

COVERAGE REINITIATION

모든 사업 부문의 전망이 좋다

Analyst 박찬호

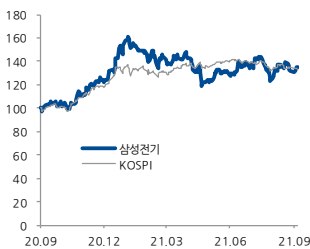
02-3787-2261 Chanho.Park@hmsec.com

현재주가 (9/28)	182,000원		
상승여력	26.4%		
시가총액	13,594십억원		
발행주식수	74,694천주		
자본금/액면가	388십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	217,000원/131,000원		
일평균 거래대금 (60일)	87십억원		
외국인지분율	33.01%		
주요주주	삼성전자 외 5인 23.84%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	1.7	4.9	-2.4
상대주가(%p)	2.9	11.8	-4.2

\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	-	-	-
After	13,493	14,924	230,000
Consensus	13,106	14,563	256,067
Cons. 차이	3.0%	2.5%	-10.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사는 컴포넌트, 모듈, 기판 사업을 영위하고 있으며 올해 각 사업부 모두 전년대비 매출액 및 영업이익 증가하며 전사 실적 성장에 기여할 것으로 보임
- 3분기 동사의 매출액과 영업이익은 각각 2조 5,676억원과 영업이익 4,179억원을 기록할 것으로 예상되며 연간으로는 매출액 9조 8,730억원과 영업이익 1조 4,474억원을 기록할 것으로 예상
- 중장기 성장 모멘텀으로는 기존 제품 대비 고부가 제품을 요구하는 5G 확산과 전장용 IT부품 수요 증가가 세 사업부의 향후 주요 매출처가 될 것으로 전망
- 목표주가 BUY와 목표주가 230,000원으로 커버리지 개시

주요이슈 및 실적전망

- 동사는 IT부품 업체로서 컴포넌트, 기판, 모듈 사업을 영위하고 있으며 2020년 기준 각 사업부의 매출 비중은 컴포넌트 44%, 기판 21%, 모듈 37%로 주요 제품으로는 MLCC, 카메라모듈, 패키징 기판을 공급하는 사업을 영위하고 있음
- 동사의 컴포넌트 사업부는 올해 매출액 4조 8,762억원, 영업이익 1조 669억원을 기록할 것으로 예상되며, MLCC 수요 증가로 인해 ASP가 증가하며 수익성이 제고되었고, 수요 증가로 인한 매출액 증가와 함께 YoY로 성장하며 전사 실적 개선에 기여할 것으로 보임
- 모듈 사업부군은 올해 매출액 3조 215억원 영업이익 1,710억원을 기록할 것으로 예상되며, 국내 및 중화권 업체들의 스마트폰 출하량이 COVID-19영향을 받은 전년 대비 성장하며 동사의 공급실적 또한 개선되며 전사 실적 성장에 기여할 것으로 전망됨
- 기판 사업부군은 올해 매출액 1조 9,754억원 영업이익 2,095억원을 기록할 것으로 예상되며, 글로벌 기판 산업 내 경쟁구도 변화 및 수요 증가와 경쟁사의 공급차질 이슈가 생기며 수급 불균형으로 이어져 ASP가 상승하였으며, 올해 3분기부터 이익률이 제고될 것으로 예상됨
- 3분기에는 세 사업부 모두 QoQ로 실적이 성장하며 전사 매출액 2조 5,676억원과 영업이익 4,179억원을 기록할 것으로 예상되며, 연간으로는 매출액 9조 8,730억원, 영업이익 1조 4,474억원 전망
- 중장기적인 관점에서는 5G 보급 확산과 전장용 IT부품 수요 증가는 동사의 전 사업 부문 모두 향후 새로운 주요 매출처가 될 것으로 예상되며, 특히 컴포넌트는 고부가 5G 및 전장용 MLCC, 기판은 5G용 BGA, 모듈은 OIS와 폴디드줌을 채용한 카메라 및 전장용 카메라 사업 확대 등이 주요 성장 모멘텀이 될 것으로 예상됨

