. 또한, 5G 관련 칩은 발열이 동반되기 때문에 이를 냉각할 수 있는 솔루션을 제공할 수 있는 업체도 주목해야 한다.

그림 10. 5G 단말기 RF 관련 부품 공급 업체 정리



자료: Counterpoint

표 6. 5G 단말기 RF 관련 부품 공급 업체 정리

부품	업체					
SOC / Modem	Qualcomm	삼성전자	Huawei	Mediatek	Unisoc	Unisoc
RF Transceivers	Qualcomm	삼성전자	Qorvo	Skyworks		
LNA	Qualcomm	TDK	Qorvo	Skyworks	Infineon	Murata
Filters	Qualcomm	Murata	Taiyo Yuden	TDK	Broadcom	와이솔
PA	Qualcomm	Qorvo	Skyworks	Broadcom		
Switches	Qualcomm	Qorvo	Skyworks	Murata	Infineon	
FEMs	Qualcomm	Qorvo	Broadcom	Murata		
Power Trackers	Qualcomm	삼성전자				
Antenna Tuner	Qualcomm	Skyworks	Infineon	Qorvo		
Antenna Module	삼성전기	대덕전자				

자료: Counterpoint, 하나금융투자

4) 5G 스마트폰 2020년부터 물량 증가 전망

5G 스마트폰

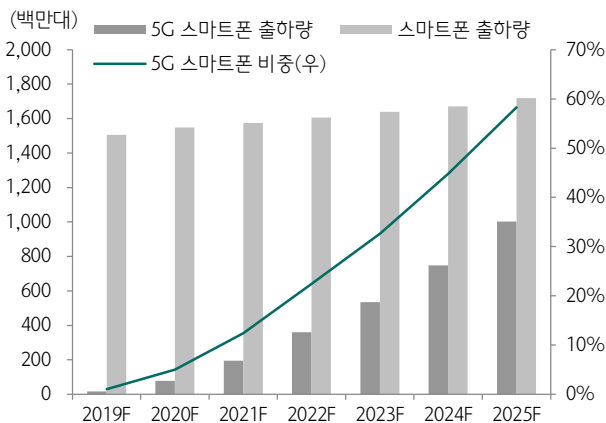
2019년 1,610만대,

2020년 7,800만대 전망

5G 스마트폰 출하량은 2019년 1,610만대, 2020년 7,800만대로 추정된다. 장기적으로 2025년에는 출하량 10억대, 침투율 50%를 돌파할 것으로 전망한다. 5G 스마트폰의 출하량 성장 속도는 4G보다 빠를 것으로 예상된다. 글로벌로 스마트폰 침투율 자체가 당시보다 높고, 중국 통신사들이 적극적으로 5G 도입 경쟁을 할 것으로 예상된다. 미국과 중국 모두 스마트폰 출하가 지난 2년 가까이 10%대의 높은 역성장폭을 보였기 때문에 통신사와 스마트폰 제조업체들 입장에서 5G를 활용한 다양한 마케팅 전략을 통해 스마트폰 출하 반등을 도모할 것으로 기대된다. 유럽도 4G 때보다 적극적으로 5G 도입을 계획중이기 때문에 4G 스마트폰 출하량 성장 속도보다 5G의 출하량 성장 속도가 빠를 것으로 전망한다.

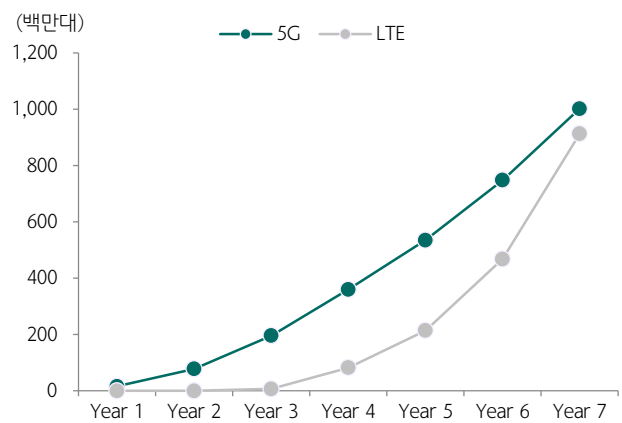
5G 스마트폰이 빠른 속도로 보급되기 위해서는 단말기 가격의 하락이 동반되어야 할 것이다. 5G 스마트폰의 평균판매가격은 2019년 866달러에서 2025년 421달러로 하락할 것으로 전망된다. 제조원가 상승에 따라 초기 단말기 가격의 상승은 불가피하지만, 출하량 증가를 통한 규모의 경제 효과 및 일반적인 IT부품들의 가격 하락 감안하면, 5G 스마트폰의 평균판매가격도 무난하게 하락할 것으로 판단된다. 2024년에는 200달러 이하로도 5G 단말기가 출시될 것으로 예상된다.

그림 11. 2025년에 전체 스마트폰의 50% 이상 차지할 전망



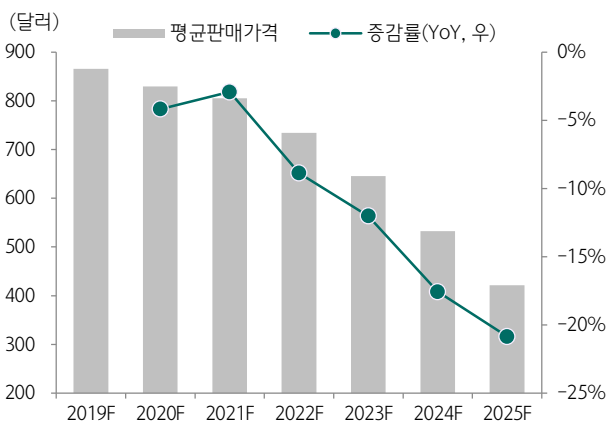
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 12. 5G 스마트폰은 4G보다 빠르게 성장할 것



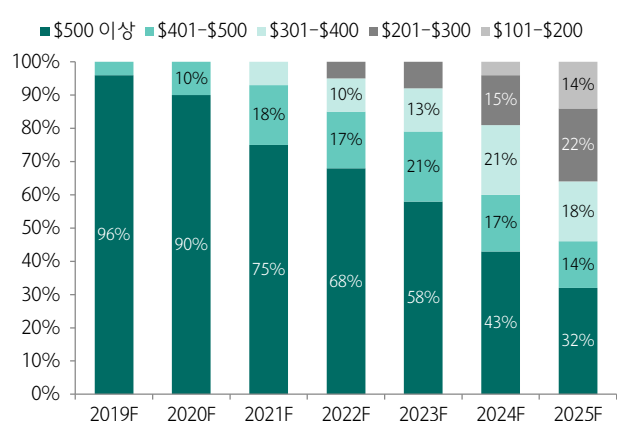
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 13. 5G 스마트폰 ASP 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 14. 5G 스마트폰 가격대별 비중 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

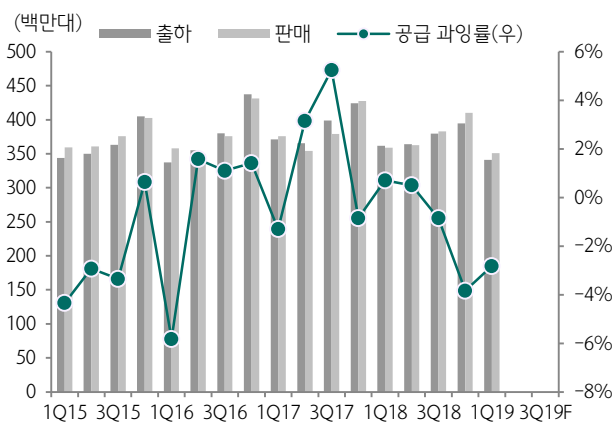
2. 하반기 스마트폰 출하량 역성장폭 둔화 전망

1) 글로벌: 19년 하반기에는 기저효과 예상

18년 4분기~19년 1분기 저점으로
역성장폭 축소 예상

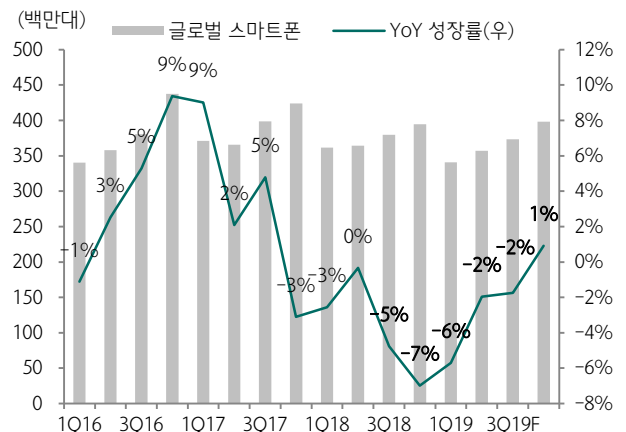
글로벌 스마트폰의 출하와 판매를 비교해보면 2017년 유통재고가 증가했다가, 2018년 감소하는 것을 확인할 수 있다. 19년 1분기에도 여전히 재고가 소진되는 것으로 파악되며, 이를 통해 글로벌 유통재고 수준은 부담스러운 수준은 아니라는 판단이다. 글로벌 스마트폰 출하량의 전년동기대비 성장률도 18년 4분기에서 19년 1분기를 지나가는 구간에서 저점이 형성되었을 가능성이 높다. 19년 2분기부터는 역성장폭을 축소시켜 나갈 것으로 추정되는데, 이는 인도와 중국을 중심으로 아시아에서 출하가 양호할 것으로 추정되기 때문이다. 하나금융투자는 19년 2분기~3분기 역성장폭이 1분기 -6%에서 축소된 -2% 내외로 전망하며, 19년 4분기에는 +1%의 성장세 전환도 가능할 것으로 판단한다. 이는 18년 4분기 -7%라는 높은 역성장폭에 의한 기저효과도 감안한 추정치이다.

그림 15. 글로벌 스마트폰 분기별 출하-판매 비교



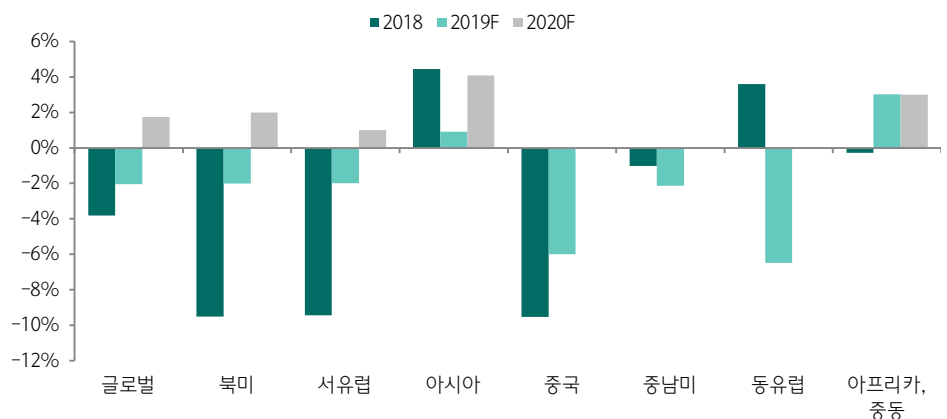
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 16. 글로벌 스마트폰 분기별 출하 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 17. 글로벌 및 지역별 스마트폰 성장률 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

2) 중국: 5G 단말기 출시와 통신사 보조금

수요 바닥 통과 가능성 대두

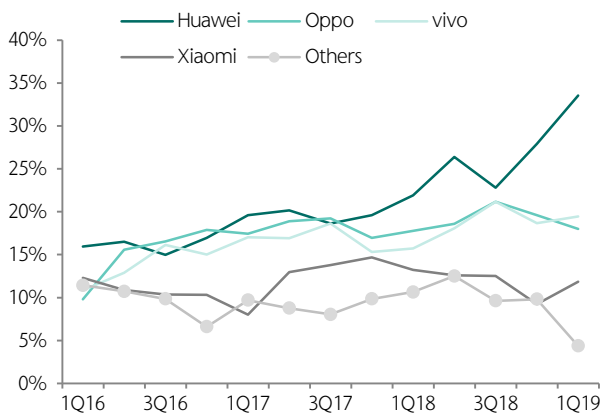
하반기로 갈수록 긍정적 데이터 기대

중국 스마트폰의 2017~2018년 역성장폭은 글로벌 모든 지역을 통틀어 가장 극심했다. 2017년 글로벌 성장률 3% 시현할 때에 중국은 -1%, 2018년 글로벌 성장률 -4%로 부진한 가운데 중국은 -10%의 강도 높은 역성장폭을 시현했다. 동기간 글로벌 내에서 중국시장이 차지하는 비중도 30%에서 27%로 축소되었다. 그럼에도 여전히 글로벌에서 4분의 1 이상을 차지하는 중국의 투자릿수대 역성장폭은 글로벌 스마트폰 수요 위축에 영향을 미칠 수밖에 없다.

중국의 스마트폰 출하 부진 원인은 중국의 4대 업체(Huawei, Xiaomi, Oppo, Vivo)가 점유율을 확대하는 과정에서 기타 군소 스마트폰 업체들이 퇴출되었기 때문으로 판단한다. 중국 스마트폰 시장이 2018년 -10%로 역성장했음에도 중국 4대 업체의 스마트폰은 Xiaomi 제외 증가 및 유지되었기 때문이다. 즉, 중국 시장의 거품이 사라지는 과정이 진행되었을 것으로 분석된다.

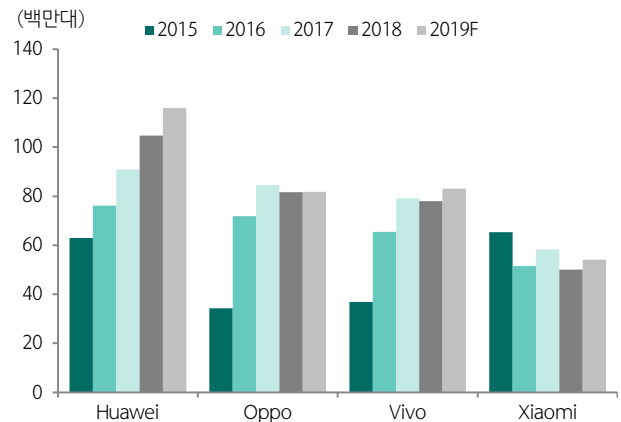
2017년 중반 이후 10~20%의 높은 역성장폭을 시현하던 중국의 월별 판매 및 출하 데이터가 2019년 2월을 저점으로 역성장폭을 축소하고 있다. 중국 시장이 플러스 성장으로 전환할 것으로 속단하기 이르지만, 바닥을 통과하고 있을 가능성은 높다는 판단이다. 향후 역성장폭은 한자릿수 이하로 축소될 것으로 전망하며, 하반기에는 보다 긍정적인 데이터를 기대한다.

그림 18. 중국 4대 업체 및 기타 업체들의 중국 내 점유율 추이



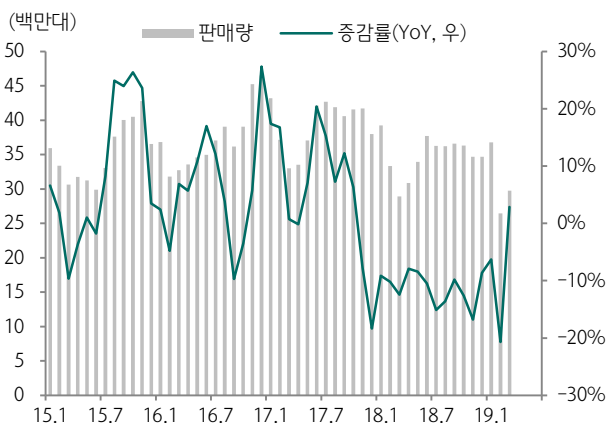
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 19. 중국 4대 업체들의 중국시장 연간 출하량 추이



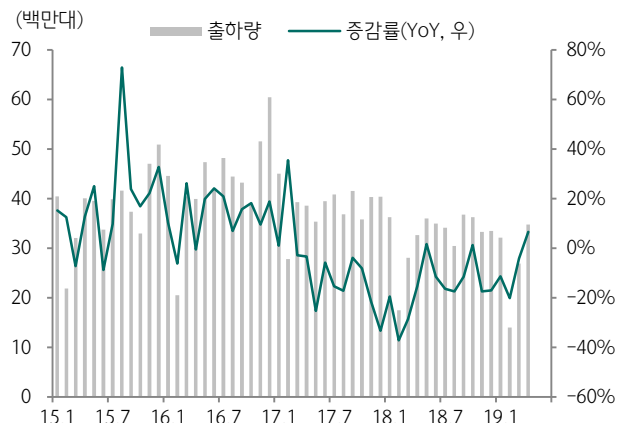
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 20. 중국 스마트폰 월별 판매 및 전년동기대비 증감률 추이



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 21. 중국 스마트폰 월별 출하 및 전년동기대비 증감률 추이

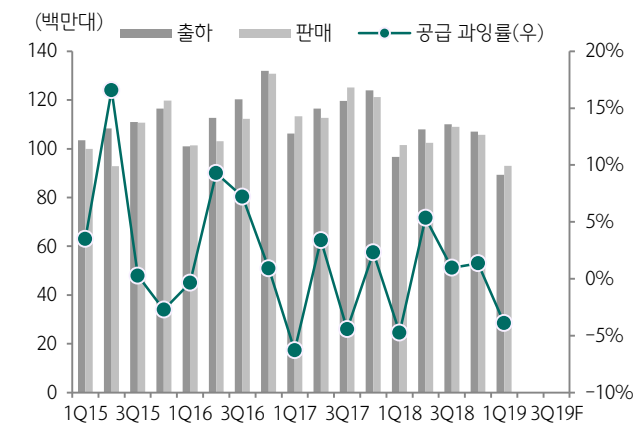


자료: 중국 산업정보통신부, 하나금융투자

5G 단말기 출시도 예상 중국은 보조금 증가 가능성

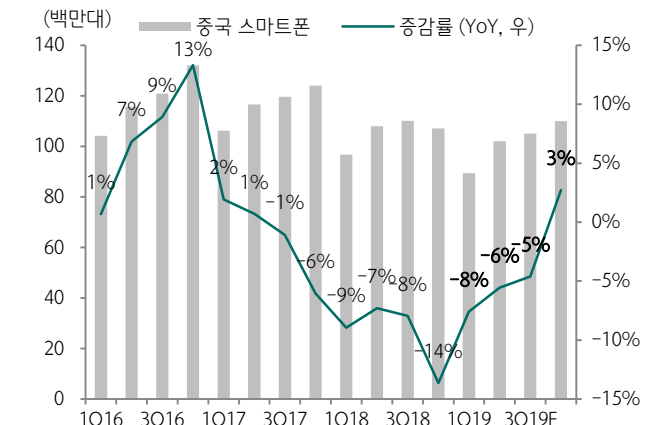
하반기로 갈수록 긍정적인 데이터를 기대하는 이유는 중국 업체들의 5G 모델 출시와 맞물려 판촉 활동을 확대할 가능성이 있기 때문이다. 중국 통신사들은 지난 수년간 단말기 보조금을 대폭 절감하고 채널과 서비스 품질 향상에 집중했다. 그에 따라 단말기 보조금 액수는 2018년에 53억 CYN까지 감소했다. 2019년 총 보조금 액수는 스마트폰 보조금에서의 감소를 5G 단말기 제조업체에 대한 보조금이 상쇄시켜 전년과 유사한 수준일 것으로 예상된다. 2020년에는 5G 단말기의 출하량 증가로 총 보조금 액수는 증가할 것으로 예상된다. 중국 군소 업체들의 구조조정 종료와 5G 단말기 출시에 따른 통신사들의 정책 지원으로 인해 19년 하반기 및 2020년 중국 스마트폰 시장은 기존대비 긍정적인 환경이 제공될 것으로 전망한다.

