



| IT |

Apple (AAPL.US)

나스닥의 사과에 중력은 없다.

Review: 동사의 1Q23 매출액은 1,172억 달러(YoY -5%), 영업이익은 360억 달러(YoY -13%)로 하락세를 기록하였다. 매출 약세의 원인은 1) 강달러 2) 코로나로 인한 아이폰 공급망 불락 3) 전쟁, 인플레이션 등 불안정 매크로를 꼽는다.

Innovative Business Model, 아이폰 구독 서비스

동사는 성장이 둔화된 스마트폰 시장에 하드웨어 구독 서비스로 대응하여 꾸준한 성장이 가능하다. 해당 서비스는 리스 형태의 판매 서비스 전략으로 단순 판매보다 더 큰 이익이 발생한다. 또한 구조화된 구독료를 통해 매출액 계절성을 희석시킬 수 있다. 애플은 ▲ 서비스 전략 노하우 ▲ 다수의 충성 고객 ▲ 스마트폰 소비 트렌드 이 세 가지를 근거로 구독 서비스 도입이 용이하다고 판단된다.

애플에 우호적인 중국 시장의 회복

아이폰은 중국 내 프리미엄 휴대폰에 대한 수요를 독차지하고 있다. 중국의 봉쇄와 정저우 공장 생산 차질이 직전분기 실적 하향으로 이어졌으나, 정저우 공장이 재가동하며 프리미엄 휴대폰에 대한 수요를 다시 소화할 전망이다. 한편 시진핑 주석 3기 출범과 함께 경기부양정책이 시행되면서 중국 소비 진작이 가시화되고 있다. 현재 중국은 지급준비율이 인하되면서 유동성이 확보되었고, 이로 인한 소비 증진 시점이 아이폰 15 출시 시점과 맞물리는 점은 동사에게 분명한 호재이다.

프리미엄 시장에서의 아이폰

아이폰 15 일반 모델과 프로 모델 간의 차별화 전략은 계속된다. 두 모델 간의 가격 차이는 감소하는데 반해, 프로 모델에만 개선된 스펙을 적용하여 ASP가 상승할 것이다. 프리미엄 제품군의 P의 상승은 소비자에게 가격 전가가 가능하다. 또한, 프리미엄 스마트폰 시장에서 애플의 지위는 견조하다. 동사는 미국과 서유럽처럼 프리미엄 제품군의 구매력이 강한 시장에서 점유율 강세를 보인다. 중국의 리오프닝에 따라 프리미엄 시리즈의 매출처가 다양화되면서 ASP의 상승효과가 극대화될 것이다.

[Valuation] - 동사의 주가추정 기법으로 DCF Valuation 방법을 채택하였다.

투자 의견 BUY, 12개월 목표주가 \$192.6, 상승여력 16.8% 제시한다.

Investment Fundamentals

(US Million, %, 배)

FYE Dec	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E
매출액	267,683	294,135	378,323	387,537	451,586
영업이익	66,153	74,253	116,903	113,965	123,054
순이익	57,527	63,930	100,555	95,171	103,903
EPS	2.99	3.31	5.67	6.15	6.56
PER	17.9	33.45	25.65	24.22	29.35
PBR	10.93	38.63	38.34	47.71	52.34
OPM	24.71	25.24	30.9	29.41	27.25
ROE	53.8	75.2	144.1	160.9	174.6

투자 의견

BUY

목표주가

\$ 192.6

현재주가(04.04)

\$ 164.9

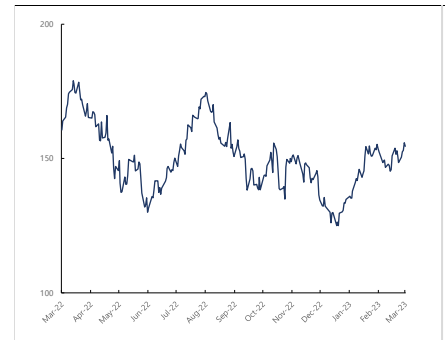
상승여력

16.8%

Stock Data

S&P500	4,109
NASDAQ	12,221
시가총액	\$2,609T
발행주식수(주)	15,821,946,000
52주 최고/최저(\$)	179.61/124.17
주요주주(%)	The Vanguard Group, Inc 8.03%
	Berkshire Hathaway Inc. 5.66%
주가상승률(%)	1개월 13.2%
	6개월 15.7%
	12개월 -5.4%

Stock Price



Research Team 3

팀장	35기 신재혁	skfk805@naver.com
팀원	34기 김윤호	yunho9821@naver.com
	34기 이윤호	dldbgh135@naver.com
	36기 명수현	soohyun200@naver.com
	36기 방성원	bscw@naver.com
	36기 이수정	kristal730611@gmail.com

I . Intro

리포트 작성 목적

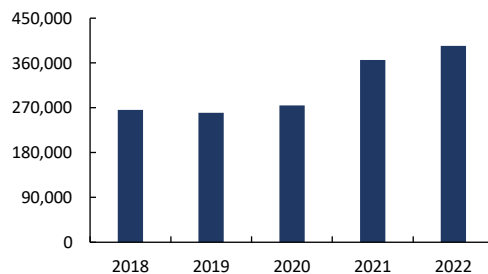
최근 스마트폰 교체주기가 2년에서 3~4년가량으로 길어지며 스마트폰 매출 중심의 애플을 향한 우려 섞인 목소리가 들린다. Morgan Stanley의 애널리스트 에릭 우드링은 하드웨어 구독 서비스란 아이디어를 제시한 바 있다. 이에 동 보고서는 향후 애플이 하드웨어 구독 서비스 도입을 통해 길어진 스마트폰 교체주기에 적절히 대응하고, 추가 이익을 창출할 것으로 전망한다. 또한 주요 시장인 중국의 소비 촉진 동향이 동사에 끼치는 영향과 프리미엄 스마트폰 시장 내 동사의 견고한 입지를 서술하였다. 위 내용들을 바탕으로 세계 시가총액 1위 기업인 애플이 아직 성장 여력이 남아있음을 제시한다.