주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 2022년 예상 BPS 100,681원에 Target P/B 2.3배 적용하여 산출, 투자이견 BUY와 목표주가 230,000원으로 커버리지 개시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	7,718	741	514	1,611	6,841	-21.8	18.3	1.8	6.7	10.2	0.9
2019	8,209	829	604	1,670	8,030	17.4	22.2	2.4	8.4	10.9	0.8
2020F	9,873	1,447	1,012	2,330	13,493	68.0	13.5	2.1	5.8	16.1	0.8
2021F	10,142	1,574	1,119	2,486	14,924	10.6	12.2	1.8	4.8	15.3	0.8
2022F	10,947	1,790	1,281	2,701	17,091	14.5	10.6	1.6	4.0	15.2	0.8

\* K-IFRS 연결 기준

## 주요 투자 포인트

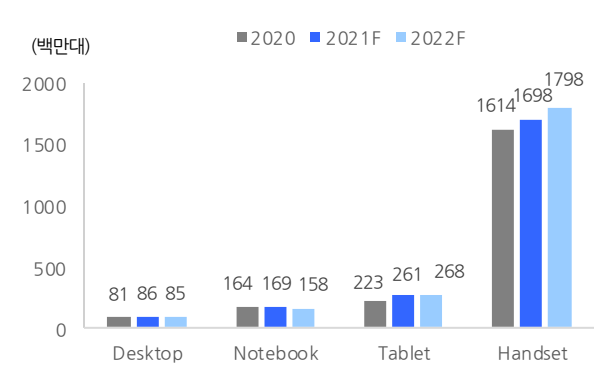
### 하반기까지 지속되는 글로벌 MLCC 수요

현재 글로벌 MLCC 산업은 수요 호조세가 지속되고 있다. COVID-19의 수혜를 입은 노트북, Tablet PC 등 IT 세트의 수요 증가는 MLCC의 수요 증가로 이어졌다. COVID-19로 인해 언택트 수요가 증가하며 2020년 하반기부터 PC, 노트북, 태블릿 등의 출하량이 증가하였고, 2021년에는 주요 기기들의 출하량 호조 지속되고 2020년에 훼손되었던 스마트폰 출하량 또한 회복하며 수요가 성장하였다.

이러한 IT기기들의 출하량 증가와 함께 현재 MLCC 시장의 주요 공급업체들인 삼성전기를 비롯한 Murata 등의 일본업체, Yageo등의 대만 업체들로 구성된 산업의 플레이어들 모두 MLCC 수요 증가에 대한 수혜를 받았다. 2020년 하반기부터 본격적으로 MLCC 공급이 늘며 글로벌 주요 MLCC 업체들의 실적 또한 성장 하였다.

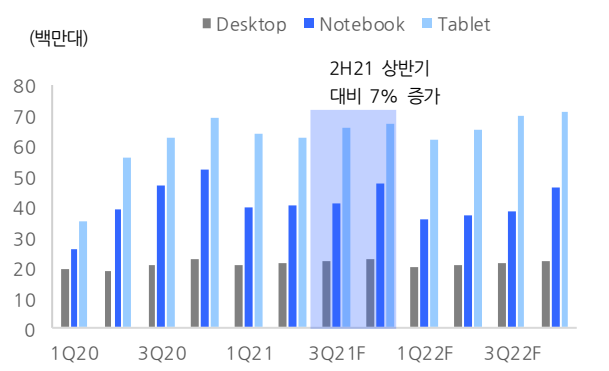
21년 하반기까지 이러한 수요 트렌드는 지속될 것으로 보인다. 데스크탑, 노트북, 태블릿은 상반기 대비 출하량이 7% 증가하며 출하량 성장세가 지속될 것으로 보이며, 일부 COVID-19의 영향을 받았던 글로벌 스마트폰 출하량도 하반기에는 상반기 대비 8.5% 상승할 것으로 전망된다. 주요 MLCC 글로벌 업체들의 지표를 점검해보면 대만의 주요 MLCC 기업인 Yageo와 Walsin의 8월 합산 매출액은 YoY 26.1% 상승한 금액을 기록 했다. 일본의 주요 업체들인 Murata와 Taiyo Yuden의 수주액 및 수주 잔고 또한 2분기까지 높게 유지되고 고객사들의 재고수준 또한 평균적인 재고일 수 대비 낮은 수준으로 파악되어 MLCC 수요는 하반기에도 지속될 것으로 예상된다.