그림 22. 중국 스마트폰 분기별 출하-판매 비교



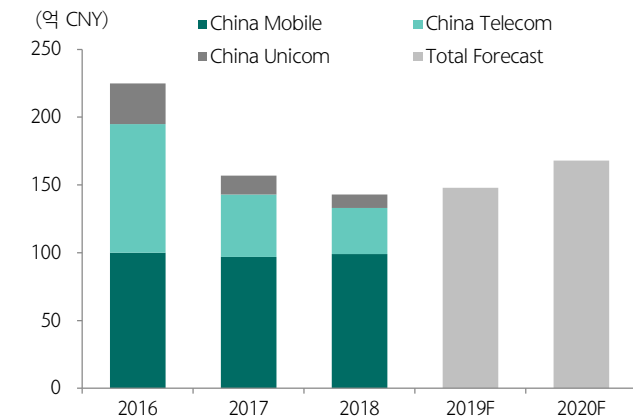
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 23. 중국 스마트폰 분기별 출하 전망



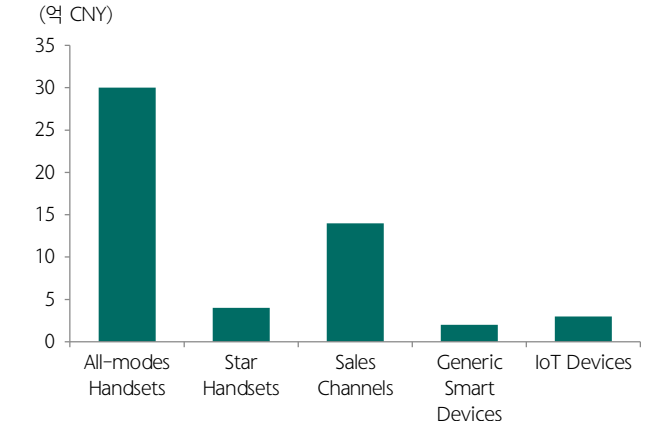
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 24. 통신사 보조금 총액



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 25. 항목별 단말기 보조금 액수



자료: Counterpoint, 하나금융투자

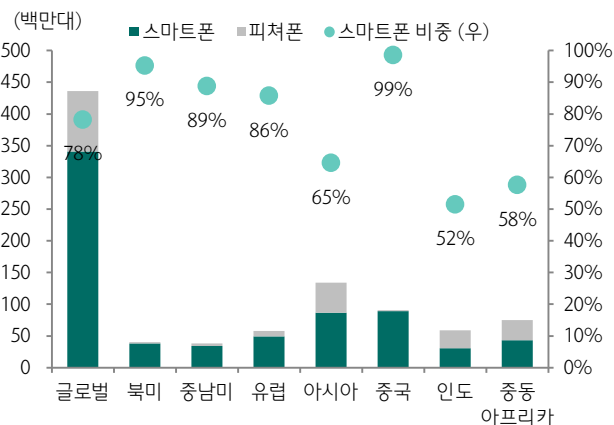
3) 인도: 시장 성장률은 양호. 삼성, Xiaomi 양강 체제

19년 연간 5% 이상 성장을 전망

인도는 글로벌 스마트폰 업체에게는 놓쳐서는 안 될 중요한 지역이다. 중국에 이은 인구 수 2위 국가이기 때문에 스마트폰 시장 또한 유사하게 구축될 가능성이 높기 때문이다. 19년 1분기 기준 휴대폰대비 스마트폰 비중이 52%에 불과해 여전히 신규 수요 여력이 남아 있기 때문에 성장성도 겸비하고 있다. 19년 1분기 글로벌 성장률이 -5%로 부진했음에도 인도는 4%의 성장률을 시현했다. 2019년, 2020년 연간으로 5% 이상의 성장률 시현할 것으로 전망된다.

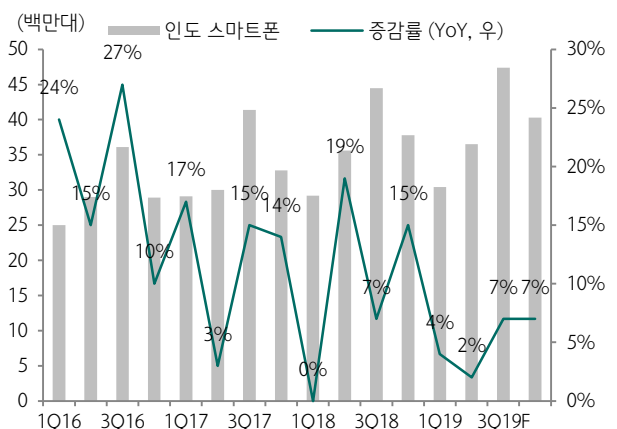
삼성전자와 Xiaomi가 각각 시장점유율 20% 초중반, 20% 중후반을 유지하며 양강 체제 구축중이다. 3위 Vivo는 꾸준히 10% 내외를 유지중이고, 로컬 업체인 Micromax의 점유율이 회복될 가능성은 낮아 보인다. 삼성전자는 600달러 이상 시장에서 독보적인 점유율을 시현 중인데, 갤럭시 S10 시리즈의 판매 호조가 주요인이다. 이는 자연스럽게 중저가 이하 스마트폰 판매에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

그림 26. 19년 1분기 휴대폰대비 스마트폰 출하량 비중



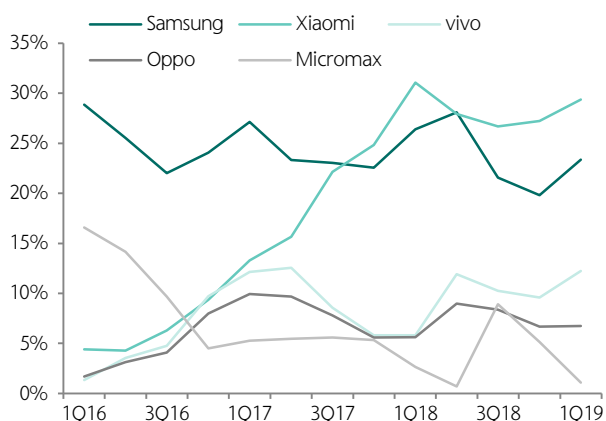
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 27. 인도 스마트폰 분기별 출하량 전망



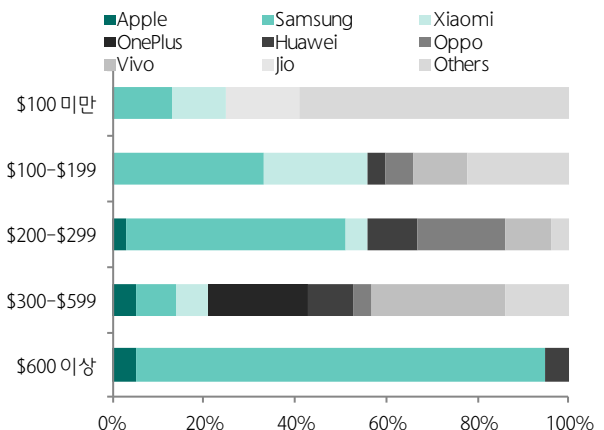
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 28. 인도 스마트폰 업체 점유율 추이



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 29. 인도 가격대별 업체 점유율 현황



자료: Counterpoint, 하나금융투자

4) 미국: 교체수요 장기화, 5G가 변수로 작용 예상

북미 시장 침체는

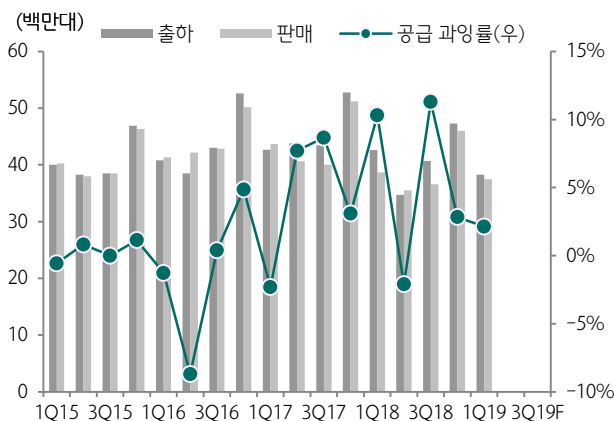
Apple 모델 부진도 영향

5G 서비스와 신모델 출시

19년 하반기 북미 스마트폰 출하량 역성장은 18년 2분기~19년 1분기대비 회복될 것으로 전망한다. 특히 18년 2분기는 -21%라는 유례없는 역성장폭을 시현했는데, 이는 iPhone X와 갤럭시 S9의 동반 부진이 영향을 미친 것으로 분석된다. 북미 시장에서 10% 내외의 점유율 차지하던 ZTE가 북미 무역 갈등 이후로 출하량이 급감한 것도 북미 시장 역성장에 일부 영향을 미쳤다.

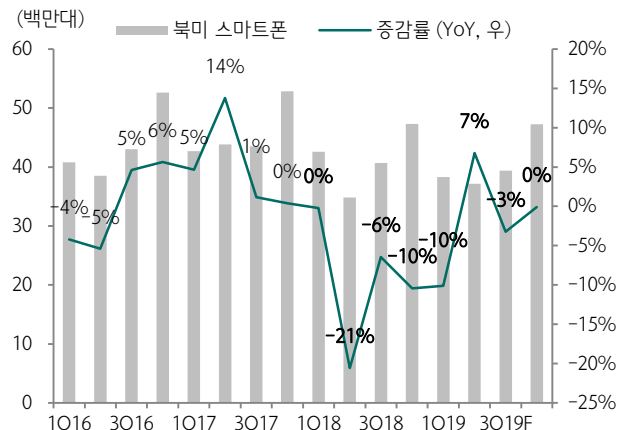
2019년은 갤럭시 S10 판매가 전작대비 양호하고, Apple의 트리플 카메라 탑재한 신모델이 전작보다 부진하지는 않을 것으로 판단한다. 19년 하반기에는 갤럭시 노트를 필두로 5G 신모델 출시도 예정되어 있어 전년동기보다 상황이 양호할 것으로 전망한다. 또한 2017~2018년 판매보조금 포함 CAPEX를 축소시키던 미국 이동통신 사업자들이 5G 투자 포함 CAPEX 증가 계획을 언급한 부분도 긍정적이다. 통신사별 전년대비 CAPEX 증가폭은 AT&T 11%, Verizon 5% 내외, T-Mobile 8% 내외로 전망된다. 19년 1분기까지는 CAPEX 집행이 전년동기대비 감소해 있어, 향후 보다 적극적인 투자 진행이 진행될 것으로 판단된다.

그림 30. 미국 스마트폰 분기별 출하-판매 비교



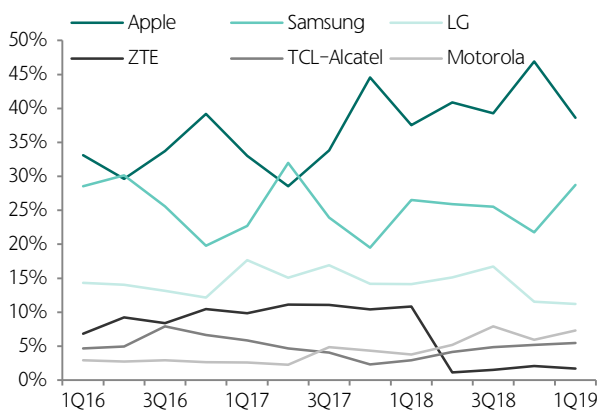
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 31. 북미(미국 포함) 스마트폰 분기별 출하 전망



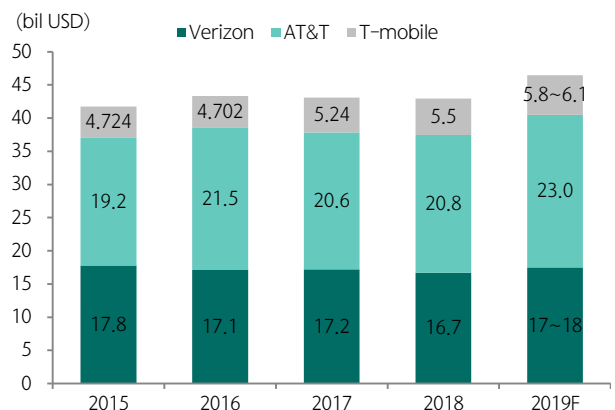
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 32. 북미 스마트폰 업체 점유율 추이



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 33. 미국 통신사 CAPEX 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

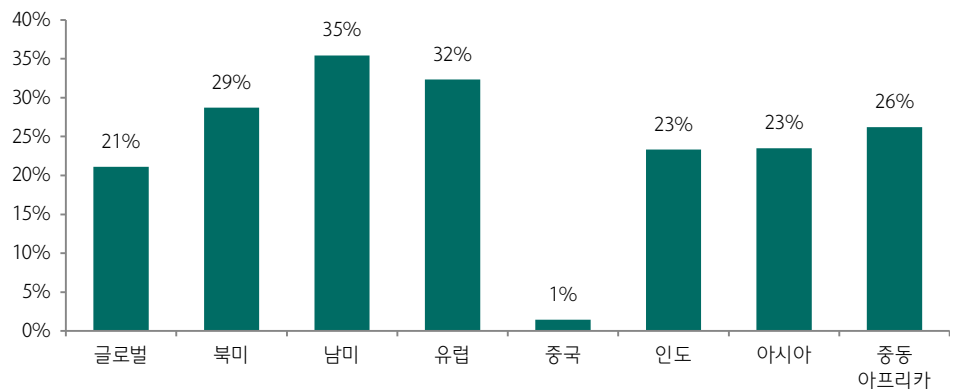
3. 글로벌 Top 6 현황 점검 및 전망

1) 삼성전자: 점유율 수성 전략 유효

플래그십 전작대비 성공

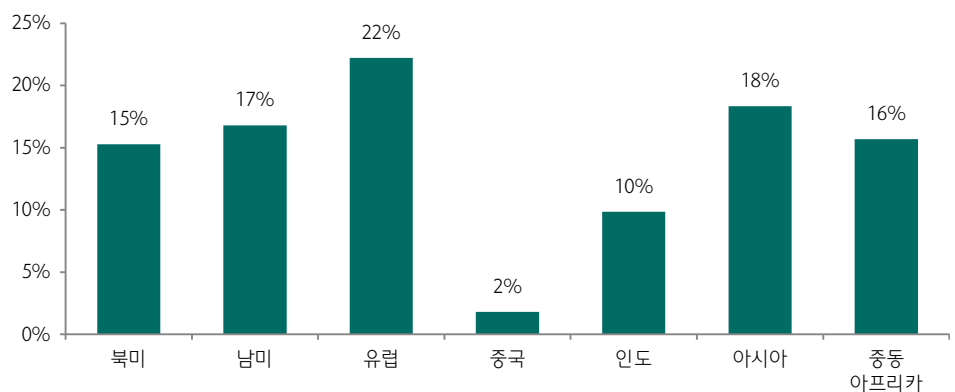
삼성전자의 2019년 스마트폰 출하량은 2억 9,800만대로 전년대비 2% 증가할 것으로 전망한다. 2018년 출하량이 전년대비 -8% 감소해 우려감이 높았지만, 갤럭시 S10을 필두로 A, M 시리즈 모두 양호한 반응을 보이고 있는 것으로 파악된다. 하나금융투자는 갤럭시 S10의 출하량 전망을 기존 3,600만대에서 4,000만대로 상향한다. 플래그십의 전작대비 출하량 증가에 따라 연간 스마트폰 출하량에 대해서도 기존보다 긍정적인 전망이 가능하다는 판단이다. 19년 1분기 기존 모델들을 정비하는 과정에서 출하량 7,200만대 기록해 기대에 미치지 못 했지만, 현재 A, M 시리즈의 양호한 흐름을 보면 19년 2분기 이후 하반기로 갈수록 전년동기대비 증가세로 전환할 것으로 전망한다. 북미와 중국을 제외한 글로벌 전 지역에서 여전히 1위를 수성하고 있는데, 이는 향후 중장기적인 소비자 확보 측면에서 유의미하다는 판단이다. Huawei에 대한 Google의 제재도 글로벌 모든 지역에서 경쟁중인 삼성전자 입장에서는 긍정적인 것으로 기대된다.