Intro

동사는 1976년에 설립된 컴퓨터 및 전자기기 기업으로, 스마트폰, 개인용 컴퓨터, 태블릿, 웨어러블 및 가정용 장치뿐만 아니라 다양한 액세서리와 기타 서비스를 설계, 제조, 판매한다. 4Q22 기준 사업부 별 매출은 제품 82%, 서비스 18%로 구성된다. 제품 부문 내의 세부 사업부 비중은 iPhone 56%, iPad 8%, Mac 7%, Wearables, Home and Accessories 11%로, 아이폰이 동사의 주요 수익 창출원이다. 2022년 스마트폰 시장 불황에도 불구하고 아이폰은 매출 성장을 보였고, 향후 차별화된 Pro 모델을 통한 프리미엄 스마트폰 시장에서의 성장이 기대된다.

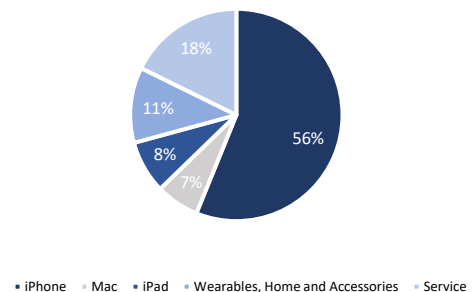
애플 매출액 추이

(단위 : US million)



출처 : EDGAR, RFS Team 3

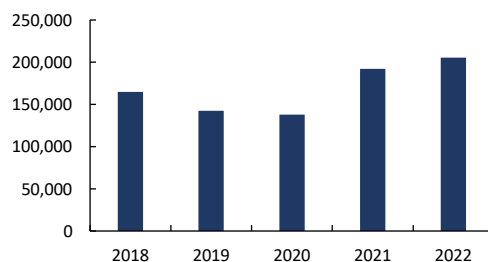
4Q22 사업부 별 매출 비중



출처 : EDGAR, RFS Team 3

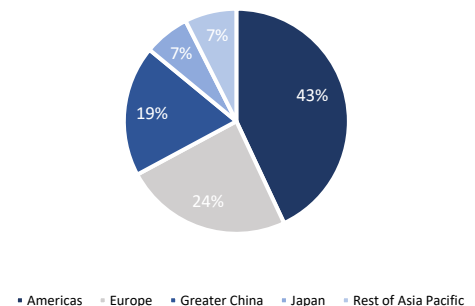
iPhone 매출액 추이

(단위 : US million)



출처 : EDGAR, RFS Team 3

2022년 국가 별 매출 비중



출처 : EDGAR, RFS Team 3

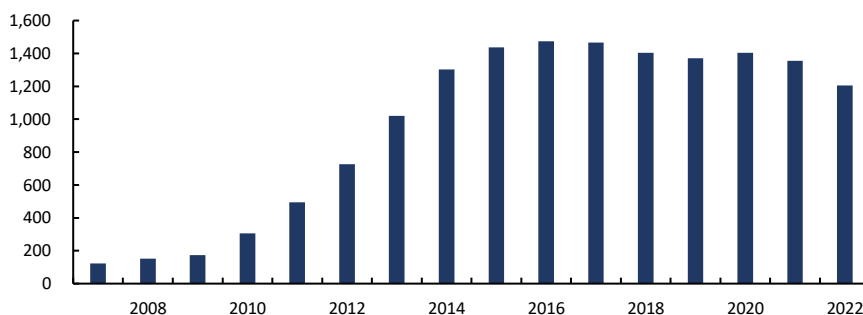
II. Investment point

투자포인트 1-1. 교체주기와 트렌드의 변화

스마트폰 시장은 성숙기다. 글로벌 스마트폰 침투율이 85%를 넘어가면서 신규 소비자의 유입을 기대하기 힘들어졌고, 스마트폰 출하량은 하락세를 보이다가 2022년에는 2013년 이후 최저치를 달성했다. 해당 하락세는 금리인상에 따른 글로벌 소비 위축, 스마트폰 가격 상승, 유의미한 기술혁신의 부재에 기인한다. 이에 2년 남짓하던 스마트폰 교체 주기는 3~4년으로 길어지는 추세이다.

글로벌 스마트폰 출하량

(단위 : million)



출처 : IDC, RFS Team 3

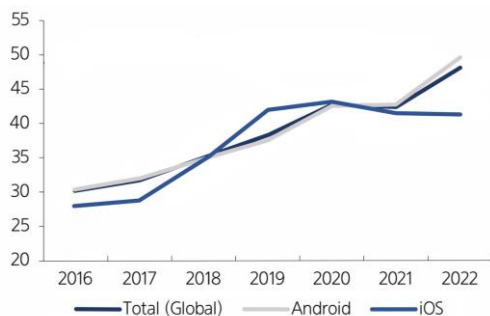
교체 주기와

프리미엄으로의

트렌드 변화

위와 같은 비우호적인 시장 동향에 대한 동사의 대응책은 프리미엄 시장을 공략이다. 2022년 글로벌 스마트폰 판매량은 전년 대비 12% 감소했지만, 프리미엄 스마트폰 판매량은 전년 대비 1% 증가하였다. 경제 영향을 덜 받는 고소득층의 소비와, 스마트폰의 교체 주기가 길어지면서 오래 쓸 수 있는 고스펙 스마트폰을 구매하려는 시장 소비자들의 경향 덕분이다. 2022년 전체 스마트폰 시장에서 프리미엄 스마트폰의 판매량 비중은 21%를 달성했고, 프리미엄 스마트폰의 매출 비중은 50%를 넘어섰다.

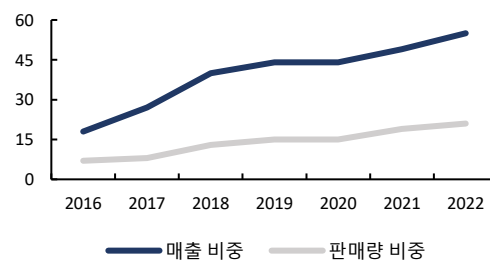
스마트폰 교체주기



출처 : 삼성증권(추정치), RFS Team 3

프리미엄 스마트폰 판매량 및 매출 비중

(단위 : 개월)



출처 : Counterpoint, RFS Team 3

투자포인트 1-2. 아이폰, 제품 구독 서비스 시작

AaaS: Apple as a Service

현재 거론되는 동사의 하드웨어 구독 서비스(이하 AaaS)는 길어진 IT기기 교체주기에 적절한 대응책이며 더 나아가 비즈니스 모델 확장에 따른 강력한 성장 모멘텀을 안겨줄 수 있다.

