



손님의 기쁨, 그 하나를 위하여

하나금융그룹

2019년 11월 8일 | 하나금융투자 2020년 산업 전망

전기전자/휴대폰 Overweight

2020년 전망: 5G, ToF, 광학줌, 폴더블

- 글로벌 스마트폰 5G 출시 본격화로 3년만에 성장세 전환 전망
- 카메라 특화: ToF, 광학줌 / 폴더블 물량 증가
- Top picks: 삼성전자, LG이노텍, 비에이치, 와이솔



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

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

5G

CONTENTS

Summary	3
1. 2020년 5G 단말기 출하량 1.82억대 전망	6
1) 글로벌 스마트폰 3년만에 성장세로 전환	6
2) 5G 스마트폰 출하량 본격화 기대	8
2. 5G 단말기 중심으로 ToF 모듈 증가	11
1) 5G 환경 안에서 AR 구현 강화 위한 ToF모듈 증용	11
2) ToF모듈: 삼성전자 물량 증가, Apple 탑재 시작	13
3. 삼성전자 광학줌으로 카메라 차별화 시도	15
1) 갤럭시 S11 광학줌 탑재 가능성 높다	15
2) 광학줌: 단가 상승으로 성장 기회 발생	16
4. 폴더블: 날개를 펼치다	17
1) 폴더블 디스플레이 생산능력 확대	17
2) 다수의 모델 출시로 판매량 본격화 기대	18
5. 투자전략	19
1) 대형주: 삼성전기, LG이노텍	19
2) 중소형주: 4가지 테마에 해당하는 업체들에 주목	19
Top Picks 및 관심종목	21
삼성전기 (009150)	22
LG이노텍 (011070)	26
비에이치 (090460)	30
와이솔 (122990)	34
코렌 (078650)	38
나무가 (190510)	42

2019년 11월 8일 | Equity Research

전기전자/휴대폰

5G, ToF, 광학줌, 폴더블

글로벌 스마트폰 5G 출시 본격화로 3년만에 성장세 전환 전망

2020년 글로벌 스마트폰 출하량은 전년대비 3% 증가한 15.2억대로 전망한다. 이는 3년만에 성장세로 전환하는 것으로, 5G 스마트폰 출하량 본격화에 기인한다. 글로벌 5G 스마트폰은 1.82억대로 전망하며, 향후 5년간 연평균 32%의 성장세를 실현할 전망이다. 5G 통신방식이 스마트폰에 특화된 서비스는 아니지만, 통신사의 보조금 확대와 세트 업체들의 하드웨어 차별화와 맞물려 출하량에 긍정적인 환경을 제공할 것으로 기대된다. 휴대폰 업종의 투자 의견을 'Overweight'로 상향한다.

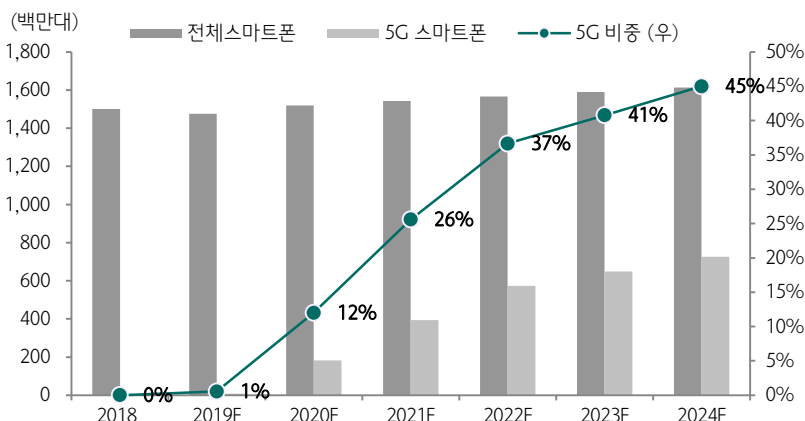
카메라 특화: ToF, 광학줌 / 폴더블 물량 증가

2020년에도 카메라의 멀티화가 진행되는 가운데, ToF 센싱 기술 도입이 확대될 것으로 전망된다. 5G 단말기 중심으로 ToF가 탑재될 것으로 예상되며, 삼성전자 스마트폰에는 3,500만대의 ToF가 탑재될 것으로 추정된다. 광학줌은 플래그십 중심으로 채택이 예상되며, 1,800만대로 예상한다. 삼성전자의 폴더블 스마트폰은 5백만대로 전망하며, 2~3종 모델 출시로 물량 본격화의 원년이 될 것으로 기대된다.

Top picks: 삼성전자, LG이노텍, 비에이치, 와이슬

삼성전기는 MLCC 업황 턴어라운드와 5G 수혜, 광학줌 모듈로 메인 테마 수혜가 가능하다. LG이노텍은 Apple의 5G 출시 효과와 신규 아이템인 ToF 탑재로 증익 가능성이 높다. 비에이치 역시 Apple의 5G 및 OLED 신모델 3종 출시로 실적 레벨업이 전망되고 일부 폴더블 수혜도 가능하다. 와이슬은 5G 단말기 본격화에 따른 Saw Filter의 물량과 가격 수혜가 가능해 2020년부터 중기적 성장성이 기대된다.

5G 단말기 출하량 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

2020년 전망

Overweight(상향)

Top Picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(11월7일)
삼성전기 (009150)	BUY	143,000원	114,000원
LG이노텍 (011070)	BUY	170,000원	122,500원
비에이치 (090460)	BUY	30,000원	22,300원
와이슬 (122990)	BUY	19,000원	15,100원
코렌 (078650)	Not Rated	-	1,710원
나무가 (190510)	Not Rated	-	37,700원



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

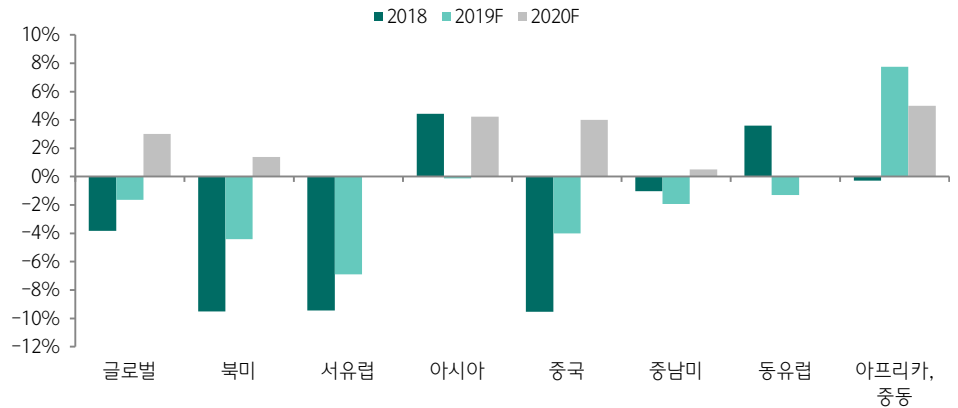
joonmin.lee@hanafn.com

Summary

5G 스마트폰 물량 본격화로
3년만에 성장세 전환

북미, 중국, 아시아가 성장세로 전환
예상

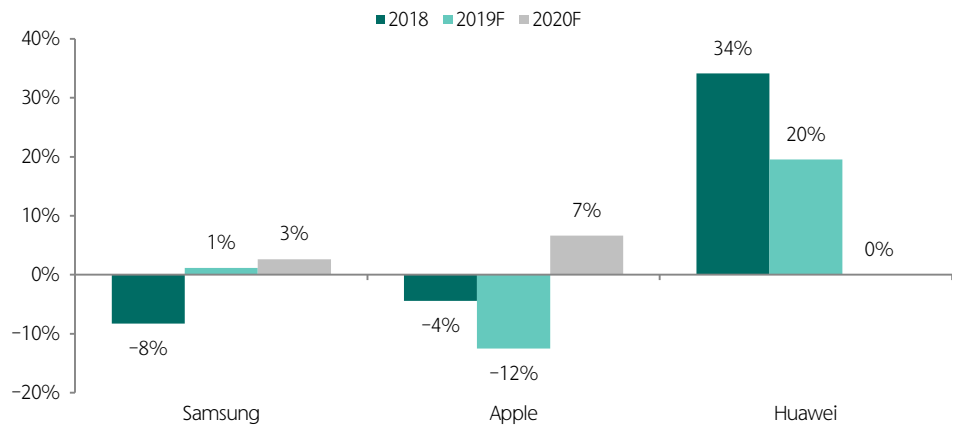
글로벌 및 지역별 스마트폰 증감률 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

삼성전자, Apple 성장 포인트 보유
Huawei 난전

글로벌 주요 3사의 연간 스마트폰 성장률 추이 및 전망

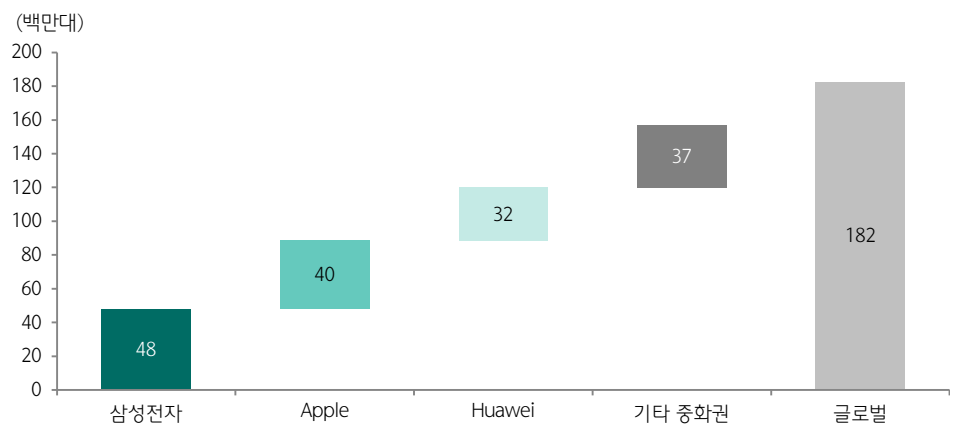


자료: 하나금융투자

삼성, Apple, Huawei는
글로벌 비중 12%를 상회 전망

중화권 업체들의 AP 수급을
보수적으로 가정했기 때문에
업사이드 여력은 상존한다고 판단

2020년 5G 단말기 상세



자료: Counterpoint, 하나금융투자

이동통신방식의 진화 = 스마트폰의 고성능화 = 수동부품 탑재량 증가

이동통신 방식의 진화로
수동부품 업체 기회 발생

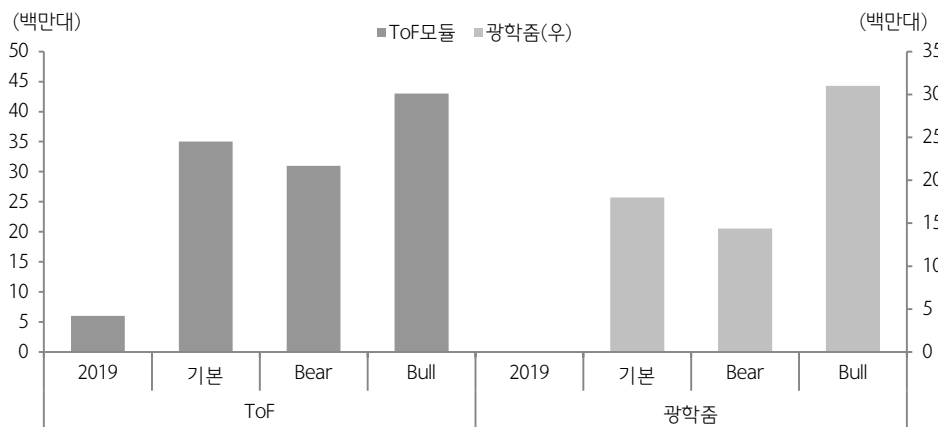
이동통신 세대	3G	4G	5G	
			Sub-6	mmWave
주파수 (국내 기준)	2.1GHz ~1.9GHz	2.6GHz 2.1GHz ~1.9GHz	3.5GHz 2.6GHz 2.1GHz ~1.9GHz	28GHz 3.5GHz 2.6GHz 2.1GHz ~1.9GHz
MLCC		↑ 15% ~	↑ 10% ~	↑ 10% ~
Filter		↑ 30% ~	↑ 10% ~	↑ 10% ~

자료: 하나금융투자

5G 단말기 중심으로 ToF모듈 탑재, 삼성전자 플래그십 광학줌으로 차별화

ToF모듈 5G 단말기 중심으로 채택
3,500만대 탑재 예상

광학줌 모듈은 2천만대 이상 전망

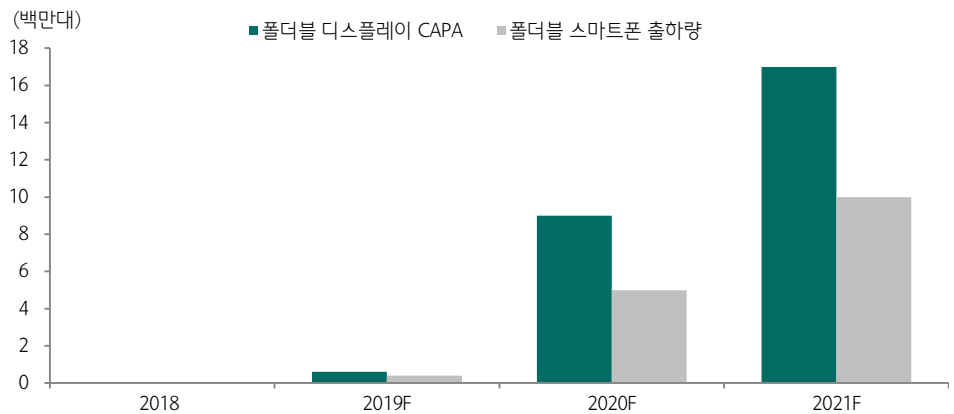


자료: 하나금융투자

삼성디스플레이 폴더블 디스플레이 CAPA와 삼성전자 폴더블 스마트폰 출하량 전망

20년 2분기 중에 삼성디스플레이
폴더블 월 100만대 CAPA 확보 예상

폴더블 스마트폰 출하량 전망:
2020년 500만대, 2021년 1,000만대



자료: 하나금융투자

4가지 테마별 종목 정리

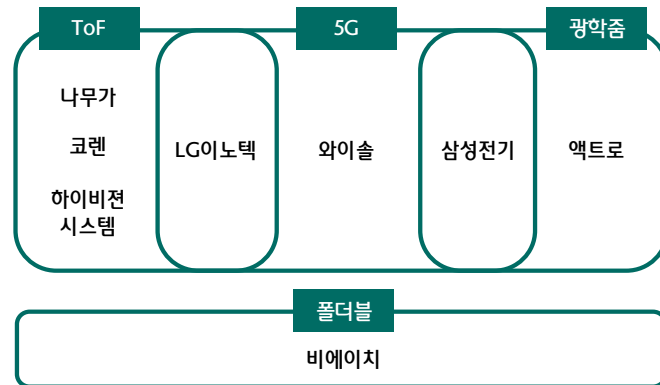
5G: 와이솔, 삼성전기, LG이노텍

ToF: LG이노텍, 나무가, 코렌,

하이비전시스템

광학증: 삼성전기, 액트로

폴더블: 비에이치



자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목 주요 실적 및 투자지표

		삼성전기	LG이노텍	비에이치	와이솔	코렌	나무가
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY	N/R	N/R
변경 여부		유지	유지	유지	유지		
목표주가 (원)		143,000	170,000	30,000	19,000		
변경 여부		유지	유지	유지	유지		
매출액	18	8,183	7,982	768	434	78	313
(십억원)	19F	8,355	7,991	714	447	84	343
	20F	9,495	8,614	914	479	98	580
영업이익	18	1,098	264	91	54	4	2
(십억원)	19F	700	360	82	41	13	6
	20F	814	451	110	60	16	28
순이익	18	656	163	82	45	6	4
(십억원)	19F	630	183	79	36	-2	-4
	20F	530	273	96	48	11	19
EPS (원)	18	8,457	6,891	2,609	1,878	209	1,046
	19F	8,117	7,728	2,494	1,432	-52	-1,254
	20F	6,830	11,551	2,984	1,702	265	5,630
PER (x)	18	12.2	12.5	6.4	8.2	6.3	16.1
	19F	14.0	15.7	8.4	10.6	-	-
	20F	16.7	10.5	7.0	8.9	6.5	6.7
BPS (원)	18	64,017	89,515	7,579	11,026	1,071	11,315
	19F	72,039	97,331	10,262	12,544	N/A	N/A
	20F	77,868	108,991	13,285	14,099	N/A	N/A
PBR (x)	18	1.6	1.0	2.2	1.4	1.2	1.7
	19F	1.6	1.2	2.1	1.2	N/A	N/A
	20F	1.5	1.1	1.6	1.1	N/A	N/A
ROE (%)	18	14.5	8.0	47.9	18.9	21.7	10.9
	19F	12.3	8.3	34.0	12.0	N/A	N/A
	20F	9.4	11.2	29.2	13.0	N/A	N/A

자료: 각사, 하나금융투자

1. 2020년 5G 단말기 출하량 1.82억대 전망

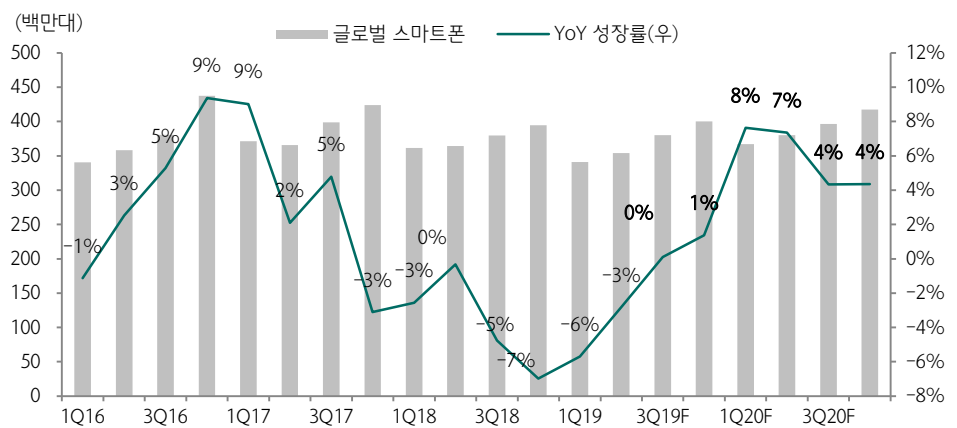
1) 글로벌 스마트폰 3년만에 성장세로 전환

2020년 5G 스마트폰 본격 출하

2020년 글로벌 스마트폰 출하량은 15.2억대로 전망한다. 이는 전년대비 3% 증가하는 것으로 5G 단말기 출시에 따른 효과로 판단한다. 2020년 한국, 중국, 일본, 미국 등에서 5G 서비스 상용화가 전망되며, 그에 따라 북미와 아시아, 중국의 스마트폰 출하량이 전년대비 증가할 것으로 추정된다. 5G가 스마트폰에 특화된 서비스는 아니지만, 이동통신 업체 입장에서 5G 서비스 요금 적용으로 인한 평균단가 상승을 도모할 것으로 추정된다. 관련해서 단말기 보조금 등도 확대될 것으로 예상되어 5G 스마트폰의 출시 본격화에 따라 글로벌 스마트폰 출하량이 3년만에 성장세로 전환할 것으로 전망한다. 휴대폰 업종의 투자의견을 'Overweight'로 상향한다.

그림 1. 글로벌 스마트폰 출하량과 전년동기대비 증감률 전망

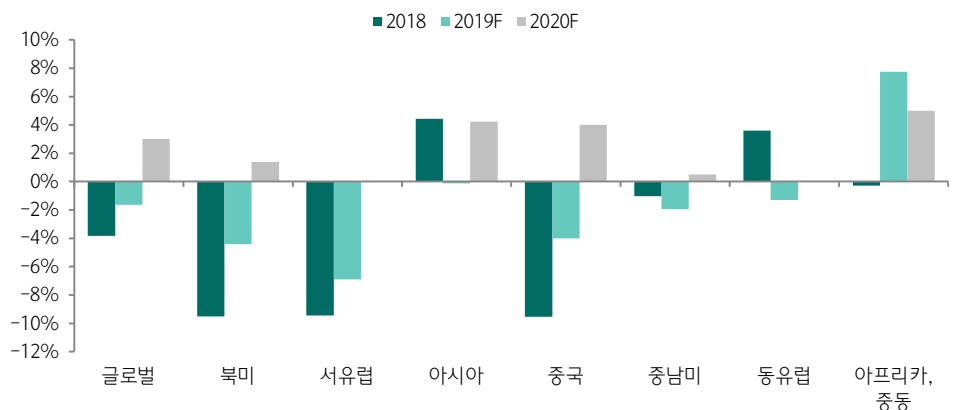
5G 스마트폰 물량 본격화로
3년만에 성장세 전환



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 2. 글로벌 및 지역별 스마트폰 전년대비 증감률 전망

북미, 중국, 아시아가 성장세로 전환
예상



자료: Counterpoint, 하나금융투자

삼성전자 반등 성공

삼성전자의 2019년 스마트폰 출하량은 전년대비 1% 증가한 2.95억대로 추정된다. 글로벌 스마트폰 시장의 수요 둔화 속에서 갤럭시 A시리즈의 판매량 호조로 인해 전년대비 출하량 반등에 성공했다. 2020년에는 올해 선점한 5G 단말기 중심으로 긍정적인 판매량이 기대된다. 폴더블 스마트폰 모델도 2~3종 출시 예상된다. 2020년 출하량은 전년대비 3% 증가한 3.03억대로 전망한다.

Apple 3년만에 성장세 전환

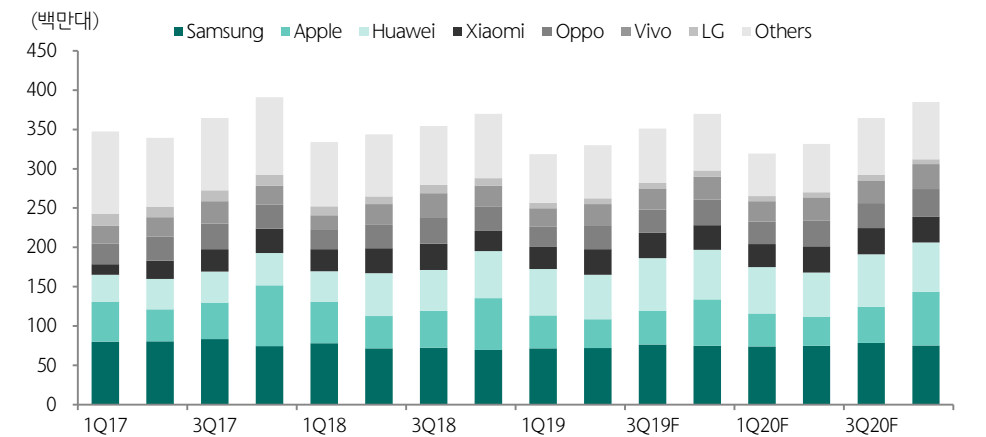
Apple의 2019년 스마트폰 출하량은 1.81억대로 전년대비 12% 감소할 것으로 추정된다. 2년 연속 감소세 시현하는 것으로 2억대 이하로 감소한 것은 2015년 이후 처음이다. 2020년에는 전년대비 7% 증가한 1.92억대로 전망한다. 19년 9월 출시된 iPhone 11의 가격 인하 효과로 20년 상반기는 전년동기대비 감소가 정제될 것으로 판단된다. 20년 하반기는 5G 단말기 출시로 인해 전년동기대비 성장세로 전환할 것으로 기대된다.

Huawei 외부 변수 발생

Huawei는 미중 무역 갈등 속에서 중국 외 지역에서 출하량 정체가 확인되었다. 18년 2분기부터 매분기 33~50%의 고성장세를 시현했는데, 19년 2분기 5%로 위축되었다. 다만, 19년 3분기 28%로 성장을 반등하며 안정권에 진입한 것으로 판단된다. 다만, 중국 외 지역에서 여전히 외부 변수가 상존하고, 이미 40%에 달한 중국 내 점유율을 감안하면 2020년 출하량 성장은 제한적일 가능성이 높다. 전년과 동일한 수준의 출하량을 전망한다.