<그림1> 주요 IT 세트



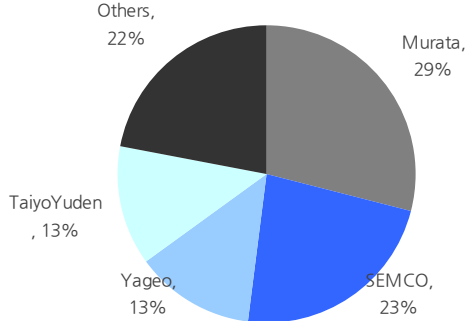
자료: Bloomberg, Counterpoint, 현대차증권

<그림2> 분기별 출하량



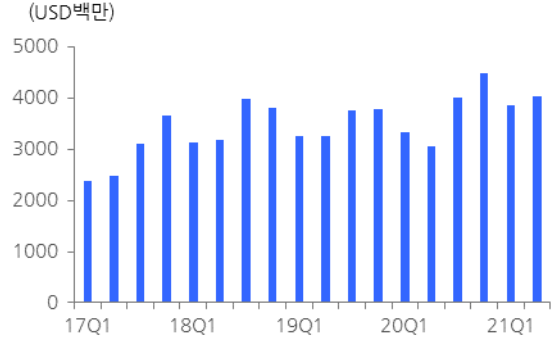
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 MLCC 시장 점유율