하드웨어 구독이란 일정 기간동안 IT기기를 리스해주는 새로운 형태의 판매 서비스 전략이다. 해당 구독 서비스는 소비자에게 사용기간이나 모델 선택 등의 자율성을 부여한다는 점에서 할부판매와 명확한 차이가 있다. 이때 소비자들은 자율성의 대가로 추가적인 가격 지불 용의가 발생하는데, 이 금액은 별다른 추가 비용 없이 고스란히 동사의 매출액 증가로 이어진다.

‘단순 판매 → 제품구독’ 비즈니스 모델 전환이 1년 구독 기준 18.59%의 추가 수익을 창출할 것으로 전망한다. 2022년 아이폰 판매량인 2억 2천만대를 기준으로 20%만 구독 서비스로 판매하여도 817만대를 추가 판매하는 효과가 있다. 게다가 구독서비스로 인한 타사 이용자들의 유입과 Two Phone 이용자들을 유입할 수 있기 때문에 AaaS의 가치는 더욱 상승한다.

iPhone 14 기준 AaaS 구독료 추정치

모 델	가 격	1M~3M	3M~6M	6M~9M	9M~12M	1Y 구독료	감가상각비	판매수익 PV	구독수입 PV	수익률
iPhone 14	\$975	\$65.94	\$55.74	\$48.47	\$43.02	\$639.51	\$390	\$975	\$1,156	18.59%
iPhone 14 pro 라인	\$1,204	\$81.43	\$68.83	\$59.85	\$53.13	\$789.71	\$481.6	\$1204	\$1,427	18.59%

출처: RFS Team 3 자체 추정

※ 위 추정치는 한국의 휴대폰 할부율 5.9%를 이자율로 상정한 후 유효이자율법을 적용하였으며, IT 기기의 가속감가상각 특성을 반영하여 단기간 리스 시 높은 구독료가 나오도록 추정함. 또한 1~3 개월 구독시 15 개월 이내 판매가 완납을 가정하였으며 그 이후 리스기간에 대하여 기간 내 (최단 사용기간 + 15M) 이내 완납을 가정하여 산출함. 1 년 제품 구독 시 iPhone 14 기준 249\$의 추가 이익이 발생한다는 점을 감안하여 판매수익 PV와 구독수입 PV 간 수익률을 AaaS의 수익률로 도출함

또한 AaaS는 동사의 매출액 계절성을 희석시켜 안정적인 수익구조를 만들 수 있다. 동사의 아이폰 매출은 9~10월 출시되는 신규 아이폰 모델이 견인하기 때문에 4분기에 다소 치중되어 있다. 2022년 2분기 매출액(단위: \$million)은 \$82,959인 반면 4분기에는 \$117,154으로 41%이상 차이가 난다.

제품 구독 서비스는 월별로 구독료를 납부하는 시스템으로 매출을 각 분기로 분산시킨다. 분산되는 금액은 기존 4분기 매출액 + AaaS로 유입된 소비자들 + 18.59%의 AaaS 추가 수익으로 구성되어 매출액 자체가 크게 증가한다. 애플처럼 거대한 기업이 더 크고, 안정적인 수익 창출이 가능하다는 점에서 AaaS는 매력적인 신사업임에 틀림없다.

투자포인트 1-3. 제품 구독 서비스에 유리한 애플

애플이 제품 구독이란 새로운 비즈니스 모델에 유리한 이유는 ▲서비스 전략 노하우 ▲충성도 높은 고객층 ▲변화하는 스마트폰 소비 트렌드 세가지를 꼽을 수 있다.

애플의 서비스 매출 비중은 약 20%

첫째, 동사의 다양한 서비스 전략 경험은 제품 구독 서비스 도입을 용이하게 할 것으로 판단된다. 애플케어를 필두로 아케이드, 티비, 뉴스, 뮤직, 페이 등 동사는 서비스 부문에서도 강자이다. 핀테크 전문매체 FinBold에 따르면, 2022년 애플 서비스 부문의 매출액은 794억 달러로, 지난해 인텔의 매출 631억 달러를 훨씬 웃도는 수치이다. 위 서비스들은 모두 IT기기를 대상으로 하는 일종의 구독 서비스이기 때문에 제도 구성이나 가격 설정 등에 있어 노하우 공유가 가능하다.

한편 AaaS는 서비스 간 시너지효과도 존재한다. 애플 케어는 일정 수준 이상 파손 시 리퍼비시(Refurbished)제품을 제공하는데 구독이 만료된 제품들은 여기에 재사용 가능하다. 구독이 만료된 제품들에 한해 구독료를 할인하여 다시 리스 형태로 판매하여도 전혀 문제없기 때문에 서비스 간의 시너지 효과는 증대될 것이다.

둘째, 애플의 충성도 높은 고객층은 신제품에 대한 제품 구독 유인이 크다. 미국 소비자 조사 기관 CIRP에 따르면, 2021년 아이폰 소비자의 재구매율은 90%가 넘으며, 기존 아이폰 유저가 신규 모델 구입을 원하기도 한다. 이 경우 소비자는 약 12개월간 \$639를 지불하여 기기를 리스한 후, 아이폰15가 출시되면 구독을 취소하고 기기를 변경하면 된다. 이때 발생하는 \$639는 단순 판매가격 \$975의 65% 수준이기 때문에 소비자는 충분히 지불용의가 있을 것이다.

소비자는 단순 구매 후 중고 제품을 판매하는 것이 제품 구독보다 더 합리적일 수 있다는 생각을 바꿔야 한다. 해외 중고제품 시장은 우리나라처럼 성숙하지 않다. 또한 구독 서비스 이용자에게 신규 모델에 대한 사전예약 우선권 혹은 제품 매수 선택권 등의 프리미엄을 제공한다면 제품 구독의 유인이 생긴다. 이와 같은 프리미엄 유인으로 구독 서비스를 이용하는 소비자는 27년도까지 전체의 20%로 증가할 것으로 전망한다.