그림 34. 삼성전자 스마트폰 지역별 점유율 현황



주: 19년 1분기 기준, 아시아는 중국, 인도 제외
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 35. 삼성전자 스마트폰 지역별 비중 현황



주: 19년 1분기 기준, 아시아는 중국, 인도 제외
자료: Counterpoint, 하나금융투자

멀티 카메라, 고용량 배터리를 합리적인 가격에 출시해 반응 양호

삼성전자 갤럭시 A, M 시리즈의 성공은 낮은 가격에도 불구하고 후면 멀티카메라, 전면 고화소 카메라, 고용량 배터리를 탑재하며 하드웨어가 양호했기 때문이다. 카메라 원가 부담으로 인해 200달러 이하 저가 모델에는 LCD 디스플레이 탑재 및 플라스틱 케이스를 채택하는 등 수익성 훼손을 최소화하려고 노력했다. 그럼에도 불구하고 삼성전자 IM사업부의 영업이익률은 전년대비 악화될 수 밖에 없는 상황이다. 다만, 절대 출하량 감소로 인한 외형 축소보다는 수익성이 하락하더라도 출하량을 유지 및 증가시키는 것이 전략적으로 유효하다고 판단한다. 향후 폴드 등의 제품으로 차별화 가능성 높기 때문에 소비자들의 로열티를 유지시킬 필요가 있기 때문이다.

표 7. 삼성전자 중저가 스마트폰 라인업(A 시리즈)

							
제품	갤럭시 A10	갤럭시 A20	갤럭시 A30	갤럭시 A40	갤럭시 A50	갤럭시 A70	갤럭시 A80
출시(예정)일	2019년 3월	2019년 4월	2019년 3월	2019년 4월	2019년 3월	2019년 4월	2019년 5월
가격	120 EUR	200 EUR	250 EUR	250 EUR	350 EUR	420 EUR	650 EUR
크기(mm)	75.6x155.6x7.9	74.7x158.4x7.8	74.7x158.5x7.7	69.2x144.4x7.9	74.7x158.5x7.7	76.7x164.3x7.9	76.5x165.2x9.3
무게	168g	169g	165g	140g	166g	183g	219g
AP Core	1.6GHz Octa	1.6GHz Octa	1.8GHz Octa	1.8GHz Octa	2.3GHz Octa	2.0GHz Octa	2.2GHz Octa
RAM	2GB	3GB	3GB/4GB	4GB	4GB/6GB	6GB/8GB	8GB
디스플레이 해상도	6.2" IPS LCD 720x1520	6.4" AMOLED 720x1560	6.4" AMOLED 1080x2340	5.9" AMOLED 1080x2340	6.4" AMOLED 1080x2340	6.7" AMOLED 1080x2400	6.7" AMOLED 1080x2400
PPI	271	268	403	437	403	393	393
후면 카메라	13M	13M+5M	16M+5M	16M+5M	25M+8M+5M	32M+8M+5M	48M+8M+ToF
전면 카메라	5M	8M	16M	25M	25M	32M	Pop-up
배터리용량	3,400 mAh	4,000 mAh	4,000 mAh	3,100 mAh	4,000 mAh	4,500 mAh	3,700 mAh

자료: CSMarena, PhoneArena, 하나금융투자

표 8. 삼성전자 중저가 스마트폰 라인업(M 시리즈)

						
제품	갤럭시 J4	갤럭시 J6	갤럭시 J8	갤럭시 M10	갤럭시 M20	갤럭시 M30
출시(예정)일	2018년 5월	2018년 5월	2018년 7월	2019년 2월	2019년 2월	2019년 3월
가격	160 EUR	180 EUR	250 EUR	100 EUR	220 EUR	250 EUR
크기(mm)	77.2x151.7x8.1	70.2x149.3x8.2	75.7x159.2x8.2	75.6x155.6x7.7	74.5x156.4x8.8	75.1x159x8.4
무게	175g	154g	177g	163g	186g	174g
AP Core	1.4Ghz Quad	1.6Ghz Octa	1.8Ghz Octa	1.6GHz Octa	1.8GHz Octa	1.8GHz Octa
RAM	2GB	4GB	4GB	2GB/3GB	3GB/4GB	4GB/6GB
디스플레이 해상도	5.5" AMOLED 720x1280	5.6" AMOLED 720x1480	6.0" AMOLED 720x1480	6.22" PLS TFT 720x1520	6.3" PLS TFT 1080x2340	6.4" AMOLED 1080x2340
PPI	267	294	274	270	409	394
후면 카메라	13MP	13MP	16MP+5MP	13M+5M	13M+5M	13M+5M+5M
전면 카메라	5MP	8MP	16MP	5M	8M	16M
배터리용량	3,000 mAh	3,000mAh	3,500mAh	3,400 mAh	5,000 mAh	5,000 mAh

자료: CSMarena, PhoneArena, 하나금융투자

2) Huawei: 북미 외의 지역에서 존재감 입증

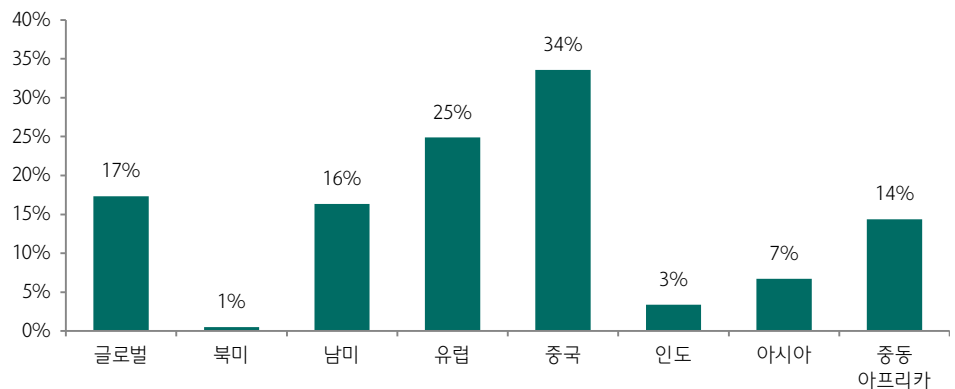
명실상부한 글로벌 플레이어

Huawei의 2019년 스마트폰 출하량 목표는 2억 5,000만대로 전년대비 22% 증가를 계획 중이다. 19년 1분기 스마트폰 출하량은 5,910만대로 전년동기대비 50% 증가했다. 글로벌 스마트폰 성장률이 6% 역성장했는데, 독보적인 성장률을 시현했다. 북미를 제외한 모든 지역에서 출하량이 성장하며, 유럽/중남미/중동 및 아프리카에서 2위 입지를 강화시켰다. 삼성 전자 입장에서 위협적인 상황이며, 향후 글로벌 모든 지역에서 치열한 경쟁이 예상된다. 다만, 삼성전자 프리미엄의 요충지인 미국과 중저가 이하에서 가장 중요한 인도에서 출하량 0에 근접해 이후에도 해당 지역에서의 위협요인은 제한적일 것으로 판단한다.

Google의 안드로이드 관련 지원 제재가 핵심 변수

Huawei에 대한 Google의 안드로이드 운영체제 관련 제재 소식이 전해지며, Huawei 출하량은 하향 조정될 가능성이 높다. Huawei 출하량 중에서 중국의 비중은 51% 수준으로 해외 시장 의존도가 높은 편이다. 중국에서는 지금도 구글 서비스를 온전히 이용할 수 없어 영향이 미미할 것이다. 다만, 유럽, 중남미, 중동/아프리카에서 Huawei를 이용하는 소비자 입장에서 구글 서비스를 원활하게 이용하지 못 한다면 향후 구매 의사는 하락할 수 밖에 없다. 글로벌 2위 Huawei의 출하량 감소는 글로벌 성장률에도 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다. 감소치 일부가 삼성전자 및 여타 업체에게 흡수되겠지만, 전반적인 전망치가 하향될 가능성이 상존한다는 판단이다.

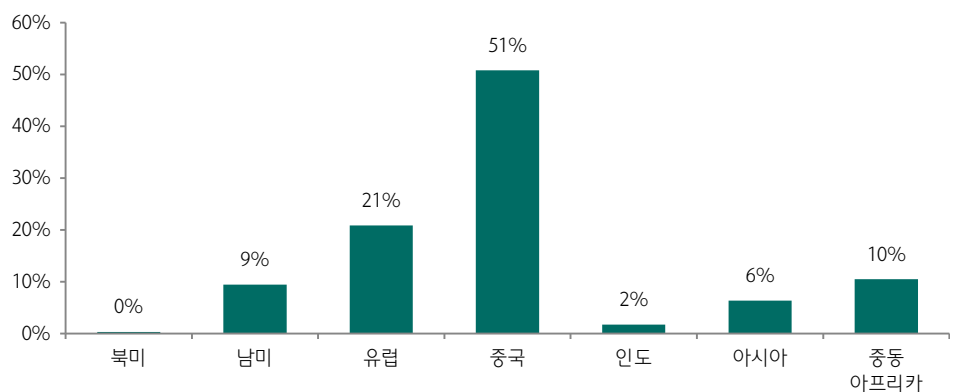
그림 36. Huawei 스마트폰 지역별 점유율 현황



주: 19년 1분기 기준, 아시아는 중국, 인도 제외

자료: Counterpoint, 하나금융투자

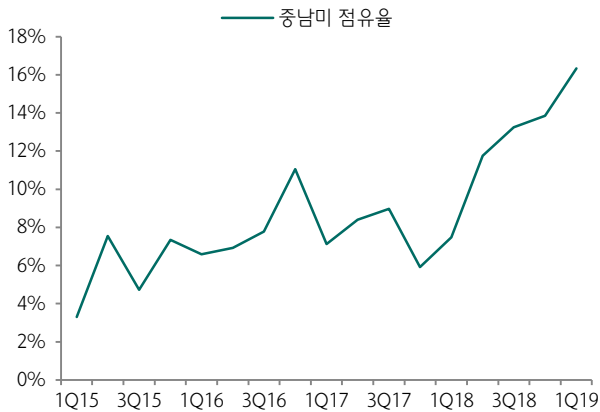
그림 37. Huawei 스마트폰 지역별 비중 현황



주: 19년 1분기 기준, 아시아는 중국, 인도 제외

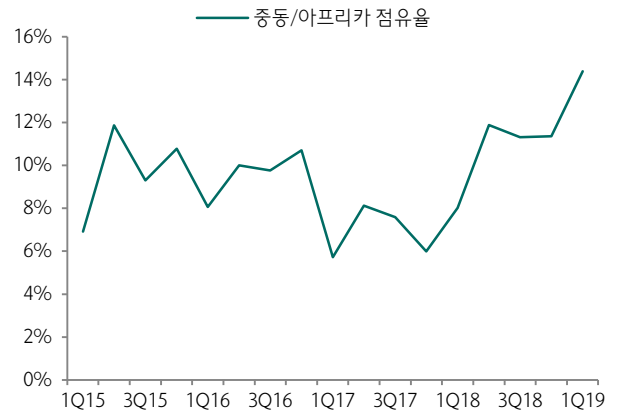
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 38. Huawei 중남미 점유율 추이



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 39. Huawei 중동/아프리카 점유율 추이



자료: Counterpoint, 하나금융투자

가격대별 다양한 라인업 보유

Huawei는 삼성전자와 마찬가지로 글로벌 대부분의 지역에서 높은 점유율을 확보한 만큼 라인업도 다양하다. 대략적으로 P(플래그십, = 갤럭시), Mate(대화면 플래그십, = 갤럭시 노트), nova(하이엔드, = 갤럭시 A), Y(미들-로우엔드, = 갤럭시 M), Honor(서브 브랜드)로 분류된다. 중남미, 중동 및 아프리카에서 고성능이며, 해당 지역에서 삼성전자 갤럭시 A, M 시리즈와 경쟁이 치열할 것으로 판단된다. Nova와 Y 시리즈가 이에 해당하는데, 삼성전자가 이에 충분히 대적할 만한 라인업을 갖추고 있어 점유율을 뺏길 가능성은 낮을 것으로 전망한다. 19년 1분기 해당 지역에서 삼성전자 점유율도 선방중인 것을 확인할 수 있다. Huawei는 OLED 탑재율 확대를 삼성전자와의 하드웨어 차별화를 축소시키려 준비중이다. 관련해서 국내 업체들에게 기회가 올 수도 있지만, 중장기적으로 국내 고객사와의 관계도 고민이 필요할 것으로 판단한다.

표 9. Huawei 스마트폰 라인업

						
제품	P30	Mate 20	Mate X	nova 4	Y7 (2019)	Honor View 20
출시(예정)일	2019년 3월	2018년 11월	2019년 6월	2018년 12월	2019년 3월	2018년 12월
가격	680 EUR	640 EUR	2,300 EUR	480 EUR	150 EUR	570 EUR
크기(mm)	71.4x149.1x7.6	77.2x158.2x8.3	146.2x161.3x5.4	75.1x157x7.8	76.9x158.9x8.1	75.4x156.9x8.1
무게	165g	188g	295g	172g	168g	180g
AP Core	2.6GHz Octa	2.6GHz Octa	2.6GHz Octa	2.4GHz Octa	1.8GHz Octa	2.6GHz Octa
RAM	6GB/8GB	4GB/6GB	8GB	6GB/8GB	3GB	6GB/8GB
디스플레이 해상도	6.1" OLED 1080x2340	6.53" IPS LCD 1080x2244	8.0" OLED 2200x2480	6.4" IPS LCD 1080x2310	6.26" IPS LCD 720x1520	6.4" IPS LCD 1080x2310
PPI	422	381	414	398	269	398
후면 카메라	40M+16M+8M	12M+16M+8M	40M+16M+8M+ToF	48M+16M+2M	13M+2M	48M+ToF
전면 카메라	32M	24M	-	25M	8M	25M
배터리용량	3,650 mAh	4,000 mAh	4,500 mAh	3,750 mAh	4,000 mAh	4,000 mAh

자료: CSMArena, PhoneArena, 하나금융투자

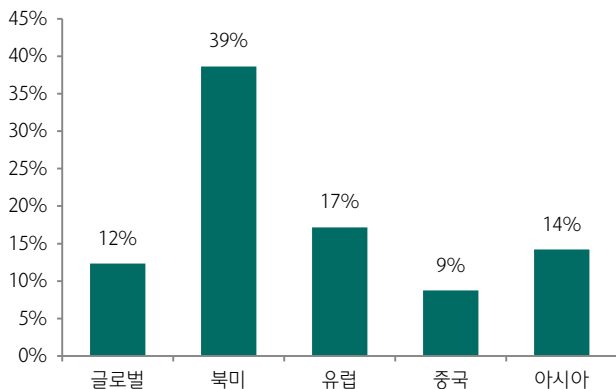
3) Apple: 당분간 무기가 없다

5G 모델 출시는 2020년 하반기 예상

Apple의 2019년 스마트폰 출하량은 전년대비 13% 감소한 1억 8,000만대로 전망한다. iPhone XS, XS Max, XR의 판매 부진이 이어지고 있어 상반기 중에는 역성장이 지속될 전망이다. 하반기 출시하는 신모델에 트리플 카메라가 탑재될 예정인데, 이로 인해 전작대비 판매량이 증가할 가능성은 낮다. 결국 하반기에도 전년대 유사한 수준의 출하량만 기록해도 선방할 것으로 판단한다. 5G 모델은 20년 하반기 출시될 것으로 예상되어, 그 전까지 대응 가능한 방법 또한 제한적이다.

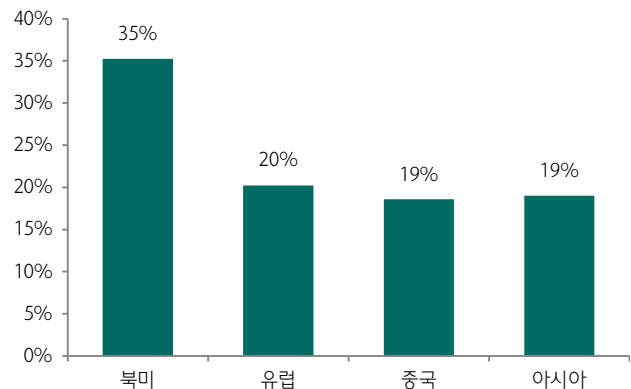
하드웨어 차별화가 어려워지고 있는 가운데, 1년에 한번 출시하는 Apple의 정책에 수정이 가해질 가능성도 배제할 수 없다는 판단이다. 16년 2분기에 저가형 모델인 SE가 출시된 바 있고, 해당 모델은 1년 동안 2,147만대 판매되었다. 출하량 감소 속에서 모델의 추가는 일시적으로나마 증가 효과가 분명하고, 해당 수량을 유지할 수 있다면 충분히 고려해볼 만한 전략이라고 생각된다. 20년 하반기까지 소비자에게 교체수요를 야기할만한 뚜렷한 정책이 없어 서비스 다각화가 당분간 지속될 것으로 전망한다.