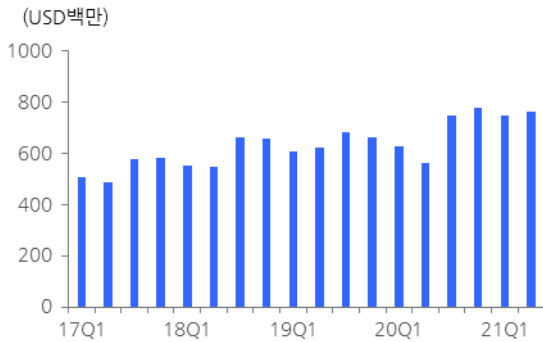
자료: 업계자료, 현대차증권  
\*2017년 기준

〈그림4〉 Murata 매출액 추이



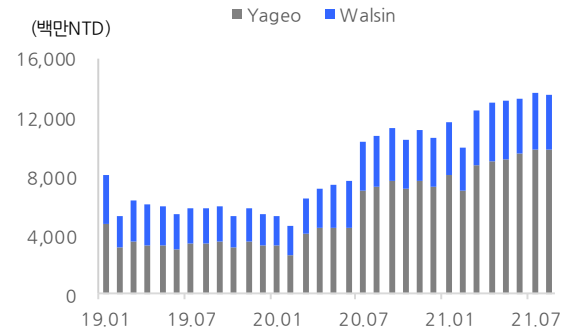
자료: Murata, 현대차증권

〈그림5〉 Taiyo Yuden 매출액 추이



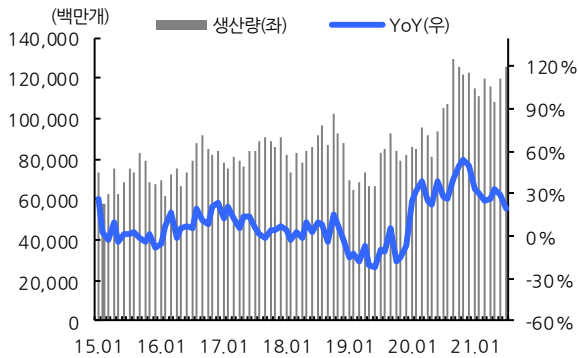
자료: Takyo Yuden, 현대차증권

〈그림6〉 대만 기업들 월별 출하량



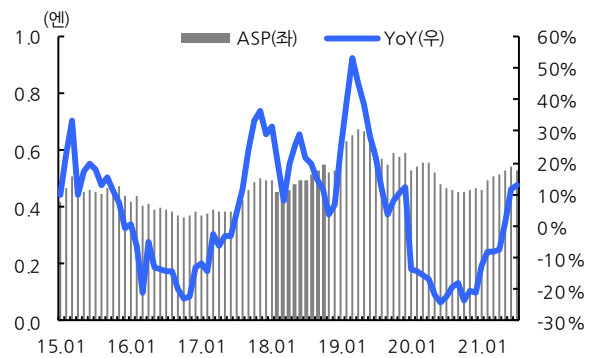
자료: 각사, 현대차증권

〈그림7〉 일본 내 ceramic capacitor 월별 생산량 추이



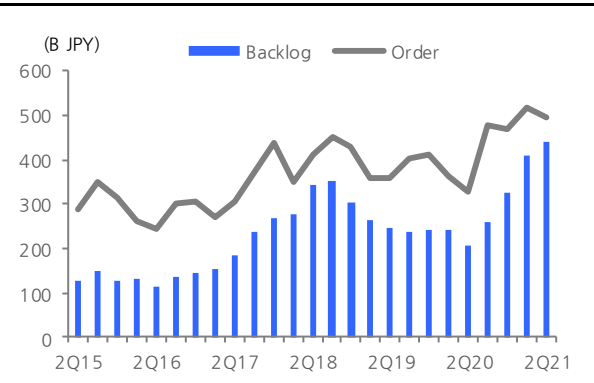
자료: METI, 현대차증권

〈그림8〉 일본 내 ceramic capacitor 월별 ASP 추이



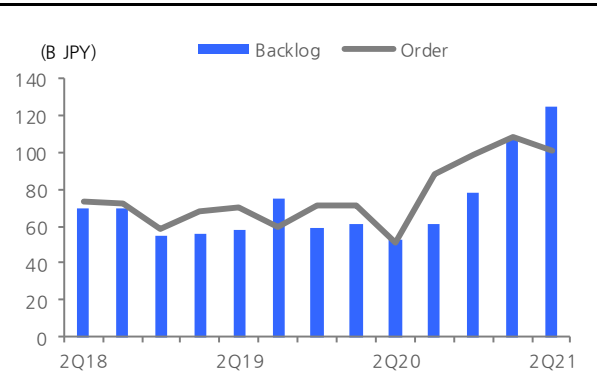
자료: METI, 현대차증권

〈그림9〉 Murata 수주액 및 수주잔고 추이



자료: Murata, 현대차증권

〈그림10〉 TaiyoYuden 수주액 및 수주잔고 추이



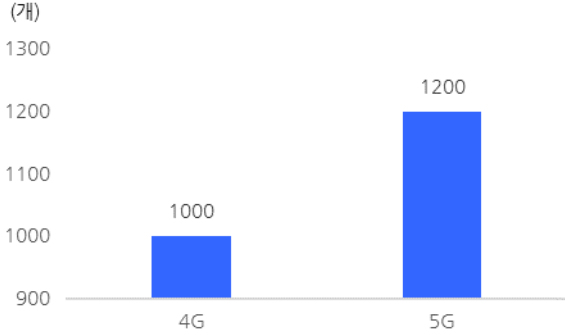
자료: Taiyo Yuden, 현대차증권

**중장기 주요 성장 드라이버는 5G와 전장향 수요**

전방 산업의 주요 트렌드는 MLCC의 수요를 지속적으로 성장시킬 것으로 예상되며 그 중 가장 큰 변화는 5G와 전장향 수요 변화이다. 5G로 인한 변화는 IT 세트 중 제일 큰 시장을 형성하고 있는 스마트폰에서 대당 탑재량이 증가하며 추가적인 수요를 증가시킬 것으로 예상된다. 5G 스마트폰은 높은 대역대의 주파수 활용하며 더 많은 부품과 더 큰 전력 사용량 등으로 인해 기존 4G 스마트폰에서 필요로 하는 1,000개 대비 200개의 MLCC 추가 수요가 발생한다. 5G 스마트폰은 2019년부터 출시 되기 시작했으며 올해는 전체 스마트폰 내 비중 40%대를 차지하며 5억대를 상회할 것으로 전망되며 내년에는 55% 를 차지하며 침투율을 높여갈 것으로 예상되어 스마트폰향 MLCC 수요 또한 지속적으로 증가할 것으로 예상된다.