모든 제품에 구독 서비스 적용 가능

더 나아가 애플 생태계로 인해 AaaS는 비단 아이폰에 국한되지 않고 애플 생태계 전반에 체증적인 침투를 가능하게 한다. 애플 생태계에서 활동하는 소비자가 단기간 사용할 태블릿 PC 수요가 발생한다면 호환성을 이유로 iPad를 가장 먼저 고려한다. 하지만 가격 부담으로 시장에 진입하지 않으면 소비자와 기업 모두 손해이다. 이때 구독 서비스를 활용하면 모두에게 이득인 win-win구조가 형성되는데 이는 Mac, iPad, Wearable 등 동사의 모든 IT 제품에 적용 가능하다.

셋째, 신제품 스마트폰의 체험은 구매에 확신을 주는 중요한 요인이며 AaaS는 이에 가장 적합하다. 아이폰의 경우, 스펙 차이가 분명하던 과거와는 달리, 지금은 새로운 AP를 탑재하든 카메라 화소가 증가하든 사용해보지 않으면 차이를 구분하기 어렵다. 노치의 유무, 카메라 돌출 정도 등 디자인 측면도 마찬가지이다. 이때 동사의 AaaS는 소비자의 체험 니즈를 정확히 충족시킨다. 동시에 저비용으로 제품 사용을 유도하는 전략 마케팅을 구사할 수 있으며, 구독료라는 새로운 수익까지 얻을 수 있다.

따라서 동사에게 제품 구독 서비스는 별다른 비용을 들이지 않고 수익성 제고가 가능한 혁신적인 비즈니스 모델이다. 동 레포트는 AaaS가 애플의 주가 Upside Potential을 현실로 구현해낼 이익 증폭의 활로가 될 것으로 전망한다.

투자포인트 2-1. 왜 애플인가?

최근 3년동안 중국 시장은 국가별 매출액 2위, 순매출 10% 이상을 기록하며 동사의 핵심 시장으로 부상했다. 비록 정저우 공장사태 등으로 인해 2022년 매출액 비중은 감소하였지만, 리오프닝으로 인해 소비증진이 기대되어 매출 회복이 예상된다. 또한 지역별 아이폰 판매 비중 중, 중국이 20년 17.8%에서 21년 20.7%, 22년 22%로 증가하고 있다.

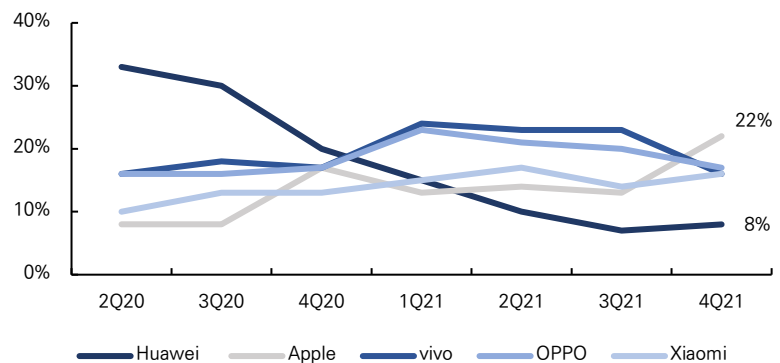
애플 Net Sales		(단위: US Million)		
Net sales	2020	2021	2022	
U.S.	147,859	133,803	109,197	
China	74,200	68,366	40,308	
Other countries	172,269	163,648	125,010	
Total	394,328	365,817	274,515	

출처: EDGAR, RFS Team 3

중국의 애국소비성향에도 불구하고 애플은 중국의 스마트폰 시장 점유율 1위이다. 중국에서 애플이 선호되는 이유는 프리미엄 휴대폰에 대한 수요를 아이폰이 독점하고 있기 때문이다. 중국 내 프리미엄 폰의 위치에 있던 화웨이는 2021년 미국의 무역 제한 조치로 인해 반도체 수급이 어려워졌다. 당시 비보와 오포·샤오미 등 자국 브랜드가 화웨이의 빈자리를 공략하지 못하면서 애플이 반사이익을 얻어 프리미엄 스마트폰에 대한 수요를 흡수한 것으로 보인다.

중국 시장 스마트폰 점유율

(단위 : %)



출처 : CounterPoint, RFS Team 3

현재 중국 브랜드들은 대부분 중저가 포지션을 취하기 때문에 프리미엄 휴대폰에 대한 중국의 수요는 향후에도 애플이 독점할 것이다. 작년 중국의 아이폰 판매량은 YoY -7%를 기록하였음에도, 프로 시리즈는 YoY 6%를 기록하였다. 이는 하이엔드 휴대폰에 대한 수요가 집중되고 있음을 보여준다. 애플 또한 중국에서 아이폰 14프로에 한해 100달러 이상 할인하는 등 프리미엄 포지셔닝에 집중하는 모습이다.

중국 내 프리미엄
스마트폰 수요 독점

투자포인트 2-2. 중국의 봉쇄령이 애플에게 미친, 미칠 영향

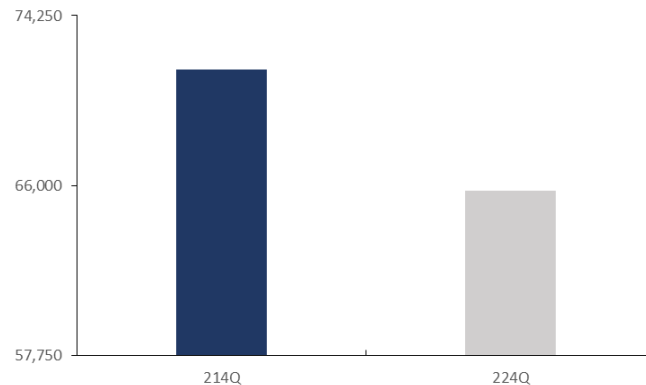
과거 중국의

봉쇄령은

치명적인 이슈

우리가 중국 시장에서 주목해야 할 점은 생산과 소비를 동시에 진행하는 독특한 시장이라는 것이다. 생산적 측면에서 중국 시장의 경우, 제로코로나 정책을 실시하는데, 애플의 Foxconn 정저우 공장 11~12월의 생산 차질이 발생하였고, 이는 자연스럽게 4Q22 애플의 실적 하향으로 이어졌다.

