

Not Rated

목표주가	- 원		
현재주가	8,090 원		
Upside	- %		
Key Data	2020년 07월 20일		
산업분류	코스닥 IT H/W		
KOSDAQ(pt)	781.96		
시가총액 (억원)	1,463		
발행주식수 (천주)	18,088		
외국인 지분율 (%)	4.1		
52 주 고가 (원)	8,140		
저가 (원)	2,300		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	1.7		
주요주주	(%)		
김종규 외 4인	43.8		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	31.5	112.3	127.6
상대주가	24.8	85.6	96.2

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 신지훈
 Jhshin2@leading.co.kr
 +822-2009-7063

블루콤 (033560)

(NDR 후기) 턴어라운드 시작된다

NDR 후기

7/20 일 NDR 을 통해 LG 전자의 의지를 확인했다. 1) 2H20 물량을 기존 80 만대에서 95 만대로 오더를 늘렸고(당사는 75 만대로 추정), 2) TWS 성장시장에서 자리매김하기 위해 공격적인 마케팅을 진행하고 있다. 3) 2021 년 신제품도 동사와 함께 개발 중으로 그 동안 보지 못했던 LG 전자의 적극성을 확인할 수 있었다. 국내 출시와 동시에 해외에서 온라인은 아마존, 오프라인은 베스트바이를 메인으로 판매를 시작했다. 9 월경 노이즈캔슬링 제품 출시로 물량 오더가 한번 더 늘어날 수 있고, 번들이어폰을 제공하지 않는 아이폰 12 출시와 함께 4Q20 블랙프라이데이 시즌에 판매 호조를 보일 것으로 예상된다.

LG 전자의 톤프리 출시

LG 전자는 3Q20 '톤프리' 신제품 출시를 계획하고 있다. 전작은 중국의 고어텍이 OEM 업체였고, 품질 이슈로 연간 판매량이 약 3 만대에 그치며 처참한 성적을 거뒀다. 이후 LG 전자는 과거 넥밴드 블루투스 헤드셋 OEM 을 담당했던 블루콤으로 교체하고 3Q20 글로벌 출시를 계획하고 있다. 초도물량은 3Q20 에 약 35 만대로 출시 초반 LG 전자의 마케팅 역량에 따라 주 타겟시장인 북미에서 4Q20 에 높은 판매량을 기대해 볼 수 있을 것이다. 특히, 4Q20 에는 블랙프라이데이가 있어 출시하는 3Q20 의 반응이 중요하다. 과거 LG 전자가 넥밴드형 블루투스 헤드셋을 연간 800 만대 팔 당시 80% 이상이 북미였던 점을 감안하면 북미에서의 판매량 확보는 어렵지 않을 것이다.

3Q20 부터 턴어라운드

LG 톤프리의 3Q20 초도물량은 약 35 만대로 출시 시점과 상관없이 동사의 매출액으로 인식될 것이다. 4Q20 에는 북미 블랙프라이데이로 인해 3Q20 보다 많은 40 만대로 추정했다. 4Q20 에는 노이즈캔슬링 제품이 출시되어 ASP 상승효과가 나타날 것이지만 추정치에 이를 반영하지 않았다. 2021 년에는 글로벌 TWS 시장에서 M/S 0.5%를 할 것으로 추정했다. 185 만대 기준 2021F PER 32x 는 판매량 증가에 따라 빠르게 낮아질 수 있고, 성장하는 TWS 시장에 진입, 보유한 부동산의 가치, 턴어라운드의 첫해임을 감안하면 부담스럽지 않다.

구분	2015	2016	2017	2018	2019
매출액 (억원)	2,171	2,388	1,166	739	286
영업이익 (억원)	323	270	116	1	-121
영업이익률 (%)	14.9	11.3	10.0	0.1	-42.4
지배순이익 (억원)	310	234	31	19	18
PER (배)	7.4	8.9	41.4	39.2	33.8
PBR (배)	1.4	1.2	0.8	0.5	0.4
ROE (%)	20.9	14.0	1.9	1.2	1.1
EPS (원)	1,615	1,217	164	106	101