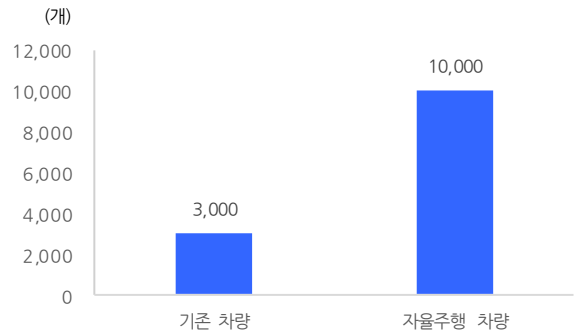
또한 자동차 산업 내 전기차, 자율주행 등의 트렌드들은 추가적인 MLCC 수요를 불러올 것으로 예상된다. 자동차 산업에서는 자율주행 시스템, 인포테인먼트, 관리 시스템 등의 기능들이 전자화되며 MLCC 수요가 증가하고 있다. 또한 향후 자율주행 차량의 레벨이 올라갈수록 MLCC의 수요는 기존 차량 대비 증가하게 되며 Murata에 의하면 Level2 이상의 자율주행 레벨에서는 기존 차량 대비 2배 이상 증가한 만개 이상의 MLCC가 필요하다. 전기차 시장은 2017년 대비 2022년에는 153% 증가할 것으로 예상되어 향후 MLCC 산업에서 주요 수요처가 될 것으로 예상된다. 전장향에서는 다른 IT기기에서 사용되는 MLCC 대비 안정성이 중요하기 때문에 이러한 고성능, 고밀도, 안정성 등이 강화된 MLCC들이 산업 내 수요 물량 증가와 동시에 ASP를 상승시킬 요인이 되어 외형의 성장 뿐만 아니라 수익성 또한 제고시킬 것으로 예상된다.