봉쇄령에 따른 중국의 아이폰 매출액 변화



출처: EDGAR, RFS Team 3

아이폰의 경우, 특히 매출액의 감소 폭이 크게 나타났는데, 이는 중국 시장의 생산 차질이 큰 영향을 미친 것임을 짐작할 수 있다. 아이폰 판매 매출액의 경우, 74,250(\$ in million)에서 약 66,000(\$ in million)으로 YoY(-12.5%) 감소를 기록했다.

하지만, 리오프닝에 대한 기대감은 중국 정부의 경기 부양정책으로부터 비롯되었다. 시진핑 주석 3기와 동시에 제로 코로나 정책이 완화되며, 중국 시장 리오프닝에 대한 기대감이 높아졌다. 특히, 중국 정저우 공장의 경우, 프리미엄 스마트폰인 아이폰 14의 생산 비중의 약 70% 이상을 차지하는데, 앞으로 생산이 차질 없이 이루어진다면 생산의 쇼티지는 더 이상 문제가 되지 않을 것이다.

한편 중국 시장의 소비적 측면에서 가장 중요한, 양회가 지난 3월 4일부터 13일까지 개최되었다. 결과는 22년 12월 경제공작회의와 유사하지만 소비 회복과 확대를 중심으로 내수 확대를 추진한다는 점에서 정저우 공장 셧다운 이슈는 마무리된 것으로 판단된다.

종합적으로, 아이폰의 생산 차질이 문제없이 해결되어 공급 측면에서의 쇼티지가 발생하지 않고, 중국 소비가 내수 확대로 이루어진다는 가정 하에서 아이폰 매출액은 2022년 4Q 대비 최소 10% 이상 증가할 수 있을 것이다.

투자포인트 2-3. 중국 매크로, 양회 이후의 중국 소비 시장

중국 정부의
경기 부양책,
주목해야 할 점은?

중국 정부는 리오프닝을 위해 지난 3월 17일 중국 인민은행은 지급준비율을 25bp 전격 인하를 발표하였다. 중국정부의 지급준비율 인하는 기준 금리 대신 시장에 유동성을 풀면서도 금융기관은 직접적인 자본 이탈이 없기 때문에 비용을 줄일 수 있다는 장점이 있다. 뿐만 아니라, 경기 안정화라는 정책적 시그널을 시장에 명확하게 확인할 수 있는 지표이기도 하다.

우리는 중국 소비 증대가 언제 증시에 반영될 지를 주목해야 한다. 지급준비율 인하와 같은 중국 정부의 유동성 확보는 '경기선행지표'에 속한다. 따라서 실물 경기는 이를 동행하고 부동산 경기는 이를 동행 혹은 후행하는 성격을 띤다. 그러므로 중국 리오프닝의 소비 진작 효과는 향후 6개월 동안 결과로 나타날 것으로 예상된다.

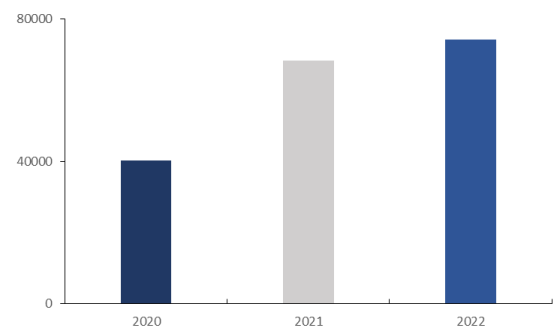
양회 이후, 상무부에서 2023년은 '소비촉진의 해'라고 규정하며, 상무부와 중국 지방 정부의 소비촉진정책이 가전/자동차에 집중될 것으로 보이며 2분기 이후부터는 중국 정부의 부양책 효과는 더욱 직접적인 효과를 볼 수 있을 것이다.

중국 리오프닝 업황 수혜

순서	수혜 업종	설명
1	의약품, 방역용품	● 동월기 대규모 감염 확산에 따른 수요 증가 ● 감염 속도 변화에 따른 추가 변동성
2	음식료품	● 외부 활동 감소로 인한 내식 증가 ● 추후 소비 회복으로 인한 프리미엄 제품 수요 증가
3	의류 및 화장품	● 감염 확산기에 일시적인 소비 위축 가능성 ● 감염 속도 정점 통과 후 리오프닝에 따른 소비 회복 ● 브랜드 파워가 강하고 해외 매출 비중이 높은 업체 수혜
4	치과, 미용 의료	● 리오프닝으로 인한 의료 수요 회복 ● 중장기적으로 비필수 의료 부분 국내 제품 수출 성장 기대
5	여행, 항공, 민세점, 카지노	● 감염 확산으로 각국의 중국발 여행에 대한 방역 강화 ● 중국 관광객 입국 정상화까지는 확산세 안정 확인 필요 ● 입국자 수 회복이 거의 없어 회복 잠재력은 큰 영역
6	건설기계	● 부동산 규제 완화와 리오프닝에 중국 건설기계 수요 회복 기대 ● 부동산 개발업체에 대한 신뢰 및 시장 회복 기대 필요 ● 추가적인 시장 안정 및 활성화 정책 확인
7	가전, IT HW	● 전반적인 소비 회복과 부동산 규제 완화로 수요 회복 기대 ● 높은 수준의 재고 조정 확인 필요

출처 : 신한투자증권, RFS Team 3

중국시장 연간 매출액 변화 (단위: 백만 달러)



출처 : EDGAR, RFS Team 3

동사의 사업부가 속하는 IT 사업부의 경우 전반적인 소비 회복과 규제 완화가 기대된다. 리오프닝의 수혜에 힘 입어 2023년 9월 출시되는 아이폰 15의 판매 실적은 수혜를 볼 것이며, 증시는 매출 가시화 시점에 선행하거나 동행함으로 2023년 9월 전후로 상방 모멘텀을 전망한다.