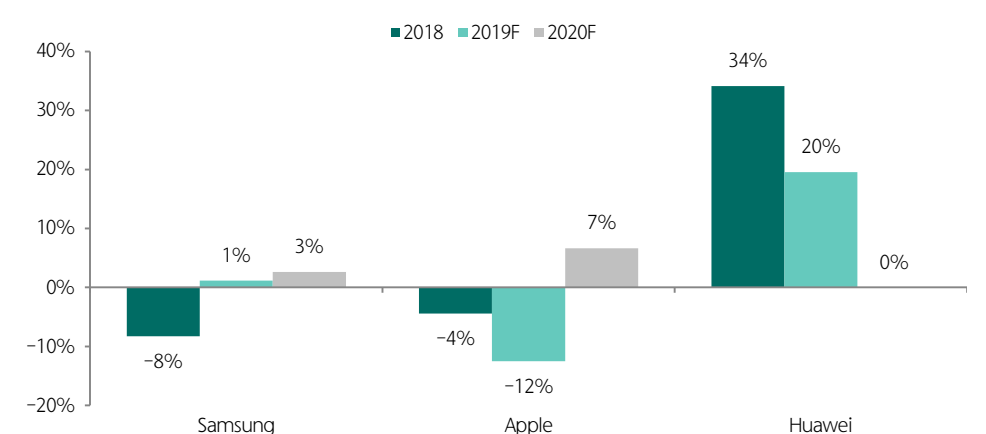
2020년은 성장하는 해

그림 3. 글로벌 스마트폰 업체별 출하량 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 4. 글로벌 주요 3사의 연간 스마트폰 성장률 추이 및 전망

삼성전자, Apple 성장 포인트 보유
Huawei 난전 예상

자료: Counterpoint, 하나금융투자

2) 5G 스마트폰 출하량 본격화 기대

2020년 5G 스마트폰 본격 출하되어
출하량 1.82억대 전망

2024년까지 연평균 32% 성장

2020년 글로벌 5G 스마트폰 출하량을 1.82억대로 전망한다. 삼성전자, Apple, Huawei와 중화권 주요 업체들의 합산 점유율은 75%에 달한다. 해당 업체들의 전체 스마트폰에서 5G 단말기 비중을 15%로만 가정해도 2020년 5G 단말기는 1.98억대로 추정된다. 삼성전자와 Apple의 해당 비중은 15% 이상으로, 중화권 업체들의 경우 Huawei를 제외하고 10% 정도로 추정한다. 여타 중국 업체들은 자체 AP 수급 능력이 부재하기 때문에 보수적으로 가정한 것으로 업사이드 여력은 상존한다는 판단이다. 2024년 7.26억대로 연평균 32%의 성장해 전체 스마트폰에서 45% 비중을 차지할 전망이다.

삼성전자 5G 단말기 4,800만대 이상

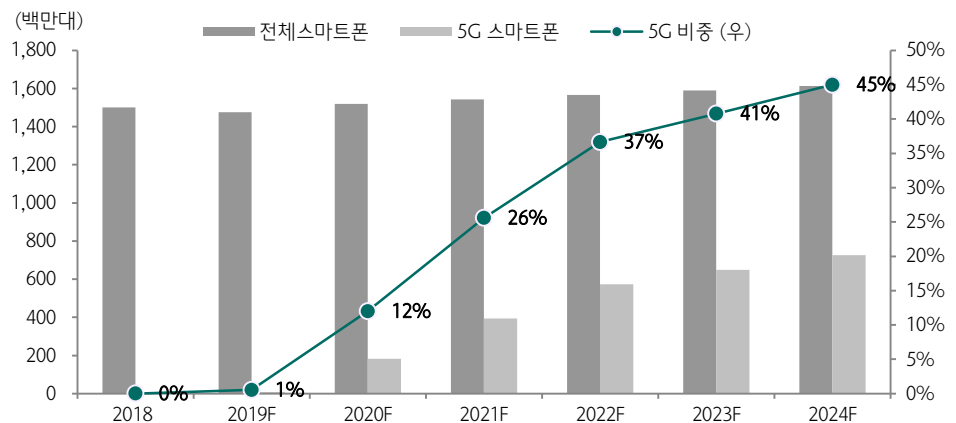
삼성전자의 5G 단말기는 2020년 4,800만대 이상 가능할 것으로 전망된다. 차기 갤럭시 S의 일부와 갤럭시 노트 전모델이 5G 단말기로 출시될 것으로 예상된다. 폴더블 스마트폰과 갤럭시 A 70~90도 5G 적용이 가능한 모델이라 판단해 전망치에 포함한다.

Apple 5G 모델 4~6천만대 이상

Apple의 신모델에도 5G가 지원될 예정이다. 현재 시점에서 새롭게 출시될 3개 모델 중에 5G 지원 모델이 2개일지 3개일지는 업데이트가 필요하다. 연내 출하량 대수는 2개 모델일 때 4천만대 이상, 3개 모델이면 6천만대 이상으로 전망한다.

그림 5. 5G 단말기 출하량 전망

2024년까지 연평균 32% 성장 전망

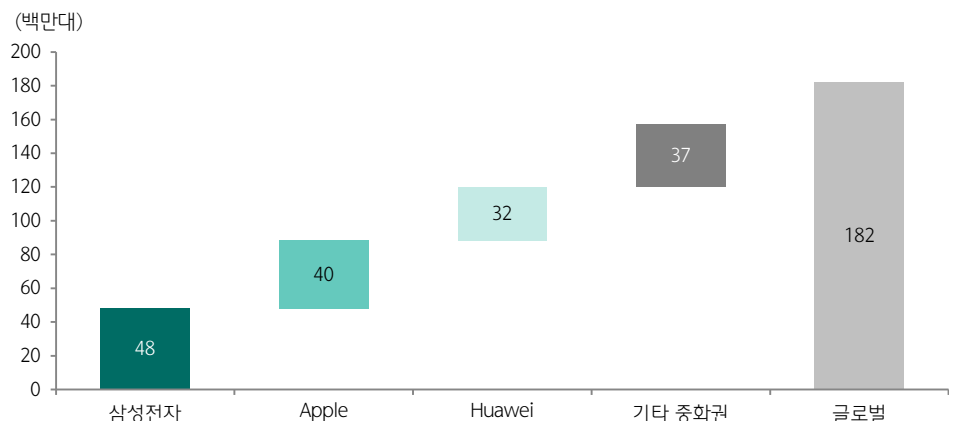


자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 6. 2020년 5G 단말기 상세

삼성, Apple, Huawei는
글로벌 비중 12%를 상회 전망

중화권 업체들의 AP 수급을
보수적으로 가정했기 때문에
업사이드 여력은 상존한다고 판단



자료: Counterpoint, 하나금융투자

표 1. 업체별 5G SoC(System on Chip) 관련 동향

업체명	제품명	발표 시기	양산 시기	비고
삼성전자	Exynos 980	2019년 9월	2019년 말	vivo 'X30 5G'에 탑재
	Exynos 990	2019년 10월	2019년 말	Galaxy S11에 탑재 예상
Qualcomm	Snapdragon 865	2019년 11월	2020년 상반기	Galaxy S11에 탑재 예상
	Snapdragon 875	-	2021년	TSMC의 5nm 공정 적용 전망
Huawei	Kirin 990	2019년 9월	2019년 4분기	Huawei 'Mate 30 5G'에 탑재
Mediatek	MT6885 (Code)	-	2020년 1분기	Oppo, vivo 스마트폰 탑재 예상
	MT6873 (Code)	-	2020년 2분기	Oppo, vivo, Huawei 중저가 모델 탑재 예상
Unisoc	개발 중	-	2020년 하반기	19년 2월 5G 모뎀칩 '아이비(IVY) 510' 발표
Apple	개발 중	-	-	19년 7월 인텔의 5G 스마트폰 모뎀칩 사업 인수

자료: 언론 보도자료, 하나금융투자

표 2. 업체별 5G 스마트폰 및 탑재 AP 정리

업체명	모델명	출시(예정)일	탑재 AP
삼성전자	Galaxy S10 5G	19.04	Exynos 9820 (8 nm) - Global Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm) - USA
	Galaxy Note 10/10+ 5G	19.08	Exynos 9825 (7 nm) - EMEA/LATAM Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm) - USA/China
	Galaxy A90 5G	19.09	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm)
	Galaxy Fold 5G	19.09	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm)
	Galaxy S11	20.1Q	Exynos 990 (7 nm) / Snapdragon 865 (7 nm)
LG전자	V50 ThinQ 5G	19.05	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm)
	V50S ThinQ 5G	19.10	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm)
Huawei	Mate 20 X 5G	19.07	HiSilicon Kirin 980 (7 nm)
	Mate 30 5G / 30 Pro 5G	19.10	HiSilicon Kirin 990 (7 nm+)
	Mate X	19.11	HiSilicon Kirin 980 (7 nm)
Honor	V30 Pro / View 30	19.4Q	
Xiaomi	Mi Mix 3 5G	19.05	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm)
	Mi 9 Pro 5G	19.09	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855+ (7 nm)
	Mi Mix Alpha	19.12	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855+ (7 nm)
	Redmi K30	20.1Q	
Oppo	Reno 5G	19.05	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm)
	Reno 2 5G	19.4Q	
Vivo	NEX 3 5G	19.09	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855+ (7 nm)
	iQOO Pro 5G	19.09	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855+ (7 nm)
	X30 5G	19.12	Exynos 980 (7 nm)
Oneplus	Oneplus 7 Pro 5G	19.06	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm)
	7T Pro 5G McLaren	19.11	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855+ (7 nm)
ZTE	Axon 10 Pro 5G	19.05	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm)
	nubia X 5G	19.4Q	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm)
	Nubia Red Magic	2020	
Lenovo	Z6 Pro 5G	19.09	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm)
Energizer	Power Max P8100S	19.4Q	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm)
China Mobile	Pioneer X1	19.4Q	Qualcomm SDM855 Snapdragon 855 (7 nm)
Sony	Xperia 2 5G	20.1H	
Alcatel	7 5G	20.1Q	
Meizu	Meizu 17	20.2Q	
TCL	T1 5G / T1 Pro 5G	20.3Q	

자료: 언론 보도자료, Counterpoint, 하나금융투자

이동통신방식 진화와 스마트폰의 고성능화가 병행되며 수동부품 탑재량 증가

5G 단말기 출하 증가로 인해 부품 업체들에게도 기회 발생

2) 관련 수동부품 수요 증가

이동통신방식의 진화와 스마트폰의 고성능화는 함께 진행되고 있다. 하드웨어만 향상된다고 소비자가 해당 기능을 심분 활용할 수는 없다. 인프라가 갖춰진 상태에서 하드웨어와 콘텐츠가 병행되어야 소비자의 구매 욕구를 자극할 수 있고, 만족도가 증대된다. 5G 서비스 시작은 해당 통신 환경에 적합한 단말기를 요구하게 된다.

5G 단말기에는 스마트폰 대당 탑재되는 수동부품 증가가 동반될 것으로 전망된다. 지원해야 하는 주파수 대역이 늘어나기 때문에 그에 대응하는 부품의 증가가 필연적이기 때문이다. 6GHz 이하의 주파수에 대응하는 갤럭시 S, 노트의 5G 모델이 이미 출시되었고, 관련 수동부품 탑재량 증가가 확인되었다. MLCC와 Saw Filter의 탑재량도 10% 내외 증가한 것으로 추정된다. 추가적인 수동부품 탑재가 필요한 28GHz 이상의 고대역을 지원하는 단말기는 이르면 2020년부터 프리미엄 스마트폰에 채용될 것으로 파악된다. 해당 단말기는 2021년부터 출하량이 본격화될 전망이다. mmWave 지원을 위해서 관련 수동부품 탑재량은 추가적으로 10% 이상 증가할 것으로 기대된다. 5G 스마트폰의 증가는 삼성전기와 와이슬에게 수혜다.

그림 7. 이동통신방식의 진화 = 스마트폰의 고성능화 = 수동부품 탑재량 증가

이동통신 방식의 진화로 수동부품 업체 기회 발생

이동통신 세대	3G	4G	5G	
			Sub-6	mmWave
주파수 (국내 기준)	2.1GHz ~1.9GHz	2.6GHz 2.1GHz ~1.9GHz	3.5GHz 2.6GHz 2.1GHz ~1.9GHz	28GHz 3.5GHz 2.6GHz 2.1GHz ~1.9GHz
MLCC		↑ 15% ~	↑ 10% ~	↑ 10% ~
Filter		↑ 30% ~	↑ 10% ~	↑ 10% ~

자료: 하나금융투자

2. 5G 단말기 중심으로 ToF 모듈 증가

1) 5G 환경 안에서 AR 구현 강화 위한 ToF모듈 증용

5G 환경 안에서 ToF 증용 전망

스마트폰의 3D 센싱 기능이 강화되고 있다. Apple이 Face ID 구현을 위한 SL타입의 센싱 기능을 탑재한 이후에 Android 진영에서 국내 업체와 중화권 업체들이 ToF 기반의 센싱 카메라모듈을 탑재하고 있다. 특히, 5G 서비스의 핵심 콘텐츠가 될 것으로 예상되는 AR의 기능을 강화하기 위해 ToF가 활용될 것으로 기대된다. 삼성전자도 갤럭시 S10 5G와 갤럭시 노트10+ 모델에 ToF모듈을 탑재했다. 갤럭시 노트 10+ LTE 버전과 갤럭시 A80에도 ToF모듈이 탑재되긴 했지만, 원가 상승과 5G 환경 하에서 활용도가 높은 점을 감안하면 5G 단말기 중심으로 ToF모듈이 채택될 것으로 분석된다. 결국 5G 스마트폰의 출하량 증가는 ToF 모듈의 탑재량 증가를 전인할 것으로 기대된다.

그림 8. ToF모듈 탑재한 삼성전자 'Galaxy S10 5G'



자료: 삼성전자, 하나금융투자

그림 9. ToF모듈 탑재한 삼성전자 'Galaxy Note 10+'



자료: 삼성전자, 하나금융투자

그림 10. ToF모듈 탑재한 Huawei 'P30 Pro'



자료: Huawei, 하나금융투자

그림 11. ToF모듈 탑재한 LG전자 'G8 ThinQ'



자료: LG전자, 하나금융투자

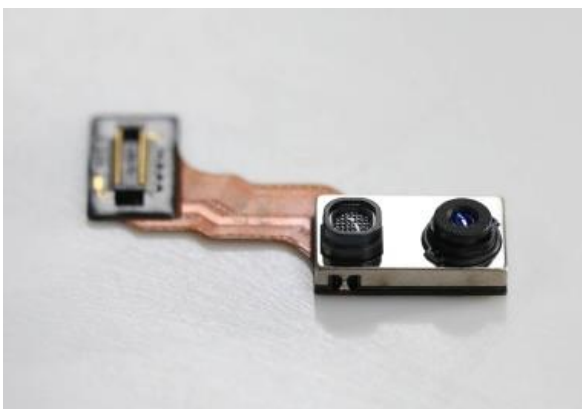
ToF 모듈은 수신부와 송신부로 구분 ToF는 Time of Flight의 약자로 피사체에 보낸 광원이 반사되어 되돌아오는 시간을 측정해 거리를 인식하는 3D 센싱 방식이다. SL(Structured Light)방식은 수많은 도트 패턴으로 대상을 정확하게 인식하는 것에 특화되었다. ToF는 상대적으로 장거리 인식이 가능하기 때문에 스마트폰 후면에서 증강현실을 구현하기에 보다 적합한 방식이다. 인식 과정이 단순하고 외부 간섭에 자유로워 동장인식, 사물인식에 효과적이다. 현재 Sony, Infineon, STMicroelectronics, Texas Instrument 등이 센서 기술을 확보하고 있으며, 삼성전자 스마트폰에는 주로 Sony 센서가 탑재중인 것으로 파악된다. 삼성전자도 ToF모듈용 이미지센서 개발중이며, 2020년 연내 양산을 목표로 하고 있다.

그림 12. ToF 방식 vs SL 방식 비교

구분	ToF 방식	SL 방식
개념도	1 레이저를 송출하여 발사  2 대상에 맞고 돌아오는 시간으로 3D 센싱	1 구조화된 패턴의 빛을 조사함  2 물체에 반사되어 돌아오는 굴곡을 카메라로 획득함
구동원리	레이저를 피사체에 보내고 반사되어 돌아오는 시간을 측정하여 깊이 정보를 파악	3만개 이상의 특정 패턴의 적외선 도트를 피사체에 발사한 후 피사체 표면 모양에 따라 패턴의 변형된 정도를 분석
소프트웨어 난이도	높음	낮음
원가	중간/낮음	높음 / 중간
반응속도	빠름	느림
외부 가시광선 간섭	중간	취약
깊이인식 정확도	mm~cm	μm~cm
인식거리	중장거리(1m이상) *레이저와 모듈레이터 성능에 따라 변동	단거리(1m이하) *조명 세기에 따라 변동
정확성	중장거리 인식	장거리에 취약
사용 영역	인면인식, 사물인식, 증강현실, 가상현실 등 	인면인식(Face ID, 애니모니콘) 

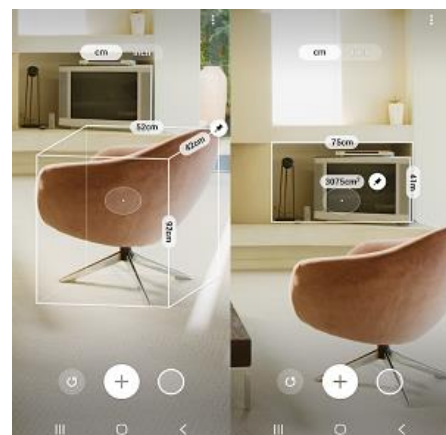
자료: 하이비전시스템, 하나금융투자

그림 13. LG이노텍의 3D 센싱 ToF모듈



자료: LG이노텍, 하나금융투자

그림 14. ToF 활용한 거리 및 객체 크기 측정 앱



자료: 언론 보도, 하나금융투자

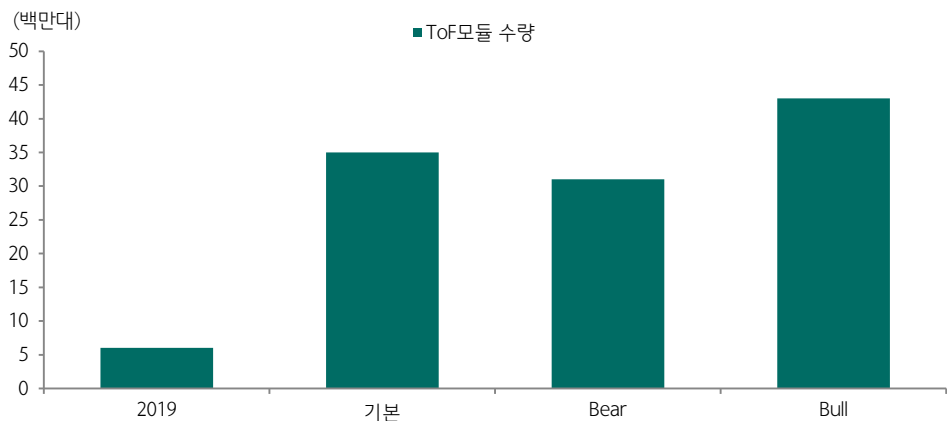
2) ToF모듈: 삼성전자 물량 증가, Apple 탑재 시작

삼성전자 ToF모듈 3,500만대로 전망

2019년 출시된 삼성전자의 플래그십 모델인 갤럭시 S10과 노트10의 5G 모델에 ToF모듈을 적용했다. 보급형 5G 모델인 갤럭시 A90에 ToF모듈이 탑재되지 않았고, LTE 모델인 A80에 로테이션 카메라 형태로 ToF모듈이 탑재된 바 있다. 5G 단말기에 ToF모듈이 100% 탑재된다고 가정할 수는 없다. 2020년 삼성전자의 5G 스마트폰 중에 플래그십에는 모두 ToF가 탑재될 것으로 예상되지만, A시리즈 70~90 중에 어떤 모델에 ToF모듈이 탑재될 것을 예상하기 쉽지 않다. 하나금융투자는 A시리즈 중에 1개 모델에 ToF가 탑재되는 것을 기본 시나리오로 가정하고, Bull case와 Bear case를 공유하고자 한다. 2020년 삼성전자의 ToF모듈 수량은 3,500만대로 전망한다. 이에 따른 카메라모듈 업체 입장에서의 시장 규모는 3,465억원에 이를 것으로 추정된다. 2019년은 ToF모듈이 통합형으로 공급되었지만, 2020년에는 분리형으로 공급되는 것을 가정해 산출한다.

그림 15. 삼성전자의 ToF모듈 수량 전망 시나리오

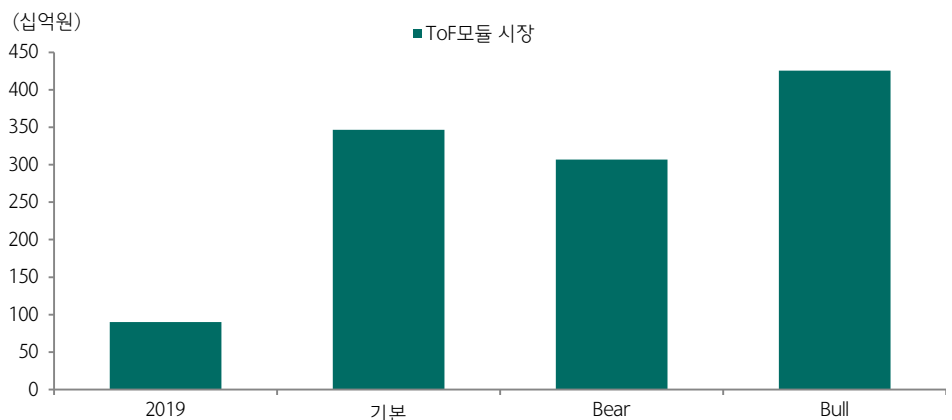
ToF모듈 3,500만대를
기본 시나리오로 가정



자료: 하나금융투자

그림 16. 카메라모듈 업체 입장에서 삼성전자향 ToF모듈 시장 규모 전망

카메라모듈 업체 입장에서
3,465억원 시장 형성 기대



자료: 하나금융투자

Apple 5G 단말기에 ToF 탑재 예상

Apple의 5G 모델에 ToF가 탑재될 것으로 예상된다. Apple은 3D 센싱 기술을 전면부에 SL 방식으로, 후면부에 ToF 방식으로 구성한다. 전후면 3D 센싱을 통해 5G 환경 안에서 활용도를 극대화할 수 있는 차별화된 AR, VR 콘텐츠를 선보일 것으로 것으로 기대된다. 관련 부품 업체들과 개발 진행중인 것으로 파악되며 카메라모듈 업체도 포함되어야 하기 때문에 LG이노텍은 관련 신규 부품 공급이 가능할 것으로 예상된다. 또한 신규 모듈을 위한 검사장비도 필요할 것으로 추정되어 하이비전시스템의 수혜가 기대된다.