<그림11> 스마트폰 MLCC 수요 변화



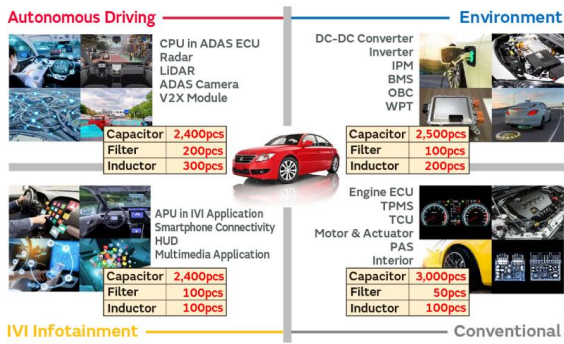
자료: 업계자료, 현대차증권

<그림12> 자율주행 level 2 변화 시 MLCC 탑재량 증가



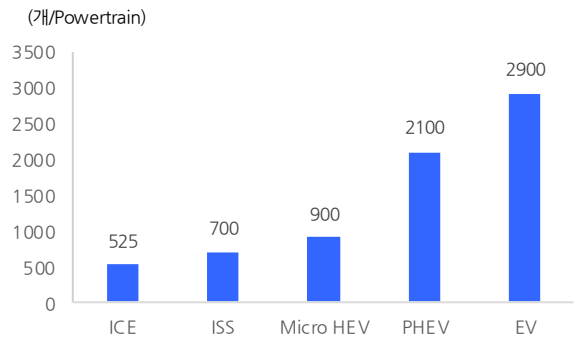
자료: Murata, 현대차증권

<그림13> 레벨 2 자율주행 차량 내 MLCC 주요 사용처



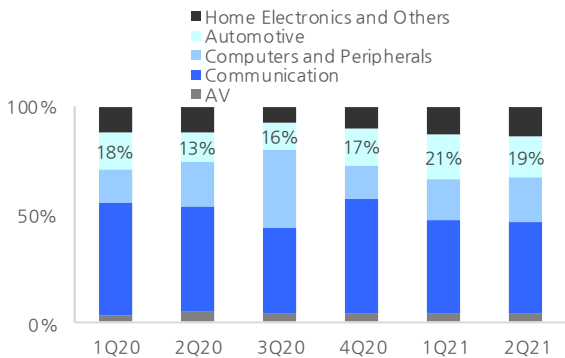
자료: Murata, 현대차증권

<그림14> Powertrain 별 MLCC 수요



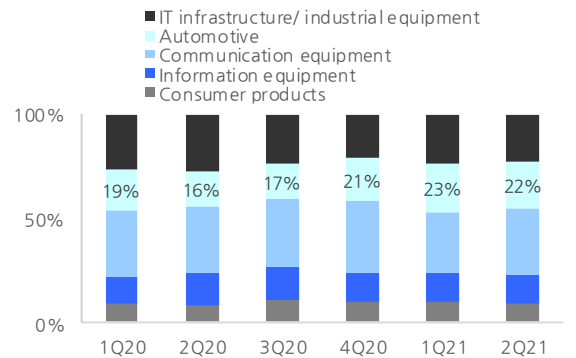
자료: Murata, 현대차증권

<그림15> Murata 어플리케이션 별 매출 비중



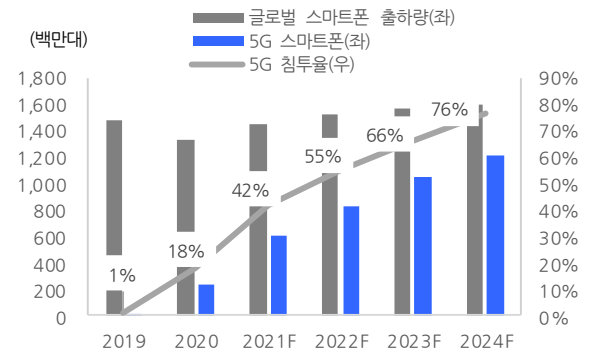
자료: Murata, 현대차증권

<그림16> Taiyo Yuden 어플리케이션 별 매출 비중



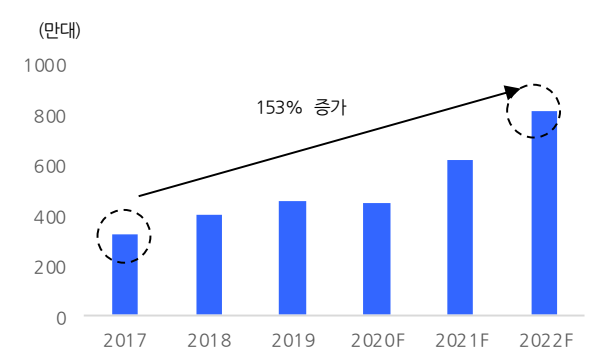
자료: Taiyo Yuden, 현대차증권

<그림17> 5G 스마트폰 출하량 전망



자료: Counterpoint, 현대차증권

<그림18> 전기차 연간 판매 전망



자료: GBIC, 현대차증권

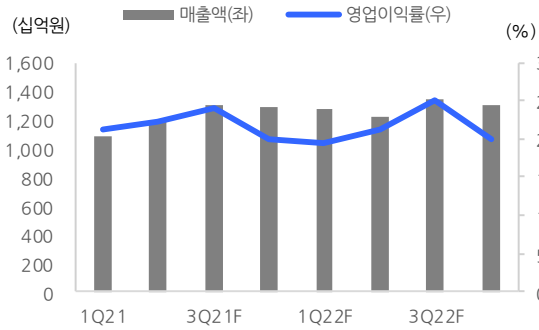
**삼성전기의 key business, 컴포넌트 사업부**

동사의 컴포넌트 사업부는 2020년 기준 연간 매출액 3조 6,449억원과 영업이익의 5,615억원을 기록하며 전사 기준 비중은 각각 44.4%와 67.7%를 차지한 주요 사업부이다. 최근 글로벌 MLCC 산업 내 수요 증가 및 ASP 상승 등의 이슈와 함께 수혜를 받았고, 동사 또한 생산성 향상 및 고부가 제품 위주의 믹스 개선을 통해 상반기 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 34.6%, 58.1% 성장 하였다. 글로벌 산업 내 우호적인 업황은 하반기까지 지속되며 올해 컴포넌트 사업부의 연간 매출액 4조 8,762억원(YoY 33.8%) 영업이익 1조 669억원(OPM 21.9%) 기록할 것으로 예상된다.

동사 MLCC 사업의 주요 매출은 스마트폰을 포함한 IT용 MLCC이다. MLCC 사업 내 IT기기 향 매출이 80% 수준의 비중을 차지하며 산업향이 20% 수준이고 IT 기기향 수요에서 50% 이상의 수요는 스마트폰 향으로 나가고 있는 것으로 예상된다. IT세트 향 주요 고객사는 국내 및 중화권 업체들로써 중화권 50%, 국내 20%의 비중을 차지하고 있다.