투자포인트 3-1. iPhone 15, 지난 모델 대비 어떤 점이 변하는가

프리미엄 제품의 수요가 비탄력적인 점을 고려한다면, 하드웨어 및 폼팩터 개선으로 성능 향상에 따른 가격 전가가 가능하다. 스마트폰 교체 주기가 2년에서 3~4년으로 길어진 점을 고려했을 때, 2023년 9월 출시 예정인 아이폰 15의 타겟은 아이폰 12, 13, 14 시리즈 보유자 모두이다. 아이폰 15를 구매할 요인은 하드웨어 개선이다.

아이폰 11, 12와 14, 15(추정) 비교

	iPhone 11			iPhone 12		
	11	11 pro	11 pro max	12	12 pro	12 pro max
Display	6.1	5.8	6.5	6.1		6.7
주사율	60Hz			60Hz		
Camera	12MP(dual)	12MP(triple)		12MP(dual)	12MP(triple)	
AP	A13 (7nm)			A14 (5nm)		
RAM	4GB LPDDR4				6GB LPDDR4	

	iPhone 14			iphone 15 (추정)		
	14	14 pro	14 pro max	15	15 pro	15 pro max
Display	6.1	6.1	6.7	6.1	6.1	6.7
주사율	60Hz	120Hz		60Hz	120Hz	
Camera	12MP(triple)	48MP(triple)				잠망경 렌즈 6배 광학줌
AP	A15 (5nm)	A16 (4nm)			A17 (3nm)	
RAM	6GB			8GB		

출처: RFS Team 3

이번 아이폰 14에서 15로의 하드웨어 개선은 AP 칩 성능 향상과 증가한 램 용량으로, 과거 아이폰 11에서 12 일반 모델의 하드웨어 변화와 유사하다. 아이폰 11과 12의 경우 128GB 모델 기준 P가 \$749에서 \$899로 약 20% 상승하였으며, 2020년 아이폰 매출액이 \$137,781 (mill), 2021년 아이폰 매출액이 \$191,973 (mill)로 전년 대비 YoY 39% 증가하였다.

이번 아이폰 15의 하드웨어 성능 개선 역시 P의 상승을 유도하기 때문에 가격 전가가 가능하다. 과거 아이폰 12가 높은 매출액 성과를 보였던 점에서, 이번 아이폰 15 출시에서도 ASP 상승에 따른 매출 증대가 기대된다.

아이폰 15의 새로운 AP인 A17 바이오닉 칩은 기존 A16 바이오닉 칩에 비해 더 강력한 성능과 향상된 배터리 수명을 보장한다. TSMC의 3nm 공정으로 제작되며, 전력 소비는 30% 감소하고 배터리 수명은 30% 향상된다. 칩 성능의 향상은 기존 아이폰 사용자를 유인할 매력적인 요인이다. 더불어 아이폰 15 프로 모델에는 기존 6GB에서 8GB 용량의 램이 장착된다. 증가한 램 용량에 따라 더 많은 앱을 백그라운드에서 동시에 열 수 있고 멀티태스킹 기능이 향상된 성능이 탑재된다.

투자포인트 3-2. iPhone 15 급 나누기는 계속된다

일반 모델과 프로 모델 간의 계속되는 급 나누기는 프로 모델의 수요와 아이폰 ASP를 증가시킨다. 아이폰 12 시리즈는 일반 모델의 하드웨어 개선이 일어난 반면 아이폰 15 시리즈는 프로 모델이 개선된다. 일반 모델과 프로 모델 간의 가격 격차는 감소했지만, 주사율 120Hz, A17 바이오닉 칩 탑재, 램 용량 증가와 같이 개선된 스펙을 프로 모델에만 적용하기에 프로로의 유입은 가속할 것이다.

아이폰 일반 모델과 프로 모델 간의 비교

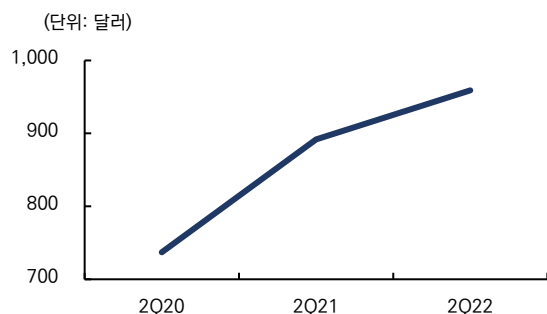
		iPhone 13		iPhone 14		iPhone 15 (추정)	
		13	13 pro	14	14 pro	15	15 pro
주사율		60Hz	120Hz	60Hz	120Hz	60Hz	120Hz
Camera		12MP (dual)	12MP (triple)	12MP (triple)	48MP (triple)	48MP (triple)	잠망경 렌즈 6배 광학줌
AP		A15 (5nm)		A15 (5nm)	A16 (4nm)	A16 (4nm)	A17 (3nm)
RAM		4GB	6GB	6GB	6GB LPDDR5	6GB	8GB
Price	128GB	\$799	\$999	\$799	\$999	\$799	\$1,099
	256GB	\$899	\$1,099	\$899	\$1,099	\$899	\$1,199
	512GB	\$1,099	\$1,299	\$1,099	\$1,299	\$999	\$1,399

출처: RFS Team 3

아이폰 15 일반 모델에는 60Hz 주사율을, 프로 모델에는 120Hz 주사율을 탑재한다. **아이폰 15 프로 모델에만 A17 바이오닉 칩을 탑재하여 프로 모델의 수요를 견인한다.** 기존 스테인리스 스틸 프레임 대신 티타늄 프레임을 사용하여 가벼운 무게와 동시에 디자인적 완성도와 내구성이 향상한다. 버튼은 기존의 물리적 버튼 대신 터치 방식인 솔리드 스테이트 버튼으로 변경된다.