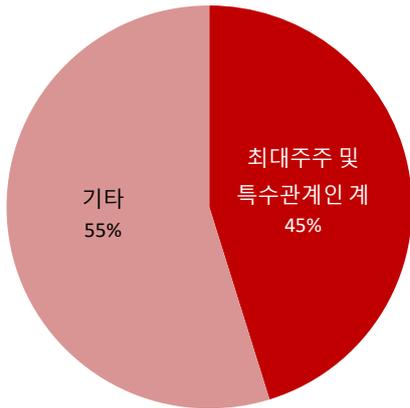
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

블루투스 헤드셋 제조 기업

기업개요

동사는 블루투스 헤드셋을 생산 판매하는 기업이다. 과거 LG 전자의 넥밴드형 블루투스 헤드셋 OEM 업체로 전성기를 누렸다. 2016년 9월 애플의 무선이어폰(TWS) 에어팟의 등장으로 넥밴드형 블루투스 헤드셋 수요가 급감하였고, 2016년 12월 LG 전자의 블루투스 헤드셋 정책 변경으로 실적 악화의 길로 접어들었다. 그 후 2019년 11월 LG 전자가 무선이어폰(TWS) 사업에 집중하며 다시 OEM 업체로 선정되어 2020년 재기를 준비하고 있다.

그림 1. 지분구조



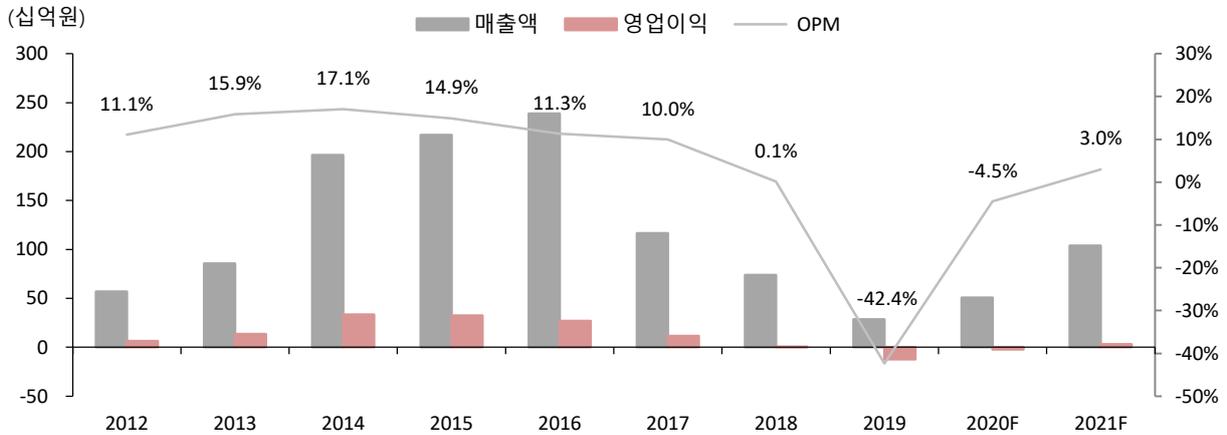
자료: 블루콤, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 매출 비중



자료: 블루콤, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 실적 추이



자료: 리딩투자증권 리서치센터

LG 전자의 톤프리 출시

LG 톤프리

LG 전자는 3Q20 '톤프리' 신제품 출시를 계획하고 있다. 전작은 중국의 고어텍이 OEM 업체였고, 품질 이슈로 연간 판매량이 약 3 만대에 그치며 처참한 성적을 거뒀다. 이후 LG 전자는 과거 넥밴드 블루투스 헤드셋 OEM 을 담당했던 블루콤으로 교체하고 3Q20 글로벌 출시를 계획하고 있다. 초도물량은 3Q20 에 약 35 만대로 출시 초반 LG 전자의 마케팅 역량에 따라 주 타겟시장인 북미에서 4Q20 에 높은 판매량을 기대해 볼 수 있을 것이다. 특히, 4Q20 에는 블랙프라이데이가 있어 출시하는 3Q20 의 반응이 중요하다. 과거 LG 전자가 넥밴드형 블루투스 헤드셋을 연간 800 만대 팔 당시 80% 이상이 북미였던 점을 감안하면 북미에서의 판매량 확보는 어렵지 않을 것이다.