그림 40. Apple 지역별 점유율 현황



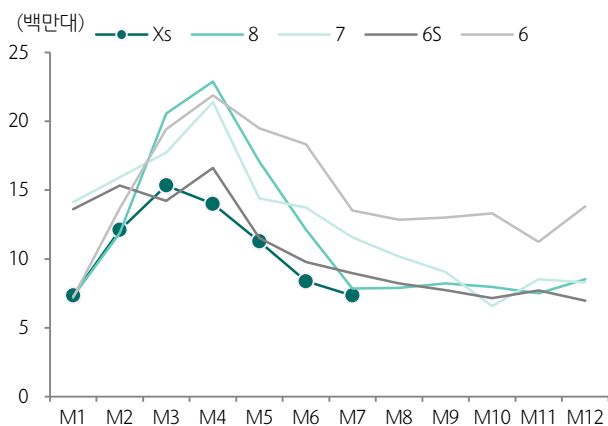
주: 19년 1분기 기준, 아시아는 중국, 인도 제외
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 41. Apple 스마트폰 지역별 비중 현황



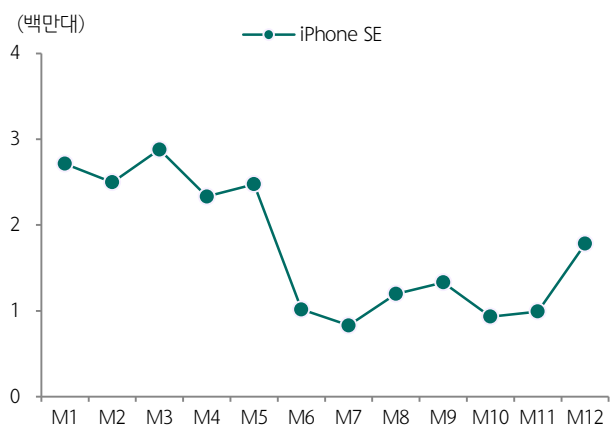
주: 19년 1분기 기준, 아시아는 중국, 인도 제외
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 42. Apple 모델별 출시 후 12개월 판매량 추이



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 43. iPhone SE 출시 후 12개월 판매량 추이



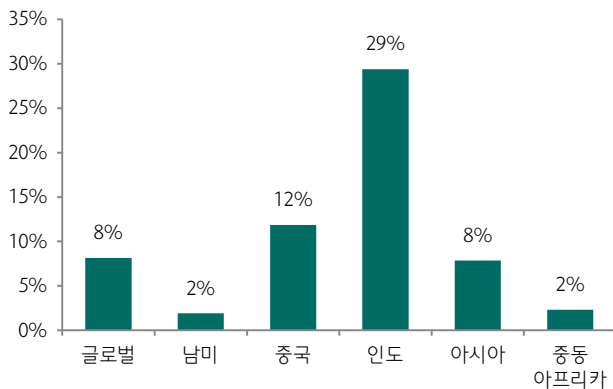
자료: Counterpoint, 하나금융투자

4) Xiaomi: 인도가 요충지

인도 외 지역에서 경쟁력 입증 필요

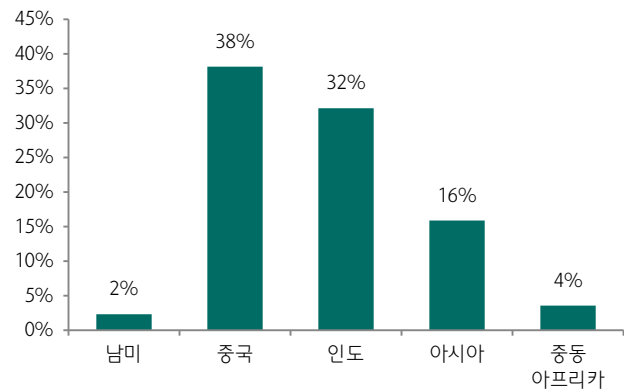
Xiaomi의 2019년 스마트폰 출하량은 1억 2,580만대로 전년대비 6% 증가할 것으로 전망한다. 2017년부터 인도에서 입지를 공고히 하며 출하량 반등에 성공했고, 이후에 안정적인 출하 성장을 지속중이다. 다만, 인도 외의 지역에서 존재감이 미미하다. 선진 시장인 북미, 유럽은 물론 개도국 시장인 중남미, 중동/아프리카 지역에서도 출하량이 미미하다. 결국, 2019년에는 인도에 의존한 출하량 성장이 가능할 것으로 전망된다. 19년 1분기 출하량은 2,780만대로 전년대비 1% 감소했다. 삼성전자는 M 시리즈 라인업 강화는 물론 인도를 제2의 생산기지로 육성할 계획으로, 향후 인도에서 삼성전자와의 경쟁이 치열해질 것으로 전망된다. Xiaomi 역시 이제까지 온라인 중심의 성공을 기반으로 오프라인 매장을 강화하는 등 점유율 수성에 총력을 예정이다. 인도 외 지역으로 판촉 활동을 강화함과 동시에 경쟁해야 하기 때문에 부담이 가중될 것으로 판단한다. 물모델인 Apple과 같이 중장기 방향성은 서비스 매출 강화에 있다.

그림 44. Xiaomi 지역별 점유율 현황



주: 19년 1분기 기준, 아시아는 중국, 인도 제외
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 45. Xiaomi 스마트폰 지역별 비중 현황



주: 19년 1분기 기준, 아시아는 중국, 인도 제외
자료: Counterpoint, 하나금융투자

표 10. Xiaomi 스마트폰 라인업

					
제품	Mi 9	Mi Mix 3	Redmi 7	Redmi Note 7	Pocophone F1
출시(예정)일	2019년 3월	2018년 11월	2019년 3월	2019년 1월	2018년 8월
가격	450 EUR	560 EUR	130 EUR	150 EUR	290 EUR
크기(mm)	74.7x157.5x7.6	74.7x157.9x8.5	75.6x158.7x8.5	75.2x159.2x8.1	75.3x155.5x8.8
무게	173g	218g	180g	186g	182g
AP	2.84GHz	2.8GHz	1.8GHz	2.2GHz	2.8GHz
Core	Octa	Octa	Octa	Octa	Octa
RAM	6GB/8GB	6GB/8GB	2GB/3GB	3GB/4GB	6GB/8GB
디스플레이	6.4" AMOLED	6.4" AMOLED	6.26" IPS LCD	6.3" IPS LCD	6.2" IPS LCD
해상도	1080x2340	1080x2340	720x1520	1080x2340	1080x2246
PPI	403	403	269	409	403
후면 카메라	48M+16M+12M	12M+12M	12M+2M	48M+5M	12M+5M
전면 카메라	20M	24M+2M	8M	13M	20M
배터리용량	3,300 mAh	3,200 mAh	4,000 mAh	4,000 mAh	4,000 mAh

자료: GSMArena, PhoneArena, 하나금융투자

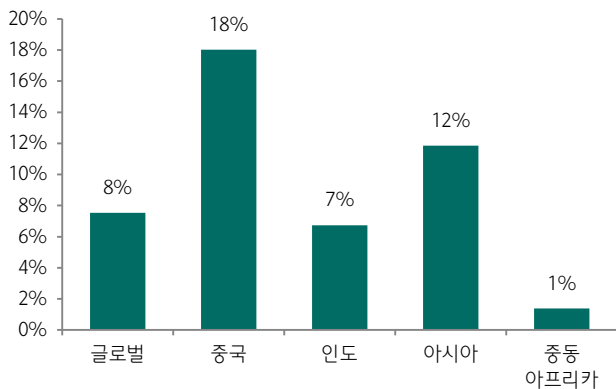
5) Oppo, Vivo: 아시아에서만 강한 BBK Group

Xiaomi와 동일한 고민

BBK 그룹은 Oppo, Vivo, OnePlus 브랜드로 스마트폰을 판매중이다.

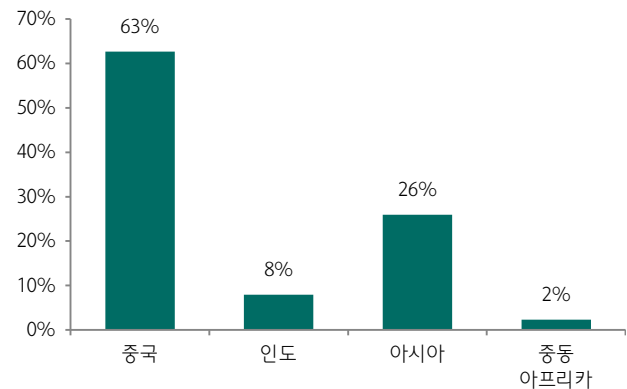
Oppo의 2019년 스마트폰 출하량은 전년대비 6% 증가한 1억 2,580만대로 전망된다. 2015년~2017년 고성장을 지속하다가 2018년 출하량이 정체되었다. Xiaomi의 초창기 돌풍 때와 유사한 점은 중국 기반으로 출하량이 폭발적으로 증가했다는 점이다. 차이점은 Xiaomi보다는 중국 의존도가 낮고, 아시아에서도 출하량이 양호하다는 점이다. 다만, 앞서 언급한 Xiaomi의 한계와 마찬가지로 아시아 지역에서만 경쟁력을 확보했고, 나머지 지역에서는 유의미한 점유율을 기록하지 못하고 있다. 결국 Oppo의 성공은 중국 내에서 군소 업체들의 쇠퇴와 아시아 시장의 성장을 같이 누렸기 때문이다. 향후 아시아 이외의 지역으로 진출이 필요하며, 이를 위한 판촉 활동 등으로 인해 비용 컨트롤이 중요할 것으로 판단된다.

그림 46. Oppo 지역별 점유율 현황



주: 19년 1분기 기준, 아시아는 중국, 인도 제외
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 47. Oppo 스마트폰 지역별 비중 현황



주: 19년 1분기 기준, 아시아는 중국, 인도 제외
자료: Counterpoint, 하나금융투자

표 11. Oppo 스마트폰 라인업

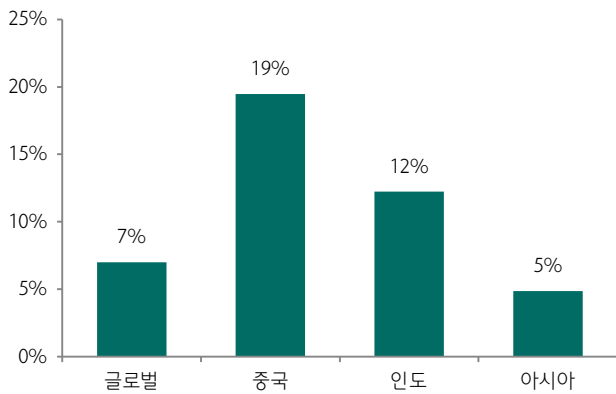
						
제품	R17	A9	F11	Find X	Reno	Realme 3
출시(예정)일	2018년 9월	2019년 4월	2019년 5월	2018년 7월	2019년 4월	2019년 3월
가격	460 EUR	190 EUR	250 EUR	600 EUR	500 EUR	120 EUR
크기(mm)	74.9x157.5x7.5	76.1x162x8.3	76.1x162x8.3	74.2x156.7x9.4	74.3x156.6x9	75.6x156.1x8.3
무게	182g	190g	188g	186g	185g	175g
AP Core	2.0GHz Octa	2.1GHz Octa	2.1GHz Octa	2.8GHz Octa	2.2GHz Octa	2.0GHz Octa
RAM	6GB/8GB	4GB/6GB	4GB/6GB	8GB	6GB/8GB	3GB/4GB
디스플레이 해상도	6.4" AMOLED 1080x2340	6.53" IPS LCD 1080x2340	6.53" IPS LCD 1080x2340	6.42" AMOLED 1080x2340	6.4" AMOLED 1080x2340	6.22" IPS LCD 720x1520
PPI	403	394	394	401	402	270
후면 카메라	16M+5M	16M+2M	48M+5M	16M+20M	48M+5M	13M+2M
전면 카메라	25M	16M	16M	25M	16M	13M
배터리용량	3,500 mAh	4,020 mAh	4,020 mAh	3,730 mAh	3,765 mAh	4,230 mAh

자료: CSMARena, PhoneArena, 하나금융투자

모델 라인업을 의외로 다양하게 구축하고 있는데, R(플래그십), A(중저가), F(카메라 강조), Find(하이엔드), Reno(신규 시리즈, 10배 줌 카메라 모델 출시), Realme(Redmi에서 영감을 얻어 인도에서 시작한 저가 라인업 브랜드) 등이 이에 해당한다.

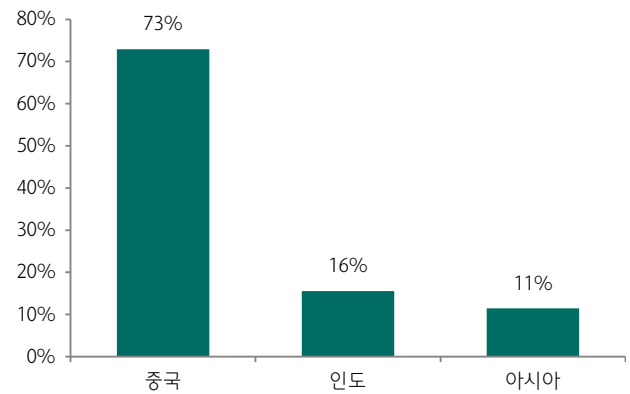
Vivo 역시 Xiaomi, Oppo와 동일한 상황이다. 2019년 출하량은 1억 1,090만대로 전년 대비 8% 증가할 전망이다. 인도를 포함한 아시아 지역의 성장률에 동반된 출하 성장으로 판단한다. 라인업으로 X(하이엔드), Y(중저가), Z(미드엔드), V(해외시장 주력), NEX, iQOO(중고가 서브 브랜드)를 운영중이다. 모든 부분들이 Oppo와 유사한 형태로 향후 두 업체간 잠식도 고민할 필요가 있다는 판단이다. 삼성전자 입장에서 Huawei를 제외하면 나머지 중국 기반 업체들이 아시아 지역에 국한되어 있는 점은 다행이다. 앞서 언급한 것처럼 삼성전자는 2019년을 대비해 A, M 시리즈를 재정비했는데, 현재까지 결과물은 양호한 것으로 파악된다.

그림 48. Vivo 지역별 점유율 현황



주: 19년 1분기 기준, 아시아는 중국, 인도 제외
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 49. Vivo 스마트폰 지역별 비중 현황



주: 19년 1분기 기준, 아시아는 중국, 인도 제외
자료: Counterpoint, 하나금융투자

표 12. Vivo 스마트폰 라인업

						
제품	X27	Y17	Z3	V15	NEX A	iQOO
출시(예정)일	2019년 3월	2019년 4월	2018년 10월	2019년 3월	2018년 6월	2019년 3월
가격	480 EUR	230 EUR	250 EUR	310 EUR	600 EUR	400 EUR
크기(mm)	74.3x157.7x9	76.8x159.4x8.9	75.6x156x8.1	75.9x161.2x8.5	77x162x8	75.2x157.7x8.5
무게	188g	191g	164g	190g	199g	180g
AP	2.2GHz	2.3GHz	2.0GHz	2.1GHz	2.2GHz	2.84GHz
Core	Octa	Octa	Octa	Octa	Octa	Octa
RAM	8GB	4GB	4GB/6GB	6GB	6GB	6GB/8GB/12GB
디스플레이	6.4" AMOLED	6.35" IPS LCD	6.3" IPS LCD	6.53" IPS LCD	6.6" AMOLED	6.4" AMOLED
해상도	1080x2340	720x1544	1080x2280	1080x2340	1080x2316	1080x2340
PPI	400	268	400	395	388	402
후면 카메라	48M+13M+5M	13M+8M+2M	16M+2M	24M+8M+5M	12M+5M	12M+13M+2M
전면 카메라	16M	20M	12M	32M	8M	12M
배터리용량	4,000 mAh	5,000 mAh	3,315 mAh	4,000 mAh	4,000 mAh	4,000 mAh

자료: GSMArena, PhoneArena, 하나금융투자

4. 하반기는 스마트폰 수요 회복과 5G가 핵심

업종 최선호주로 삼성전기, 와이솔, 대덕전자 제시

스마트폰 수요 회복과 5G 교집합

19년 하반기 최선호 종목으로 대형주 삼성전기, 중소형주 와이솔과 대덕전자를 추천한다. 스마트폰 수요 회복과 5G 수혜의 교집합 종목들로서 19년 하반기 실적 개선과 2020년 이후 기대감을 충족할 수 있다고 판단하기 때문이다. 삼성전기는 MLCC의 중장기 수요가 유효한 가운데 업황의 바닥 통과, 와이솔은 5G로 인한 Saw Filter의 물량 증가와 가격 상승, 대덕전자는 네트워크 장비와 단말기 모두 5G 수혜가 가능해 최선호주로 제시한다.

표 13. Top Picks 및 커버리지 주요 실적 및 투자지표

		삼성전기	와이솔	대덕전자	LG이노텍	LG전자	비에이치	해성디에스	서울반도체	아모렉
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
변경 여부		유지	신규	신규	유지	유지	유지	유지	유지	유지
목표주가 (원)		140,000	25,000	14,000	140,000	108,000	30,000	20,000	32,000	23,000
변경 여부		유지	신규	신규	유지	유지	유지	유지	유지	하향
매출액	18	8,193	434	592	7,982	61,342	768	363	1,194	253
(십억원)	19F	8,510	435	1,082	8,172	63,580	808	372	1,211	260
	20F	8,964	470	1,156	8,628	66,166	957	404	1,280	285
영업이익	18	1,018	54	35	264	2,703	91	27	95	11
(십억원)	19F	906	58	76	284	2,982	98	28	100	15
	20F	1,040	69	94	339	3,239	120	37	107	27
순이익	18	656	45	265	163	1,240	82	21	63	7
(십억원)	19F	606	51	79	111	1,696	85	22	70	14
	20F	702	54	89	170	1,864	100	29	70	19
EPS (원)	18	8,457	1,878	5,152	6,891	6,858	2,609	1,226	1,077	730
	19F	7,806	2,097	970	4,703	9,378	2,686	1,296	1,196	1,469
	20F	9,050	2,230	1,100	7,203	10,306	3,137	1,724	1,201	1,940
PER (x)	18	12.2	8.2	1.8	12.5	9.1	6.4	10.6	18.0	24.6
	19F	12.3	7.5	10.6	22.5	7.6	7.1	11.5	15.3	12.7
	20F	10.6	7.1	9.4	14.7	6.9	6.0	8.6	15.2	9.6
BPS (원)	18	64,017	11,026	12,633	89,515	79,068	7,579	11,549	11,430	20,260
	19F	70,848	12,878	13,340	93,918	86,218	10,113	12,545	12,346	21,636
	20F	78,922	14,864	14,193	101,038	95,772	13,267	13,969	13,268	23,450
PBR (x)	18	1.6	1.4	0.7	1.0	0.8	2.2	1.1	1.7	0.9
	19F	1.4	1.2	0.8	1.1	0.8	1.9	1.2	1.5	0.9
	20F	1.2	1.1	0.7	1.0	0.7	1.4	1.1	1.4	0.8
ROE (%)	18	14.5	18.9	35.2	8.0	9.0	47.9	11.0	10.1	3.7
	19F	11.9	18.0	7.8	5.1	11.4	37.1	10.8	10.3	7.0
	20F	12.4	16.4	8.3	7.4	11.4	31.0	13.0	9.6	8.6

자료: 각사, 하나금융투자

Top Picks

삼성전기 (009150)

30

와이솔 (122990)

34

대덕전자 (008060)

40

2019년 5월 21일

삼성전기(009150)

하반기 업황 회복과 5G 수혜

중국 스마트폰의 회복 가능성

삼성전기 컴포넌트솔루션 부분의 매출액이 18년 3분기 정점 이후에 18년 4분기, 19년 1분기 연속으로 전분기대비 감소했다. 중국 스마트폰을 필두로 IT 수요 부진했던 것이 주요인이며, 삼성전기 자체적인 생산라인 전환도 영향을 미쳤다. 중국 스마트폰 시장이 19년 2월을 저점으로 절대값 기준의 회복은 물론 전년동월대비 역성장폭이 축소되고 있다. Huawei의 19년 1분기 스마트폰 출하량이 전년동기대비 50% 증가해 일부 업체에 의한 일시적 회복 가능성도 상존한다. 다만, 19년 2월 스마트폰 판매 및 출하가 지난 6년간 최저치였고, 앞으로 이보다 낮은 수치를 볼 가능성은 낮을 것이다. 또한 전년동월대비 성장세가 3~4월 이후 지속되지 않더라도 10~20%의 강도 높은 역성장에서 벗어나는 방향성은 확실하다고 판단한다. 마지막으로 5G 단말기 출시에 따른 통신 사업자들의 보조금 확대 가능성도 상존해 하반기로 갈수록 긍정적인 데이터를 확인할 가능성이 높다.