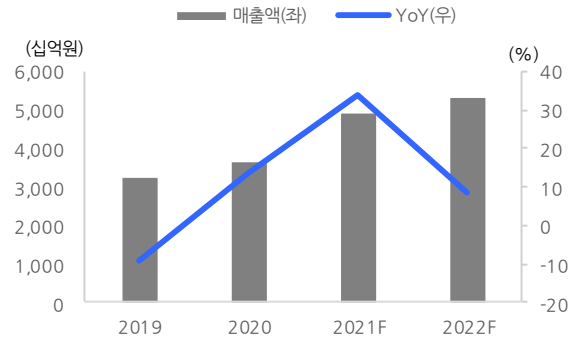
최근 동사의 MLCC 사업은 산업의 전반적인 수요가 증가와 함께 공급 물량이 증가하고, 일부 하이엔드 제품군 중심의 가격인상과 전장, 서버향의 고부가 제품의 비중 증가와 함께 수익성이 제고되며 컴포넌트 사업부의 실적이 증가하였다. 중장기 적으로는 동사 컴포넌트 사업부의 큰 비중을 차지하고 있는 IT사업 부문에서는 5G 칩투출 증가로 인한 고성능, 초소형 제품군의 공급 증가가 성장을 이끌 것으로 전망된다. 또한 안전성과 고성능이 강조되어 ASP가 기존 제품대비 평균적으로 2~3배 높은 전장용 MLCC 산업의 시장 성장 전망과 함께 동사의 시장 진입 시 5G와 함께 동사 컴포넌트 사업부의 성장을 이끌 것으로 예상된다.

<그림19> 분기별 매출액 추이



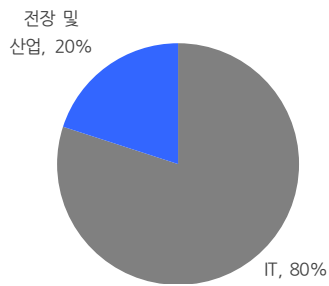
자료: 현대차증권

<그림20> 연간 매출액 추이



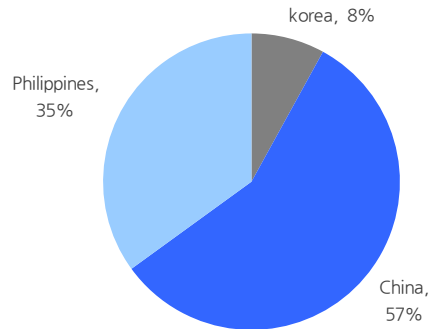
자료: 현대차증권

<그림21> 어플리케이션별 비중



자료: 현대차증권

<그림22> 삼성전기 지역별 MLCC CAPA 비중



자료: TrendForce, 현대차증권

**모듈 사업부의 단기 키워드: 고화소, OIS, 폴디드줌 // 중장기 키워드: 전장**

올해 동사의 모듈 사업부 매출액은 3조 215억원, 영업이익은 1,710억원을 기록할 것으로 전망된다. 이 중 삼성전자향 매출 비중은 60% 수준으로 예상된다. 카운터포인트에 따르면 동사의 주요 고객사인 삼성전자의 스마트폰 출하량은 올해 2억 7천만대에서 내년 2억 9천만대의 출하량으로 성장하며 카메라 수요 또한 증가할 것으로 보인다. 올해 삼성전자 스마트폰은 COVID-19의 영향으로 반도체 공급 이슈 및 베트남 공장 생산 차질 등의 영향으로 기존 예상 대비 기대감이 낮아졌지만 하반기부터는 생산에 차질이 되는 이슈들이 완화되며 내년에는 올해 대비 출하량이 성장 가능할 것으로 보인다.