2021 년 글로벌 M/S 0.5%만 해도 흑자전환

M/S 0.5%, 흑자전환

SA(STRATEGY ANALYTICS)는 2021 년 글로벌 TWS 판매량을 3 억 7 천만대로 추정하고 있다. LG 의 톤프리가 M/S 0.5%만 차지하면 185 만대가 팔리게 되는 것이다. M/S 0.5%는 성장하고 있는 TWS 시장에서 무리가 없는 수준일 것으로 전망된다. 현재 애플(약 55%), 샤오미(약 9%), 삼성전자(약 6%) 가 판매량 기준 M/S 약 70%를 차지하고 있고, QCY, JLAB, Jabra, JBL, BEATS, Skullcandy 등이 각각 3% 미만의 M/S 를 차지하며 다수의 시장 참여기업들이 난립하고 있는 상황이다. 현재까지는 애플의 에어팟을 제외하고는 압도적인 지위에 있는 제품이 없는 초기 시장이라 마케팅, 기능, 가격 전략에 따라 성장의 기회는 충분할 것으로 예상된다. 톤프리는 UV 살균, 무선충전, 노이즈캔슬링 여부에 따라 저가, 중가, 고가 3 가지 모델로 구분된다. UV 살균과 무선충전이 가능한 모델부터 선출시하고 노이즈캔슬링이 가능한 모델을 뒤이어 출시 할 계획이다. LG 전자에 납품가는 중가 기준 약 \$40 수준으로 파악된다.

지속적인 실적 악화로 고정비를 낮춰놓은 상황이라 분기 BEP 매출액은 190 억 내외 수준인 것으로 추정된다. 이에 2021 년에는 M/S 0.5%를 달성하면 연간 흑자전환이 가능할 전망이다.

그림 4. 톤프리 신제품



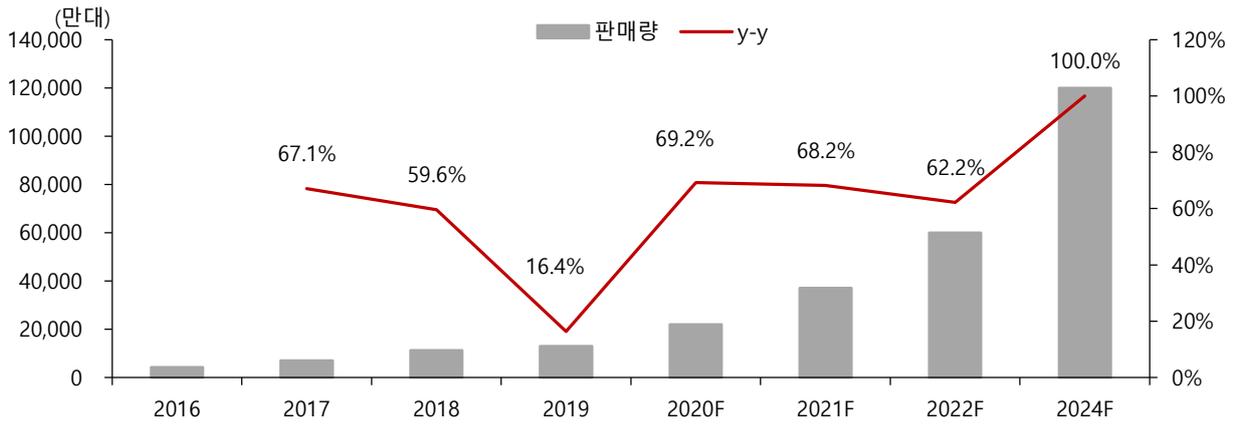
자료: 언론, 리딩투자증권 리서치센터

그림 5. 톤프리 신제품



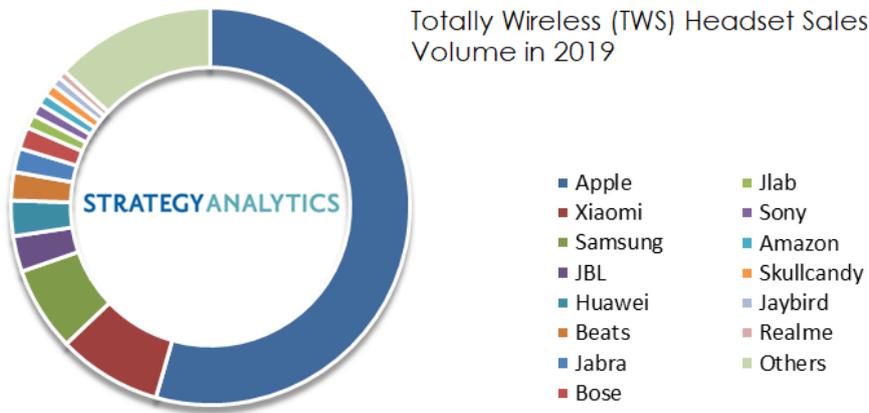
자료: 포털, 리딩투자증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 TWS 판매량 추정