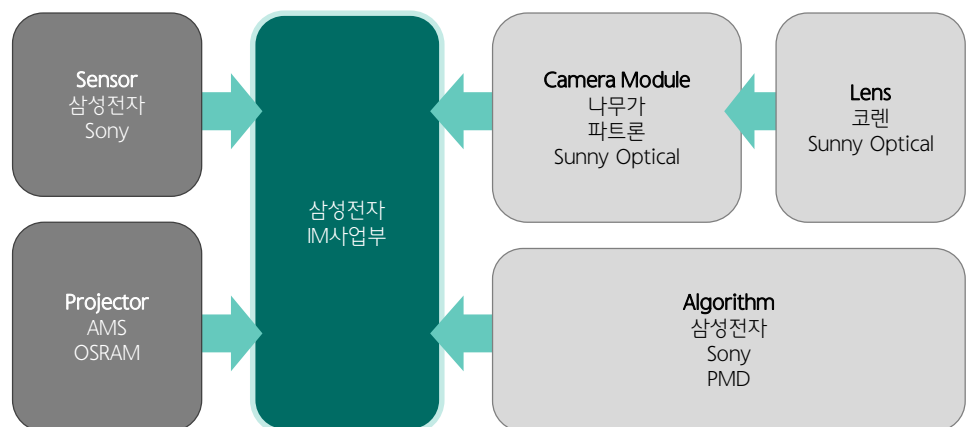
표 3. ToF모듈 서플라이체인 정리

구분		업체			
Solution Provider	Algorithm	삼성전자	Sony	PMD	
HW Reference Provider	Sensor	삼성전자	Sony	Infineon	STMicroelectronics
	Projector	AMS	Sunny Optical	OSRAM	
	Camera Module	LG이노텍	나무가	파트론	Sunny Optical
	Lens	코렌	Sunny Optical		
	Tester	하이비전시스템			
Application Provider	Application	Google	Microsoft		

자료: 업계 자료, 하나금융투자

그림 17. 삼성전자 ToF모듈 관련 업체 정리

국내 업체: 나무가, 파트론, 코렌



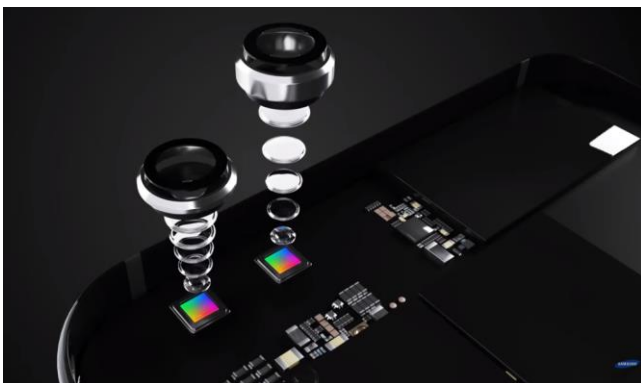
자료: 하나금융투자

3. 삼성전자 광학줌으로 카메라 차별화 시도

1) 갤럭시 S11 광학줌 탑재 가능성 높다

갤럭시 S11에 광학줌 최초 탑재 예상 삼성전자의 차기 플래그십 갤럭시 S11에 광학줌 기술이 채용될 것으로 예상된다. 광학줌 모듈은 폴디드 줌(Folded Zoom)이라고도 불리는데, 5배 이상의 광학 줌 기능을 구현한 방식이다. 카메라모듈의 광학 배율을 올리기 위해서는 결국 카메라모듈의 높이가 높아질 수밖에 없다. 이미 삼성전자, Apple의 카메라모듈도 스마트폰 본체보다 두께가 두꺼워 카메라모듈 부분이 본체보다 튀어 나와있다. 광학줌은 잠망경처럼 카메라모듈을 얹혀 센서와 렌즈들을 가로 방향으로 배치하여 초점 거리를 확보한 방식이다. 프리즘으로 빛의 방향을 직각으로 굴절시켜 카메라모듈의 높이 변화 없이 고배율 줌을 가능하게 하는 기술이다. 19년 1월 삼성전자는 관련 기술을 보유한 업체인 이스라엘의 Core Photonics를 인수했다. 19년 6월 삼성전기는 5배 광학줌 모듈을 중화권 고객사에게 공급한 바 있다. 2020년에는 삼성전자의 갤럭시 S11에 광학줌 모듈이 탑재될 것으로 예상되어 관련 업체들의 수혜가 예상된다.

그림 18. 광학 줌 배율에 비례해 높아지는 카메라



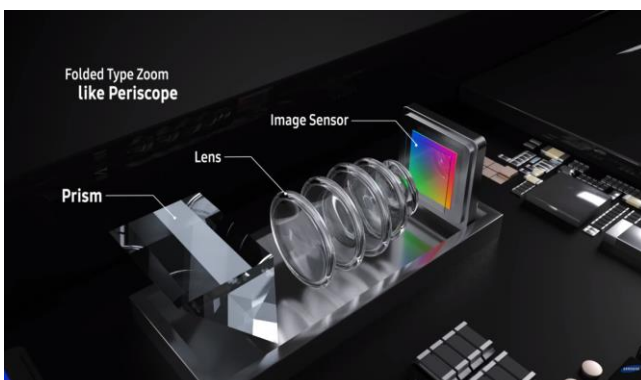
자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 19. 돌출된 일반 후면 카메라



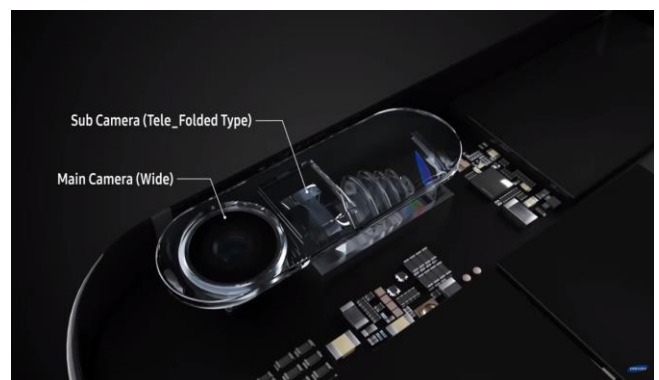
자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 20. 잠망경 형태의 카메라모듈



자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 21. Folded Type 후면 카메라



자료: 삼성전기, 하나금융투자

2) 광학줌: 단가 상승으로 성장 기회 발생

광학줌은 구조 특성상 단가 상승

2020년 삼성전자의 광학줌 모듈 채택량은 2천만대 내외로 전망한다. 광학줌 모듈은 구조의 특성상 렌즈의 성능 및 매수가 증가할 수밖에 없고, 초점거리를 확보하기 위한 거리도 필요하다. 렌즈모듈의 원가가 상승할 수밖에 없고, 길어진 렌즈모듈을 움직이게 하는 액츄에이터 가격도 상승할 것으로 추정된다. 또한 프리즘이 필요하기 때문에 기존 카메라모듈보다 원가 부담이 확대된다. 따라서 플래그십 외의 모델에 채택될 가능성은 낮을 것으로 판단한다. 갤럭시 S11, 노트11 시리즈 중에 상위 모델에 탑재될 것으로 추정된다. 이를 기본 가정으로 해서 Bull case와 Bear case를 공유한다. 광학줌 관련 업체들은 신규 모듈에 가격이 높은 부품 공급을 통해 실적 향상이 가능할 것으로 기대된다. 광학줌 관련 공급 업체는 모듈이 삼성전기, 액츄에이터가 액트로로 파악된다.

플래그십 중심으로 탑재 예상

그림 22. 기존 카메라모듈대비 부품 원가 상승

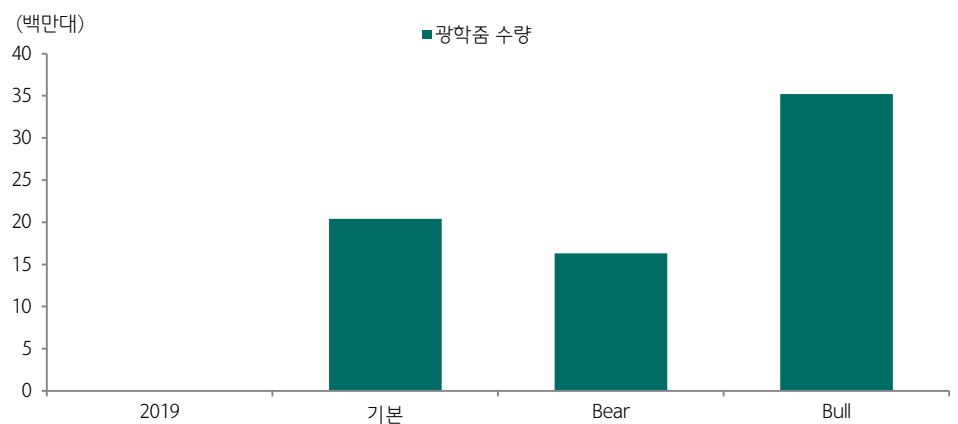
삼성전기, 액트로 수혜 전망



자료: 업계 자료, 하나금융투자

그림 23. 2020년 삼성전자향 광학줌 모듈 수량 전망 시나리오

광학줌 모듈은 2천만대 이상 전망



자료: 하나금융투자

4. 폴더블: 날개를 펼치다

1) 폴더블 디스플레이 생산능력 확대

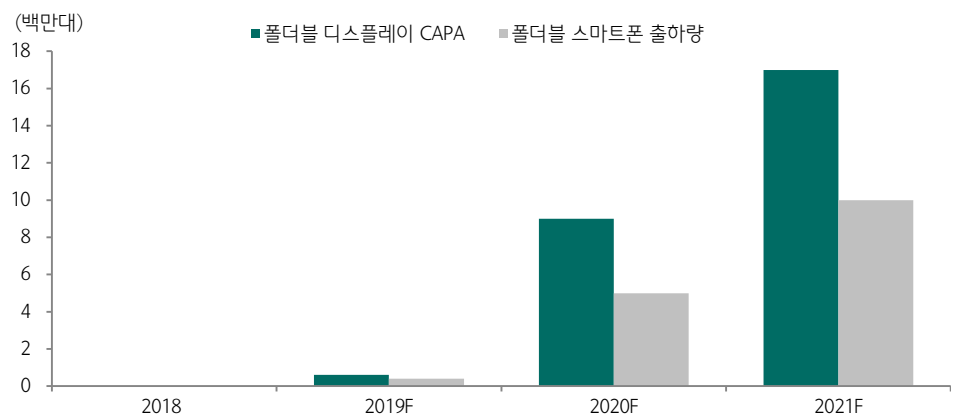
2020년 삼성전자 폴더블 스마트폰
500만대 전망

2020년 삼성전자의 폴더블 스마트폰 출시가 본격화될 전망이다. 19년 하반기 지연 출시된 갤럭시 폴드는 제한된 수량이지만, 기대 이상의 양호한 피드백을 확보했다는 판단이다. 폼팩터 및 디자인 변화에 대한 소비자 요구를 적절하게 자극했기 때문으로 생각된다. 이를 기반으로 삼성디스플레이의 폴더블 디스플레이 생산능력 확대를 계획중인 것으로 파악된다. 현재 시점에서 월 100만대 규모의 생산능력을 20년 2분기 중에 확보할 것으로 예상된다. 이를 통해 삼성전자의 2020년 폴더블 스마트폰은 500만대 이상 출하가 가능할 것으로 전망한다. 하나금융투자는 기존에 삼성전자의 플래그십 스마트폰 판매량에 기반하여 2020년 폴더블 스마트폰 출하량을 1,000만대로 추정하는 바 있다. 금번 보고서를 통해 생산능력을 감안해 폴더블 스마트폰의 전망치를 2020년 500만대, 2021년 1,000만대로 수정한다. 2020년 삼성전자 폴더블 스마트폰의 5백만대 출하를 가정하면 IM사업부의 관련 연간 매출액은 7.8조 원으로 추정된다. 폴더블 스마트폰에 공급되는 RF-PCB의 매출 규모는 285억원으로 전망된다. 매출 규모는 미미하지만, 성장 가능성을 감안해 비에이치도 수혜 종목으로 판단한다.

그림 24. 삼성디스플레이 폴더블 디스플레이 CAPA와 삼성전자 폴더블 스마트폰 출하량 전망

20년 2분기 중에 삼성디스플레이
폴더블 월 100만대 CAPA 확보 예상

폴더블 스마트폰 출하량 전망:
2020년 500만대, 2021년 1,000만대

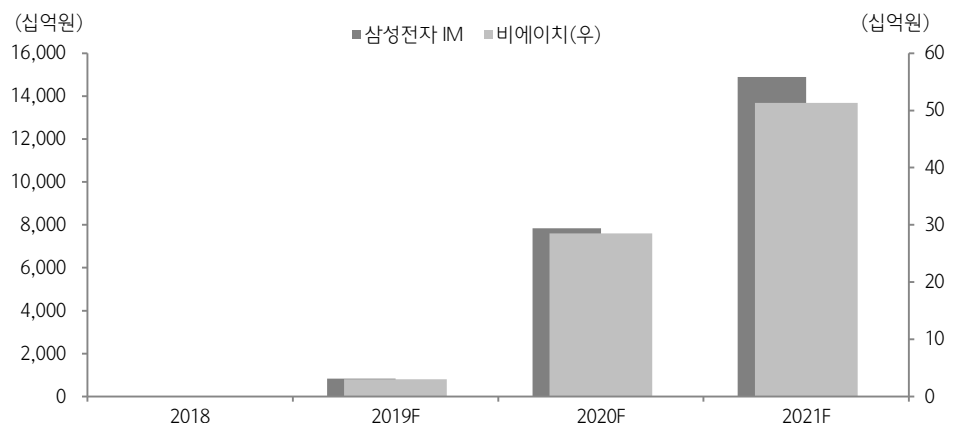


자료: 하나금융투자

그림 25. 삼성전자 폴더블 스마트폰 관련 시장 규모 추정

삼성전자 폴더블 스마트폰 가격
1,500달러 가정시
2020년 연간 매출액 8.5조원

관련 RF-PCB 매출 규모는
2020년 연간 285억원



자료: 하나금융투자

2) 다수의 모델 출시로 판매량 본격화 기대

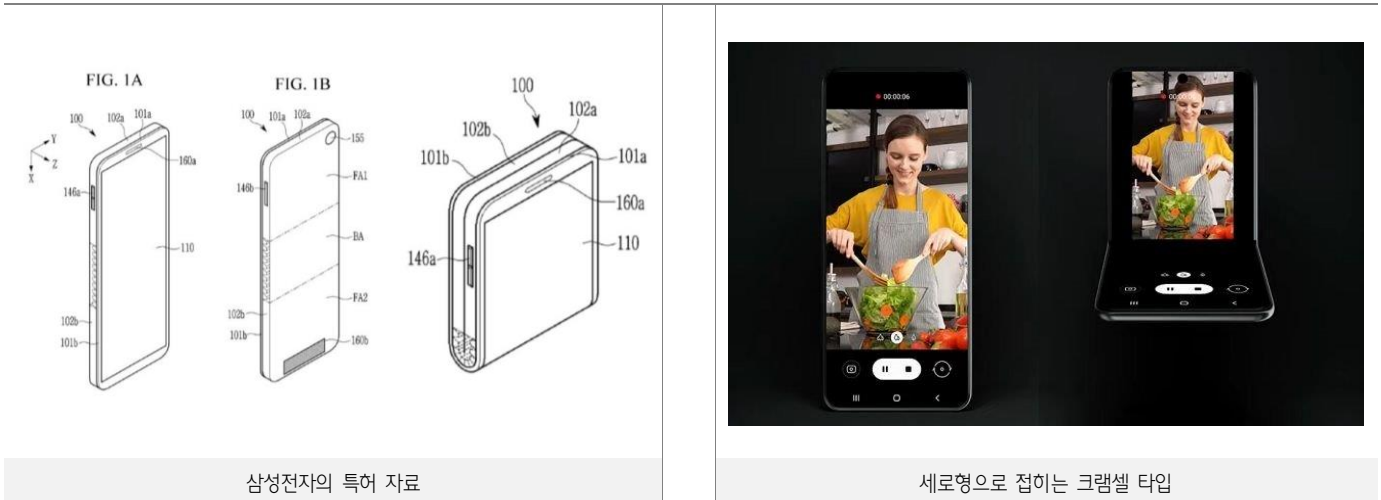
개발자 컨퍼런스에서 크램셀 타입 공개

크램셀 타입은 19년 11월 개발자 컨퍼런스에서 컨셉 형태로 이미 공개되었다. 기존 스마트폰 사이즈보다 세로가 긴 형태의 6인치대 화면으로 추정되며, 반으로 접혀 컴팩트한 사이즈로 휴대할 수 있을 것으로 보여진다. 갤럭시 폴드가 디스플레이 사이즈를 확대해 동영상 및 게임 등의 콘텐츠를 즐기기 위한 용도가 특징이었다면, 차기 모델은 휴대성 측면에서 장점이 부각될 것으로 예상된다.

아웃폴더, 디지털타이저 채택 등등 다양한 폴더블 버전 고민중

2020년 2~3종의 폴더블 스마트폰이 공개될 것으로 예상된다. 앞서 언급한 크램셀 타입은 이르면 20년 1분기 즈음에 출시가 될 것으로 예상된다. 아직 공식적으로 공개되지 않았지만, 폴더블 관련 다양한 컨셉과 디자인으로 개발이 진행중인 것으로 파악된다. 현재 출시된 갤럭시 폴드보다 화면이 큰 펼쳤을 때 8인치대 디스플레이, 아웃폴딩, 두 번 접히는 방식 등의 디자인 컨셉 혹은 특허 관련 사진이 유출된 바 있다. 디지털타이저의 채택 가능성도 상존하고 있어 2020년부터 폴더블 관련된 다양한 선택지가 펼쳐질 것으로 기대된다.

그림 26. 개발자 컨퍼런스에서 공개된 크램셀 타입 폴더블 스마트폰



삼성전자의 특허 자료

세로형으로 접히는 크램셀 타입

자료: 언론 자료, 하나금융투자

그림 27. 삼성전자의 폴더블 관련 다양한 디자인 컨셉 및 특허



아웃폴딩 방식 디자인 컨셉

두 번 접히는 폴더블 스마트폰 특허

자료: 언론 자료, 하나금융투자

5. 투자전략: 4가지 테마에 집중

1) 대형주: 삼성전기, LG이노텍

업황 방향성은 삼성전기
실적 가시성은 LG이노텍

2020년 대형주 최선호주로 삼성전기와 LG이노텍을 추천한다. 삼성전기는 5G 스마트폰 출하량 증가로 관련 MLCC 수혜가 기대된다. 글로벌 업체 중에서 스마트폰 매출비중이 높기 때문에 주목받을 것으로 예상된다. 플래그십에 광학줌 채택으로 평가 인상이 기대되는 부분도 투자포인트다. LG이노텍은 북미 고객사의 5G 모델 출시로 인한 출하량 증가 수혜가 가능하고, 신규 부품인 ToF모듈 공급 통해 증익 가시성 높다는 판단이다. 두 업체 모두 간접적인 5G 효과와 각각 광학줌, ToF로 메인 테마 관련 수혜가 가능하다.

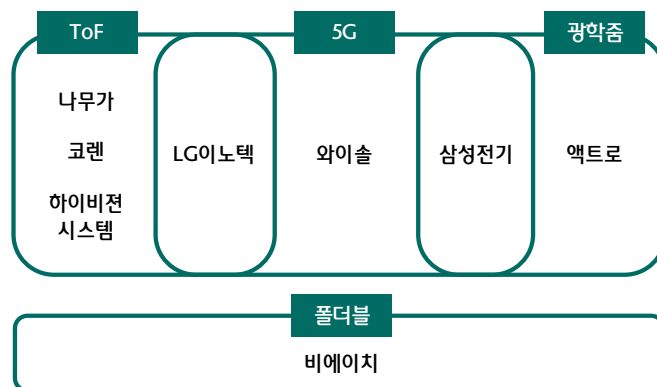
2) 중소형주: 4가지 테마에 해당하는 업체들에 주목

5G: 와이솔
ToF: 코렌, 하이비전시스템
광학줌: 액트로
폴더블: 비에이치

중소형주 선호주로는 5G 관련해서 와이솔을 추천한다. 와이솔은 5G 단말기 본격화에 따른 Saw Filter의 물량과 가격 수혜가 가능해 2020년부터 중기적 성장성이 기대된다. ToF 관련 종목은 모듈 나무가, 렌즈 코렌, 검사장비 하이비전시스템을 추천한다. 광학줌 채택으로 인한 수혜가 가능한 종목은 액추에이터 공급이 전망되는 액트로다. 마지막으로 폴더블 관련 수혜 정도는 미미하지만, 5G 및 폴더블로 인한 실적 증가가 가능한 비에이치를 주목한다.

그림 28. 4가지 테마별 종목 정리

5G: 와이솔, 삼성전기, LG이노텍
ToF: LG이노텍, 나무가, 코렌,
하이비전시스템
광학줌: 삼성전기, 액트로
폴더블: 비에이치



자료: 하나금융투자

표 4. Top Picks 및 관심종목 주요 실적 및 투자지표

		삼성전기	LG이노텍	비에이치	와이솔	코렌	나무가
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY	N/R	N/R
변경 여부		유지	유지	유지	유지		
목표주가 (원)		143,000	170,000	30,000	19,000		
변경 여부		유지	유지	유지	유지		
매출액	18	8,183	7,982	768	434	78	313
(십억원)	19F	8,355	7,991	714	447	84	343
	20F	9,495	8,614	914	479	98	580
영업이익	18	1,098	264	91	54	4	2
(십억원)	19F	700	360	82	41	13	6
	20F	814	451	110	60	16	28
순이익	18	656	163	82	45	6	4
(십억원)	19F	630	183	79	36	-2	-4
	20F	530	273	96	48	11	19
EPS (원)	18	8,457	6,891	2,609	1,878	209	1,046
	19F	8,117	7,728	2,494	1,432	-52	-1,254
	20F	6,830	11,551	2,984	1,702	265	5,630
PER (x)	18	12.2	12.5	6.4	8.2	6.3	16.1
	19F	14.0	15.7	8.4	10.6	-	-
	20F	16.7	10.5	7.0	8.9	6.5	6.7
BPS (원)	18	64,017	89,515	7,579	11,026	1,071	11,315
	19F	72,039	97,331	10,262	12,544	N/A	N/A
	20F	77,868	108,991	13,285	14,099	N/A	N/A
PBR (x)	18	1.6	1.0	2.2	1.4	1.2	1.7
	19F	1.6	1.2	2.1	1.2	N/A	N/A
	20F	1.5	1.1	1.6	1.1	N/A	N/A
ROE (%)	18	14.5	8.0	47.9	18.9	21.7	10.9
	19F	12.3	8.3	34.0	12.0	N/A	N/A
	20F	9.4	11.2	29.2	13.0	N/A	N/A

자료: 각사, 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

삼성전기 (009150)	22
LG이노텍 (011070)	26
비에이치 (090460)	30
와이솔 (122990)	34
코렌 (078650)	38
나무가 (190510)	42

2019년 11월 8일

삼성전기 (009150)

스마트폰 물량 회복과 MLCC 탑재량 증가

5G 스마트폰 수혜 가능

삼성전기의 2020년 이후가 기대된다. 5G 스마트폰 출시가 본격화되며 주력 사업부인 MLCC의 수혜가 가능하기 때문이다. 6GHz 이하에 대응 가능한 단말기의 경우 수혜 강도가 높지 않은 것이지 수혜가 없는 것이 아니다. 글로벌 스마트폰 출하량이 전년 대비 3% 증가될 것으로 전망하는데, 성장 회복의 주역은 5G 단말기 물량 본격화다. 삼성전자와 Apple을 필두로 하이엔드 스마트폰 중심으로 5G 지원이 시작되고, 동시에 5G 보급화에 도움이 될 증가 이하 모델 출시도 본격화될 전망이다. 그로 인해 스마트폰 내 탑재되는 수동부품의 수량이 증가할 것으로 기대되며, 삼성전기의 MLCC도 스마트폰 물량 회복과 대량 탑재량 상승에 의한 수혜가 가능할 전망이다. 컴포넌트솔루션의 2020년 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 16%, 12% 증가할 전망이다.

카메라모듈 고기능화와 기판 수익성 개선

삼성전기의 모듈솔루션 부문의 2020년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 11%, 11% 증가한 3조 8,631억원, 2,503억원으로 전망한다. 삼성전기 내 카메라모듈의 멀티화가 진행되는 가운데, 플래그십 중심으로 광학줌이 채택될 것으로 예상된다. 광학줌 모듈은 원가 구조상 모듈 단가 상승이 불가피해 삼성전기 입장에서 판가가 상승할 것으로 추정된다. 기판솔루션 부문의 수익성이 개선될 것으로 기대된다. 패키지 기판의 수익성이 과거 2~3년전 대비 개선되었고, 메인기판 쪽은 비용 효율화 통한 적자가 축소될 것으로 판단된다.