5G 수혜도 잊지 말자

5G 단말기에는 MLCC 탑재량이 기존대비 2~30% 증가할 것으로 파악된다. RF 관련 칩의 성능 향상과 개수가 증가하기 때문에 상대적으로 고부가 MLCC 중심으로 공급이 이루어질 것으로 추정된다. 5G에 대응 가능한 안테나모듈 개발이 완료된 것으로 파악되어 19년 하반기부터 해당 부품 공급 가능성이 높다. 2019년보다는 2020년부터 실적 본격화가 가능할 전망이다. 매출액보다는 영업이익에 기여할 것으로 기대된다. 모듈 솔루션 사업부 안에서 통신모듈의 수익성이 저조했는데, 5G 안테나모듈은 상대적으로 양호한 영업이익률 실현이 가능할 것으로 전망되기 때문이다.

매크로 변수 제외하면 매수 적기

삼성전기에 대한 투자 의견 'BUY'와 목표주가 140,000원을 유지한다. 투자포인트는 1) 중국 스마트폰 바닥 통과 가능성 높아 MLCC 업황 회복으로 실적 증가 구간으로 진입하고, 2) 5G 단말기 본격화되면 MLCC와 5G 안테나모듈로 인한 수혜가 가능하며, 3) PBR 1.5~1.6배는 MLCC 중장기 수요 가시성 높아진 이후 저점에 해당한다. 커버리지 대형주 안에서 최선호주로 제시한다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 140,000원 | CP(5월20일): 95,900원

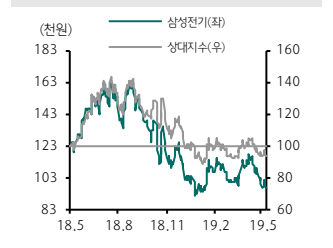
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,055.71
52주 최고/최저(원)	163,000/92,000
시가총액(십억원)	7,163.1
시가총액비중(%)	0.59
발행주식수(천주)	74,693.7
60일 평균 거래량(천주)	1,132.5
60일 평균 거래대금(십억원)	120.6
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	1.04
외국인지분율(%)	18.22
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 5인	23.98
국민연금	10.68
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(16.6) (12.0) (20.1)
상대	(10.1) (10.9) (4.3)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	8,596.8	9,431.2
영업이익(십억원)	939.2	1,176.5
순이익(십억원)	655.0	849.4
EPS(원)	8,055	10,470
BPS(원)	70,815	80,581

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	6,838.5	8,193.0	8,510.3	8,963.5	9,440.9
영업이익	십억원	306.2	1,018.1	905.5	1,039.7	1,095.0
세전이익	십억원	253.5	940.4	835.6	968.8	1,020.4
순이익	십억원	161.7	656.2	605.8	702.3	739.7
EPS	원	2,084	8,457	7,806	9,050	9,532
증감률	%	996.8	305.8	(7.7)	15.9	5.3
PER	배	47.98	12.24	12.28	10.60	10.06
PBR	배	1.77	1.62	1.35	1.22	1.10
EV/EBITDA	배	10.36	5.24	4.75	4.12	3.70
ROE	%	3.82	14.50	11.91	12.40	11.72
BPS	원	56,421	64,017	70,848	78,922	87,479
DPS	원	750	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

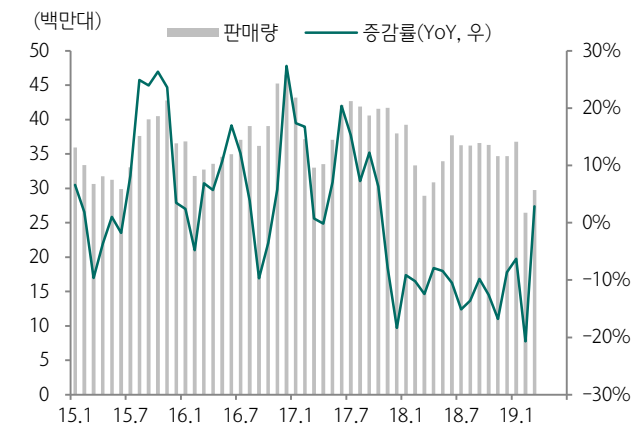
joonmin.lee@hanafn.com

중국 스마트폰 바닥 통과 가능성 높다

중국 스마트폰 19년 2월 저점으로
바닥 통과 가능성 대두

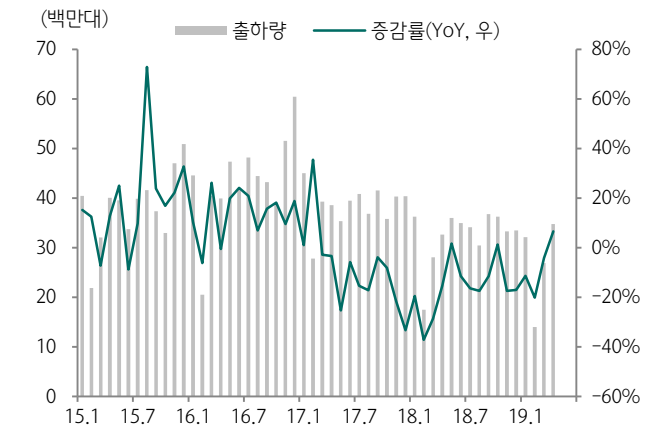
중국 스마트폰의 월별 출하, 판매 데이터가 19년 2월 저점으로 회복중에 있다. 절대값 기준으로 회복되는 것은 물론이고, 전년동월대비 역성장폭도 유의미하게 축소중이다. 19년 3월 카운터포인트에 의한 월별 판매와 19년 4월 중국 산업정보통신부에서 제공하는 월별 출하가 모두 전년동월대비 성장으로 전환했다. Huawei가 19년 1분기 전년동기대비 50% 증가했던 점을 감안하면, 일부 업체에 의한 일시적인 현상일 가능성도 배제할 수 없다. 다만, Huawei는 2019년 연간으로 전년대비 22% 증가하는 목표를 갖고 있어 하반기에도 해당 데이터에 꾸준히 기여할 것으로 판단된다. 중국 이동통신 업체의 보조금 확대 가능성도 상존하고 있어 하반기로 갈수록 중국 스마트폰 시장의 회복세가 확인될 것으로 전망한다. 그로 인해 전반적인 투자심리 개선이 가능할 것으로 기대된다.

그림 1. 중국 스마트폰 월별 판매 및 전년동기대비 증감률 추이



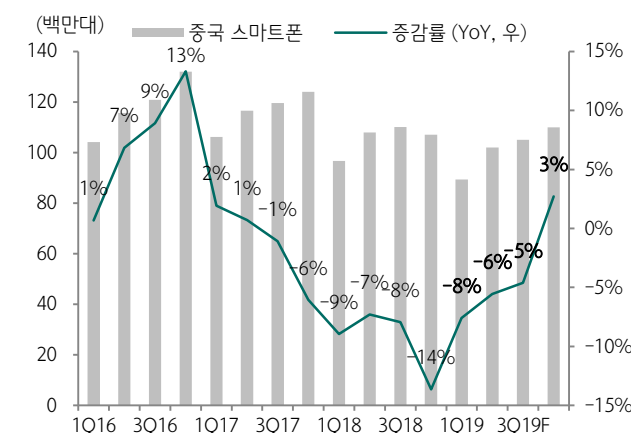
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 2. 중국 스마트폰 월별 출하 및 전년동기대비 증감률 추이



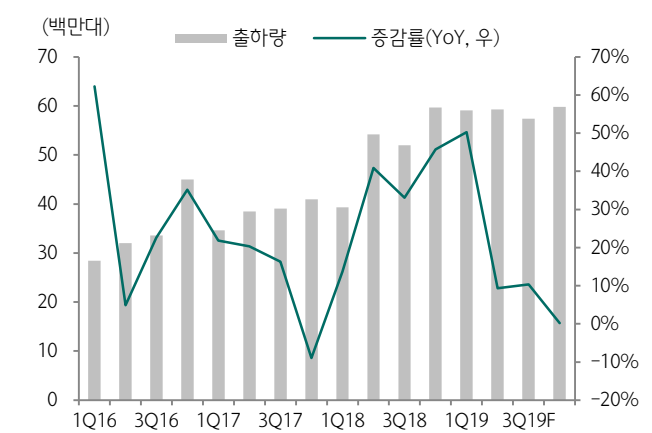
자료: 중국 산업정보통신부, 하나금융투자

그림 3. 중국 스마트폰 분기별 출하 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 4. Huawei 스마트폰 분기별 출하량 추이 및 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

하반기 MLCC 업황 회복에 대한 Taiyo Yuden의 코멘트

전장향 전장기 수요 여전히 우호
하반기 IT 수요 회복에 관건

일본 업체인 Taiyo-Yuden이 MLCC 업체 중에서는 마지막으로 지난 5월 14일 실적을 발표했다. 연간 캐패시터 부문의 매출액을 전년대비 10% 증가한다고 가장 긍정적인 전망치를 제시했다. 4~6월 가동률 90~95%를 유지하며 재고 30억엔을 쌓는데, 이는 하반기 수요 대응을 위해서라고 언급했다. 하반기 수요 회복에 대한 준비를 구체적인 숫자를 통해 언급해 MLCC 업황 회복에 대한 가시성을 높여준 것으로 판단한다. 삼성전기의 컴포넌트 솔루션 실적도 19년 1분기를 저점으로 우상향할 것으로 추정되기에 매수 적기라는 판단이다.

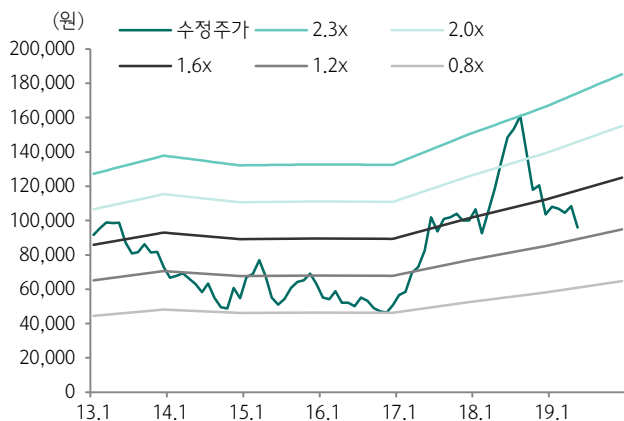
표 1. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	2,018.8	1,809.8	2,366.3	1,998.2	2,130.5	2,022.0	2,303.7	2,054.0	8,193.1	8,510.3	8,963.5
증감률 (YoY)	28.5%	6.5%	28.5%	16.4%	5.5%	11.7%	-2.6%	2.8%	20.0%	3.9%	5.3%
증감률 (QoQ)	17.6%	-10.4%	30.8%	-15.6%	6.6%	-5.1%	13.9%	-10.8%			
컴포넌트 솔루션	753.0	868.6	1,026.8	896.1	836.3	861.5	939.7	846.2	3,544.5	3,483.8	3,702.3
모듈 솔루션	899.8	611.9	885.1	687.3	951.2	814.2	898.0	769.1	3,084.1	3,432.5	3,569.7
기판 솔루션	357.1	299.5	432.4	381.8	328.9	321.6	442.6	414.9	1,470.8	1,508.0	1,600.8
영업이익	154.0	206.8	405.0	252.3	190.3	209.1	281.1	225.0	1,018.1	905.5	1,039.7
증감률 (YoY)	484.4%	194.8%	292.4%	136.3%	23.5%	1.1%	-30.6%	-10.8%	232.2%	-11.1%	14.8%
증감률 (QoQ)	44.3%	34.3%	95.8%	-37.7%	-24.6%	9.9%	34.5%	-20.0%			
컴포넌트 솔루션	173.3	256.1	393.0	299.2	201.6	207.9	240.1	208.6	1,121.5	858.3	915.0
모듈 솔루션	10.7	1.1	48.2	15.1	64.2	50.8	60.3	43.9	75.1	219.2	226.2
기판 솔루션	-30.0	-50.3	-36.2	-62.0	-75.5	-49.7	-19.3	-27.5	-178.5	-172.0	-101.6
영업이익률	7.6%	11.4%	17.1%	12.6%	8.9%	10.3%	12.2%	11.0%	12.4%	10.6%	11.6%
컴포넌트 솔루션	23.0%	29.5%	38.3%	33.4%	24.1%	24.1%	25.6%	24.7%	31.6%	24.6%	24.7%
모듈 솔루션	1.2%	0.2%	5.4%	2.2%	6.7%	6.2%	6.7%	5.7%	2.4%	6.4%	6.3%
기판 솔루션	-8.4%	-16.8%	-8.4%	-16.2%	-23.0%	-15.4%	-4.4%	-6.6%	-12.1%	-11.4%	-6.3%

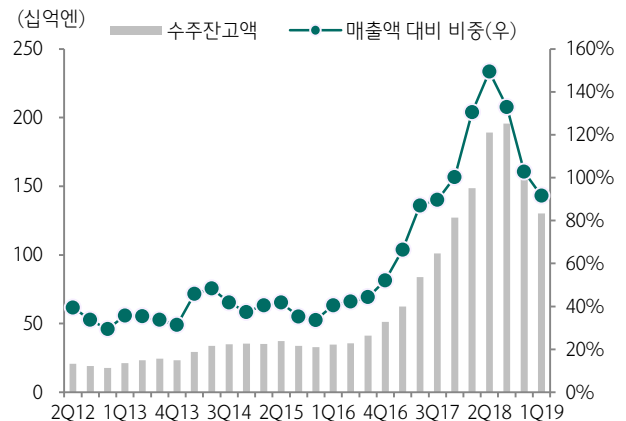
자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 5. 삼성전기의 PBR 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 6. Murata 캐패시터 부문 수주잔고액 추이



자료: Murata, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,838.5	8,193.0	8,510.3	8,963.5	9,440.9
매출원가	5,430.1	5,805.5	6,284.6	6,624.9	6,977.8
매출총이익	1,408.4	2,387.5	2,225.7	2,338.6	2,463.1
판매비	1,102.2	1,369.4	1,320.1	1,299.0	1,368.2
영업이익	306.2	1,018.1	905.5	1,039.7	1,095.0
금융손익	(55.1)	(77.3)	(72.6)	(75.2)	(79.3)
종속/관계기업손익	8.0	7.2	0.0	7.9	7.5
기타영업외손익	(5.6)	(7.5)	2.6	(3.5)	(2.8)
세전이익	253.5	940.4	835.6	968.8	1,020.4
법인세	76.3	255.4	209.3	242.2	255.1
계속사업이익	177.3	685.0	626.3	726.6	765.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	177.3	685.0	626.3	726.6	765.3
비지배주주지분 손익	15.5	28.8	20.5	24.4	25.6
지배주주순이익	161.7	656.2	605.8	702.3	739.7
지배주주지분포괄이익	29.4	629.8	587.2	681.2	717.5
NOPAT	214.1	741.6	678.7	779.7	821.3
EBITDA	936.8	1,754.5	1,728.3	1,889.0	1,935.9
성장성(%)					
매출액증가율	13.4	19.8	3.9	5.3	5.3
NOPAT증가율	1,130.5	246.4	(8.5)	14.9	5.3
EBITDA증가율	48.1	87.3	(1.5)	9.3	2.5
영업이익증가율	1,154.9	232.5	(11.1)	14.8	5.3
(지배주주)순이익증가율	1,000.0	305.8	(7.7)	15.9	5.3
EPS증가율	996.8	305.8	(7.7)	15.9	5.3
수익성(%)					
매출총이익률	20.6	29.1	26.2	26.1	26.1
EBITDA이익률	13.7	21.4	20.3	21.1	20.5
영업이익률	4.5	12.4	10.6	11.6	11.6
계속사업이익률	2.6	8.4	7.4	8.1	8.1