자료: STRATEGY ANALYTICS, 리딩투자증권

그림 5. TWS 업체별 M/S



자료: STRATEGY ANALYTICS, 리딩투자증권

아이폰 12의 번들 이어폰 미제공은 기회

아이폰 12는 기회

아이폰 12 부터 번들 이어폰을 제공하지 않을 전망이다. 이는 에어팟 판매량을 늘리기 위한 애플의 전략으로 판단할 수 있는데, 이로 인해 동사와 같이 TWS(무선이어폰) 시장 참여 기업들에게 기회가 될 것이다. 언론에 따르면 애플은 아이폰 구매자 중 상당수가 재구매자로 기존에 제공한 번들 이어폰을 소유하고 있고, 신규로 에어팟을 구매하고 있어 번들 이어폰을 더 이상 제공하지 않을 예정이라고 언급하고 있다. 아이폰 12 부터 번들 이어폰을 제공하지 않으면 에어팟 판매량 증가와 함께 타사의 TWS(무선 이어폰) 판매량도 함께 증가하게 되어 TWS 시장은 더욱 빠른 속도로 성장하게 될 것이다. SA 의 추정치에 따르면 TWS 시장규모는 2019 년 1 억 3 천만대에서 2024 년 12 억 만대로 급격한 성장을 보일 것으로 예측하고 있고, 아이폰의 번들 이어폰 제외는 시장 성장을 가속화 시키는 요인으로 작용할 것이다.

부동산 가치만 1,000 억

하방은 막혀있다

현재 동사가 보유한 투자부동산은 1,008 억이다. 넥밴드 블루투스 이어폰의 판매 호조 이후 실적 악화 기로에 접어들면서 보유하고 있던 현금 830 억을 활용해 2019 년 서초동 소재의 3000 타워를 매입했다. 또 송도 롯데몰 캐슬파크에 상가 14 채를 보유하고 있다. 이는 현재 임대수익률 약 4% 내외로 안정적 운영이 되고 있다. 실적 악화와 COVID-19 로 하락한 주가가 최근 가파르게 상승하고 있음에도 1,000 억에 달하는 부동산 가치가 주가 상승에 부담을 덜어줄 것이다.

그림 6. 서초동 3000 타워



자료: 포털, 리딩투자증권 리서치센터

그림 7. 송도 롯데몰 캐슬파크



자료: 포털, 리딩투자증권 리서치센터

표 1. 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	6.1	6.9	7.9	7.7	4.5	4.2	19.8	22.2	116.6	73.9	28.6	50.7	103.8
영업이익	(4.3)	(3.5)	(2.7)	(1.5)	(3.0)	(2.3)	1.0	2.0	11.6	0.1	(12.1)	(2.3)	3.1
OPM	-71.4%	-51.0%	-34.9%	-19.5%	-66.8%	-54.0%	5.0%	9.0%	10.0%	0.1%	-42.4%	-4.5%	3.0%
지배주주순이익	(3.8)	(1.9)	0.3	7.2	(2.7)	(1.5)	1.2	2.0	3.1	1.9	1.8	(1.0)	4.2
NIM	-61.9%	-27.1%	3.2%	93.4%	-60.7%	-34.8%	6.0%	9.1%	2.7%	2.6%	6.4%	-1.9%	4.1%
y-y													
매출액	-71.6%	-62.9%	-61.4%	-42.8%	-25.9%	-39.3%	151.4%	188.0%	-51.2%	-36.6%	-61.3%	77.5%	104.8%
영업이익	-745.6%	-2236.7%	-768.5%	28.9%	-30.7%	-35.7%	-136.1%	-233.2%	-57.0%	-99.3%	-14737.3%	-81.1%	-236.5%
지배순이익	-1471.9%	-148.4%	-142.3%	-539.0%	-27.3%	-22.1%	376.6%	-71.8%	-86.6%	-38.9%	-5.3%	-153.1%	-535.7%