모든 사업부 증익

삼성전기에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 143,000원을 유지한다. 2020년 삼성전기의 매출액과 영업이익은 전년대비 14%, 16% 증가할 전망이다. 핵심사업부인 컴포넌트솔루션 부문은 MLCC 업황 개선과 5G 스마트폰 물량 본격화를 통한 성장세 회복의 수혜가 가능하다. 과거대비 높은 Blended ASP를 기반으로 가동률이 상승하는 구간에서 영업이익 레버리지 효과가 나타날 것으로 기대된다. 모듈솔루션은 광학줌을 중심으로 고기능 카메라모듈 증가, 기판솔루션은 패키지 기판의 수익성 개선으로 전년대비 증익을 추정한다. 2020년은 3개 사업부 모두 전년대비 증익하는 해로 판단되며, 2020년 기준 PBR 1.46 배로 역사적 밴드 평균 하회하고 있어 비중확대를 추천한다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 143,000원 | CP(11월7일): 114,000원

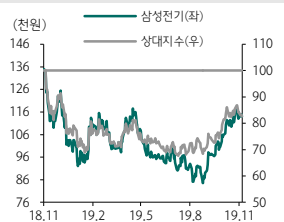
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,144.29
52주 최고/최저(원)	125,500/84,600
시가총액(십억원)	8,515.1
시가총액비중(%)	0.71
발행주식수(천주)	74,693.7
60일 평균 거래량(천주)	784.0
60일 평균 거래대금(십억원)	79.9
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	0.88
외국인지분율(%)	25.93
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 5인	23.98
국민연금공단	12.08
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.0 11.8 (8.4)
상대	0.9 13.5 (11.2)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	8,315.3	8,931.4
영업이익(십억원)	685.7	792.7
순이익(십억원)	612.2	552.9
EPS(원)	7,747	6,842
BPS(원)	71,053	77,120

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	6,838.5	8,182.5	8,355.3	9,494.7	10,789.5
영업이익	십억원	306.2	1,098.2	700.4	814.3	925.3
세전이익	십억원	253.5	1,020.6	620.6	739.4	840.3
순이익	십억원	161.7	656.2	629.9	530.0	602.3
EPS	원	2,084	8,457	8,117	6,830	7,761
증감률	%	996.8	305.8	(4.0)	(15.9)	13.6
PER	배	47.98	12.24	14.04	16.69	14.69
PBR	배	1.77	1.62	1.58	1.46	1.35
EV/EBITDA	배	10.36	5.01	5.94	5.37	4.86
ROE	%	3.82	14.50	12.27	9.35	9.78
BPS	원	56,421	64,017	72,039	77,868	84,627
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

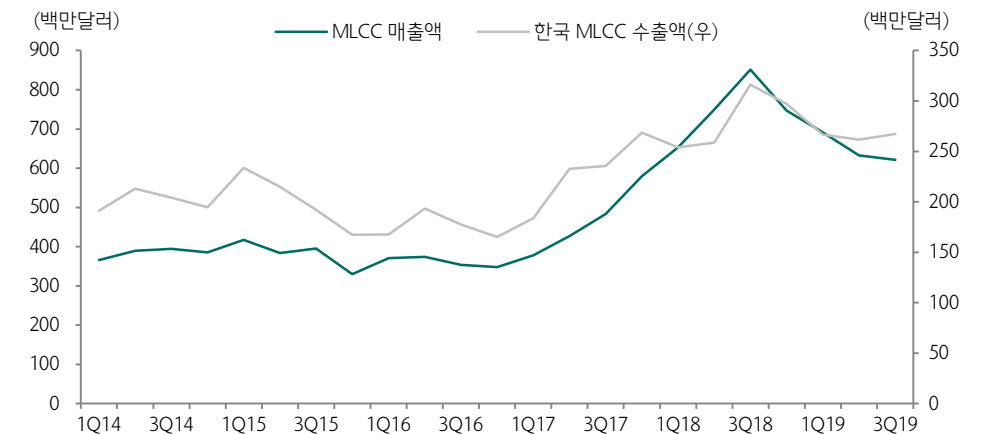
2020년 MLCC 업황 회복

5G 스마트폰향 수요 기대

삼성전기의 2020년 컴포넌트솔루션 부문 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 16%, 12% 증가할 전망이다. 2019년은 고객사 및 유통채널의 재고소진 기간으로 MLCC 물량 자체가 전년대비 27% 감소한 것으로 추정된다. 공급부족 현상의 완화로 인해 가격도 고점대비 22% 하락했다. 2020년에도 가격 상승은 제한적일 것으로 추정된다. 다만, 과거 2~3년전대비 높은 Blended ASP를 기반으로 2020년 분기가 지날수록 가동률 상승하며 과거대비 높은 영업이익 레버리지 효과가 나타날 가능성 또한 상존한다. 무엇보다 19년 3분기 업황 바닥을 통과하면서도 영업이익률 10% 이상을 시현한 부분은 과거대비 체력이 향상되었음을 반증한다. 글로벌 스마트폰 출하량이 3년만의 성장세로 전환하고, 그 주역이 5G 스마트폰임을 감안하면 삼성전기의 MLCC 또한 양호한 환경에 놓여질 것으로 판단한다.

MLCC 매출액은 수출액과 높은 상관관계

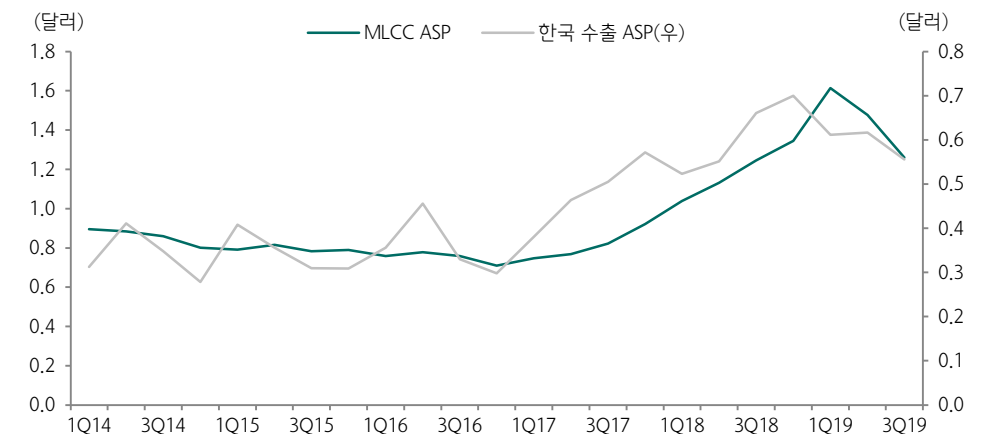
그림 1. 삼성전기 MLCC 매출액 vs 한국 캐패시터 수출액



자료: 삼성전기, 한국무역협회, 하나금융투자

그림 2. 삼성전기 MLCC ASP vs 한국의 수출 ASP

과거대비 높은 Blended ASP



자료: 삼성전기, 한국무역협회, 하나금융투자

컴포넌트솔루션: 5G

모듈솔루션: 광학줌

기판솔루션: 패키지기판

3개 사업부 모두 증익

2020년 삼성전기의 실적이 기대되는 이유는 컴포넌트솔루션 외에도 모듈과 기판 모두 증익이 전망되기 때문이다. 모듈솔루션은 멀티카메라화가 진행되는 가운데, 광학줌을 중심으로 고기능 카메라모듈을 공급하며 평균판매단가가 상승할 것으로 전망된다. 기판솔루션은 패키지기판의 양호한 업황을 기반으로 수익성이 개선될 것으로 추정되며, 메인기판 부문에서도 적자 축소가 가능할 것으로 기대된다. 2020년 삼성전기의 전사 영업이익은 전년대비 16% 증가할 것으로 전망되며, 3개 사업부 모두 증익하는 부분이 긍정적으로 판단된다. 2020년 기준 PBR 1.46배로 역사적 평균 하회하고 있어 저평가 매력 부각된다.

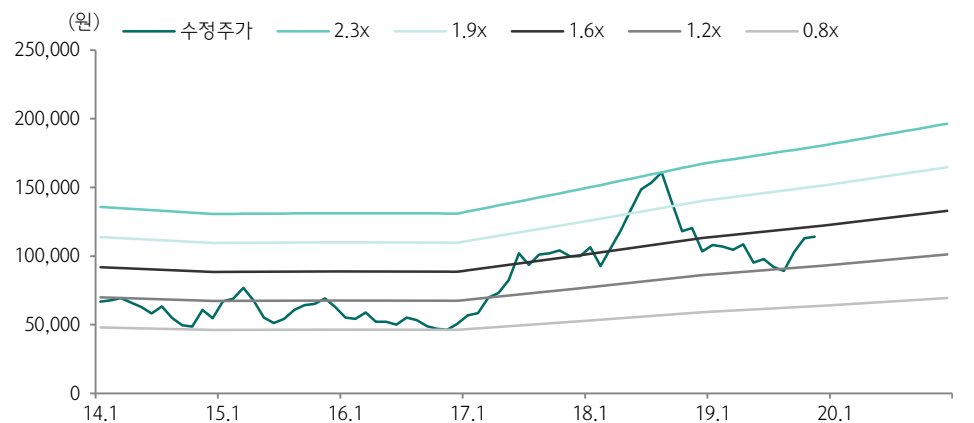
표 1. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	2,124.3	1,957.8	2,272.1	2,001.2	2,319.7	2,254.6	2,575.1	2,345.3	8,182.5	8,355.3	9,494.7
증감률 (YoY)	5.2%	8.2%	-3.8%	0.4%	9.2%	15.2%	13.3%	17.2%	19.8%	2.1%	13.6%
증감률 (QoQ)	6.6%	-7.8%	16.1%	-11.9%	15.9%	-2.8%	14.2%	-8.9%			
컴포넌트 솔루션	836.3	786.7	820.1	770.5	834.6	915.4	1,004.1	965.2	3,544.5	3,213.6	3,719.2
모듈 솔루션	951.2	824.3	941.0	776.0	1,061.4	938.1	1,009.1	854.5	3,095.8	3,492.6	3,863.1
기판 솔루션	328.9	346.8	511.0	445.9	419.6	397.9	557.9	520.6	1,476.0	1,632.6	1,895.9
영업이익	242.5	145.3	180.2	132.6	197.0	182.6	246.3	188.3	1,098.3	700.6	814.3
증감률 (YoY)	57.5%	-29.7%	-59.5%	-54.7%	-18.8%	25.7%	36.7%	42.0%	258.4%	-36.2%	16.2%
증감률 (QoQ)	-17.2%	-40.1%	24.0%	-26.4%	48.6%	-7.3%	34.9%	-23.5%			
컴포넌트 솔루션	190.6	119.3	85.6	89.6	115.9	135.3	152.8	138.0	1,121.5	485.2	542.0
모듈 솔루션	71.5	50.4	68.9	34.8	82.6	55.7	73.6	38.4	75.1	225.7	250.3
기판 솔루션	-19.7	-24.4	25.7	8.2	-1.5	-8.4	19.8	12.0	-98.3	-10.2	21.9
영업이익률	11.4%	7.4%	7.9%	6.6%	8.5%	8.1%	9.6%	8.0%	13.4%	8.4%	8.6%
컴포넌트 솔루션	22.8%	15.2%	10.4%	11.6%	13.9%	14.8%	15.2%	14.3%	31.6%	15.1%	14.6%
모듈 솔루션	7.5%	6.1%	7.3%	4.5%	7.8%	5.9%	7.3%	4.5%	2.4%	6.5%	6.5%
기판 솔루션	-6.0%	-7.0%	5.0%	1.8%	-0.4%	-2.1%	3.6%	2.3%	-6.7%	-0.6%	1.2%

자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 3. 12M Fwd PBR 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,838.5	8,182.5	8,355.3	9,494.7	10,789.5
매출원가	5,430.1	5,724.8	6,264.4	7,381.5	8,388.1
매출총이익	1,408.4	2,457.7	2,090.9	2,113.2	2,401.4
판매비	1,102.2	1,359.5	1,390.5	1,299.0	1,476.1
영업이익	306.2	1,098.2	700.4	814.3	925.3
금융손익	(55.1)	(77.3)	(71.7)	(52.3)	(61.6)
종속/관계기업손익	8.0	7.2	2.0	7.9	6.7
기타영업외손익	(5.6)	(7.5)	(10.1)	(30.5)	(30.1)
세전이익	253.5	1,020.6	620.6	739.4	840.3
법인세	76.3	255.4	173.4	184.9	210.1
계속사업이익	177.3	685.0	447.0	554.6	630.2
중단사업이익	0.0	(80.2)	198.9	0.0	0.0
당기순이익	177.3	765.2	447.0	554.6	630.2
비지배주주지분 손익	15.5	28.8	16.0	24.5	27.9
지배주주순이익	161.7	656.2	629.9	530.0	602.3
지배주주지분포괄이익	29.4	629.8	705.7	542.4	616.4
NOPAT	214.1	823.4	504.7	610.7	694.0
EBITDA	936.8	1,834.7	1,577.6	1,708.2	1,834.0
성장성(%)					
매출액증가율	13.4	19.7	2.1	13.6	13.6
NOPAT증가율	1,130.5	284.6	(38.7)	21.0	13.6
EBITDA증가율	48.1	95.8	(14.0)	8.3	7.4
영업이익증가율	1,154.9	258.7	(36.2)	16.3	13.6
(지배주주)순이익증가율	1,000.0	305.8	(4.0)	(15.9)	13.6
EPS증가율	996.8	305.8	(4.0)	(15.9)	13.6
수익성(%)					
매출총이익률	20.6	30.0	25.0	22.3	22.3
EBITDA이익률	13.7	22.4	18.9	18.0	17.0
영업이익률	4.5	13.4	8.4	8.6	8.6
계속사업이익률	2.6	8.4	5.3	5.8	5.8

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,084	8,457	8,117	6,830	7,761
BPS	56,421	64,017	72,039	77,868	84,627
CFPS	13,415	26,938	17,767	21,796	23,176
EBITDAPS	12,072	23,642	20,330	22,013	23,634
DPS	88,124	105,444	107,670	122,354	139,039
DPS	750	1,000	1,000	1,000	1,000
주기지표(배)					
PER	48.0	12.2	14.0	16.7	14.7
PBR	1.8	1.6	1.6	1.5	1.3
PCFR	7.5	3.8	6.4	5.2	4.9
EV/EBITDA	10.4	5.0	5.9	5.4	4.9
PSR	1.1	1.0	1.1	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	3.8	14.5	12.3	9.3	9.8
ROA	2.1	8.0	7.1	5.6	6.0
ROIC	4.2	14.2	8.3	9.9	10.8
부채비율	79.3	74.8	61.2	61.6	56.7
순부채비율	46.2	24.4	10.3	5.9	1.1
이자보상배율(배)	4.6	12.2	7.2	8.5	9.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,478.8	3,525.3	3,914.6	4,600.5	5,070.3
금융자산	567.7	1,246.0	1,623.1	2,008.7	2,137.1
현금성자산	444.6	1,002.4	1,378.5	1,730.6	1,821.1
매출채권 등	913.5	1,061.4	1,065.9	1,211.3	1,376.5
재고자산	918.9	1,115.6	1,120.3	1,273.1	1,446.7
기타유동자산	78.7	102.3	105.3	107.4	110.0
비유동자산	5,288.6	5,119.6	5,094.7	5,204.4	5,301.1
투자자산	823.2	250.1	262.5	276.0	291.5
금융자산	769.9	39.0	39.2	44.5	50.6
유형자산	4,154.7	4,558.0	4,607.9	4,723.6	4,818.6
무형자산	149.5	162.5	64.9	45.2	31.5
기타비유동자산	161.2	149.0	159.4	159.6	159.5
자산총계	7,767.4	8,644.9	9,009.3	9,804.9	10,371.3
유동부채	2,454.1	2,509.6	2,252.5	2,444.0	2,528.3
금융부채	1,671.3	1,394.0	1,159.2	1,219.2	1,154.2
매입채무 등	752.1	927.0	930.9	1,057.9	1,202.2
기타유동부채	30.7	188.6	162.4	166.9	171.9
비유동부채	981.8	1,188.8	1,166.3	1,293.9	1,224.0
금융부채	897.6	1,060.1	1,037.1	1,147.1	1,057.1
기타비유동부채	84.2	128.7	129.2	146.8	166.9
부채총계	3,435.9	3,698.4	3,418.9	3,737.9	3,752.3
지배주주지분	4,231.7	4,821.1	5,443.6	5,895.9	6,420.4
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	424.4	424.4	424.4
이익잉여금	2,609.8	3,179.3	3,732.7	4,185.0	4,709.5
비지배주주지분	99.8	125.4	146.9	171.1	198.7
자본총계	4,331.5	4,946.5	5,590.5	6,067.0	6,619.1
순금융부채	2,001.2	1,208.2	573.2	357.7	74.2

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	717.7	1,558.7	1,266.6	1,387.5	1,453.3
당기순이익	177.3	765.2	447.0	554.6	630.2
조정	805.7	1,163.3	895.8	984.2	995.1
감가상각비	630.6	736.4	877.2	894.0	908.7
외환거래손익	(7.0)	8.8	5.5	8.8	0.0
지분법손익	(8.0)	(7.2)	(2.0)	(7.9)	(6.7)
기타	190.1	425.3	15.1	89.3	93.1
영업활동 자산부채 변동	(265.3)	(369.8)	(76.2)	(151.3)	(172.0)
투자활동 현금흐름	(1,232.3)	(698.1)	(397.6)	(1,035.4)	(1,034.3)
투자자산감소(증가)	32.7	580.3	(2.2)	(6.0)	(9.0)
유형자산감소(증가)	(1,384.7)	(1,163.6)	(1,180.0)	(990.0)	(990.0)
기타	119.7	(114.8)	784.6	(39.4)	(35.3)
재무활동 현금흐름	196.1	(235.8)	(494.6)	(3.2)	(328.5)
금융부채증가(감소)	125.3	(114.8)	(257.8)	170.0	(155.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	118.7	(60.5)	(155.7)	(95.5)	(95.8)
배당지급	(47.9)	(60.5)	(81.1)	(77.7)	(77.7)
현금의 증감	(351.2)	557.8	376.1	352.2	90.6
Unlevered CFO	1,041.0	2,090.4	1,378.8	1,691.4	1,798.5
Free Cash Flow	(758.6)	363.5	75.9	397.5	463.3

2019년 11월 8일

LG이노텍 (011070)

2020년 다시 한번 실적 레벨업

Apple의 5G 모델 출시와 ToF모듈 탑재

LG이노텍의 2020년 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 8%, 25% 증가한 8조 6,139억원, 4,505억원으로 전망한다. 2020년 증익 가시성이 어느 때보다도 높을 것으로 판단한다. 북미 고객사의 신모델이 5G를 지원해 소비자들의 구매 욕구를 자극할 것으로 기대된다. Apple의 2020년 스마트폰 출하량은 전년대비 7% 증가한 1.92억대로 전망한다. 금번 신모델에는 5G 환경 하에서 기능을 극대화할 것으로 기대되는 ToF모듈 탑재가 예상된다. ToF모듈에 필요한 카메라모듈을 LG이노텍이 공급할 가능성이 높은 것으로 파악된다. 고객사 스마트폰의 출하량이 증가하고, 신규 아이템도 공급하기 때문에 실적 가시성이 높다.

20년 상반기 부진은 이미 노출된 악재

LG이노텍의 상반기 실적 부진은 새로운 악재가 아니다. 2년 전과 1년 전에 기대치를 하회하는 실적을 기록한 것은 재고에 대한 부분을 정확하게 파악하기 어려운 환경 안에서 부품 업체와 세트 업체 간의 물량 흐름에 시차가 존재하기 때문이다. 20년 상반기에도 고객사의 급작스러운 주문 감소로 인해 부품 업체들의 가동률이 하락할 수 있다. 다만, 19년 하반기부터 공급한 신모델의 준비 물량이 전년대비 10% 이상 감소해서 진행중이기 때문에 상대적으로 재고에 의한 부메랑 효과는 완화될 가능성이 높다. 뿐만 아니라 20년 상반기에는 SE 차기 모델 출시와 해당 모델향 부품 공급 가능성도 상존해 과거대비 양호한 실적 흐름이 기대된다.

외면하기 어려운 실적 증가

LG이노텍에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 170,000원을 유지한다. LG이노텍의 2020년 투자포인트는 실적 증가에 대한 가시성이다. 5G 모델 출시에 따른 교체수요 자극과 신규 부품 공급이라는 고객사와 자기 자신의 실적 증가 요소를 모두 갖추었다. 2020년 창사 이래 최대 실적이 전망되는 가운데, PBR 1.11배로 역사적 밴드 평균을 하회하고 있어 매수 추천한다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 170,000원 | CP(11월7일): 121,000원

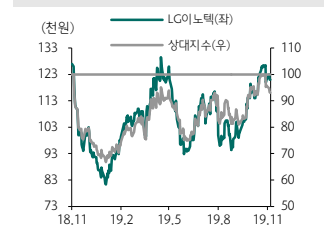
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,144.29
52주 최고/최저(원)	129,500/81,300
시가총액(십억원)	2,863.7
시가총액비중(%)	0.24
발행주식수(천주)	23,667.1
60일 평균 거래량(천주)	165.1
60일 평균 거래대금(십억원)	18.2
19년 배당금(예상,원)	300
19년 배당수익률(예상,%)	0.25
외국인지분율(%)	30.70
주요주주 지분율(%)	
LG전자 외 1인	40.79
국민연금공단	10.77
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.4 3.0 7.1
상대	(2.5) 4.5 3.8

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	8,038.3	9,026.0
영업이익(십억원)	351.5	441.8
순이익(십억원)	184.9	267.8
EPS(원)	7,812	11,316
BPS(원)	91,701	108,222

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	7,641.4	7,982.1	7,990.5	8,613.9	9,475.3
영업이익	십억원	296.5	263.5	360.2	450.5	495.6
세전이익	십억원	238.7	184.0	226.1	341.7	375.9
순이익	십억원	174.8	163.1	182.9	273.4	300.7
EPS	원	7,385	6,891	7,728	11,551	12,706
증감률	%	3,433.5	(6.7)	12.1	49.5	10.0
PER	배	19.50	12.54	15.66	10.48	9.52
PBR	배	1.75	0.97	1.24	1.11	1.00
EV/EBITDA	배	6.97	4.54	4.24	3.62	3.26
ROE	%	9.37	8.02	8.27	11.20	11.03
BPS	원	82,439	89,515	97,331	108,991	121,397
DPS	원	250	300	300	300	300



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

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

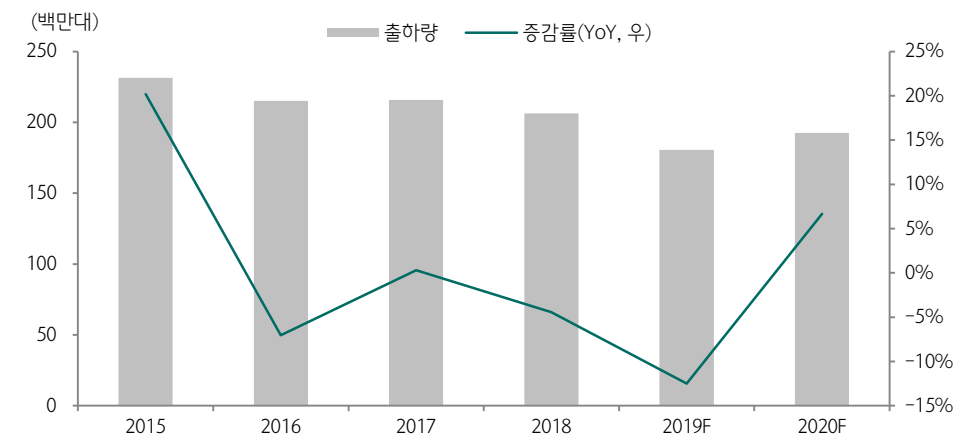
상반기: iPhone 11 시리즈 양호
하반기: 5G iPhone 출시 전망

Apple 스마트폰 3년만에 성장세 전환

2020년 Apple의 스마트폰 출하량은 전년대비 7% 증가한 1.92억대로 3년만에 성장세로 전환될 전망이다. 2020년 성장할 것으로 전망하는 이유를 상반기와 하반기로 구분해서 설명한다. 19년 9월에 출시된 iPhone 11의 가격 인하가 긍정적인 판매량으로 이어졌고, 그에 따라 20년 상반기도 전년동기대비 양호한 실적이 전망된다. iPhone 11 시리즈의 전반적인 출하량이 전작대비 5% 증가할 것으로 추정한다. 20년 9월에 출시 예정인 신규 iPhone은 5G를 지원할 것으로 예상되는데, 그에 따른 교체 수요를 자극할 것으로 기대된다. Apple의 스마트폰 출하량 증가로 인해 자연스럽게 관련 부품 업체들의 수혜가 기대된다.