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,084	8,457	7,806	9,050	9,532
BPS	56,421	64,017	70,848	78,922	87,479
CFPS	13,415	25,905	22,167	24,127	24,571
EBITDAPS	12,072	22,609	22,271	24,342	24,947
DPS	88,124	105,579	109,667	115,508	121,660
DPS	750	1,000	1,000	1,000	1,000
주기지표(배)					
PER	48.0	12.2	12.3	10.6	10.1
PBR	1.8	1.6	1.4	1.2	1.1
PCFR	7.5	4.0	4.3	4.0	3.9
EV/EBITDA	10.4	5.2	4.7	4.1	3.7
PSR	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
재무비율(%)					
ROE	3.8	14.5	11.9	12.4	11.7
ROA	2.1	8.0	6.8	7.4	7.2
ROIC	4.2	12.8	11.0	12.2	12.6
부채비율	79.3	74.8	65.3	62.2	54.6
순부채비율	46.2	24.4	14.4	5.7	(4.5)
이자보상배율(배)	4.6	11.3	9.8	11.2	11.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,478.8	3,525.3	3,901.4	4,631.7	5,260.2
금융자산	567.7	1,246.0	1,516.6	2,124.0	2,623.0
현금성자산	444.6	1,002.4	1,266.2	1,860.3	2,345.2
매출채권 등	913.5	1,061.4	1,194.4	1,258.0	1,325.0
재고자산	918.9	1,115.6	1,085.7	1,143.5	1,204.4
기타유동자산	78.7	102.3	104.7	106.2	107.8
비유동자산	5,288.6	5,119.6	5,158.8	5,304.9	5,269.7
투자자산	823.2	250.1	102.0	107.4	113.1
금융자산	769.9	39.0	40.1	42.2	44.5
유형자산	4,154.7	4,558.0	4,774.6	4,939.3	4,918.1
무형자산	149.5	162.5	133.1	109.1	89.4
기타비유동자산	161.2	149.0	149.1	149.1	149.1
자산총계	7,767.4	8,644.9	9,060.1	9,936.6	10,529.9
유동부채	2,454.1	2,509.6	2,486.9	2,599.4	2,589.8
금융부채	1,671.3	1,394.0	1,344.5	1,404.5	1,339.5
매입채무 등	752.1	927.0	952.9	1,003.6	1,057.1
기타유동부채	30.7	188.6	189.5	191.3	193.2
비유동부채	981.8	1,188.8	1,092.4	1,209.5	1,126.9
금융부채	897.6	1,060.1	960.1	1,070.1	980.1
기타비유동부채	84.2	128.7	132.3	139.4	146.8
부채총계	3,435.9	3,698.4	3,579.3	3,808.9	3,716.7
지배주주지분	4,231.7	4,821.1	5,351.1	5,977.7	6,641.7
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	335.3	355.2	355.2	355.2	355.2
이익잉여금	2,609.8	3,179.3	3,709.4	4,336.0	5,000.0
비지배주주지분	99.8	125.4	129.7	150.0	171.5
자본총계	4,331.5	4,946.5	5,480.8	6,127.7	6,813.2
순금융부채	2,001.2	1,208.2	788.0	350.6	(303.4)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	717.7	1,558.7	1,459.3	1,597.6	1,625.3
당기순이익	177.3	685.0	626.3	726.6	765.3
조정	805.7	1,243.5	908.0	934.3	926.7
감가상각비	630.6	736.4	822.7	849.3	840.9
외환거래손익	(7.0)	8.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(8.0)	(7.2)	(7.2)	(7.9)	(7.5)
기타	190.1	505.5	92.5	92.9	93.3
영업활동 자산부채 변동	(265.3)	(369.8)	(75.0)	(63.3)	(66.7)
투자활동 현금흐름	(1,232.3)	(698.1)	(877.8)	(1,004.9)	(816.4)
투자자산감소(증가)	32.7	580.3	155.3	(1.6)	(2.3)
유형자산감소(증가)	(1,384.7)	(1,163.6)	(1,010.0)	(990.0)	(800.0)
기타	119.7	(114.8)	(23.1)	(13.3)	(14.1)
재무활동 현금흐름	196.1	(235.8)	(317.7)	1.4	(323.9)
금융부채증가(감소)	125.3	(114.8)	(149.5)	170.0	(155.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	118.7	(60.5)	(92.5)	(92.9)	(93.2)
배당지급	(47.9)	(60.5)	(75.7)	(75.7)	(75.7)
현금의 증감	(318.5)	557.8	263.8	594.1	485.0
Unlevered CFO	1,041.0	2,010.3	1,720.2	1,872.2	1,906.7
Free Cash Flow	(758.6)	363.5	449.3	607.6	825.3

2019년 5월 21일

와이솔(122990)

5G 수혜가 다가온다

Saw Filter 전문업체로 이동통신 발전에 동반

와이솔은 휴대폰에 탑재되는 Saw Filter와 그 모듈을 주력으로 생산하는 업체이다. Saw Filter는 스마트폰에 들어오는 통신 관련 주파수 중에 특정 주파수는 통과시키고, 나머지 주파수는 차단 및 감쇄하는 RF 부품이다. 이동통신방식이 3G, 4G로 발전함에 따라 Saw Filter의 개수 및 요구사항이 상향되면서, 실적이 증가해 왔다. 5G 표준화 및 본격 상용화가 되면, 와이솔에게 다시 한번 성장의 기회가 제공될 것으로 전망된다. 5G 고주파에 대응하기 위해 일부 Saw Filter의 수량 증가와 가격 상승이 예상되고, 와이솔은 해당 부품의 공급이 가능한 것으로 파악된다.

5G 도입으로 물량과 가격 모두 수혜

와이솔의 2019년 매출액은 4,348억원으로 전년대비 0.3%, 영업이익은 578억원으로 전년대비 8% 증가할 전망이다. 매출액 정체는 RF모듈 사업(2017년 매출액 640억원) 매각에 따른 외형 감소가 원인이고, 해당 사업부가 적자였기 때문에 이익은 증가할 것으로 추정된다. 사업부 매각에도 불구하고 전년과 유사한 수준의 매출액 달성이 가능한 이유는 아직 물량은 적지만, 5G 단말기 출시로 대량 탑재되는 Saw Filter의 수량과 가격이 모두 수혜를 입기 때문이다. 5G 대응 위해 TC-Saw와 Baw Filter가 필요한 것으로 파악되며, 와이솔은 TC-Saw를 공급중이고, Baw Filter는 고객사 인증을 받기 위해 개발중에 있다.

5G 도입에 따른 확실한 수혜주

와이솔에 대한 투자 의견 'BUY'와 목표주가 25,000원으로 커버리지를 개시한다. 와이솔의 투자포인트는 1) 5G 도입에 따른 Saw Filter의 수량, 가격 수혜가 가능한 업체이고, 2) 중국 스마트폰향 매출비중 30%에 달해 해당 시장 수량 증가 및 향후 5G 단말기 출시에 따른 외형 성장이 기대되기 때문이다. 2020년 이후 외형성장이 기대되는 시점에서 PER 7.49배로 역사적 PER밴드 평균 8.6배를 하회하고 있어 밸류에이션 매력 확보했다는 판단이다.

Top Picks

BUY(신규)

| TP(12M): 25,000원(신규) | CP(5월20일): 15,700원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	702.08
52주 최고/최저(원)	19,950/12,300
시가총액(십억원)	379.3
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	24,156.9
60일 평균 거래량(천주)	535.7
60일 평균 거래대금(십억원)	9.2
19년 배당금(원)	250
19년 배당수익률(예상,%)	1.59
외국인지분율(%)	14.41
주요주주 지분율(%)	
대덕전자 외 3인	23.01
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(10.3) (1.6) 12.5
상대	(2.6) (3.1) 39.4

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	454.7	496.5
영업이익(십억원)	55.8	62.2
순이익(십억원)	48.6	54.1
EPS(원)	1,944	2,161
BPS(원)	12,908	15,082

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	446.1	433.6	434.8	469.7	507.4
영업이익	십억원	52.6	53.6	57.8	69.2	74.7
세전이익	십억원	49.7	55.4	62.2	66.2	71.5
순이익	십억원	44.6	45.3	50.7	53.9	58.2
EPS	원	1,928	1,878	2,097	2,230	2,409
증감률	%	33.6	(2.6)	11.7	6.3	8.0
PER	배	7.34	8.23	7.49	7.04	6.52
PBR	배	1.51	1.40	1.22	1.06	0.92
EV/EBITDA	배	3.48	3.75	1.40	1.13	0.79
ROE	%	23.62	18.89	17.96	16.41	15.38
BPS	원	9,388	11,026	12,878	14,864	17,029
DPS	원	238	250	250	250	250



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

joonmin.lee@hanafn.com

Valuation: Target PER 11.4배 적용해 목표주가 25,000원 제시

와이솔의 목표주가 25,000원은 12m Forward EPS 2,230원에 Target PER 11.4배를 적용해서 산출했다. PER 11.4배는 근 5년간 와이솔의 PER 밴드 평균과 최고의 중간값에 해당한다. 4G 단말기 상용화 이후인 2014~2015년 실적 증가를 달성하며 PER 13배에 도달한 바 있다. 이후 3년간 외형성장의 정체 속에서 PER 6~9배의 낮은 멀티플에 갇혀 있었다. 2019년은 5G 단말기가 출시되는 원년이고, 2020년 이후 5G 단말기 수량 증가로 외형성장 및 증익 가능성이 높다는 판단이다. 현재 12m Forward PER 7.04배로 59%의 상승여력 있다는 판단이며, 5G 수혜를 실적으로 증명하는 초입기에는 재차 최고 멀티플 도달도 가능할 것으로 기대된다.

표 1. 와이솔의 Valuation

		비교
EPS (원)	2,182	12m forward 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)	24,876	
목표주가 (원)	25,000	
현재주가 (원)	15,700	2019.05.20 종가 기준
상승여력 (%)	59.2	

자료: 하나금융투자

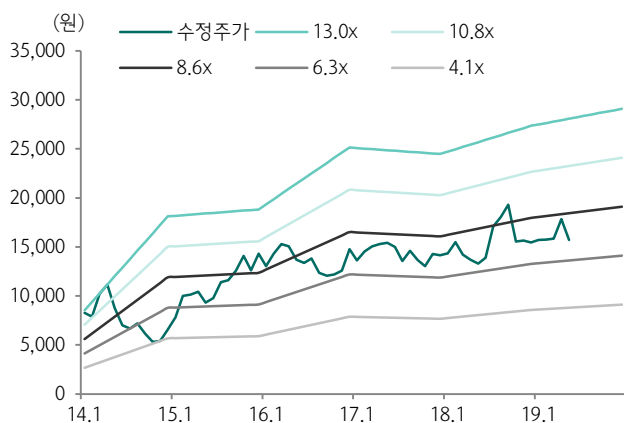
표 2. 역사적 PER 밴드

(단위: 배)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
PER (연말)	11.2	10.3	10.2	7.3	8.2	9.1	8.6
PER (최고)	19.8	10.7	11.2	8.6	10.8	9.2	8.7
PER (평균)	12.9	7.9	9.2	7.5	8.1	7.8	7.3
PER (최저)	7.8	4.6	7.5	6.6	6.4	6.8	6.4

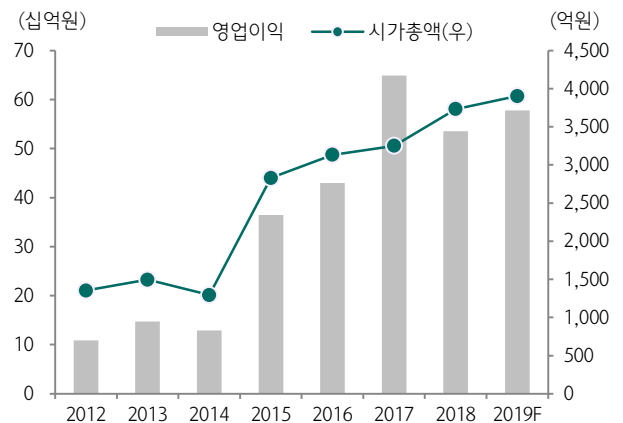
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 1. 와이솔의 PER 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 와이솔의 영업이익 vs 시가총액 추이



자료: 와이솔, 하나금융투자

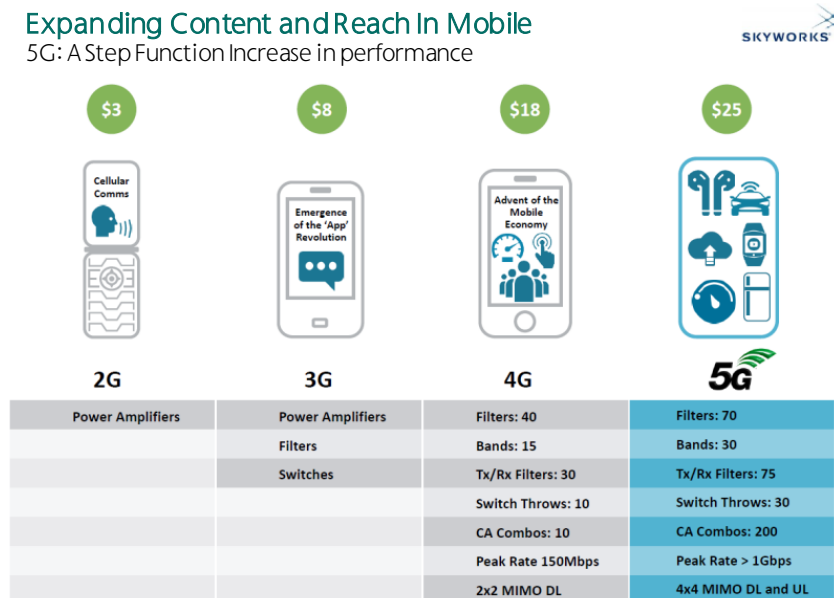
5G 단말기 도입으로 수량, 가격 모두 수혜

Filter의 개수 증가

와이솔의 주력 아이템인 Saw Filter는 주파수를 통과, 차단시키는 RF부품으로 이동통신방식의 발전에 동반된다. 3G에서 4G로 변경될 당시에 휴대폰에 탑재되는 Saw Filter 개수가 증가했는데, 금번 5G 도입시에도 그 개수가 증가할 것으로 전망된다. 5G의 고대역 주파수를 위해 증가되는 Filter 중에 일부는 Baw Filter로 대응해야 하는 것으로 파악된다. 다만, Baw Filter뿐만 아니라 TC Saw도 필요하며, 와이솔은 해당 부품이 공급 가능해 수혜가 가능할 것으로 기대된다. 뿐만 아니라 내열성이 우수한 TC Saw는 기존 Filter대비 가격도 상승하기 때문에 물량과 가격 모두 플러스 효과를 기대할 수 있다. 삼성전자의 5G 단말기 출하량은 2019년 500만대 미만에서 2020년 2,000만대 이상으로 증가할 것으로 전망되어 와이솔의 실적에도 기여 가능하다는 판단이다.

그림 3. 이동통신 방식의 진화에 따른 단말기 내 탑재 부품수 변화

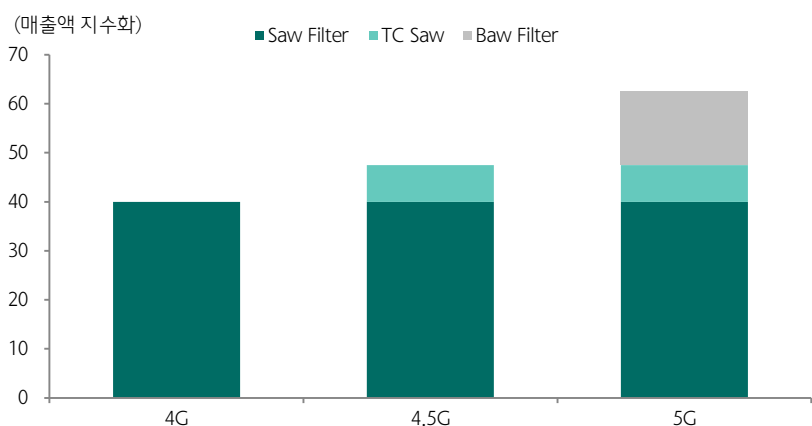
이동통신 방식의 진화에 따라
단말기 내 탑재되는 부품 수가 증가



자료: Sky Works

그림 4. 삼성전자 5G 단말기에 따른 Filter 매출액 도식화

5G 도입에 따라 단가 높은
Filter 탑재



자료: 하나금융투자

적사 사업부인 IoT 모듈 정리해 수익성 개선 전망

적자사업부 매각 결정

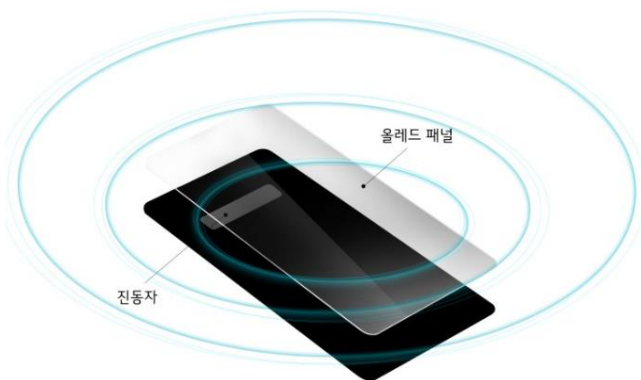
와이솔은 19년 3월 11일 IoT사업부를 6월 30일에 매각한다고 공시했다. 해당 사업부의 2017년 매출액은 640억원으로 전사에서 16%의 비중을 차지한다. 국내와 베트남 법인 모두를 현금 150억원으로 양도 예정이다. 가전을 중심으로 사물인터넷 기기향 블루투스, Wi-Fi 모듈 등을 주력으로 영위했으나, 적자가 지속되었던 것이 매각의 주요인인 것으로 추정된다. 매각대금은 5G 대응을 위해 Baw Filter의 연구개발 등에 활용될 것으로 예상된다. 사업부 매각으로 2019년 연간 매출액은 감소하겠지만, 수익성은 개선될 것으로 전망한다.

피에조 스피커는 인피니티 디스플레이 구현에 용이

신성장 동력: 피에조 스피커

와이솔은 신규 아이템으로 피에조스피커를 19년 1분기부터 공급하기 시작했다. 피에조스피커는 디스플레이에서 사운드를 낼 수 있게 해주는 것으로 OLED패널에 탑재된다. BLU가 없는 OLED패널 내부에 탑재되어 화면 전면을 스피커의 진동판으로 활용해 소리를 낸다. 스마트폰 업체들이 무베젤을 추구하는 가운데, 수화기 역할을 하는 리시버 구멍이 필요 없어 궁극의 인피니티 디스플레이를 구현할 수 있는 기술이기도 하다. 삼성디스플레이, LG디스플레이 모두 OLED패널을 스피커로 활용하는 기술을 소개한 바 있어 향후 다양한 고객사에게 탑재될 경우, 와이솔에게 수혜가 될 것으로 기대된다. 디스플레이의 변화 및 진화에 동반되는 기술로서 향후 실적에 기여할 경우, 실적 업사이드 여력 상존한다.

그림 5. 크리스탈 사운드의 원리



자료: LG전자, 하나금융투자

그림 6. 수화기 리시버가 없는 LG G8 ThinQ



자료: LG전자, 하나금융투자

2019년도 종지만, 5G에 의한 실적은 2020년부터 본격화

5G 수혜로

2019년보다 2020년 실적 증가 기대

와이솔의 2019년 매출액은 4,348억원으로 전년대비 0.3% 증가하고, 영업이익은 578억원으로 전년대비 8% 증가할 전망이다. 매출액 정체는 RF모듈 사업(2017년 매출액 640억원) 매각에 따른 외형 감소가 원인이고, 해당 사업부가 적자였기 때문에 이익은 증가할 것으로 추정된다. 사업부 매각에도 불구하고 전년과 유사한 수준의 매출액 달성이 가능한 이유는 1) 단가가 양호한 Saw Filter 모듈 비중 확대와 2) 5G 단말기에 탑재되는 Saw Filter의 수량과 가격이 모두 수혜를 입기 때문이다. 특히 5G에 의한 수혜는 2020년부터 본격화될 것으로 전망되며, Baw Filter 공급이 확정된다면 실적 상향은 물론 밸류에이션 할증도 가능할 것으로 판단된다.