자료: 리딩투자증권 리서치센터

표 2. 2021년 판매량에 따른 매출액 추정

(단위: 억원)

ASP \ 수량	100만대	150만대	185만대	200만대	370만대
\$35	420	630	777	840	1,554
\$40	480	720	888	960	1,776
\$45	540	810	999	1,080	1,998

자료: 리딩투자증권 리서치센터

3Q20 부터 턴어라운드

턴어라운드

LG 톤프리의 3Q20 초도물량은 약 35 만대로 출시 시점과 상관없이 동사의 매출액으로 인식될 것이다. 4Q20 에는 북미 블랙프라이데이로 인해 3Q20 보다 많은 40 만대로 추정했다. 4Q20 에는 노이즈캔슬링 제품이 출시되어 ASP 상승효과가 나타날 것이지만 추정치에 이를 반영하지 않았다. 2021년에는 글로벌 TWS 시장에서 M/S 0.5%를 할 것으로 추정했다. 185 만대 기준 2021F PER 32x 는 판매량 증가에 따라 빠르게 낮아질 수 있고, 성장하는 TWS 시장에 진입, 보유한 부동산의 가치, 턴어라운드의 첫해임을 감안하면 부담스럽지 않다.

NDR 주요 Q&A

Q) LG 전자에서 2H20 물량 오더를 얼마나 받았나?

A) 출시 전 약 80 만대에서 출시 후 95 만대로 오더가 늘어났다. 95 만대에는 노이즈캔슬링 물량은 포함되어 있지 않아 오더는 더 늘어날 것으로 예상된다.

Q) 노이즈캔슬링 제품 출시 시점은?

A) 9 월 중 출시될 것으로 예상된다.

Q) 해외 출시 시점은?

A) 국내 출시와 동시에 해외에서 온라인은 아마존, 오프라인은 베스트바이 등에서 판매를 시작했다.

Q) LG 전자의 마케팅 전략?

A) 과거 연 800 만대 팔았던 넥밴드형 블루투스 이어폰 할 때는 TV 광고 한번도 안했다. 그런데, 이번 톤프리는 체험단, TV 광고뿐만 아니라 다양한 채널을 통해 마케팅하고 있다. 초기 샘플물량이 양산 물량만큼 많이 나갈 정도로 상당히 적극적이다.

Q) 매출 인식은 어떻게 되나?

A) LG 전자에 납품하는 순간 매출로 반영된다. 즉, LG 전자가 오더 한 물량이 다 팔리지 않더라도 매출로 인식된다.

Q) 해외 거래처들은 어떻게 물량 가져가나?

A) LG 전자로부터 사입해 가는 방식이고, 과거 넥밴드형 블루투스 이어폰 판매 당시를 보면 블랙프라이데이 시즌에 마진을 낮추고 판매량을 늘려서 이익을 내는 방식을 보였다.

Q) 국내 사전예약 반응 어땠나?

A) 예상수량보다 약 25% 더 많아서 한때 품절되기도 했다.

Q) LG 스마트폰에 번들로 들어갈 가능성은?

A) 내부적으로 논의되고 있는 것 같으나 정해진 건 없다.

Q) 메리디안에 지급하는 로열티는 누가 내나?

A) 판매 수량에 연동해 LG 전자가 지급한다.

Q) 아이폰 12의 번들이어폰 미제공은 어떤 영향이 있을까?

A) TWS 성장 속도를 더 가파르게 할 것이고, 시장 참여기업에게 기회로 작용할 것으로 예상된다.

Q) Capa 는 어떻게 되나?

A) 현재는 15 만대/월 수준이고, 베트남 공장 풀 Capa 가 100 만대/월 이기 때문에 물량 증가시 추가 시설 투자 필요없이 인력만 증원하면 바로 대응가능하다.

Q) 2020 년 가이드는?

A) 매출액 550 억에 OPM 5%로 영업이익 27.5 억으로 연간 흑자전환 예상한다.