2020년 신규 iPhone은
5G 지원할 전망

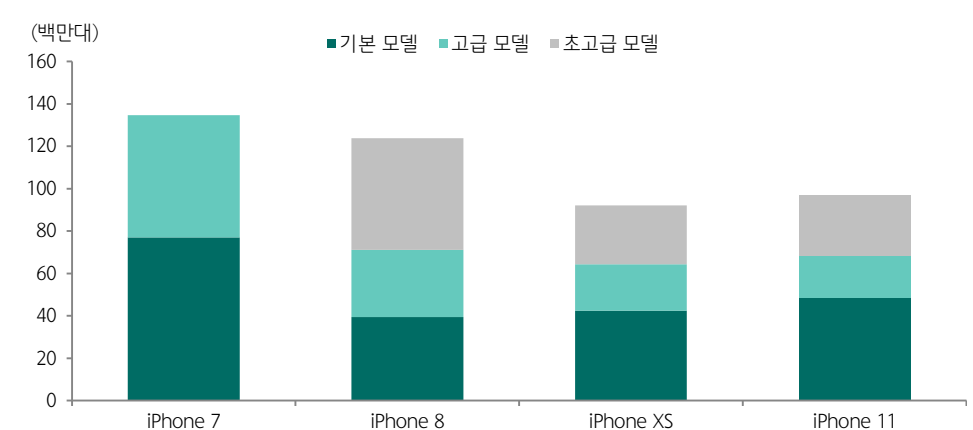
그림 1. Apple 스마트폰 연간 출하량 전망



자료: 하나금융투자

iPhone 11 시리즈 출하량
전작대비 5% 증가 전망

그림 2. 모델별 출시 후 연간 출하량 전망



자료: 하나금융투자

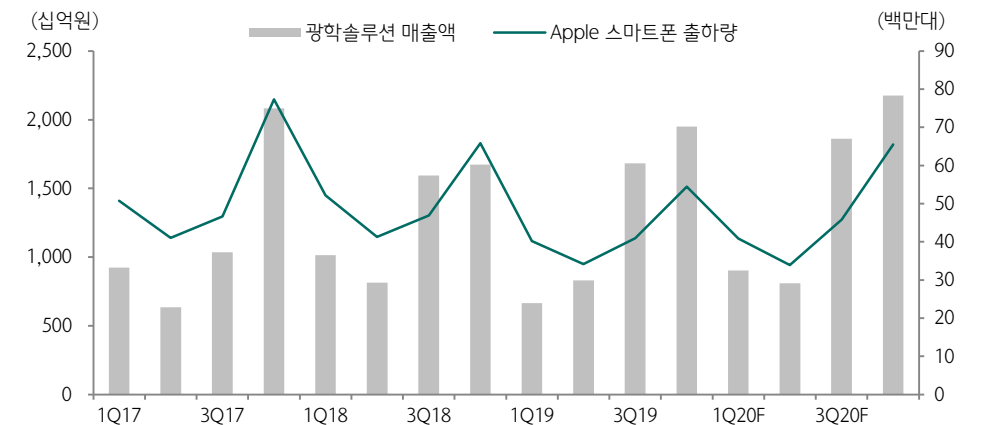
표 1. LG이노텍의 사업부별 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	1,368.6	1,522.3	2,445.9	2,653.7	1,582.5	1,513.0	2,602.4	2,916.0	7,982.1	7,990.5	8,613.9
growth (YoY)	-20.5%	0.3%	5.7%	9.2%	15.6%	-0.6%	6.4%	9.9%	4.5%	0.1%	7.8%
growth (QoQ)	-43.7%	11.2%	60.7%	8.5%	-40.4%	-4.4%	72.0%	12.1%			
광학솔루션	666.1	830.1	1,682.4	1,950.6	902.7	809.3	1,860.7	2,175.2	5,096.9	5,129.1	5,747.9
기판소재	256.9	277.0	305.9	286.5	258.0	279.0	292.6	284.4	1,158.5	1,126.2	1,114.0
전장부품	272.9	264.7	293.4	289.7	282.1	299.7	320.7	344.0	963.2	1,120.6	1,246.5
LED	104.4	92.0	91.3	64.8	83.7	70.2	71.7	58.1	456.6	352.5	283.7
기타사업(전자부품 포함)	68.3	58.6	73.0	62.1	56.0	54.8	56.8	54.3	306.9	262.0	221.9
영업이익	-11.4	18.8	186.5	166.3	16.8	19.9	202.1	211.7	263.5	360.3	450.5
growth (YoY)	-168.0%	40.2%	43.9%	60.6%	-247.1%	5.6%	8.4%	27.3%	-11.1%	36.7%	25.1%
growth (QoQ)	-111.0%	-264.7%	890.2%	-10.8%	-89.9%	18.2%	916.2%	4.7%			
광학솔루션	-30.9	0.2	159.4	177.7	2.5	-1.1	170.9	190.6	219.7	306.4	362.8
기판소재	22.3	38.8	57.1	24.6	32.3	38.3	47.4	38.5	90.9	142.9	156.6
전장부품	-2.1	-10.1	-15.0	-14.6	-7.4	-7.3	-6.2	-7.4	-15.3	-41.7	-28.2
LED	-12.8	-11.0	-18.2	-16.8	-11.6	-11.1	-11.2	-10.7	-34.9	-58.8	-44.5
기타사업(전자부품 포함)	2.0	0.8	3.2	-4.6	1.1	1.1	1.1	0.5	3.1	1.5	3.9
영업이익률	-0.8%	1.2%	7.6%	6.3%	1.1%	1.3%	7.8%	7.3%	3.3%	4.5%	5.2%

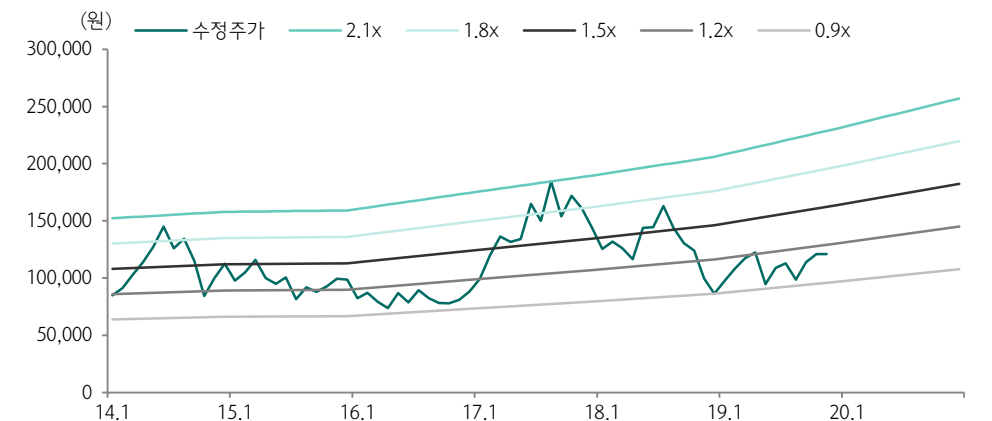
자료: LG이노텍, 하나금융투자

그림 3. 광학솔루션 부문 매출액과 Apple 스마트폰 출하량 전망

2020년 광학솔루션 매출액
전년대비 12% 증가 전망

자료: 하나금융투자

그림 4. 12M Fwd PBR 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	7,641.4	7,982.1	7,990.5	8,613.9	9,475.3
매출원가	6,756.7	7,118.2	6,971.4	7,297.3	8,027.1
매출총이익	884.7	863.9	1,019.1	1,316.6	1,448.2
판매비	588.2	600.4	658.9	866.0	952.6
영업이익	296.5	263.5	360.2	450.5	495.6
금융손익	(27.8)	(55.5)	(62.2)	(52.7)	(54.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(30.0)	(24.0)	(71.9)	(56.1)	(65.5)
세전이익	238.7	184.0	226.1	341.7	375.9
법인세	63.9	20.9	43.2	68.3	75.2
계속사업이익	174.8	163.1	182.9	273.4	300.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	174.8	163.1	182.9	273.4	300.7
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	174.8	163.1	182.9	273.4	300.7
지배주주지분포괄이익	178.2	173.4	192.1	283.1	300.7
NOPAT	217.1	233.6	291.3	360.4	396.5
EBITDA	651.5	781.6	945.4	1,048.5	1,129.6
성장성(%)					
매출액증가율	32.8	4.5	0.1	7.8	10.0
NOPAT증가율	346.7	7.6	24.7	23.7	10.0
EBITDA증가율	43.0	20.0	21.0	10.9	7.7
영업이익증가율	182.9	(11.1)	36.7	25.1	10.0
(지배주주)순이익증가율	3,396.0	(6.7)	12.1	49.5	10.0
EPS증가율	3,433.5	(6.7)	12.1	49.5	10.0
수익성(%)					
매출총이익률	11.6	10.8	12.8	15.3	15.3
EBITDA이익률	8.5	9.8	11.8	12.2	11.9
영업이익률	3.9	3.3	4.5	5.2	5.2
계속사업이익률	2.3	2.0	2.3	3.2	3.2

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	7,385	6,891	7,728	11,551	12,706
BPS	82,439	89,515	97,331	108,991	121,397
CFPS	27,931	35,345	39,701	41,373	44,749
EBITDAPS	27,529	33,023	39,947	44,302	47,729
DPS	322,868	337,266	337,623	363,960	400,356
DPS	250	300	300	300	300
주기지표(배)					
PER	19.5	12.5	15.7	10.5	9.5
PBR	1.7	1.0	1.2	1.1	1.0
PCFR	5.2	2.4	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	7.0	4.5	4.2	3.6	3.3
PSR	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	9.4	8.0	8.3	11.2	11.0
ROA	3.4	2.8	3.2	4.6	4.8
ROIC	7.8	6.9	8.4	10.7	11.3
부채비율	201.3	171.7	148.5	134.8	126.6
순부채비율	58.1	71.1	49.7	36.0	28.3
이자보상배율(배)	8.9	4.8	5.8	8.0	9.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,734.5	2,233.3	2,304.7	2,563.6	2,818.0
금융자산	369.9	621.7	644.4	791.2	890.5
현금성자산	369.5	621.2	643.9	790.6	889.9
매출채권 등	1,649.0	930.0	1,015.4	1,094.6	1,204.0
재고자산	641.3	520.2	568.0	612.3	673.6
기타유동자산	74.3	161.4	76.9	65.5	49.9
비유동자산	3,143.0	3,522.7	3,418.0	3,491.9	3,691.6
투자자산	34.6	31.9	34.8	37.6	41.3
금융자산	34.6	31.9	34.8	37.6	41.3
유형자산	2,599.6	2,927.3	2,834.4	2,929.4	3,145.2
무형자산	269.5	309.4	287.7	263.8	244.0
기타비유동자산	239.3	254.1	261.1	261.1	261.1
자산총계	5,877.5	5,756.1	5,722.7	6,055.5	6,509.6
유동부채	2,497.2	1,584.4	1,762.0	1,827.0	1,937.1
금융부채	240.7	331.0	413.5	373.5	338.5
매입채무 등	2,163.0	1,135.2	1,239.4	1,336.1	1,469.7
기타유동부채	93.5	118.2	109.1	117.4	128.9
비유동부채	1,429.5	2,053.4	1,657.4	1,649.4	1,699.7
금융부채	1,261.9	1,795.7	1,376.1	1,346.1	1,366.1
기타비유동부채	167.6	257.7	281.3	303.3	333.6
부채총계	3,926.7	3,637.8	3,419.5	3,476.4	3,636.8
지배주주지분	1,950.8	2,118.2	2,303.2	2,579.2	2,872.8
자본금	118.3	118.3	118.3	118.3	118.3
자본잉여금	1,133.6	1,133.6	1,133.6	1,133.6	1,133.6
자본조정	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	(42.2)	(40.1)	(19.0)	(9.3)	(9.3)
이익잉여금	741.4	906.7	1,070.5	1,336.8	1,630.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,950.8	2,118.2	2,303.2	2,579.2	2,872.8
순금융부채	1,132.8	1,505.0	1,145.2	928.4	814.1

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	446.0	1,062.3	785.5	877.8	959.2
당기순이익	174.8	163.1	182.9	273.4	300.7
조정	512.6	587.9	594.1	589.7	638.1
감가상각비	355.0	518.0	585.2	598.0	634.0
외환거래손익	(2.6)	4.2	(5.2)	(1.1)	(0.7)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	160.2	65.7	14.1	(7.2)	4.8
영업활동 자산부채 변동	(241.4)	311.3	8.5	14.7	20.4
투자활동 현금흐름	(834.4)	(1,414.5)	(390.2)	(661.1)	(833.1)
투자자산감소(증가)	(0.3)	2.7	(2.9)	(2.7)	(3.8)
유형자산감소(증가)	(750.9)	(1,358.2)	(457.9)	(639.1)	(800.0)
기타	(83.2)	(59.0)	70.6	(19.3)	(29.3)
재무활동 현금흐름	422.5	603.6	(371.3)	(77.1)	(22.1)
금융부채증가(감소)	421.3	624.1	(337.2)	(70.0)	(15.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	7.1	(14.6)	(27.0)	0.0	(0.0)
배당지급	(5.9)	(5.9)	(7.1)	(7.1)	(7.1)
현금의 증감	28.3	251.7	22.6	146.8	99.2
Unlevered CFO	661.0	836.5	939.6	979.2	1,059.1
Free Cash Flow	(329.7)	(351.2)	309.3	238.7	159.2

2019년 11월 8일

비에이치 (090460)

밸류에이션 매력 높은 2020년 주연

2020년 신모델 OLED 3종 출시로 실적 가시성 확보

비에이치의 2020년 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 28%, 34% 증가할 전망이다. 북미 고객사의 신모델이 5G 지원하며 교체 수요를 자극할 것으로 기대된다. 해당 신모델 3종에 모두 OLED가 채택될 가능성이 높다. 그에 따라 비에이치의 외형 성장에 대한 가시성은 과거 2년대비 매우 높다는 판단이다. 지난 2년간 OLED 모델의 판매량이 생각보다 저조했던 것은 LCD 모델과의 차별화 포인트가 느껴지지 않아 OLED 모델을 선택하는 소비자가 적었기 때문이다. 신모델은 선택지가 OLED로 국한되고, 기존 모델들과 5G로 차별화가 가능하기 때문에 양호한 판매량이 기대된다. 신규 시리즈의 출하량은 9천만대~1억대로 전년대비 80% 이상 증가할 전망이다.

신규 고객사, 신규 아이템, 폴더블

2020년 비에이치의 실적 증가는 기존 고객사의 출하량 증가에만 의존하지 않는다. 중화권 최종 고객사향 물량 확대와 5G 안테나 관련 매출 발생으로 신규 고객사 및 아이템이 추가될 것으로 기대된다. 또한 폴더블 스마트폰의 출하량 증가도 비에이치 입장에서 외형 성장에 일부 기여한다. 각각의 매출 비중은 미미하지만, 다수가 모여 2020년 실적 증가에 기여할 것으로 판단한다.

실적 가시성과 밸류에이션 매력 보유

비에이치에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 30,000원을 유지한다. 2020년 메인 테마로 주목되는 5G와는 간접적으로, 폴더블과는 직접적인 수혜가 가능하다. 해당 테마 관련해서 당장의 실적 기여도는 미미하지만, 해당 아이템의 향후 성장성을 감안하면 그 비중은 확대될 가능성이 농후하다. 높은 실적 가시성에도 불구하고 2020년 기준 PER 7.04배에 불과해 밸류에이션 매력도 높다는 판단이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 30,000원 | CP(11월7일): 21,000원

Key Data

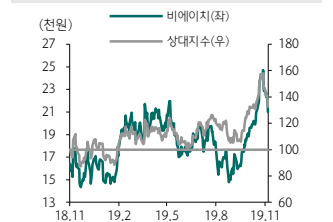
KOSDAQ 지수 (pt)	666.15
52주 최고/최저(원)	24,700/14,350
시가총액(십억원)	679.5
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	32,356.5
60일 평균 거래량(천주)	574.6
60일 평균 거래대금(십억원)	11.4
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	22.97
주요주주 지분율(%)	
이경환 외 2인	22.76

주가상승률	1M	6M	12M
절대	7.1	(4.3)	37.7
상대	0.9	8.2	41.1

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	737.8	945.8
영업이익(십억원)	84.8	118.1
순이익(십억원)	81.6	101.4
EPS(원)	2,555	3,136
BPS(원)	9,538	12,886

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	691.3	767.9	714.1	914.0	1,007.7
영업이익	십억원	75.7	91.0	82.0	109.6	120.8
세전이익	십억원	58.7	99.2	96.8	119.6	131.8
순이익	십억원	46.4	81.6	79.4	95.6	105.5
EPS	원	1,483	2,609	2,494	2,984	3,290
증감률	%	흑전	75.9	(4.4)	19.6	10.3
PER	배	18.41	6.44	8.42	7.04	6.38
PBR	배	5.59	2.22	2.05	1.58	1.26
EV/EBITDA	배	9.92	4.99	6.12	4.91	4.08
ROE	%	35.84	47.93	34.03	29.21	24.57
BPS	원	4,885	7,579	10,262	13,285	16,603
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

joonmin.lee@hanafn.com

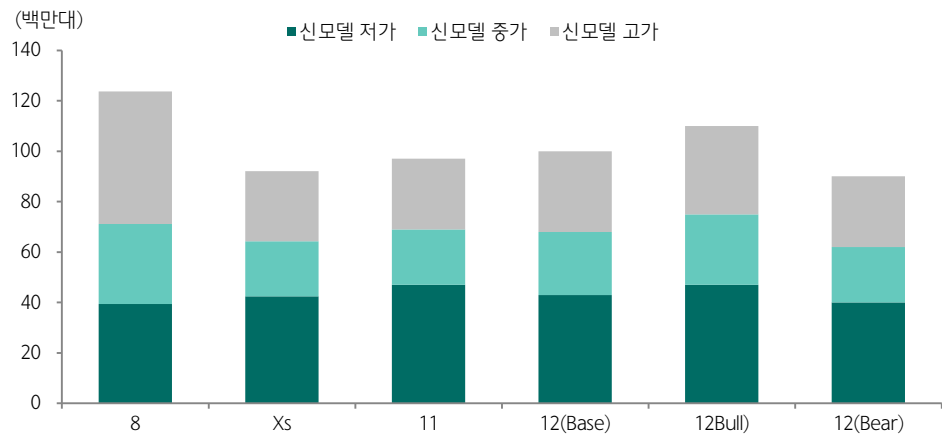
북미 고객사 신모델 3종 OLED 탑재

2020년 OLED 모델이 3개로 증가할 것으로 전망된다. 디스플레이 사이즈가 5.4인치, 6.1인치, 6.7인치로 구체적으로 언급되고 있어 가능성은 매우 높다. 5G 적용 모델이 2개일지 3개일지 확인이 필요하지만, 최초의 5G 지원으로 교체 수요를 자극할 수 있다는 판단이다. Apple의 2020년 전체 스마트폰 출하량을 전년대비 7% 증가한 1.92억대로 전망한다.

iPhone의 시리즈별 출하량을 전망할 때는 신규 모델이 출시되는 3분기(9월)부터 4개 분기 간의 합산 출하량을 집계한다. 가격이 유지된다는 가정 하에 20년 하반기에 출시될 신규 시리즈 OLED 모델 3개 합산 출하량을 1억대로 전망한다. 이는 11 시리즈의 OLED 모델 5천만대 추정치의 2배에 달하는 규모다.

5G 적용하고 3모델 다 OLED 탑재
예상되는 12(가칭) 시리즈는
기본 시나리오 1억대
부정 시나리오 9천만대
긍정 시나리오 1.1억대

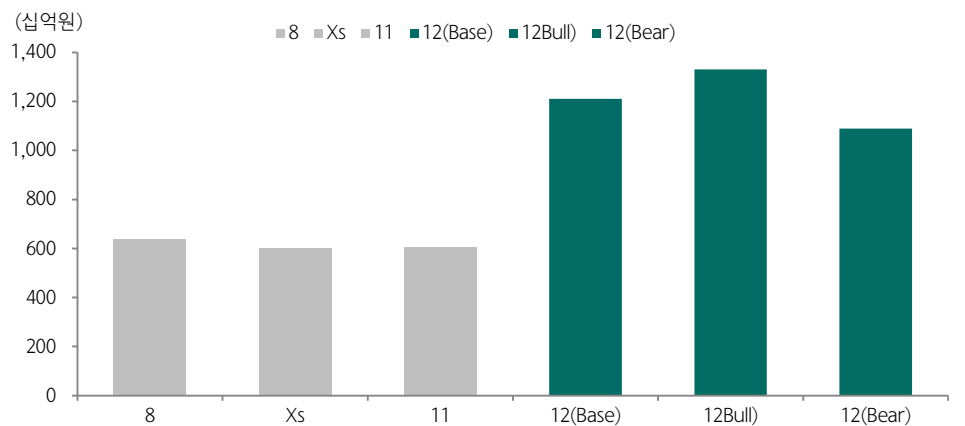
그림 1. Apple OLED 모델 출하량 시나리오



자료: Counterpoint, 하나금융투자

iPhone OLED 적용 모델:
8시리즈 중에 X
Xs시리즈 중에 Xs, Xs Max
11시리즈 중에 11 Pro, 11 Pro Max
12시리즈 전부

그림 2. Apple OLED 모델 출하량에 따른 RF-PCB 매출액 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

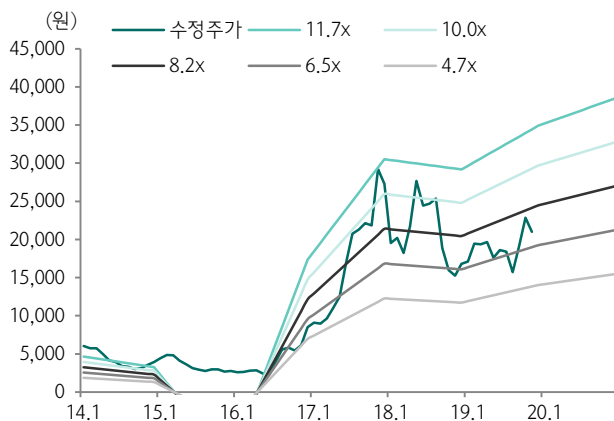
표 1. 비에이치의 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	108.4	111.2	264.3	230.2	144.3	124.3	325.6	319.9	767.7	714.1	914.0
YoY	-19.0%	-18.0%	-3.1%	2.1%	33.1%	11.7%	23.2%	39.0%	11.1%	-7.0%	28.0%
QoQ	-51.9%	2.6%	137.6%	-12.9%	-37.3%	-13.9%	162.0%	-1.8%			
삼성디플(국내)	40.5	40.6	41.2	38.1	44.6	43.8	40.0	35.9	171.4	160.4	164.3
삼성디플(북미)	44.0	36.0	183.6	143.2	58.8	41.7	245.3	240.2	482.0	406.8	586.0
노트북	0.0	0.0	24.3	22.0	11.9	10.3	15.6	14.3	0.0	46.3	52.1
삼성무선	2.2	6.5	1.9	2.7	3.4	3.3	3.3	3.2	16.8	13.3	13.3
배터리	11.9	17.7	9.2	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	50.3	53.4	58.4
LG전자	1.7	3.1	1.3	1.8	2.1	2.3	2.3	2.2	8.7	7.9	9.0
중화권	6.0	5.0	2.0	6.2	7.2	6.0	2.4	7.4	23.8	19.2	23.1
기타	2.1	2.3	0.8	1.6	1.8	2.1	2.1	1.9	9.6	6.8	7.9
영업이익	4.0	6.2	40.5	31.3	10.5	8.4	49.7	40.9	91.0	82.0	109.6
영업이익률	3.7%	5.6%	15.3%	13.6%	7.3%	6.8%	15.3%	12.8%	11.8%	11.5%	12.0%
YoY	-56.9%	-34.9%	0.1%	-1.3%	161.9%	36.5%	22.6%	30.9%	20.1%	-9.9%	33.6%
QoQ	-87.3%	54.2%	555.2%	-22.8%	-66.4%	-19.7%	488.8%	-17.6%			