표 3. 와이솔의 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	101.6	115.7	119.7	96.6	94.3	112.2	122.8	105.5	433.5	434.8	469.7
YoY	-13.7%	15.0%	-2.5%	-17.7%	-7.2%	-3.0%	2.6%	9.2%	-5.4%	0.3%	8.0%
QoQ	-13.5%	13.8%	3.5%	-19.3%	-2.4%	19.0%	9.5%	-14.1%			
Saw Filter	48.4	55.5	56.6	47.9	46.8	53.1	63.3	55.7	208.4	218.8	256.9
Filter Module	44.9	50.2	46.6	45.0	45.5	57.1	59.5	49.8	186.7	212.0	212.9
RF Module	8.3	10.0	16.5	3.7	2.0	2.0	0.0	0.0	38.4	4.0	0.0
영업이익	11.7	14.3	21.6	6.0	6.6	13.9	23.3	14.0	53.5	57.8	69.2
YoY	1.0%	44.1%	77.8%	-80.8%	-43.4%	-2.5%	8.0%	132.6%	-17.5%	7.9%	19.7%
QoQ	-62.6%	21.8%	51.2%	-72.1%	10.2%	110.0%	67.6%	-40.0%			
영업이익률	11.5%	12.3%	18.0%	6.2%	7.0%	12.4%	19.0%	13.2%	12.3%	13.3%	14.7%

자료: 와이솔, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	446.1	433.6	434.8	469.7	507.4
매출원가	349.5	327.8	324.3	343.0	370.5
매출총이익	96.6	105.8	110.5	126.7	136.9
판매비	44.0	52.1	52.8	57.6	62.2
영업이익	52.6	53.6	57.8	69.2	74.7
금융손익	(1.5)	(2.1)	(4.3)	(1.2)	2.0
종속/관계기업손익	(0.1)	(0.8)	0.4	0.4	0.5
기타영업외손익	(1.3)	4.8	8.2	(2.2)	(5.8)
세전이익	49.7	55.4	62.2	66.2	71.5
법인세	5.1	10.1	11.4	12.2	13.1
계속사업이익	44.5	45.4	50.8	54.0	58.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	44.5	45.4	50.8	54.0	58.3
비지배주주지분 손익	(0.1)	0.1	0.1	0.1	0.1
지배주주순이익	44.6	45.3	50.7	53.9	58.2
지배주주지분포괄이익	42.6	45.1	50.7	53.9	58.2
NOPAT	47.1	43.9	47.2	56.5	61.0
EBITDA	90.5	96.6	187.1	166.8	156.6
성장성(%)					
매출액증가율	2.4	(2.8)	0.3	8.0	8.0
NOPAT증가율	28.3	(6.8)	7.5	19.7	8.0
EBITDA증가율	17.7	6.7	93.7	(10.8)	(6.1)
영업이익증가율	22.3	1.9	7.8	19.7	7.9
(지배주주)순이익증가율	38.5	1.6	11.9	6.3	8.0
EPS증가율	33.6	(2.6)	11.7	6.3	8.0
수익성(%)					
매출총이익률	21.7	24.4	25.4	27.0	27.0
EBITDA이익률	20.3	22.3	43.0	35.5	30.9
영업이익률	11.8	12.4	13.3	14.7	14.7
계속사업이익률	10.0	10.5	11.7	11.5	11.5

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,928	1,878	2,097	2,230	2,409
BPS	9,388	11,026	12,878	14,864	17,029
CFPS	4,029	4,221	8,019	6,810	6,228
EBITDAPS	3,907	4,008	7,745	6,906	6,484
SPS	19,262	17,982	18,000	19,444	21,003
DPS	238	250	250	250	250
주기지표(배)					
PER	7.3	8.2	7.5	7.0	6.5
PBR	1.5	1.4	1.2	1.1	0.9
PCFR	3.5	3.7	2.0	2.3	2.5
EV/EBITDA	3.5	3.8	1.4	1.1	0.8
PSR	0.7	0.9	0.9	0.8	0.7
재무비율(%)					
ROE	23.6	18.9	18.0	16.4	15.4
ROA	13.9	12.7	12.7	11.8	11.4
ROIC	24.7	20.0	22.6	34.3	41.9
부채비율	56.5	42.8	40.1	37.9	31.5
순부채비율	(4.5)	(3.9)	(38.6)	(54.3)	(63.1)
이자보상배율(배)	23.5	33.5	9.0	9.6	10.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	143.4	131.3	250.8	337.5	397.1
금융자산	63.7	58.9	171.6	252.0	304.8
현금성자산	59.9	57.5	170.1	250.4	303.0
매출채권 등	49.6	37.5	40.9	44.2	47.7
재고자산	29.3	33.5	36.6	39.5	42.7
기타유동자산	0.8	1.4	1.7	1.8	1.9
비유동자산	199.7	239.3	175.6	148.6	135.4
투자자산	8.6	7.6	8.3	9.0	9.7
금융자산	7.0	6.7	7.3	7.9	8.5
유형자산	172.8	213.9	153.5	127.1	113.6
무형자산	6.0	5.9	2.0	0.7	0.2
기타비유동자산	12.3	11.9	11.8	11.8	11.9
자산총계	343.1	370.6	426.4	486.1	532.5
유동부채	113.3	106.0	109.2	120.0	119.0
금융부채	46.0	45.3	43.4	49.3	42.9
매입채무 등	59.1	52.3	57.1	61.7	66.7
기타유동부채	8.2	8.4	8.7	9.0	9.4
비유동부채	10.5	5.2	12.9	13.7	8.7
금융부채	7.8	3.3	10.9	11.5	6.3
기타비유동부채	2.7	1.9	2.0	2.2	2.4
부채총계	123.8	111.1	122.1	133.7	127.7
지배주주지분	219.6	259.7	304.4	352.4	404.7
자본금	11.5	12.1	12.1	12.1	12.1
자본잉여금	68.7	69.8	69.8	69.8	69.8
자본조정	(5.9)	(6.3)	(6.3)	(6.3)	(6.3)
기타포괄이익누계액	(2.2)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
이익잉여금	147.6	186.5	231.2	279.2	331.5
비지배주주지분	(0.3)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.1
자본총계	219.3	259.5	304.3	352.4	404.8
순금융부채	(9.8)	(10.2)	(117.4)	(191.2)	(255.5)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	84.6	87.4	178.1	150.4	137.6
당기순이익	44.5	45.4	50.8	54.0	58.3
조정	39.2	47.5	128.6	97.6	80.6
감가상각비	37.9	43.1	129.3	97.7	81.9
외환거래손익	1.9	1.9	0.0	0.6	(0.5)
지분법손익	0.0	0.0	(0.4)	(0.4)	(0.5)
기타	(0.6)	2.5	(0.3)	(0.3)	(0.3)
영업활동 자산부채 변동	0.9	(5.5)	(1.3)	(1.2)	(1.3)
투자활동 현금흐름	(56.4)	(79.7)	(65.4)	(71.0)	(67.8)
투자자산감소(증가)	(4.1)	1.8	(0.3)	(0.2)	(0.2)
유형자산감소(증가)	(58.2)	(81.6)	(65.0)	(70.0)	(68.0)
기타	5.9	0.1	(0.1)	(0.8)	0.4
재무활동 현금흐름	(12.2)	(10.2)	(0.3)	0.6	(17.4)
금융부채증가(감소)	(30.7)	(5.1)	5.6	6.5	(11.5)
자본증가(감소)	24.6	1.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.1)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(5.0)	(5.7)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
현금의 증감	18.0	(2.4)	112.6	80.2	52.7
Unlevered CFO	93.3	101.8	193.7	164.5	150.5
Free Cash Flow	17.7	1.4	113.1	80.4	69.6

2019년 5월 21일

대덕전자(008060)

5G로 기회 얻는 종합 기판 업체

반도체 + 카메라 + 자동차 + 통신장비

대덕전자는 반도체 패키징 기판, 카메라모듈용 RF-PCB, 스마트폰 메인기판, 통신장비 및 자동차용 MLB(Multi Layer Board: 다층 기판)를 제조하는 종합 기판 업체이다. 모바일에 대한 비중이 높긴 하지만, 통신장비와 자동차용 비중이 각각 11%, 6%에 달한다. 패키징 기판은 모바일, PC 등에 공급중인데, 메모리와 비메모리 비중이 75:25 정도이며, 4천억 중반의 매출을 일으키고 있다. 카메라모듈용 RF-PCB는 국내 1위 업체로 스마트폰의 멀티카메라 추세에 따라 해당 부품의 단가도 상승중에 있다. 두 아이템의 전사 매출 비중은 각각 41%, 33%로 안정적인 매출과 높은 수익성을 시현하고 있어 대덕전자 실적의 든든한 기반이다.

5G 시대 도래로 수혜 가능한 부품 다수 보유

스마트폰 메인기판이 SLP로 진화하고 있는데, 5G 단말기 도입을 이를 가속화시킬 것으로 기대된다. SLP는 기존 기판보다 가격이 2배 이상이기 때문에 대덕전자에게는 수혜가 될 것으로 예상된다. 5G 단말기의 경우, 기존보다 고성능의 칩은 물론 탑재 수량이 증가하기 때문에 기판의 고도화가 필수적이다. 5G 안테나모듈 개발도 완료한 것으로 파악되어, 향후 5G 스마트폰 수량 증가에 따라 해당 부품의 실적 기여도도 높아질 것으로 기대된다. 5G 안테나모듈은 현재 추정치에 반영하지 않았기 때문에 추가적인 실적상향 여력도 상존한다. 통신장비용 MLB 고객사는 삼성전자 네트워크 사업부 및 Ciena, Acacia 등의 미국 통신장비 업체이다. 5G 투자 본격화되면, 해당 부품의 수혜 가능하다. 대덕전자는 통신장비와 단말기 모두에서 5G 수혜가 가능할 전망이다.

안정성에 성장성을 더하다

대덕전자에 대한 투자 의견 'BUY'와 목표주가 14,000원으로 커버리지를 개시한다. 1) 카메라모듈용 RF-PCB와 반도체 패키징 기판은 큰 부침 없이 안정적인 실적을 기록할 수 있는 아이템이다. 2) 5G 시대 도래로 통신장비용 MLB, 스마트폰 메인기판에서 수혜가 가능하다. 3) 5G 스마트폰에서 중용될 수밖에 없는 안테나모듈을 신규 아이템으로 공급할 수 있는 부분도 긍정적이다. 현재 PER 10.82배인데, 안정적인 실적에 5G 모멘텀을 감안하면 부담스러운 수준은 아니라는 판단이다.

Top Picks

BUY(신규)

TP(12M): 14,000원(신규) | CP(5월20일): 10,500원

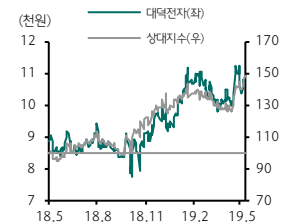
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,055.71
52주 최고/최저(원)	10,850/7,360
시가총액(십억원)	819.1
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	78,007.0
60일 평균 거래량(천주)	462.1
60일 평균 거래대금(십억원)	4.7
19년 배당금(예상, 원)	300
19년 배당수익률(예상, %)	2.86
외국인지분율(%)	18.87
주요주주 지분율(%)	
김영재 외 5인	17.66
국민연금	11.53
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.8 24.1 28.8
상대	16.2 25.7 54.2

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,086.2	1,187.7
영업이익(십억원)	76.3	90.4
순이익(십억원)	75.0	83.0
EPS(원)	927	1,021
BPS(원)	19,540	19,304

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	512.1	592.1	1,082.0	1,156.3	1,235.6
영업이익	십억원	30.6	34.8	76.0	94.3	100.8
세전이익	십억원	45.4	279.2	99.9	113.3	121.0
순이익	십억원	35.6	264.7	78.9	89.5	95.6
EPS	원	730	5,152	970	1,100	1,176
증감률	%	52.4	605.8	(81.2)	13.4	6.9
PER	배	13.51	1.77	10.82	9.54	8.93
PBR	배	0.85	0.72	0.79	0.74	0.69
EV/EBITDA	배	4.06	6.32	4.29	3.41	2.90
ROE	%	7.22	35.20	7.79	8.32	8.33
BPS	원	11,563	12,633	13,340	14,193	15,120
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

Valuation: PER 12.9배 적용해 목표주가 14,000원 산출

대덕전자에 대한 목표주가 14,000원은 12m forward EPS 1,092원에 Target PER 12.9배를 적용해 산출했다. PER 12.9배는 2010년 이후에 정상적인 실적을 달성한 년도의 평균 PER에 해당한다. 구 대덕전자가 패키징용 기판, 통신장비용 MLB에 국한되었다면, 합병 이후 대덕전자는 여기에 카메라모듈용 RF-PCB와 자동차용 MLB가 추가되었다. 다양한 전방 산업 및 제품 포트폴리오는 멀티플 측면에서 할증 요인에 해당하고, 5G 시대 도래에 따른 모멘텀을 감안하면 Target PER 12.9배는 설명 가능하다는 판단이다.

표 1. 대덕전자의 Valuation

		비고
EPS (원)	1,092	12m forward EPS
비교 P/E (x)	12.9	2010년 이후 정상적인 이익 달성한 년도의 평균 PER
할인율 (%)	0.0	
적정 P/E (x)	12.9	합병 이후 실적 정상화 원년 및 2020년 이후 5G 기대감
적정주가 (원)	14,085	
목표주가 (원)	14,000	
현재주가 (원)	10,500	2019.05.20 종가 기준
상승여력 (%)	33.3	

자료: 하나금융투자

표 2. 역사적 PER 밴드

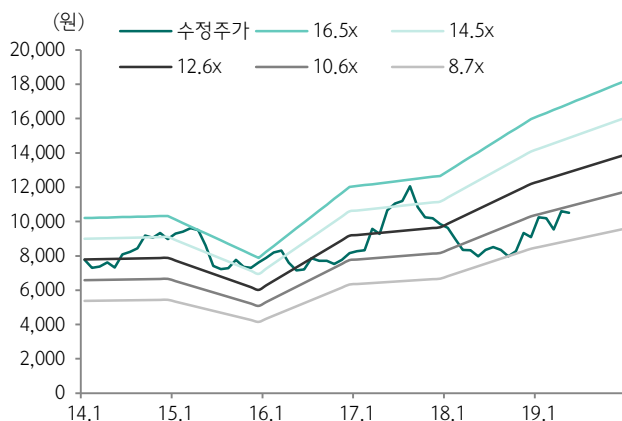
(단위: 배)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
PER (연말)	14.5	12.1	17.0	13.5	1.8	10.7	9.5
PER (최고)	15.9	16.6	17.8	17.3	2.0	11.3	10.0
PER (평균)	13.3	13.2	16.2	13.9	1.7	10.3	9.1
PER (최저)	11.3	10.6	14.6	10.9	1.4	9.1	8.0

주: 2018년 대덕GDS와의 합병에 따른 영업매수차익(2,252억원) 반영되어 당기순이익 증가

자료: WISEfn, 하나금융투자

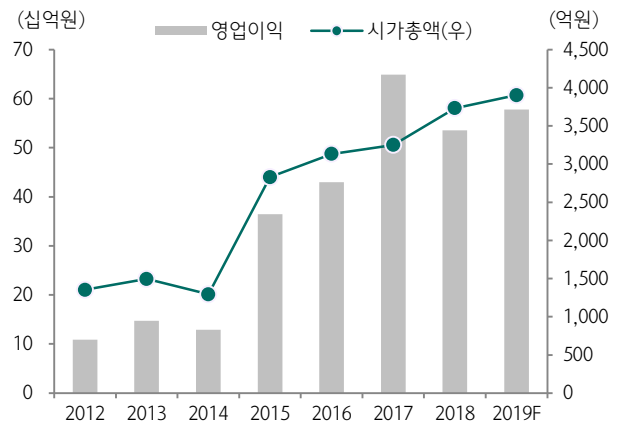
그림 1. 대덕전자의 PER 밴드



주: 2018년 영업매수차익 제외하인 EPS 사용

자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 대덕전자의 영업이익 vs 시가총액 추이



주: 2018년 12월 대덕GDS 흡수합병

자료: 대덕전자, 하나금융투자

5G 시대 도래로 통신장비용 MLB, SLP, 안테나모듈 기대

삼성전자 네트워크 사업부향
통신장비용 MLB 공급

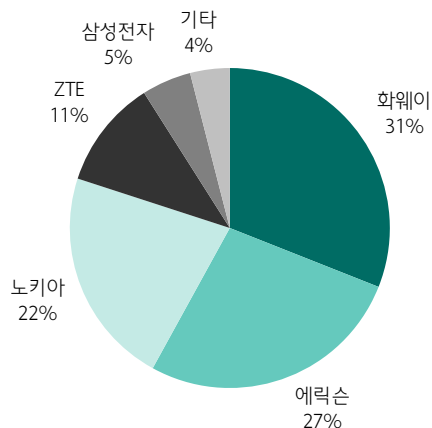
대덕전자의 통신장비용 MLB는 삼성전자 네트워크 사업부, Ciena, Acacia 등의 미국 통신 장비 업체를 고객사로 확보중이다. 삼성전자 네트워크 사업부는 5G 통신장비에서 기존대비 점유율을 확대시킬 계획을 갖고 있다. 고주파수 대역에 대한 준비를 장기간 해온 것으로 파악되며, 최근 미국발 Huawei 장비 견제로 인해 점유율 확대 가능성은 높을 것으로 기대된다. 그에 따라 통신장비용 MLB 수혜가 가능할 것으로 전망되어 2019년 매출액은 1,242억 원으로 전년대비 26% 증가해 외형 확대를 견인할 것으로 추정된다.