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
자산총계	1,859	1,978	1,800	1,723	1,739
유동자산	1,163	1,302	1,115	1,063	290
현금및현금성자산	556	681	503	190	59
단기금융자산	329	281	387	665	105
매출채권및기타채권	173	176	105	102	75
재고자산	94	161	115	96	50
비유동자산	696	675	684	659	1,448
장기금융자산	28	28	28	31	0
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	572	551	562	538	338
무형자산	82	82	81	77	67
부채총계	259	251	147	61	71
유동부채	251	243	137	51	31
단기차입부채	23	0	0	0	0
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	169	196	116	51	28
비유동부채	8	8	10	10	40
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	1,600	1,726	1,652	1,662	1,668
지배주주지분*	1,600	1,726	1,652	1,662	1,668
비지배주주지분	0	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
매출액	2,171	2,388	1,166	739	286
매출원가	1,685	1,821	890	588	277
매출총이익	486	567	276	150	8
판매비와관리비	162	297	160	150	129
영업이익	323	270	116	1	-121
EBITDA	375	356	160	45	-82
비영업손익	82	43	-55	7	120
이자수익	8	7	8	14	19
이자비용	0	1	0	0	0
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	34	36	-76	23	34
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	41	1	14	-30	68
세전계속사업이익	406	313	61	8	-1
법인세비용	96	79	30	-11	-19
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	310	234	31	19	18
지배주주순이익*	310	234	31	19	18
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
기타포괄손익	5	-5	-34	-1	-12
총포괄손익	315	229	-3	18	6

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
영업활동으로인한현금흐름	448	260	102	-8	45
당기순이익	310	234	31	19	18
현금유입(유출)이없는수익	88	172	84	17	-89
자산상각비	51	86	44	44	39
영업자산부채변동	147	-60	34	-42	93
매출채권및기타채권	28	-17	70	18	70
재고자산감소(증가)	85	-68	46	19	31
매입채무및기타채무증	-13	-7	-32	-54	-6
투자활동현금흐름	-139	-29	-182	-303	-176
투자활동현금유입액	1,007	525	602	615	2,378
유형자산	231	5	17	10	182
무형자산	0	0	0	0	1
투자활동현금유출액	1,146	554	784	918	2,554
유형자산	301	73	85	13	2
무형자산	20	5	10	2	1
재무활동현금흐름	-53	-126	-72	-9	0
재무활동현금유입액	23	102	18	0	66
단기차입부채	0	102	18	0	66
장기차입부채	23	0	0	0	0
재무활동현금유출액	0	153	80	0	66
단기차입부채	0	126	18	0	66
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결법위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	4	19	-26	6	-0
현금변동	261	124	-177	-313	-131
기초현금	296	556	681	503	190
기말현금	556	681	503	190	59

투자지표

(단위: 원, 배, %)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
주당지표 및 추가배수					
EPS*	1,615	1,217	164	106	101
BPS*	8,335	8,991	8,620	9,186	9,221
CFPS	2,332	1,354	532	-43	248
SPS	11,305	12,437	6,083	4,084	1,579
EBITDAPS	1,952	1,853	835	247	-452
DPS (보통, 현금)	400	50	50	0	0
배당수익률 (보통, 현금)	3.3	0.5	0.7	0.0	0.0
배당성향 (보통, 현금)	24.6	4.0	28.8	0.0	0.0
PER*	7.4	8.9	41.4	39.2	33.8
PBR*	1.4	1.2	0.8	0.5	0.4
PCFR	5.1	8.0	12.8	-	13.7
PSR	1.1	0.9	1.1	1.0	2.2
EV/EBITDA	6.1	5.9	8.1	16.8	-
재무비율					
매출액증가율	10.5	10.0	-51.2	-36.6	-61.3
영업이익증가율	-3.6	-16.5	-57.0	-99.3	적전
지배주주순이익증가율*	8.7	-24.6	-86.6	-38.9	-5.3
매출총이익률	22.4	23.7	23.7	20.4	2.9
영업이익률	14.9	11.3	10.0	0.1	-42.4
EBITDA이익률	17.3	14.9	13.7	6.1	-28.6
지배주주순이익률*	14.3	9.8	2.7	2.6	6.4
ROA	18.6	14.1	6.1	0.0	-7.0
ROE	20.9	14.0	1.9	1.2	1.1
ROIC	33.7	27.8	8.1	0.3	658.4
부채비율	16.2	14.6	8.9	3.7	4.2
차입금비율	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금비율	-52.7	-49.9	-30.5	-11.4	-3.5

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

자료: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

블루콤(033560)

일자	2020-07-07	2020-07-21
투자의견	Not Rated	Not Rated
목표주가		
과리율(%)		
평균주가대비		
최고(최저)주가대비		

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.06.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%