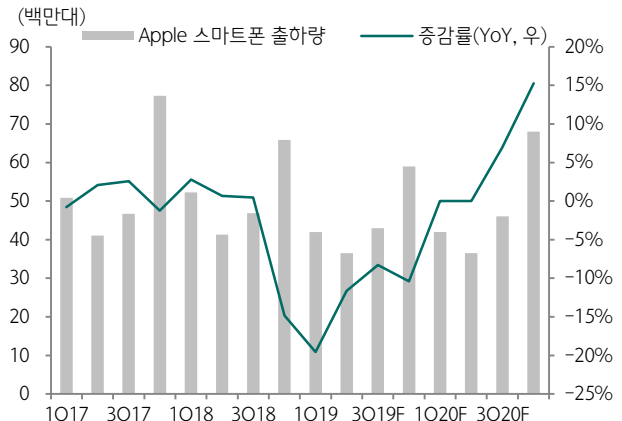
자료: 비에이치, 하나금융투자

그림 3. 12M Fwd PER 밴드



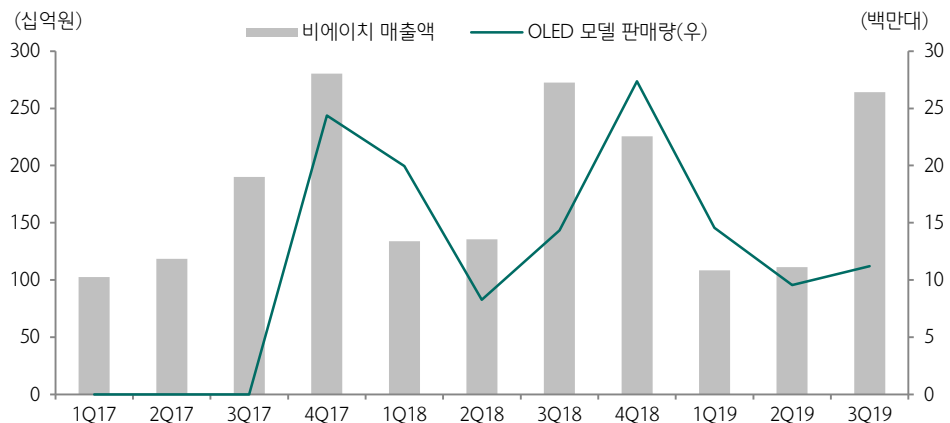
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 4. Apple 스마트폰 출하량 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 5. 비에이치 매출액 vs Apple OLED 모델 판매량



자료: Counterpoint, 비에이치, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	691.3	767.9	714.1	914.0	1,007.7
매출원가	581.0	614.5	581.8	732.2	807.3
매출총이익	110.3	153.4	132.3	181.8	200.4
판매비	34.6	62.3	50.3	72.2	79.7
영업이익	75.7	91.0	82.0	109.6	120.8
금융손익	(13.9)	0.2	2.4	0.2	1.3
종속/관계기업손익	6.7	(0.6)	(3.3)	(0.2)	(0.7)
기타영업외손익	(9.8)	8.6	15.7	10.0	10.4
세전이익	58.7	99.2	96.8	119.6	131.8
법인세	12.3	17.6	17.3	23.9	26.4
계속사업이익	46.4	81.6	79.4	95.6	105.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	46.4	81.6	79.4	95.6	105.5
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	46.4	81.6	79.4	95.6	105.5
지배주주지분포괄이익	42.8	83.5	80.1	96.9	106.4
NOPAT	59.8	74.9	67.3	87.6	96.6
EBITDA	98.0	119.8	115.1	135.2	147.4
성장성(%)					
매출액증가율	85.8	11.1	(7.0)	28.0	10.3
NOPAT증가율	흑전	25.3	(10.1)	30.2	10.3
EBITDA증가율	흑전	22.2	(3.9)	17.5	9.0
영업이익증가율	흑전	20.2	(9.9)	33.7	10.2
(지배주주)순이익증가율	흑전	75.9	(2.7)	20.4	10.4
EPS증가율	흑전	75.9	(4.4)	19.6	10.3
수익성(%)					
매출총이익률	16.0	20.0	18.5	19.9	19.9
EBITDA이익률	14.2	15.6	16.1	14.8	14.6
영업이익률	11.0	11.9	11.5	12.0	12.0
계속사업이익률	6.7	10.6	11.1	10.5	10.5

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,483	2,609	2,494	2,984	3,290
BPS	4,885	7,579	10,262	13,285	16,603
CFPS	3,609	4,637	3,655	4,368	4,752
EBITDAPS	3,133	3,829	3,614	4,216	4,598
DPS	22,109	24,542	22,416	28,511	31,434
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	18.4	6.4	8.4	7.0	6.4
PBR	5.6	2.2	2.0	1.6	1.3
PCFR	7.6	3.6	5.7	4.8	4.4
EV/EBITDA	9.9	5.0	6.1	4.9	4.1
PSR	1.2	0.7	0.9	0.7	0.7
재무비율(%)					
ROE	35.8	47.9	34.0	29.2	24.6
ROA	11.2	16.5	16.3	17.0	15.6
ROIC	22.8	26.6	23.0	26.0	24.7
부채비율	240.3	150.0	80.1	65.2	52.2
순부채비율	77.3	37.3	8.9	(4.1)	(16.2)
이자보상배율(배)	11.7	11.2	13.7	24.9	31.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	336.1	242.2	247.6	322.9	398.9
금융자산	85.3	70.2	72.1	98.3	151.3
현금성자산	83.3	68.2	70.9	97.1	150.1
매출채권 등	166.9	122.8	125.3	160.3	176.8
재고자산	58.7	24.7	25.2	32.3	35.6
기타유동자산	25.2	24.5	25.0	32.0	35.2
비유동자산	183.7	227.6	255.0	298.1	335.2
투자자산	8.5	17.6	20.3	24.0	25.7
금융자산	2.1	2.2	2.2	2.8	3.1
유형자산	163.8	195.7	219.1	258.8	294.4
무형자산	4.3	5.0	4.8	4.5	4.2
기타비유동자산	7.1	9.3	10.8	10.8	10.9
자산총계	519.8	469.8	502.6	621.0	734.1
유동부채	256.0	232.1	180.1	196.2	201.3
금융부채	105.6	119.1	82.6	71.5	63.9
매입채무 등	129.4	74.8	76.3	97.7	107.7
기타유동부채	21.0	38.2	21.2	27.0	29.7
비유동부채	111.1	49.8	43.4	48.8	50.4
금융부채	97.7	21.2	14.2	11.5	9.3
기타비유동부채	13.4	28.6	29.2	37.3	41.1
부채총계	367.0	281.8	223.5	245.0	251.8
지배주주지분	152.8	187.9	279.0	375.9	482.3
자본금	15.6	15.7	16.0	16.0	16.0
자본잉여금	27.6	29.2	40.0	40.0	40.0
자본조정	0.8	(49.3)	(49.3)	(49.3)	(49.3)
기타포괄이익누계액	3.7	5.7	4.0	5.2	6.2
이익잉여금	105.0	186.6	268.3	364.0	469.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	152.8	187.9	279.0	375.9	482.3
순금융부채	118.0	70.1	24.8	(15.3)	(78.1)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	59.0	161.1	87.7	99.1	117.5
당기순이익	46.4	81.6	79.4	95.6	105.5
조정	57.1	45.5	(2.5)	17.3	18.5
감가상각비	22.2	28.8	33.2	25.6	26.6
외환거래손익	6.9	1.9	(2.2)	(8.6)	(8.7)
지분법손익	(6.7)	0.6	(3.1)	0.5	0.8
기타	34.7	14.2	(30.4)	(0.2)	(0.2)
영업활동 자산부채 변동	(44.5)	34.0	10.8	(13.8)	(6.5)
투자활동 현금흐름	(37.8)	(65.6)	(50.6)	(59.3)	(54.9)
투자자산감소(증가)	(6.7)	(9.1)	(3.8)	(2.9)	(1.8)
유형자산감소(증가)	(39.2)	(58.8)	(52.5)	(65.0)	(62.0)
기타	8.1	2.3	5.7	8.6	8.9
재무활동 현금흐름	53.1	(110.6)	(34.4)	(13.9)	(9.8)
금융부채증가(감소)	52.8	(63.0)	(43.4)	(13.9)	(9.8)
자본증가(감소)	2.4	1.7	11.1	0.0	0.0
기타재무활동	(2.1)	(49.3)	(2.1)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	72.9	(15.1)	2.6	26.2	53.0
Unlevered CFO	112.8	145.1	116.4	140.0	152.3
Free Cash Flow	(9.5)	93.9	33.5	34.1	55.5

2019년 11월 8일

와이솔 (122990)

기다림의 미학

2020년 5G 단말기 출하량 증가의 직접적인 수혜주

와이솔의 2020년 매출액은 4,790억원으로 전년대비 7%, 영업이익은 601억원으로 전년대비 48% 증가할 전망이다. 주요 고객사인 삼성전자의 5G 스마트폰의 출하량 증가 수혜가 기대된다. 2020년 삼성전자의 5G 스마트폰 출하량은 4,800만대 이상으로 전망되어 전년 6~8백만대에서 대폭 증가할 것으로 추정된다. 와이솔은 기존 Saw Filter는 물론 5G용 TC-Saw 공급으로 물량과 가격 모두 수혜가 가능해 실적 증가가 기대된다.

2019년 실적을 뒤로 하고...

2019년 실적은 하나금융투자의 추정치는 물론 컨센서스를 하회하며 연간 하향 조정이 진행되었다. 상반기는 원활하지 못한 RF모듈 매각과 중화권 수요 부진으로 저조했다. 하반기 실적은 상반기보다 회복되지만, 기존에 기대했던 수익성을 충족시키기에는 역부족이라는 판단이다. 중화권 고객사를 확보한 점이 오히려 단점으로 작용한 해였다. 중국 스마트폰 시장의 전년대비 역성장도 지속되는 가운데, 미국의 제재로 인해 Huawei가 자국 시장에 집중하며 시장점유율을 확대했다. 와이솔은 Huawei향 매출액이 미미하기 때문에 여타 중화권 고객사의 점유율 축소로 인해 공급 물량이 감소했다. 2020년은 중국의 5G 상용화로 인해 스마트폰 시장 자체가 전년대비 증가할 것으로 전망된다. 그에 따라 와이솔 입장에서는 전년대비 양호한 시장 환경이 제공될 것으로 판단된다.

Baw가 없어도 수혜는 가능하다

와이솔에 대한 투자자의견 'BUY', 목표주가 19,000원을 유지한다. 5G 도입에 따라 가장 큰 수혜가 기대되는 Baw Filter에 대한 투자자들의 관심이 높다. 다만, 해당 주파수를 지원하는 단말기는 2021년 이후에나 출하가 본격화될 전망이다. Baw Filter는 2021년 이후의 투자포인트로 남겨두고, 이미 TC-Saw 공급으로 인해 수혜중인 점을 상기할 필요가 있다. 2020년 기준 PER 8.87배로 역사적 밴드 평균 수준으로 5G 수혜가 본격화되는 원년인 점을 감안하면 업사이드 여력 상존한다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 19,000원 | CP(11월7일): 15,100원

Key Data

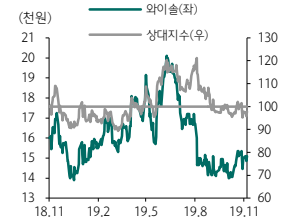
KOSDAQ 지수 (pt)	666.15
52주 최고/최저(원)	20,100/13,900
시가총액(십억원)	425.2
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	28,156.9
60일 평균 거래량(천주)	359.8
60일 평균 거래대금(십억원)	5.3
19년 배당금(예상, 원)	150
19년 배당수익률(예상, %)	0.99
외국인지분율(%)	7.45
주요주주 지분율(%)	
대덕전자 외 3인	33.94

주가상승률	1M	6M	12M
절대	7.5	(16.8)	(5.3)
상대	1.2	(5.9)	(3.0)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	432.7	443.2
영업이익(십억원)	40.5	53.3
순이익(십억원)	36.2	44.9
EPS(원)	1,440	1,594
BPS(원)	11,347	12,809

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	446.1	433.6	447.2	479.0	513.0
영업이익	십억원	52.6	53.6	40.6	60.1	64.4
세전이익	십억원	49.7	55.4	43.0	56.6	60.6
순이익	십억원	44.6	45.3	36.4	47.9	51.3
EPS	원	1,928	1,878	1,432	1,702	1,824
증감률	%	33.6	(2.6)	(23.7)	18.9	7.2
PER	배	7.34	8.23	10.55	8.87	8.28
PBR	배	1.51	1.40	1.20	1.07	0.96
EV/EBITDA	배	3.48	3.75	3.43	2.51	2.08
ROE	%	23.62	18.89	12.01	13.01	12.40
BPS	원	9,388	11,026	12,544	14,099	15,776
DPS	원	238	250	150	150	150



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

joonmin.lee@hanafn.com

스마트폰 대당 탑재되는
Filter의 개수 증가와 가격 상승

5G 스마트폰 출하량 증가로 수량, 가격 모두 수혜

5G 지원 단말기에는 주파수 대응을 위해 대당 Filter 탑재량이 증가한다. 6GHz 이하에서는 기존 Saw Filter보다 내열성이 우수한 TC-Saw가 필요하며, 해당 아이템은 일반 Saw Filter보다 고가인 것으로 파악된다. 28GHz 이상의 고대역 주파수를 위해 필요한 Baw Filter는 가격이 더욱 고가인 것으로 파악되어 해당 아이템 탑재시에는 와이솔의 수혜 정도가 높아질 것으로 기대된다. 다만, Baw Filter가 필요한 단말기는 2021년 이후에나 물량이 본격화될 것으로 전망된다.

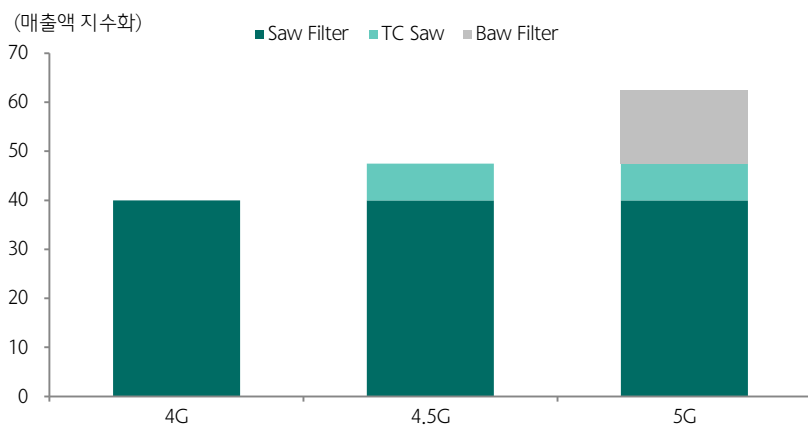
TC-Saw를 공급하고 있는 와이솔은 2020년 5G 스마트폰 출하량 증가로 인한 실적 증가 가능성이 높다. 삼성전자의 5G 단말기 출하량은 2019년 7~800만대 수준에서 2020년 4,800만대 이상으로 증가할 것으로 전망되어 와이솔의 실적에도 기여 가능하다는 판단이다.

그림 1. 이동통신 방식의 진화 = 스마트폰 고성능화 = 대당 탑재량 증가

이동통신 세대	3G	4G	5G	
			Sub-6	mmWave
주파수 (국내 기준)	2.1GHz ~1.9GHz	2.6GHz 2.1GHz ~1.9GHz	3.5GHz 2.6GHz 2.1GHz ~1.9GHz	28GHz 3.5GHz 2.6GHz 2.1GHz ~1.9GHz
MLCC		↑ 15% ~	↑ 10% ~	↑ 10% ~
Filter		↑ 30% ~	↑ 10% ~	↑ 10% ~

자료: 하나금융투자

그림 2. 삼성전자 5G 단말기에 따른 Filter 매출액 도식화



자료: 하나금융투자

이동통신 방식의 진화에 따라
단말기 내 탑재되는 부품 수 증가

5G 도입에 따라 단가 높은
Filter 탑재

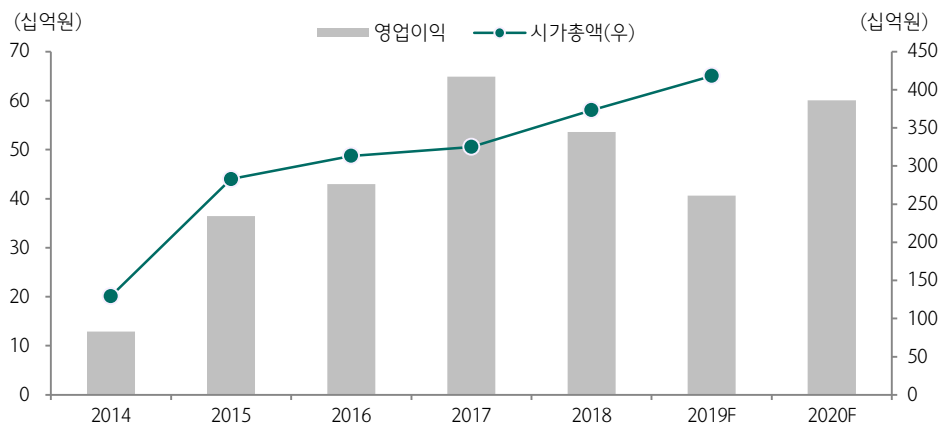
표 1. 와이솔의 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	94.3	125.3	121.6	106.1	110.5	122.6	131.4	114.5	433.6	447.2	479.0
YoY	-7.2%	8.3%	2%	9.8%	17.2%	-2.2%	8.1%	7.9%	-5.4%	3.1%	7.1%
QoQ	-2.3%	32.8%	-3%	-12.8%	4.2%	10.9%	7.3%	-12.9%			
Saw Filter	37.3	51.0	58.1	55.2	54.4	61.3	65.9	59.4	186.9	201.5	240.9
Filter Module	39.5	53.2	58.5	50.9	56.2	61.3	65.6	55.1	176.3	202.1	238.1
RF Module	17.5	21.1	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	70.4	43.6	0.0
매출비중											
Saw Filter	39.5%	40.7%	47.8%	52.0%	49.2%	50.0%	50.1%	51.9%	43.1%	45.1%	50.3%
Filter Module	41.9%	42.5%	48.1%	48.0%	50.8%	50.0%	49.9%	48.1%	40.7%	45.2%	49.7%
RF Module	18.6%	16.8%	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.2%	9.7%	0.0%
영업이익	6.6	10.0	13.2	10.8	13.2	16.0	17.3	13.5	53.6	40.6	60.1
YoY	-43.4%	-30.4%	-39%	80.9%	99.4%	60.6%	31.2%	24.8%	-17.4%	-24.2%	47.9%
QoQ	11.0%	50.0%	33%	-18.1%	22.4%	20.8%	8.4%	-22.1%			
영업이익률	7.0%	8.0%	10.9%	10.2%	12.0%	13.1%	13.2%	11.8%	12.4%	9.1%	12.5%

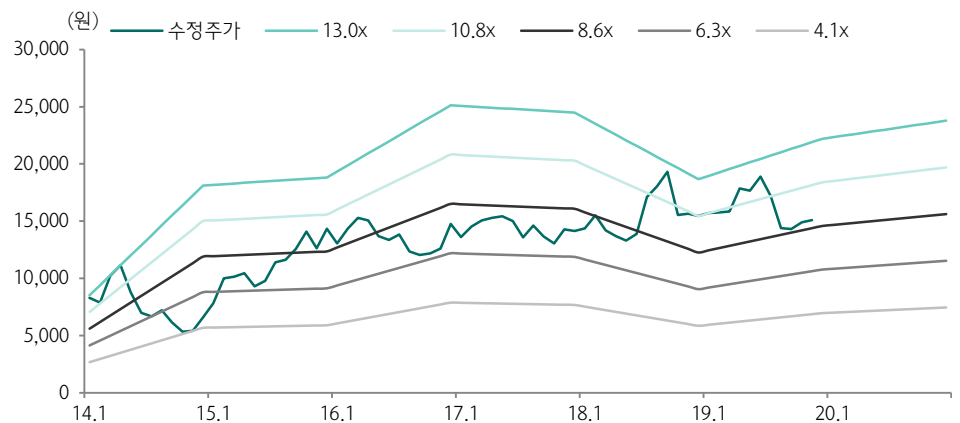
자료: 와이솔, 하나금융투자

그림 3. 와이솔의 영업이익 vs 시가총액 추이



자료: 와이솔, 하나금융투자

그림 4. 12M Fwd PER 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	446.1	433.6	447.2	479.0	513.0
매출원가	349.5	327.8	357.0	365.0	391.0
매출총이익	96.6	105.8	90.2	114.0	122.0
판매비	44.0	52.1	49.6	53.9	57.7
영업이익	52.6	53.6	40.6	60.1	64.4
금융손익	(1.5)	(2.1)	2.9	0.7	1.1
종속/관계기업손익	(0.1)	(0.8)	(0.0)	0.6	0.5
기타영업외손익	(1.3)	4.8	(0.5)	(4.8)	(5.3)
세전이익	49.7	55.4	43.0	56.6	60.6
법인세	5.1	10.1	7.7	10.2	10.9
계속사업이익	44.5	45.4	35.3	46.4	49.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	44.5	45.4	35.3	46.4	49.7
비지배주주지분 손익	(0.1)	0.1	(1.2)	(1.5)	(1.6)
지배주주순이익	44.6	45.3	36.4	47.9	51.3
지배주주지분포괄이익	42.6	45.1	37.1	47.9	51.3
NOPAT	47.1	43.9	33.3	49.3	52.8
EBITDA	90.5	96.6	94.8	117.6	124.1
성장성(%)					
매출액증가율	2.4	(2.8)	3.1	7.1	7.1
NOPAT증가율	28.3	(6.8)	(24.1)	48.0	7.1
EBITDA증가율	17.7	6.7	(1.9)	24.1	5.5
영업이익증가율	22.3	1.9	(24.3)	48.0	7.2
(지배주주)순이익증가율	38.5	1.6	(19.6)	31.6	7.1
EPS증가율	33.6	(2.6)	(23.7)	18.9	7.2
수익성(%)					
매출총이익률	21.7	24.4	20.2	23.8	23.8
EBITDA이익률	20.3	22.3	21.2	24.6	24.2
영업이익률	11.8	12.4	9.1	12.5	12.6
계속사업이익률	10.0	10.5	7.9	9.7	9.7