5G 단말기 도입시 SLP 채택률 확대

안테나모듈은 새로운 기회

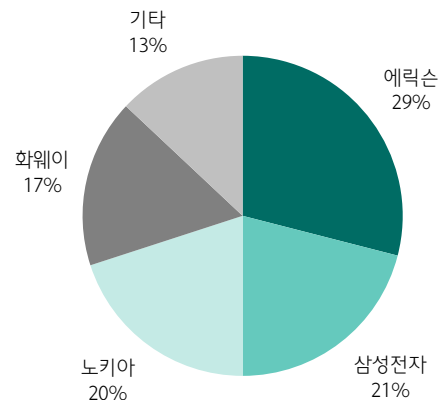
5G 단말기 도입으로 스마트폰용 메인기판이 SLP로 빠르게 전환될 것으로 기대된다. 5G 스마트폰은 칩의 고성능화, 복잡화와 칩 탑재량 자체의 증가로 인해 SLP로 전환이 불가피할 전망이다. 이에 따라 대덕전자의 메인기판에서 SLP의 비중이 확대될 것으로 추정된다. SLP는 기존 메인기판 대비 가격이 2배 이상이기 때문에 적자폭 축소 또는 흑자전환 가능성을 높여줄 것으로 기대된다. 뿐만 아니라 5G 안테나모듈도 개발 완료한 것으로 파악되어 신규 아이템 공급 가능성도 상존한다. 5G 안테나모듈은 현재 추정치에 반영하기 않았기 때문에 향후 실적 상향 여력도 상존한다.

그림 3. 2018년 글로벌 통신장비 시장 점유율



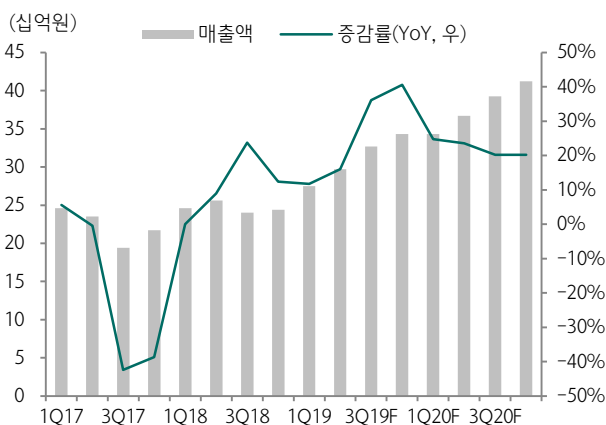
자료: IHS, 하나금융투자

그림 4. 2020년 5G 장비 시장 점유율 전망



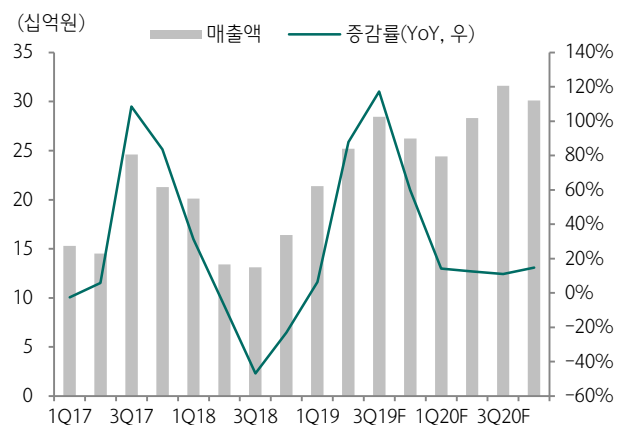
자료: IHS, 하나금융투자

그림 5. 통신장비용 MLB 분기별 매출액 전망



자료: 대덕전자, 하나금융투자

그림 6. 메인기판 분기별 매출액 전망



자료: 대덕전자, 하나금융투자

효자 부품 카메라모듈용 RF-PCB, 센서로 영역을 확대

카메라 스펙 상향으로
카메라모듈용 RF-PCB 단가 상승

대덕전자의 RF-PCB는 주로 카메라모듈용으로 공급된다. 삼성전자 스마트폰의 카메라모듈용 RF-PCB 점유율 1위 업체로 해당 부품의 고사양화에 동반되어 실적이 성장해 왔다. 2019년에는 플래그십 모델의 트리플 카메라 탑재와 A시리즈, M시리즈의 멀티카메라 탑재율 확대에 의해 카메라모듈 업체의 실적이 대폭 증가할 것으로 추정된다. 멀티카메라 탑재는 대덕전자의 RF-PCB의 가격과 수량에 긍정적인 영향을 주기 때문에 2019년 매출액 3,562 억원으로 전년대비 31%의 높은 성장률을 시현할 것으로 전망된다.

디스플레이 내장 지문 센서와
ToF 센서용 RF-PCB 공급 개시

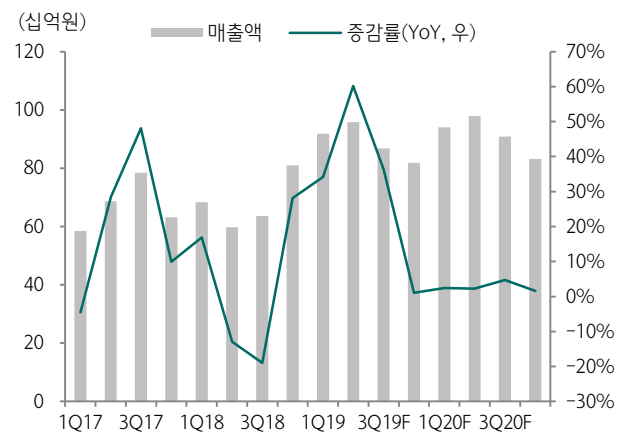
갤럭시 S10에는 시리즈 최초로 디스플레이 내장형 지문인식모듈이 탑재되었다. 대덕전자는 해당 부품용 RF-PCB를 공급중에 있다. 디스플레이 내장형 지문인식모듈은 향후 A시리즈에도 탑재될 것으로 예정되어 있고, 해당 부품의 증가는 기존 공급업체인 대덕전자에게는 기회가 될 것으로 기대된다. 또한 ToF 센서 탑재율도 확대될 것으로 전망되는데, 해당 부품용 RF-PCB 역시 대덕전자가 공급할 것으로 파악된다. 카메라모듈에서 센서로 영역을 확대하며 앞서 언급한 높은 성장률 시현에 기여할 것으로 추정된다.

그림 7. 카메라모듈용 RF-PCB



자료: 대덕전자, 하나금융투자

그림 8. FPCB 분기별 매출액 전망



자료: 대덕전자, 하나금융투자

그림 9. 디스플레이 내장형 지문인식



자료: 대덕전자, 하나금융투자

그림 10. 3D 센싱 기술인 ToF 탑재한 갤럭시 S10 5G



자료: 삼성전자, 하나금융투자

5G 투자 및 단말기 수량 본격화되는 2020년 이후 실적 긍정적

2019년 매출액 1조원 돌파

2020년 이후 5G 수혜 기대

대덕전자의 2019년 매출액은 1조 820억원으로 최초로 1조원을 돌파할 것으로 전망된다. FPCB는 멀티카메라 탑재율 확대와 센서향 추가로 인해 전년대비 31% 증가해 전사 외형성장을 견인할 것으로 판단된다. 통신장비용 MLB는 5G 시대 도래에 따른 수혜, 메인기판은 SLP 출하 증가로 인해 전년대비 높은 성장률 시현할 것으로 추정된다. SLP 출하량 증가에는 5G 단말기와 마이크로LED가 기여한다. 5G 안테나모듈 공급 확정시에는 추가적인 실적상향 여력도 상존한다. 매출액 증가와 제품 믹스 개선으로 인해 영업이익은 760억원 달성이 가능할 것으로 전망된다. 5G 투자와 단말기 출하가 본격화되는 2020년에는 매출액, 영업이익이 각각 전년대비 7%, 24% 증가할 것으로 추정한다.

표 3. 대덕전자의 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	249.5	233.4	239.4	246.0	252.8	275.5	282.2	271.4	968.2	1,082.0	1,156.3
YoY	7.5%	-0.9%	-12.3%	1.1%	1.3%	18.1%	17.9%	10.3%	-1.6%	11.7%	6.9%
QoQ	2.5%	-6.5%	2.6%	2.8%	2.8%	9.0%	2.4%	-3.8%			
패키징	118.0	116.0	114.0	112.4	98.0	110.3	119.2	113.9	460.4	441.4	462.1
메인기판	20.1	13.4	13.1	16.4	21.4	25.2	28.5	26.2	63.0	101.3	114.4
FPCB	68.4	59.8	63.6	81.0	91.8	95.8	86.8	81.9	272.8	356.2	366.0
네트워크	24.6	25.6	24.0	24.4	27.5	29.7	32.7	34.3	98.6	124.2	151.5
자동차	18.4	18.6	24.7	11.8	14.1	14.6	15.1	15.1	73.4	58.9	62.2
영업이익	15.3	14.8	14.9	16.0	9.1	20.5	22.1	20.7	61.1	72.5	88.8
YoY	14.6%	5.2%	-5.0%	13.9%	-40.4%	38.3%	48.3%	28.9%	6.7%	18.5%	22.6%
QoQ	9.0%	-3.2%	0.5%	7.5%	-43.0%	124.5%	7.8%	-6.6%			
패키징	9.4	9.3	9.1	9.0	7.8	9.9	10.7	10.3	36.8	38.8	41.6
메인기판	-1.0	-0.7	-0.7	-0.8	-0.6	0.0	1.4	0.8	-3.2	1.6	4.3
FPCB	5.5	4.8	5.1	6.5	7.3	8.6	7.8	7.4	21.8	31.1	32.9
네트워크	1.2	1.3	1.2	1.2	-5.5	1.8	2.0	2.1	4.9	0.3	9.1
자동차	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.7	0.7	0.8
영업이익률	6.1%	6.4%	6.2%	6.5%	3.6%	7.5%	7.8%	7.6%	6.3%	6.7%	7.7%

자료: 대덕전자, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	512.1	592.1	1,082.0	1,156.3	1,235.6
매출원가	457.9	536.4	962.8	1,015.8	1,085.6
매출총이익	54.2	55.7	119.2	140.5	150.0
판매비	23.6	20.9	43.2	46.1	49.3
영업이익	30.6	34.8	76.0	94.3	100.8
금융손익	4.3	6.0	10.2	8.5	9.0
종속/관계기업손익	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1
기타영업외손익	10.5	238.2	13.6	10.5	11.2
세전이익	45.4	279.2	99.9	113.3	121.0
법인세	9.8	14.4	21.0	23.8	25.4
계속사업이익	35.6	264.7	78.9	89.5	95.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	35.6	264.7	78.9	89.5	95.6
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	35.6	264.7	78.9	89.5	95.6
지배주주지분포괄이익	65.7	230.2	78.3	88.8	94.7
NOPAT	24.0	33.0	60.0	74.5	79.6
EBITDA	71.1	81.5	126.9	144.4	150.6
성장성(%)					
매출액증가율	4.3	15.6	82.7	6.9	6.9
NOPAT증가율	43.7	37.5	81.8	24.2	6.8
EBITDA증가율	(2.6)	14.6	55.7	13.8	4.3
영업이익증가율	6.3	13.7	118.4	24.1	6.9
(지배주주)순이익증가율	52.1	643.5	(70.2)	13.4	6.8
EPS증가율	52.4	605.8	(81.2)	13.4	6.9
수익성(%)					
매출총이익률	10.6	9.4	11.0	12.2	12.1
EBITDA이익률	13.9	13.8	11.7	12.5	12.2
영업이익률	6.0	5.9	7.0	8.2	8.2
계속사업이익률	7.0	44.7	7.3	7.7	7.7

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	730	5,152	970	1,100	1,176
BPS	11,563	12,633	13,340	14,193	15,120
CFPS	1,599	1,827	1,625	1,728	1,800
EBITDAPS	1,457	1,587	1,561	1,775	1,852
SPS	10,496	11,523	13,306	14,220	15,196
DPS	300	300	300	300	300
주기지표(배)					
PER	13.5	1.8	10.8	9.5	8.9
PBR	0.9	0.7	0.8	0.7	0.7
PCFR	6.2	5.0	6.5	6.1	5.8
EV/EBITDA	4.1	6.3	4.3	3.4	2.9
PSR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
재무비율(%)					
ROE	7.2	35.2	7.8	8.3	8.3
ROA	6.1	30.4	6.5	6.8	6.8
ROIC	10.3	7.2	8.4	9.9	10.3
부채비율	16.7	15.5	23.9	22.4	21.6
순부채비율	(37.0)	(21.7)	(28.3)	(31.3)	(33.9)
이자보상배율(배)	1,308.8	1,479.2	665.2	767.7	1,524.2

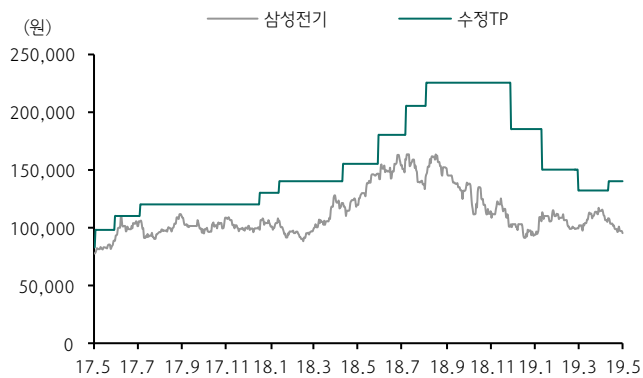
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	310.3	531.0	811.5	883.8	966.8
금융자산	198.7	226.1	324.9	363.9	411.2
현금성자산	28.1	34.9	19.9	37.9	62.8
매출채권 등	60.0	190.0	303.1	324.0	346.2
재고자산	48.9	102.4	163.5	174.7	186.7
기타유동자산	2.7	12.5	20.0	21.2	22.7
비유동자산	296.8	605.9	478.6	475.6	476.1
투자자산	105.1	104.5	28.1	30.1	32.1
금융자산	105.1	17.6	28.1	30.1	32.1
유형자산	185.4	492.4	442.5	438.5	437.8
무형자산	3.4	9.0	7.9	7.0	6.2
기타비유동자산	2.9	0.0	0.1	0.0	(0.0)
자산총계	607.1	1,136.9	1,290.0	1,359.4	1,442.9
유동부채	84.1	140.5	228.9	227.4	234.1
금융부채	6.3	12.8	30.5	16.0	8.9
매입채무 등	69.3	118.5	189.1	202.1	216.0
기타유동부채	8.5	9.2	9.3	9.3	9.2
비유동부채	3.0	12.5	19.8	21.2	22.6
금융부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타비유동부채	3.0	12.4	19.7	21.1	22.5
부채총계	87.0	153.0	248.7	248.6	256.7
지배주주지분	520.1	983.9	1,041.4	1,110.8	1,186.1
자본금	24.4	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	80.1	313.0	313.0	313.0	313.0
자본조정	(44.8)	(43.9)	(43.9)	(43.9)	(43.9)
기타포괄이익누계액	27.7	(1.6)	(2.2)	(2.9)	(3.9)
이익잉여금	432.6	675.9	733.9	804.0	880.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	520.1	983.9	1,041.4	1,110.8	1,186.1
순금융부채	(192.4)	(213.2)	(294.3)	(347.7)	(402.2)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	68.9	37.8	7.5	97.7	100.6
당기순이익	35.6	264.7	78.9	89.5	95.6
조정	42.4	(170.9)	32.2	27.3	25.4
감가상각비	40.5	46.7	50.9	50.1	49.8
외환거래손익	2.8	0.2	0.0	0.3	(0.7)
지분법손익	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
기타	(0.9)	(217.7)	(18.7)	(23.0)	(23.6)
영업활동 자산부채 변동	(9.1)	(56.0)	(103.6)	(19.1)	(20.4)
투자활동 현금흐름	(57.6)	(15.9)	(27.9)	(56.3)	(58.7)
투자자산감소(증가)	(1.1)	0.7	76.4	(1.9)	(2.0)
유형자산감소(증가)	(38.7)	(27.3)	0.0	(45.2)	(48.3)
기타	(17.8)	10.7	(104.3)	(9.2)	(8.4)
재무활동 현금흐름	(6.2)	(15.3)	(3.3)	(33.9)	(26.6)
금융부채증가(감소)	6.3	6.6	17.7	(14.4)	(7.2)
자본증가(감소)	0.0	249.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(258.5)	(0.1)	(0.2)	(0.1)
배당지급	(12.5)	(12.5)	(20.9)	(19.3)	(19.3)
현금의 증감	3.5	6.8	(15.0)	18.0	24.9
Unlevered CFO	78.0	93.9	132.1	140.5	146.4
Free Cash Flow	13.0	(2.5)	7.5	52.5	52.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성전기



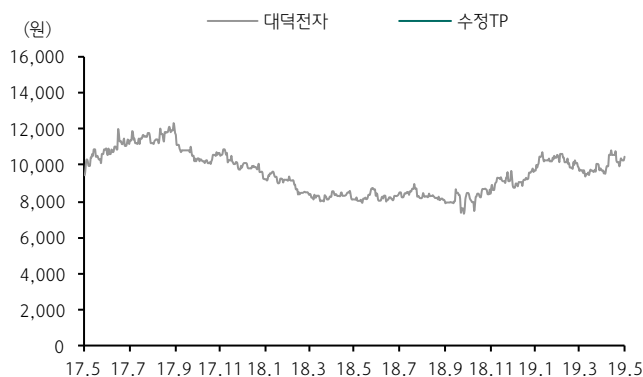
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.2	BUY	140,000	-17.32%	-10.98%
19.3.21	BUY	132,000	-28.79%	-23.00%
19.1.30	BUY	150,000	-46.64%	-40.81%
18.12.18	BUY	185,000	-41.41%	-27.56%
18.8.23	BUY	225,000	-27.40%	-20.49%
18.7.26	BUY	205,000	-15.90%	-9.72%
18.6.18	BUY	180,000	-16.49%	-5.48%
18.4.30	BUY	155,000	-26.01%	-8.57%
18.2.1	BUY	140,000	-19.75%	-16.54%
18.1.5	BUY	130,000	-16.01%	-6.67%
17.7.24	BUY	120,000	-7.77%	0.00%
17.6.19	BUY	110,000	-14.48%	-8.78%
17.5.23	BUY	98,000		
17.5.22	BUY	83,000		

와이솔



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.21	BUY	25,000		

대덕전자



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.21	BUY	14,000		

아모텍



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.21	BUY	23,000		
18.11.13	BUY	27,000	-22.89%	-3.89%
18.11.12	담당자변경			-
18.5.23		40,000	-22.44%	0.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	91.3%	8.0%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 5월 20일

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 2019년 05월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2019년 05월 21일 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.