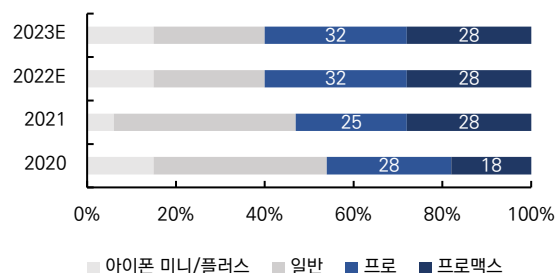
아이폰 15는 아이폰 14와 달리 프로뿐만 아니라 **프로 맥스에도 차별화 전략을 적용**하여 프로 시리즈 비중 확대가 기대된다. 아이폰 15 프로 맥스에는 좀 성능을 개선한 잠망경 렌즈(folded-zoom) 기능의 카메라를 탑재하여 카메라가 툭 튀어나오는 것을 최소화한다. 아이폰 15 프로 맥스의 베젤 두께는 1.55mm로 스마트폰 중 가장 얇은 베젤을 갖춰 대화면을 원하는 소비자들을 만족시킨다. 기존 아이폰 14 프로 2.17mm보다 얇은 두께로, 현재 스마트폰 중 가장 얇은 샤오미 13의 1.81mm 베젤 폭 기록을 경신한다.

아이폰 평균판매단가(ASP) 변화 추이



출처: 옴디아, RFS Team 3

아이폰 판매량 프로 시리즈 비중 추이



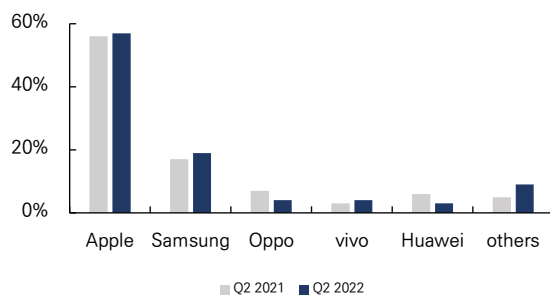
출처: Strategy Analytics, RFS Team 3

투자포인트 3-3. 적수가 없는 애플

스마트폰은 과거와 달리 **비탄력적인 명품으로 인식되고 있다**. 글로벌 프리미엄 스마트폰 시장에서 사람들의 시선의 변화로 애플의 지위는 더욱 공고해질 것이다. 아래의 카운터 포인트 자료에 따르면 2Q22기준 애플이 MS 57%로 전년 동기 대비 1%p 점유율이 증가해 1위를 기록했다. 반면 오포, 샤오미 등과 같은 중국 제조사들의 점유율은 낮아진 것을 확인할 수 있다. 신흥국에 비해 경기를 덜 타는 미국과 서유럽 등과 같은 선진국에서 강세를 보였고 특히 \$1,000 이상의 플래그십 시장에서 애플은 MS 77%를 갖는 기업이기 때문에 프리미엄 스마트폰에 대한 수요 혜택을 가져갔다.

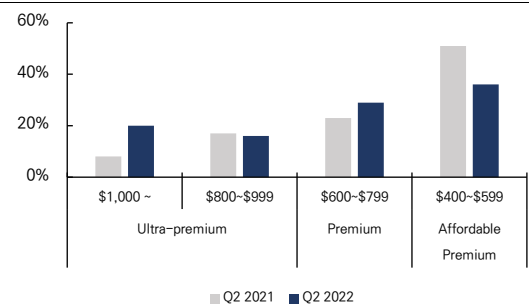
22년은 서양 선진국을 중심으로 매출 성과를 올렸다면 애플의 가장 큰 해외 시장인 중국에서의 활약도 기대할 수 있는 때가 3Q23이다. 중국의 Lock down에 불구하고 프리미엄 제품은 판매량이 늘어났다. 카운터 포인트 리서치 조사에 따르면 \$1,000 이상 제품의 2Q22 점유율은 전년 동기 대비 12%p 증가해 20%를 차지했다. 같은 기간 중국 스마트폰 전체 판매량이 전년보다 14.2% 감소한 것을 고려하면 해당 성장폭은 엄청난 성장폭이다. 23년 중국의 Lock down 완화 조치에 따라 중국의 소비력이 증가하면서 중국 시장에서 애플의 아이폰 ASP도 올라갈 것이다.

Top Smartphone OEMs' Market Share for premium Segment



출처 : Counterpoint, RFS Team 3, Premium smartphone > \$400 기준

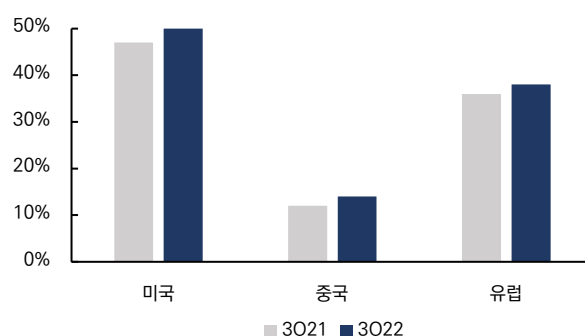
중국 2Q21, 2Q22 가격대별 프리미엄 스마트폰 MS



출처 : Counterpoint, RFS Team 3

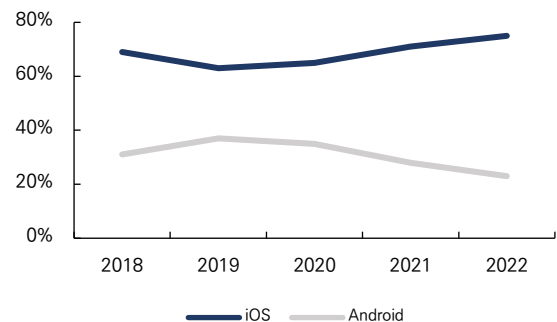
애플이 주력하는 시장은 미국, 서유럽, 중국으로 비탄력적인 명품 시장에서 구매력이 강하다는 것이 특징이다. 규모가 크고 고가재화에 대해 저항력이 낮은 미국과, 서유럽 시장에서 애플은 이미 독점적 위치를 점하고 있다. 결국, 아래 표와 같이 iOS의 22년 MS 75%로 전년대비 4%p 증가한 반면, Android의 MS는 23%로 전년대비 5%p 감소했다. 글로벌 경기침체에도 애플의 중저가 제품 없이 매년 하나의 플래그십 시리즈에 집중하는 프리미엄 전략은 애플만의 강점임을 증명한 것이다. 앞으로 아이폰 15 출시로 해당 전략에 따른 비탄력적인 대규모 수요를 가져갈 것이다.