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,928	1,878	1,432	1,702	1,824
BPS	9,388	11,026	12,544	14,099	15,776
CFPS	4,029	4,221	4,154	4,070	4,253
EBITDAPS	3,907	4,008	3,727	4,178	4,409
SPS	19,262	17,982	17,586	17,011	18,221
DPS	238	250	150	150	150
주기지표(배)					
PER	7.3	8.2	10.5	8.9	8.3
PBR	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
PCFR	3.5	3.7	3.6	3.7	3.6
EV/EBITDA	3.5	3.8	3.4	2.5	2.1
PSR	0.7	0.9	0.9	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	23.6	18.9	12.0	13.0	12.4
ROA	13.9	12.7	8.9	9.6	9.0
ROIC	24.7	20.0	14.1	20.5	21.0
부채비율	56.5	42.8	30.9	40.4	37.1
순부채비율	(4.5)	(3.9)	(28.7)	(32.8)	(37.6)
이자보상배율(배)	23.5	33.5	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	143.4	131.3	219.2	298.2	339.4
금융자산	63.7	58.9	139.6	213.0	248.1
현금성자산	59.9	57.5	138.0	211.3	246.3
매출채권 등	49.6	37.5	41.1	44.0	47.2
재고자산	29.3	33.5	36.8	39.4	42.2
기타유동자산	0.8	1.4	1.7	1.8	1.9
비유동자산	199.7	239.3	232.5	245.6	254.5
투자자산	8.6	7.6	9.4	10.0	10.6
금융자산	7.0	6.7	7.3	7.9	8.4
유형자산	172.8	213.9	200.2	212.6	220.9
무형자산	6.0	5.9	7.8	7.8	7.8
기타비유동자산	12.3	11.9	15.1	15.2	15.2
자산총계	343.1	370.6	451.7	543.8	593.8
유동부채	113.3	106.0	102.7	137.4	131.6
금융부채	46.0	45.3	37.9	68.1	57.7
매입채무 등	59.1	52.3	57.4	61.5	65.9
기타유동부채	8.2	8.4	7.4	7.8	8.0
비유동부채	10.5	5.2	3.9	19.0	29.2
금융부채	7.8	3.3	0.0	15.0	25.0
기타비유동부채	2.7	1.9	3.9	4.0	4.2
부채총계	123.8	111.1	106.6	156.4	160.8
지배주주지분	219.6	259.7	346.6	390.3	437.5
자본금	11.5	12.1	14.1	14.1	14.1
자본잉여금	68.7	69.8	121.0	121.0	121.0
자본조정	(5.9)	(6.3)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
기타포괄이익누계액	(2.2)	(2.4)	(1.7)	(1.7)	(1.7)
이익잉여금	147.6	186.5	219.3	263.1	310.3
비지배주주지분	(0.3)	(0.2)	(1.4)	(2.9)	(4.5)
자본총계	219.3	259.5	345.2	387.4	433.0
순금융부채	(9.8)	(10.2)	(99.0)	(127.1)	(162.7)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	84.6	87.4	110.5	103.3	107.7
당기순이익	44.5	45.4	35.3	46.4	49.7
조정	39.2	47.5	59.6	58.0	59.2
감가상각비	37.9	43.1	54.2	57.5	59.8
외환거래손익	1.9	1.9	0.0	1.2	0.3
지분법손익	0.0	0.0	(0.4)	(0.6)	(0.7)
기타	(0.6)	2.5	5.8	(0.1)	(0.2)
영업활동 자산부채 변동	0.9	(5.5)	15.6	(1.1)	(1.2)
투자활동 현금흐름	(56.4)	(79.7)	(68.4)	(71.4)	(68.3)
투자자산감소(증가)	(4.1)	1.8	(0.9)	(0.0)	0.1
유형자산감소(증가)	(58.2)	(81.6)	(65.8)	(70.0)	(68.0)
기타	5.9	0.1	(1.7)	(1.4)	(0.4)
재무활동 현금흐름	(12.2)	(10.2)	37.9	41.1	(4.6)
금융부채증가(감소)	(30.7)	(5.1)	(10.8)	45.3	(0.4)
자본증가(감소)	24.6	1.1	53.2	0.0	0.0
기타재무활동	(1.1)	(0.5)	(1.0)	(0.1)	(0.1)
배당지급	(5.0)	(5.7)	(3.5)	(4.1)	(4.1)
현금의 증감	18.0	(2.4)	80.5	73.3	35.0
Unlevered CFO	93.3	101.8	105.6	114.6	119.7
Free Cash Flow	17.7	1.4	39.6	33.3	39.7

2019년 11월 8일

코렌 (078650)

ToF 렌즈 담당합니다

사업구조 슬림화 이후 실적 성장 기반 마련

코렌은 삼성전자가 메인 고객으로 카메라용 렌즈를 주력으로 하는 업체다. 주로 플래그십에는 전면용, 미들엔드급에는 후면용 렌즈를 공급하고 있다. 2014년 이후 줄곧 영업적자를 기록하며, 실적 부진에서 벗어나기 어려운 시기를 보냈다. 2018년 3월 최대주주 및 대표이사 변경 이후에 강도 높은 재구조화를 진행한 것으로 파악된다. 주요 고객사인 삼성전자를 제외한 여타 업체들 및 다른 전방산업으로 진출을 위해 필요했던 조직을 슬림화했다. 2017년말 종업원수 300여명에서 19년 2분기 현재 65명으로 감소했다. 18년 3분기부터 영업흑자로 전환되었고, 19년 상반기 영업이익률 15%를 시현하며 비용 효율화를 통한 실적 성장의 기반을 마련한 것으로 보여진다.

2020년 ToF 렌즈가 외형 성장에 기여

코렌의 2020년 매출액은 979억원, 영업이익은 155억원으로 전년대비 각각 17%, 18% 증가할 전망이다. 18년 3분기 이후 분기 매출액 170억원대에서 영업이익률 5% 이상을 시현하는 업체로 체질 개선되었다. 수익성 창출의 근거는 1) 필리핀 생산비중 극대화를 통한 인건비 절감, 2) 선도 업체로 진행할 수 있는 아이টে에 집중된 것이 주요한 것으로 분석된다. 더불어 19년 2분기부터 ToF모듈용 렌즈의 선도 업체로 선정되며 이익률 극대화를 경험한다. 19년 하반기 갤럭시 노트10에도 선도 업체로서 ToF용 렌즈 공급중이고, 갤럭시 S11용 렌즈도 개발 참여중인 것으로 파악된다. 2020년 ToF모듈 출하량이 3,500만대에 달할 것으로 전망되어, 코렌도 이에 따른 수혜가 기대된다.

성장 아이템 보유에도 불구하고 6.46배

코렌은 1) 비용 효율화를 통해 이익을 창출할 수 있는 힘을 실적을 통해 입증했고, 2) 2020년부터 물량 본격화로 인해 향후 수년간 성장이 전망되는 ToF용 렌즈 메인 공급업체다. 3) 2020년 기준 PER 6.46배로 밸류에이션 부담도 없어 2020년 주가 레벨업이 기대되는 종목이다.

관심종목

Not Rated

CP(11월7일): 1,710원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	666.15
52주 최고/최저(원)	2,355/1,240
시가총액(십억원)	69.9
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	40,901.8
60일 평균 거래량(천주)	341.7
60일 평균 거래대금(십억원)	0.6
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	1.98
주요주주 지분율(%)	
바이오로그디바이스 외 3인	23.59
외제이케이 엠앤케이 사모투자합자회사	7.47
주가상승률	1M 6M 12M
절대	16.3 (11.6) 34.1
상대	9.5 (0.0) 37.4

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	십억원	81.3	87.0	93.0	82.0	77.9
영업이익	십억원	(6.8)	(3.8)	(8.9)	(11.1)	4.4
세전이익	십억원	(9.1)	(11.4)	(15.5)	(22.6)	6.3
순이익	십억원	(7.3)	(13.3)	(15.6)	(22.7)	6.3
EPS	원	(747)	(1,144)	(1,224)	(1,213)	209
증감률	%	적전	적지	적지	적지	흑전
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	6.25
PBR	배	0.79	2.25	2.15	1.77	1.22
EV/EBITDA	배	12.71	11.55	19.49	12.76	3.64
ROE	%	(20.41)	(45.55)	(63.19)	(91.06)	21.65
BPS	원	3,302	2,140	1,634	856	1,071
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

joonmin.lee@hanafn.com

ToF 수혜에서 소외되어 있는 진주

이익 창출 능력은

이미 실적으로 입증 완료

ToF로 성장 가도 달릴 준비 완료

코렌은 지난 수년간 적자 시현으로 애널리스트 및 시장 참여자로부터 소외되어 있었다. 18년 3분기 실적 턴어라운드와 19년 상반기 고수익성 시현으로 오랜만에 주목받으며 주가도 동 기간 80% 상승했다. 하나금융투자는 코렌의 이익 창출 능력은 이미 4개 분기 실적을 통해 입증되었다는 판단이다. 향후 성장성을 보여 주어야 하는데, ToF 렌즈는 그 역할을 담당하기에 충분하다. ToF 렌즈의 2020년 매출액은 175억원으로 전년대비 122% 증가해 전사 외형성장을 견인할 전망이다. 전사 매출에서 차지하는 비중은 2019년 9%에서 2020년 18%로 확대된다. 이익 창출 능력과 성장성을 겸비하고 있음에도 2020년 기준 PER 6.46배에 불과해 2020년 다크호스로 주목한다.

표 1. 코렌의 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	17.8	24.0	20.8	21.3	24.9	24.2	25.3	23.5	77.9	83.9	97.9
YoY	-34.0%	78.0%	3.5%	23.2%	40.0%	0.9%	21.5%	10.0%	-5.1%	7.8%	16.6%
QoQ	2.6%	34.9%	-13.2%	2.5%	16.6%	-2.8%	4.5%	-7.2%			
렌즈	17.9	21.3	17.6	18.3	19.2	19.6	20.1	19.4	75.7	75.0	78.3
ToF	0.0	2.6	2.7	2.6	5.2	4.1	4.7	3.6	0.0	7.9	17.5
홀더/지문	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.1	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.1	1.0	2.0
매출비중											
렌즈	100%	89%	85%	86%	77%	81%	80%	82%	97%	89%	80%
ToF	0%	11%	13%	12%	21%	17%	18%	15%	0%	9%	18%
홀더/지문	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	0%	0%
기타	0%	0%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	0%	1%	2%
영업이익	1.6	4.9	3.6	3.0	4.3	3.7	4.2	3.3	4.4	13.1	15.5
YoY	-10.6%	흑전	12.0%	304.9%	166.0%	-24.9%	17.0%	13.0%	-139.5%	200.1%	18.5%
QoQ	119.2%	208.8%	-26.8%	-18.3%	44.0%	-12.8%	14.1%	-21.1%			
영업이익률	9.0%	20.6%	17.4%	13.8%	17.1%	15.3%	16.7%	14.2%	5.6%	15.6%	15.9%

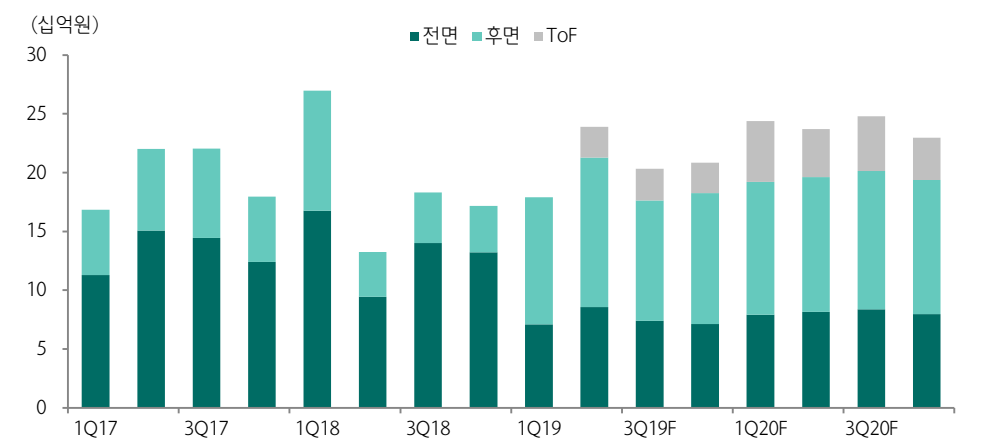
자료: 코렌, 하나금융투자

그림 1. 렌즈 상세 매출비중 추이 및 전망

플래그십에는 전면

미들엔드급에는 전, 후면 전부 대응

ToF 렌즈로 추가 성장 기회 확보



자료: 나무가, 하나금융투자

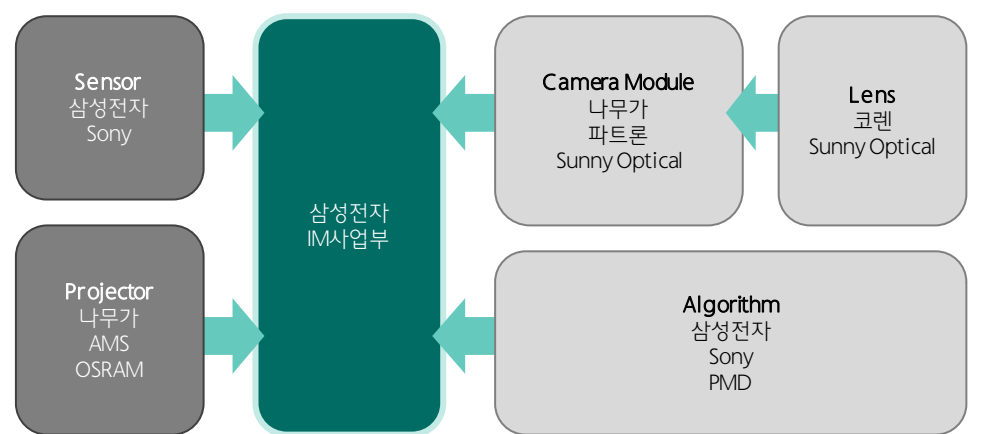
표 2. 코렌의 렌즈 포트폴리오

렌즈	응용 광학계	설계
• CIF급 렌즈 • VFA급 렌즈 • MEGA급 렌즈(1.3M/2M/3M/5M/8M/13M/16M이상) • AUTO ZOOM 렌즈 • AUTO FOCUS 렌즈 • AF용 VCM 모터 SOLUTION	• 지문인식기 • HMD • CCTV • 의료용 내시경 • 차량용 렌즈 • 구글글라스	• 모바일 카메라 비구면 렌즈 디자인 • AUTO ZOOM 및 AUTO FOCUS 렌즈 디자인 • AF/AF ZOOM/FIXED FOCUS용 기구물 디자인 • 비구면 렌즈 정밀 금형제작 • HMD 렌즈 디자인 • 차량용 카메라 렌즈 디자인 • 시큐리티(IR카메라, IP카메라, CCTV), 의료용 렌즈 디자인 • 지문인식기용 카메라 렌즈 디자인

자료: 코렌 IR 자료

그림 2. 삼성전자 ToF모듈 관련 업체 정리

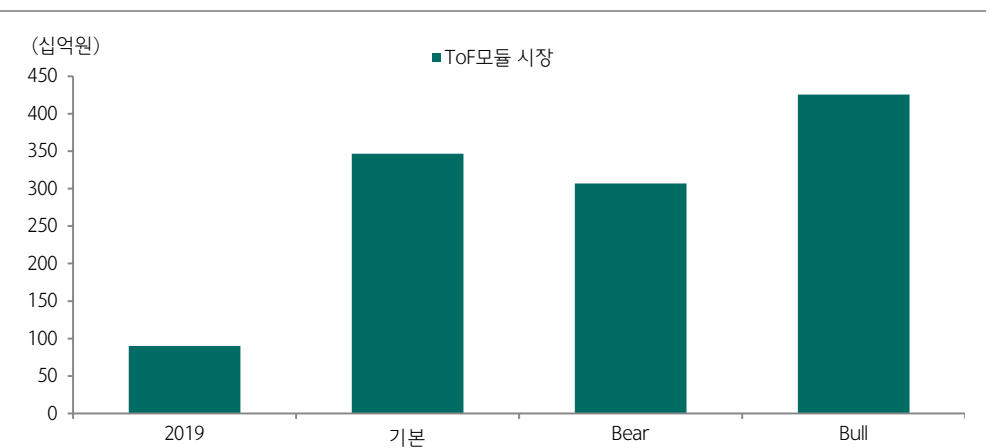
국내 업체: 나무가, 파트론, 코렌



자료: 하나금융투자

카메라모듈 업체 입장에서
3,465억원 시장 형성 기대

그림 3. 카메라모듈 업체 입장에서 삼성전자향 ToF모듈 시장 규모 전망



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	81.3	87.0	93.0	82.0	77.9
매출원가	79.9	79.6	87.7	81.3	64.7
매출총이익	1.4	7.4	5.3	0.7	13.2
판매비	8.3	11.2	14.2	11.8	8.8
영업이익	(6.8)	(3.8)	(8.9)	(11.1)	4.4
금융손익	(3.2)	(6.0)	(3.7)	(2.1)	(0.4)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.9	(1.5)	(2.8)	(9.5)	2.3
세전이익	(9.1)	(11.4)	(15.5)	(22.6)	6.3
법인세	(1.8)	1.9	0.1	0.1	0.0
계속사업이익	(7.3)	(13.3)	(15.6)	(22.7)	6.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(7.3)	(13.3)	(15.6)	(22.7)	6.3
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(7.3)	(13.3)	(15.6)	(22.7)	6.3
지배주주지분포괄이익	(7.1)	(13.7)	(15.9)	(24.0)	6.5
NOPAT	(5.4)	(4.5)	(9.0)	(11.1)	4.3
EBITDA	8.0	11.9	6.0	5.7	16.2
성장성(%)					
매출액증가율	(37.0)	7.0	6.9	(11.8)	(5.0)
NOPAT증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
EBITDA증가율	(71.5)	48.8	(49.6)	(5.0)	184.2
영업이익증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
EPS증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	1.7	8.5	5.7	0.9	16.9
EBITDA이익률	9.8	13.7	6.5	7.0	20.8
영업이익률	(8.4)	(4.4)	(9.6)	(13.5)	5.6
계속사업이익률	(9.0)	(15.3)	(16.8)	(27.7)	8.1

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	27.4	26.5	25.5	25.6	25.3
금융자산	3.1	1.5	1.2	5.0	11.2
현금성자산	2.8	0.8	0.6	4.4	6.2
매출채권 등	8.7	9.0	13.6	9.7	5.8
재고자산	13.3	15.3	9.5	10.2	7.7
기타유동자산	2.3	0.7	1.2	0.7	0.6
비유동자산	99.7	103.7	88.8	51.5	49.7
투자자산	0.7	0.4	0.4	0.0	0.0
금융자산	0.7	0.4	0.4	0.0	0.0
유형자산	79.0	86.9	80.3	49.7	48.3
무형자산	4.6	2.7	1.7	0.7	0.5
기타비유동자산	15.4	13.7	6.4	1.1	0.9
자산총계	127.2	130.2	114.2	77.0	75.1
유동부채	73.8	83.0	80.4	47.4	30.8
금융부채	58.9	62.4	56.2	31.7	20.5
매입채무 등	14.7	20.5	23.8	15.2	10.0
기타유동부채	0.2	0.1	0.4	0.5	0.3
비유동부채	20.1	21.9	9.9	3.9	12.1
금융부채	18.1	18.6	5.8	0.0	10.5
기타비유동부채	2.0	3.3	4.1	3.9	1.6
부채총계	93.9	104.9	90.2	51.3	42.9
지배주주지분	33.2	25.3	24.0	25.8	32.2
자본금	4.3	5.0	6.9	15.0	15.0
자본잉여금	23.1	27.4	40.1	57.7	57.7
자본조정	(0.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.2	0.4	(0.1)	(1.7)	(1.6)
이익잉여금	6.4	(7.5)	(23.0)	(45.3)	(38.9)
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	33.2	25.3	24.0	25.8	32.2
순금융부채	73.9	79.5	60.8	26.7	19.8

투자지표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표(원)					
EPS	(747)	(1,144)	(1,224)	(1,213)	209
BPS	3,302	2,140	1,634	856	1,071
CFPS	1,246	1,521	991	503	551
EBITDAPS	818	1,023	470	303	540
SPS	8,333	7,472	7,306	4,392	2,589
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	N/A	6.3
PBR	0.8	2.2	2.2	1.8	1.2
PCFR	2.1	3.2	3.5	3.0	2.4
EV/EBITDA	12.7	11.6	19.5	12.8	3.6
PSR	0.3	0.6	0.5	0.3	0.5
재무비율(%)					
ROE	(20.4)	(45.6)	(63.2)	(91.1)	21.7
ROA	(5.8)	(10.4)	(12.7)	(23.7)	8.3
ROIC	(5.9)	(4.8)	(10.2)	(15.9)	7.9
부채비율	282.6	414.7	375.9	199.1	133.1
순부채비율	222.4	314.3	253.2	103.8	61.6
이자보상배율(배)	(2.0)	(1.2)	(2.8)	(3.8)	1.9

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	10.6	15.9	10.1	1.6	19.2
당기순이익	(7.3)	(13.3)	(15.6)	(22.7)	6.3
조정	15.9	29.6	25.4	30.2	9.3
감가상각비	14.8	15.8	14.9	16.7	11.9
외환거래손익	0.8	3.1	1.9	1.2	1.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.3	10.7	8.6	12.3	(3.6)
영업활동 자산부채 변동	2.0	(0.4)	0.3	(5.9)	3.6
투자활동 현금흐름	(24.8)	(22.7)	(5.3)	6.0	(15.4)
투자자산감소(증가)	0.1	0.3	0.1	0.3	0.0
유형자산감소(증가)	(25.1)	(22.3)	(11.3)	1.2	(11.0)
기타	0.2	(0.7)	5.9	4.5	(4.4)
재무활동 현금흐름	13.9	4.7	(5.1)	(3.6)	(0.2)
금융부채증가(감소)	12.3	4.0	(19.0)	(30.2)	(0.7)
자본증가(감소)	2.8	5.0	14.6	25.7	0.0
기타재무활동	(1.2)	(4.3)	(0.7)	0.9	0.5
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(0.3)	(2.0)	(0.3)	3.8	1.8
Unlevered CFO	12.2	17.7	12.6	9.4	16.6
Free Cash Flow	(16.2)	(7.9)	(1.4)	(9.3)	6.0

2019년 11월 8일

나무가 (190510)

ToF모듈 증가와 전면 카메라 상향

ToF모듈과 카메라모듈 다 좋다

나무가의 2020년 매출액은 5,799억원으로 전년대비 69% 증가할 전망이다. 출하량이 상대적으로 많은 매스모델의 선도 업체로 선정되어 전년대비 유의미한 외형성장이 기대된다. 미들엔드급 스마트폰에서는 모델별로 선도와 이원화 업체가 결정되기 때문에 소위 인기 모델의 선도 업체로 선정되는 것이 실적의 중요한 포인트다. 카메라모듈의 실적 성장과 더불어 ToF모듈향 매출액도 기대되는 요인이다. 19년 3분기 플래그십 모델향 ToF모듈을 공급하며, 분기 최대 매출액 1,196억원을 기록할 것으로 추정된다. ToF모듈의 공급구조 변화로 인해 2020년부터 전년대비 공급 단가가 낮아지는 것은 아쉽다. 다만, ToF모듈을 탑재하는 스마트폰 출하량이 2019년 800만대 미만에서 2020년 3,500만대 이상으로 증가해 실적 모멘텀은 유효하다는 판단이다.

2020년 전면 카메라 스펙 상향 예상

나무가의 주력 아이템은 미들엔드급 모델의 전면 카메라모듈로 2017년 전체 매출에서 그 비중은 78%에 달했다. 2018년부터 후면 카메라 공급이 증가하기 시작해서 19년 상반기 기준 후면 비중이 50%로 확대되었다. 다만, 2020년은 매스 모델향 전면 카메라의 스펙 상향으로 인해 가격이 상승할 것으로 추정된다. 고객사의 후면 카메라모듈 멀티화에 의한 수요 증가와 전면 카메라의 스펙 상향, 새로운 아이터치인 ToF까지 카메라모듈 안에서 전방위적 수혜가 가능한 업체라는 판단이다.

성장 아이템 보유에도 불구하고 PER 6.7배

나무가는 1) 새롭게 성장하는 ToF모듈 공급업체로 2020년 이후에도 실적 증가가 기대된다. 2) 2020년 매출액 성장률 69%로 카메라모듈 업체 중에서 단연 돋보이는 퍼포먼스다. 3) 그럼에도 불구하고 PER 6.7배로 밸류에이션 매력도 확보했다. 2020년 메인 테마에 해당하는 ToF모듈에 의한 최대 수혜주 중 하나로 관심 있게 지켜볼 종목이라는 판단이다.