애플의 3대 시장 시장점유율



출처 : Counterpoint, RFS Team 3

Global Premium(>US\$600) Smartphone MS, iOS vs Android



출처 : Counterpoint, RFS Team 3

III. Risk

강달러에도 가능한 P 상승

P 상승 매출처의 다양화

중국, 서유럽 등 비탄력적인 시장에서 가격을 올려서 다양한 해외 매출처에서 P의 상승으로 유도할 것이다. 3-3에 언급되어 있듯 프리미엄 스마트폰 시장에서 독보적인 MS를 갖고 있는 애플이다. 독점력을 갖는 기업은 P의 상승에도 가격 전가가 가능하다. 22년 기준 미국과 서유럽을 제외한 시장은 프리미엄 스마트폰에 대한 구매력이 낮거나 Lock-down 등으로 경기침체가 강해서 수요 위축이 불가피했다.

하지만 프리미엄 스마트폰에 대한 구매력이 높은 중국이 23년 기준 위드 코로나로 전환된다. 이에 22년과 달리 동사는 수요가 늘어날 것으로 보아 헤게모니의 장점인 가격전가를 믿고 프리미엄 제품군에 \$100씩 인상했다. 게다가 아이폰 15의 경우 14에 비해 폼팩터와 하드웨어 모두 크게 상승했기 때문에 P의 상승에 대한 소비자의 인식도 좋은 편이다. 높아진 가격을 받아들일 수 있는 매출처가 다양해지면서 강달러 상황에도 매출이 22년도와 달리 증가할 것이고 저조한 22년도 성과에 대한 큰 기저효과를 보일 것이다.

작년보다 나은 상황, 작년보다 좋은 대응

환율 헷지 방법의 다양화

해외 매출 비중이 큰 기업은 자국 화폐가 강세일 때 보편적으로 환율 스왑 계약을 맺거나 판매 재화나 서비스에 고회환 정책(P의 상승)을 적용한다. 동사는 22년 기준 해외 매출 비중이 약 56.9%로 해외 수익에 크게 의존하기 때문에 달러 강세가 지속될 경우 수출 경쟁력이 낮아졌다. 강달러로 수요 위축에 대한 대응으로 아이폰 14시리즈의 가격은 동결했다. 반면, 23년 출시될 아이폰 15 시리즈 중 프리미엄 가격은 인상한다. 22년의 대응을 보면 23년은 비교적 쉬운 상황임을 알 수 있다.

22년의 아이폰 14 시리즈 가격동결과 경기침체 등으로 4Q22 기준 해외 순 매출액 \$67,876(mil) YoY -6.3%, 해외 영업이익 \$27,541(mil) YoY -8%로 성과는 줄었다. 하지만 파생 상품에 대한 미실현 손익의 총 변동이 21년 기준 \$455(mil)에서 22년 기준 \$(2,754)(mil)로 감소하여 강달러에 대한 스왑으로 인한 헷지효과를 보였다. 22년 기준 강달러에 대한 대응은 파생계약이 유일했다.

동사는 환율 변동으로부터 총 마진을 보호하기 위해 선도계약, 옵션 계약 등을 체결했다. 이러한 상품을 현금 흐름 헷지로 지정하여 수익 및 재고 구매와 관련된 예상 외화 익스포저의 일부를 최대 12개월 헷지한다. 이 외에도 환율변동으로부터 회사의 외화표시 만기부채권 또는 유가증권을 보호하기 위해 선도계약, 이종 통화스왑 등을 체결했다. 이러한 상품들은 현금 흐름 또는 공정 가치 위험회피 상품으로 지정했으며 외화 거래에 대한 미래 현금 흐름의 변동성에 대한 노출을 헷지하는 최대 기간은 20년이다.

22년 때보다 긍정적인 상황에서 헷지효과로 리스크의 영향력을 줄일 것으로 전망한다. 최근 3월 FOMC에서 베이비 스텝을 밟은 뒤 유로/달러 환율은 1.08유로, 달러/중국 위안 환율은 6.8675달러로 강달러가 두드러진다. 아직 피봇이 가시화되지 않은 상황이기 때문에 강달러는 최소 1년이상 유지될 것으로 본다.

하지만 아이폰 15 프리미엄 시리즈의 가격 인상과 중국의 위드 코로나의 전환으로 22년 대비 Net sales와 OP 상승 요인이 분명하고 강달러에 대한 스왑효과도 가져갈 것이다. 위의 언급된 파생계약으로 현금 흐름의 변동성에 대한 노출도 헷지할 것이다.

IV. Valuation

DCF 선택 이유

동사의 목표주가는 DCF 모델을 통해 도출하였다. 절대가치 평가방법 DCF를 선택한 이유는 아래와 같다

- 1) IT 기업 중 프리미엄 스마트폰 위주의 사업부문을 영위하는 기업은 동사가 유일하다.
- 2) IT 기업 중 구독서비스가 용이한 기업은 동사밖에 없다.
- 3) 3400조란 세계 1등 시가총액으로 PEER 그룹 형성 시 동사의 지수 값으로 수렴한다.
- 4) 성숙해지는 있는 IT 시장에서 동사는 꾸준한 FCF 창출이 가능하다.
- 5) 배당 관련 데이터는 충분하나 장부가치 기반의 Re-Rating이 핵심인 RIM 모델은 세계 1등 기업인 동사에게 적합하지 않다고 판단하였다.

Valuation Table

DCF Valuation		
영구성장률	1.5%	
WACC	7.13%	
(A) 추정기간(2023~2027)동안의 현재가치	574,225	(US Million)
(B) 영구현금흐름의 현재가치	2,281,259	(US Million)
기업가치(EV, A+B)	2,855,484	(US Million)
(-)순차입금	50,015	(US Million)
(+)비영업용 자산의 가치	242,796	
Equity value	3,048,265,220,390	(US Dollars)
보통주발행주식수	15,821,946,000	(주)
Target Price	\$192.6	
현재 가격(2023.04.01)	\$164.9	
Upside Potential	16.83 %	

편집상 여백입니다.