관심종목

Not Rated

CP(11월7일): 37,700원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	666.15
52주 최고/최저(원)	53,500/17,100
시가총액(십억원)	129.4
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	3,432.5
60일 평균 거래량(천주)	45.7
60일 평균 거래대금(십억원)	1.8
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	1.96
주요주주 지분율(%)	
서정화 외 3인	28.52

주가상승률	1M	6M	12M
절대	6.5	9.9	110.0
상대	0.3	24.3	115.1

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	370.6	605.7
영업이익(십억원)	9.4	30.6
순이익(십억원)	2.0	22.3
EPS(원)	583	6,497
BPS(원)	12,128	19,246

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	십억원	218.3	403.8	292.6	257.6	312.8
영업이익	십억원	1.8	25.7	(0.7)	(31.5)	1.9
세전이익	십억원	2.4	15.3	(4.8)	(40.6)	4.9
순이익	십억원	1.8	8.5	(4.2)	(40.6)	4.1
EPS	원	690	3,342	(1,241)	(11,963)	1,187
증감률	%	(29.7)	384.3	적전	적지	흑전
PER	배	N/A	17.35	N/A	N/A	16.05
PBR	배	N/A	2.87	2.63	1.90	1.65
EV/EBITDA	배	N/A	5.50	19.28	N/A	5.29
ROE	%	10.09	21.31	(6.29)	(79.31)	12.19
BPS	원	7,331	20,189	22,209	10,015	11,538
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

리스크 요인도 있지만, 상대적으로 안정성과 성장성 모두 견비

ToF모듈은 ODM 이슈에서
상대적으로 안전한 영역

나무가의 실적 리스크 요인은 매출의 근간이 미들엔드급 모델 중심이기 때문에 다수의 카메라 모듈 업체와의 경쟁이 지속된다는 점이다. 카메라모듈은 모델별로 선도, 이원화 업체의 변경 가능성이 늘 상존한다. 또한 ODM 이슈에서 자유롭지 못한 부분도 멀티플을 제한하는 요인으로 작용될 것으로 우려된다. 다만, 2020년 매스모델의 선도 업체로 선정되어 실적 증가 가능성이 높고, ToF모듈의 경우 하이엔드 스마트폰 중심으로 채택되는 점을 감안하면 여타 업체들대비 안정성과 성장성을 견비했다는 판단이다. 전면 카메라 부문에서 선도 업체로서의 경험과 ToF모듈 탑재량 증가의 수혜주로 제품 포트폴리오 다변화도 투자포인트다.

표 1. 나무가의 분기 실적 전망

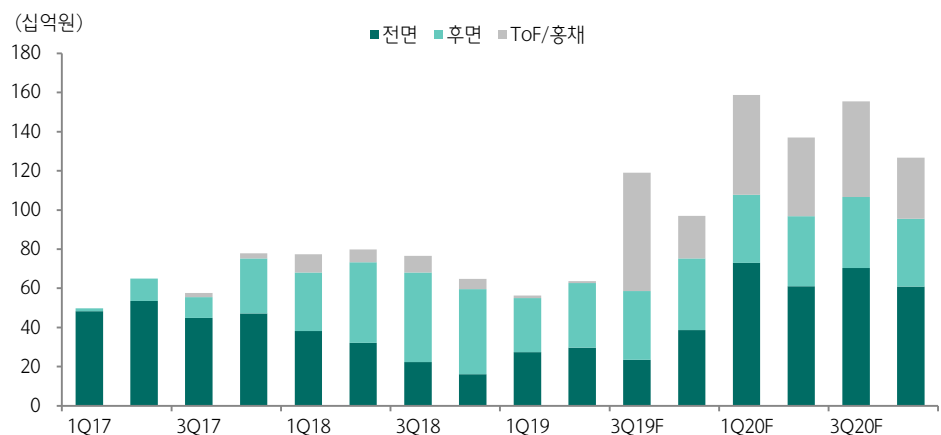
(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	56.7	69.0	119.6	97.4	159.2	137.5	155.9	127.3	312.8	342.6	579.9
YoY	-27.4%	-20.6%	55.6%	37.2%	180.8%	99.4%	30.4%	30.6%	21.5%	9.5%	69.2%
QoQ	-20.2%	21.7%	73.4%	-18.5%	63.4%	-13.6%	13.4%	-18.4%			
카메라모듈	55.0	62.6	58.6	75.2	107.8	96.8	106.6	95.6	269.1	251.5	406.8
ToF모듈	1.3	1.0	60.4	21.7	50.9	40.2	48.9	31.2	29.5	84.4	171.1
데이터모듈	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0
기타	0.4	5.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	6.7	2.0
매출비중											
카메라모듈	97%	91%	49%	77%	68%	70%	68%	75%	86%	73%	70%
ToF모듈	2%	1%	51%	22%	32%	29%	31%	25%	9%	25%	30%
데이터모듈	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
기타	1%	8%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%
영업이익	-2.5	0.6	4.8	3.0	7.5	6.9	8.0	5.7	1.9	6.0	28.1
YoY	적지	-76.6%	134.9%	26.4%	흑전	1076.0%	66.7%	85.8%	흑전	220.0%	373.0%
QoQ	적전	흑전	716.1%	-36.7%	147.0%	-7.8%	15.7%	-29.5%			
영업이익률	-4.4%	0.9%	4.0%	3.1%	4.7%	5.0%	5.1%	4.4%	0.6%	1.7%	4.9%

자료: 나무가, 하나금융투자

그림 1. 카메라모듈 상세 매출비중 추이 및 전망

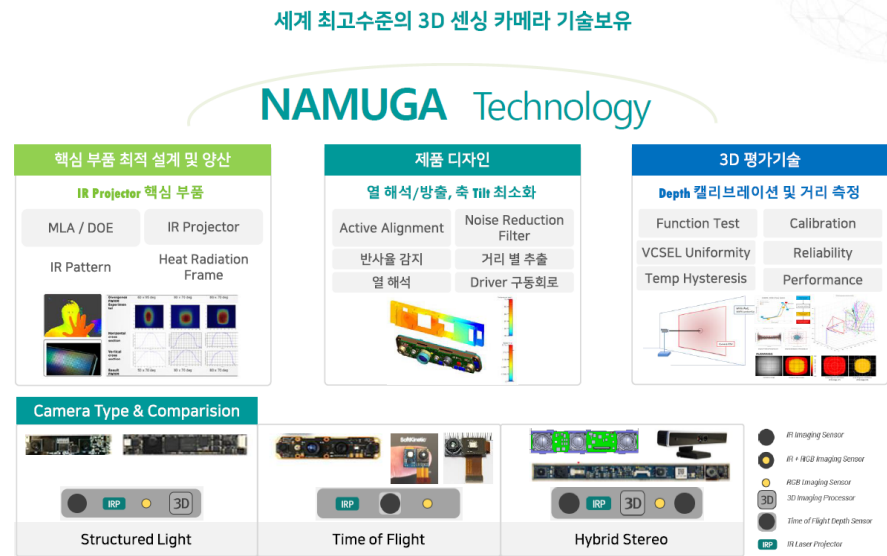
전면, 후면 균형 잡힌 성장
ToF모듈 가세



자료: 나무가, 하나금융투자

그림 2. 나무가의 3D 센싱 카메라 기술

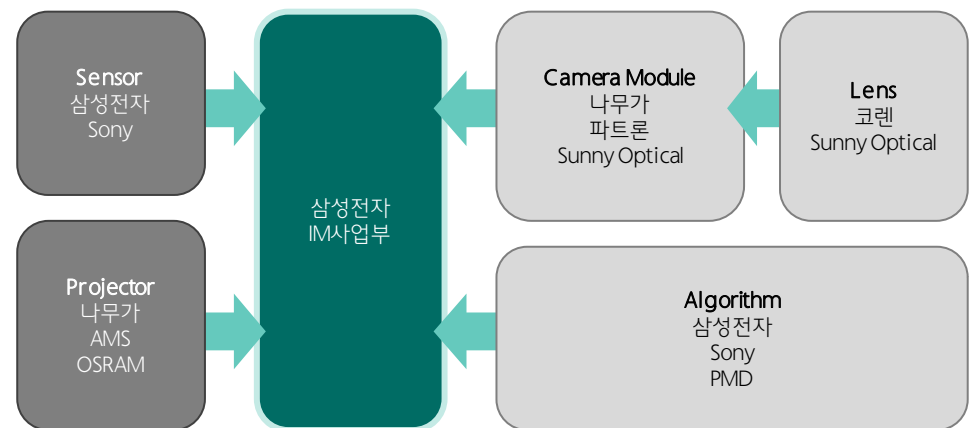
3D 센싱 관련 다수의 경험 보유



자료: 나무가 IR 자료

그림 3. 삼성전자 ToF모듈 관련 업체 정리

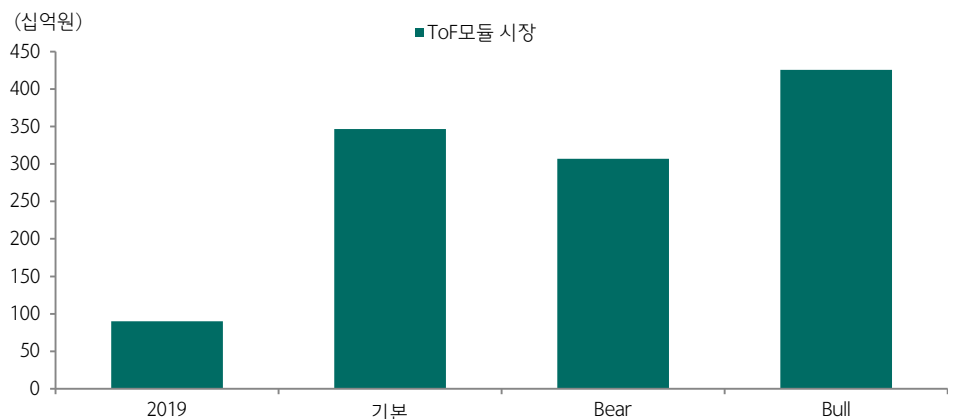
국내 업체: 나무가, 파트론, 코렌



자료: 하나금융투자

그림 4. 카메라모듈 업체 입장에서 삼성전자향 ToF모듈 시장 규모 전망

카메라모듈 업체 입장에서
3,465억원 시장 형성 기대



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	218.3	403.8	292.6	257.6	312.8
매출원가	203.0	354.6	275.8	269.9	294.3
매출총이익	15.3	49.2	16.8	(12.3)	18.5
판매비	13.6	23.5	17.5	19.2	16.7
영업이익	1.8	25.7	(0.7)	(31.5)	1.9
금융손익	(2.6)	(12.4)	(0.9)	1.4	(2.5)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.3	2.1	(3.3)	(10.4)	5.6
세전이익	2.4	15.3	(4.8)	(40.6)	4.9
법인세	0.6	6.8	(0.6)	0.4	1.3
계속사업이익	1.8	8.5	(4.2)	(40.9)	3.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1.8	8.5	(4.2)	(40.9)	3.6
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	(0.0)	(0.3)	(0.5)
지배주주순이익	1.8	8.5	(4.2)	(40.6)	4.1
지배주주지분포괄이익	2.0	8.4	(3.4)	(41.2)	5.3
NOPAT	1.3	14.2	(0.6)	(31.8)	1.4
EBITDA	5.9	33.0	9.2	(19.5)	13.7
성장성(%)					
매출액증가율	(0.5)	85.0	(27.5)	(12.0)	21.4
NOPAT증가율	(71.7)	992.3	적전	적지	흑전
EBITDA증가율	(21.3)	459.3	(72.1)	적전	흑전
영업이익증가율	(66.7)	1,327.8	적전	적지	흑전
(지배주주)순이익증가율	(14.3)	372.2	적전	적지	흑전
EPS증가율	(29.7)	384.3	적전	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	7.0	12.2	5.7	(4.8)	5.9
EBITDA이익률	2.7	8.2	3.1	(7.6)	4.4
영업이익률	0.8	6.4	(0.2)	(12.2)	0.6
계속사업이익률	0.8	2.1	(1.4)	(15.9)	1.2

투자지표	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표(원)					
EPS	690	3,342	(1,241)	(11,963)	1,187
BPS	7,331	20,189	22,209	10,015	11,538
CFPS	4,250	14,367	1,790	(6,627)	5,917
EBITDAPS	2,226	13,000	2,744	(5,735)	3,986
SPS	82,742	159,075	87,494	75,923	91,265
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	N/A	17.4	N/A	N/A	16.1
PBR	N/A	2.9	2.6	1.9	1.7
PCFR	N/A	4.0	32.6	N/A	3.2
EV/EBITDA	N/A	5.5	19.3	N/A	5.3
PSR	N/A	0.4	0.7	0.3	0.2
재무비율(%)					
ROE	10.1	21.3	(6.3)	(79.3)	12.2
ROA	1.6	5.0	(2.1)	(24.0)	3.1
ROIC	3.5	26.2	(1.1)	(54.2)	2.5
부채비율	599.8	238.2	173.2	365.6	235.3
순부채비율	179.7	(20.1)	(29.1)	107.3	21.5
이자보상배율(배)	1.0	8.4	(0.4)	(18.6)	1.0

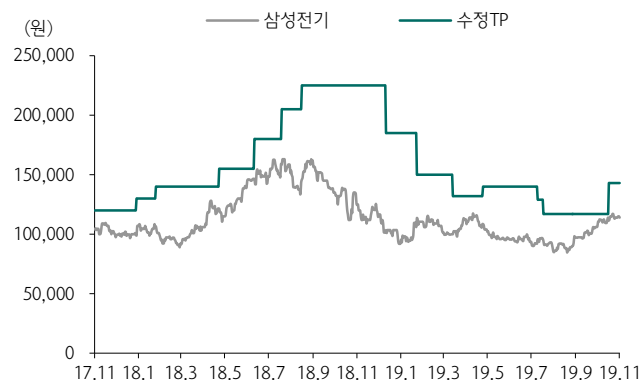
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	95.6	153.8	134.4	83.3	66.8
금융자산	21.0	68.1	79.8	26.1	31.5
현금성자산	17.1	36.8	42.3	18.3	17.9
매출채권 등	33.7	42.3	21.4	24.7	23.6
재고자산	32.9	34.5	26.9	26.5	10.3
기타유동자산	8.0	8.9	6.3	6.0	1.4
비유동자산	39.9	50.0	61.5	59.1	52.0
투자자산	0.5	0.3	0.9	1.8	1.3
금융자산	0.5	0.3	0.9	1.8	0.6
유형자산	37.4	47.8	58.9	55.3	49.4
무형자산	0.5	0.8	0.9	0.9	1.1
기타비유동자산	1.5	1.1	0.8	1.1	0.2
자산총계	135.6	203.9	195.9	142.4	118.8
유동부채	97.1	125.7	102.0	93.8	73.5
금융부채	38.1	40.0	39.4	43.0	30.6
매입채무 등	58.8	79.4	58.3	49.3	41.0
기타유동부채	0.2	6.3	4.3	1.5	1.9
비유동부채	19.0	17.9	22.2	18.0	9.9
금융부채	17.7	16.0	19.6	16.0	8.5
기타비유동부채	1.3	1.9	2.6	2.0	1.4
부채총계	116.2	143.6	124.2	111.8	83.3
지배주주지분	19.4	60.3	71.6	30.7	36.0
자본금	1.3	1.9	1.9	1.9	1.9
자본잉여금	13.2	45.5	57.0	57.8	58.0
자본조정	0.7	(6.0)	(2.9)	(3.3)	(3.4)
기타포괄이익누계액	0.3	0.6	1.0	0.3	0.9
이익잉여금	3.8	18.3	14.6	(25.9)	(21.3)
비지배주주지분	0.0	0.0	0.1	(0.1)	(0.6)
자본총계	19.4	60.3	71.7	30.6	35.4
순금융부채	34.8	(12.1)	(20.9)	32.8	7.6

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	(4.1)	43.3	9.7	(43.3)	26.0
당기순이익	1.8	8.5	(4.2)	(40.9)	3.6
조정	8.0	24.6	2.9	14.7	14.2
감가상각비	4.1	7.3	9.8	12.0	11.8
외환거래손익	2.3	1.0	1.3	2.7	1.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3
기타	1.6	16.3	(8.2)	(0.0)	(0.2)
영업활동 자산부채 변동	(13.9)	10.2	11.0	(17.1)	8.2
투자활동 현금흐름	(22.9)	(47.9)	(23.8)	12.1	(1.5)
투자자산감소(증가)	(0.3)	0.2	(0.6)	(1.0)	0.6
유형자산감소(증가)	(22.1)	(17.3)	(18.7)	(18.1)	(6.1)
기타	(0.5)	(30.8)	(4.5)	31.2	4.0
재무활동 현금흐름	23.8	23.2	19.1	7.9	(21.8)
금융부채증가(감소)	24.7	0.2	2.9	0.0	(19.9)
자본증가(감소)	0.1	32.9	11.6	0.8	0.2
기타재무활동	(1.0)	(9.9)	4.6	7.1	(2.1)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(3.0)	19.7	5.5	(24.0)	(0.4)
Unlevered CFO	11.2	36.5	6.0	(22.5)	20.3
Free Cash Flow	(26.3)	24.3	(10.6)	(61.8)	19.7

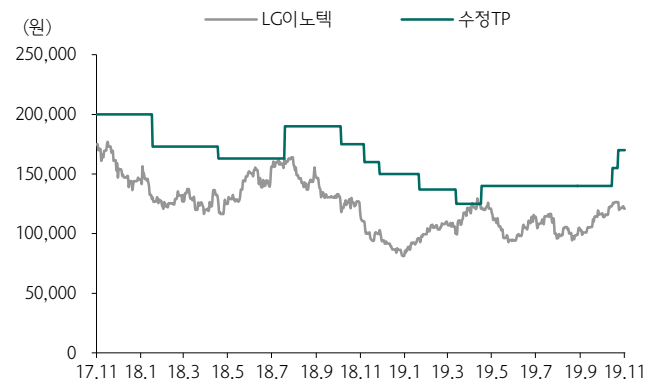
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성전기



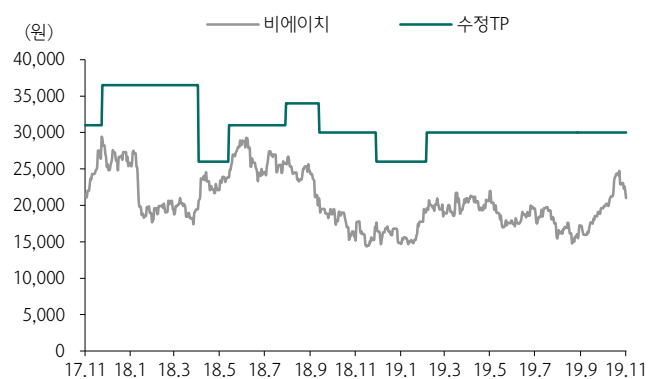
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.24	BUY	143,000		
19.7.25	BUY	117,000	-17.07%	-2.56%
19.7.17	BUY	129,000	-25.97%	-24.88%
19.5.2	BUY	140,000	-31.02%	-23.21%
19.3.21	BUY	132,000	-17.32%	-10.98%
19.1.30	BUY	150,000	-28.79%	-23.00%
18.12.18	BUY	185,000	-46.64%	-40.81%
18.8.23	BUY	225,000	-41.41%	-27.56%
18.7.26	BUY	205,000	-27.40%	-20.49%
18.6.18	BUY	180,000	-15.90%	-9.72%
18.4.30	BUY	155,000	-16.49%	-5.48%
18.2.1	BUY	140,000	-26.01%	-8.57%
18.1.5	BUY	130,000	-19.75%	-16.54%
17.11.14	BUY	120,000	-15.24%	-8.75%

LG이노텍



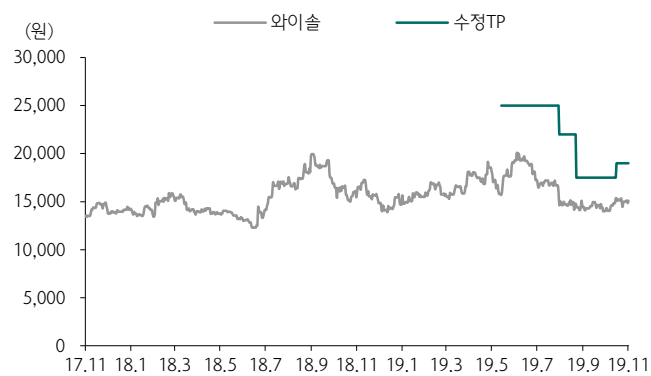
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.30	BUY	170,000		
19.10.22	BUY	155,000	-18.71%	-18.39%
19.4.24	BUY	140,000	-23.54%	-10.00%
19.3.20	BUY	125,000	-5.77%	3.60%
19.1.28	BUY	137,000	-23.45%	-19.71%
18.12.4	BUY	150,000	-40.12%	-33.00%
18.11.13	BUY	160,000	-38.08%	-35.31%
18.10.12	BUY	175,000	-29.67%	-25.71%
18.7.26	BUY	190,000	-24.44%	-13.68%
18.4.25	BUY	163,000	-12.75%	-0.61%
18.1.24	BUY	173,000	-26.48%	-20.52%
17.11.14	BUY	200,000	-23.57%	-11.50%
17.9.13	BUY	185,000	-10.65%	-3.78%

비에이치



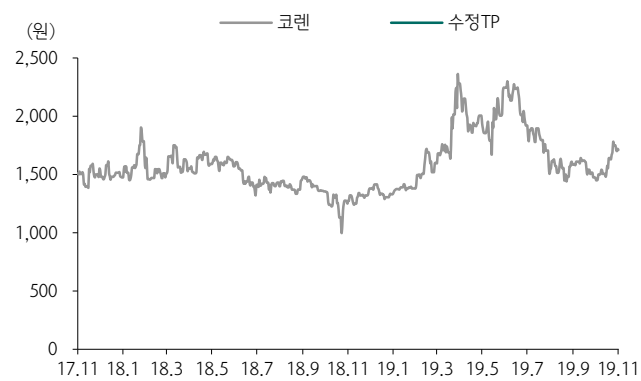
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.2.12	BUY	30,000		
18.12.6	BUY	26,000	-38.46%	-25.19%
18.9.20	BUY	30,000	-43.03%	-35.00%
18.8.6	BUY	34,000	-28.92%	-21.47%
18.5.21	BUY	31,000	-15.73%	-5.65%
18.4.10	BUY	26,000	-11.38%	-5.58%
17.12.1	BUY	36,500	-40.17%	-22.74%
17.11.14	BUY	31,000	-17.88%	-5.16%
17.8.8	BUY	26,000	-15.02%	-4.04%

와이슬



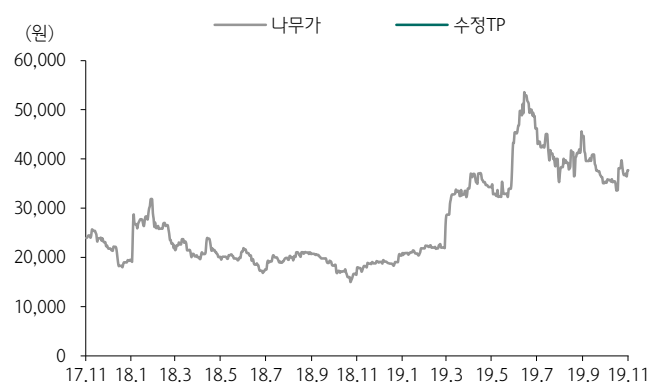
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.23	BUY	19,000		
19.8.30	BUY	17,500	-17.25%	-12.29%
19.8.7	BUY	22,000	-32.77%	-31.14%
19.5.21	BUY	25,000	-28.39%	-19.60%
19.5.2				-

코렌



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

나무가



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

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	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 7일

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 11월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2019년 11월 8일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.