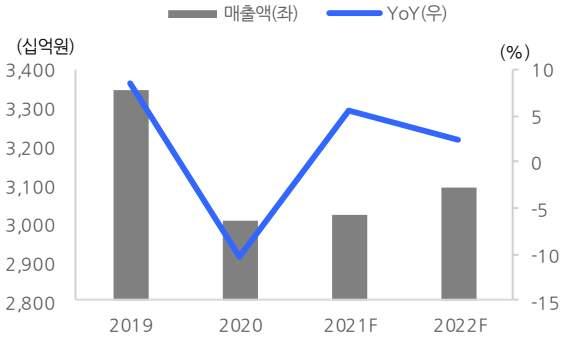
동사의 카메라모듈 사업부 고객사 비중은 60%가 삼성전자, 30%가 중화권 향으로 동 사업 부문의 주요 고객사는 삼성전자이다. 동사는 삼성전자향으로 플래그십의 1억화소 및 폴디드줌이 채용된 카메라를 공급하고 있으며, 올해부터는 중저가 모델인 A5x 시리즈 및 A7x 시리즈의 고화소 카메라에도 공급을 하고 있다. 기존 플래그십 등의 주요 전략 모델에만 카메라 공급을 하던 반면 중저가의 카메라에도 공급하게 된 계기는 기존 멀티카메라를 조합해서 하나의 모듈로 납품한 반면 최근에는 개별 카메라를 공급해서 제조사에서 조합하는 카메라 공급방식의 변화 때문이다. 동사가 공급하는 중저가 시리즈의 최고 화소 카메라는 올해 기준 6400만 화소까지 상승 했으며 내년에는 1억화소까지 증가할 것으로 예상되어 주요 고객사가 고화소 카메라를 플래그십에서의 채용을 중저가까지 늘려간다는 점에서 고화소 카메라를 공급하는 동사에게 수혜가 될 것으로 보인다. 또한, 고화소 카메라 공급과 함께, OIS와 폴디드 줌이 탑재된 고성능 카메라를 공급하며 내년에 올해 수준의 ASP 및 수익성은 유지할 것으로 보이며, 내년 중저가 향으로는 중저가 시리즈 또한 1억화소와 함께 OIS카메라를 채용할 것으로 예상되어 모듈 사업부의 실적 성장세가 꺾이지는 않을 것으로 보인다.

동사의 모듈 사업부문의 미래 성장 동력은 고화소, 폴디드줌, OIS등을 채용한 고부가 제품의 확산이다. 국내 주요 고객사의 카메라 공급방식이 멀티 카메라 모듈 공급에서 개별 공급 방식으로 변화하며 산업 전반적인 이익률이 하락하였고, 5G 도입등으로 인해 BoM의 부담으로 과거 대비 카메라 개수 증가와 화소 수 증가가 더더졌다. 다만 동사는 1) 주요 고객사에게 1억화소 카메라를 선도 공급사로써 공급하며, 2) 주요 고객사의 1억화소 및 OIS 채택 카메라가 중저가로도 확산되고, 3) 폴디드줌을 채용한 카메라 공급에 있어 산업 내 선도적인 포지션을 가지고 있다는 점에서 향후 국내 및 중화권 업체들 향으로 고화소, OIS, 폴디드줌의 채용률이 확대될 경우 외형 성장 가능할 것으로 예상된다.

더불어, 아직 비중이 적은 전장향 카메라 사업 또한 추가적인 고객사 확보 및 공급이 가시화 될 경우에도 외형성장이 둔화된 모듈 사업부에 새로운 성장동력이 될 것으로 예상된다. 전장향 카메라는 전후방 카메라 혹은 어라운드 뷰와 같이 기존에 탑재되는 이미지 카메라와 함께 향후 자율주행 이 도입되며 Lidar와 Radar 같은 sensing camera의 수요도 생길 것으로 전망 되어 카메라 모듈 산업의 차세대 성장 모멘텀이 될 것으로 보인다.

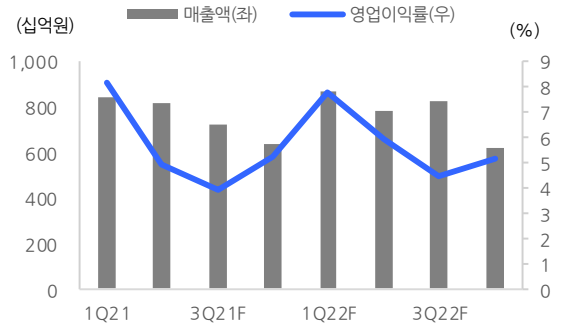


<그림23> 모듈 사업부 연간 실적 전망



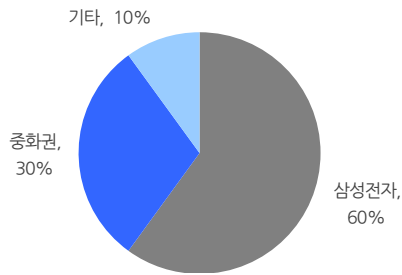
자료: 현대차증권

<그림24> 모듈 사업부 분기 실적 전망



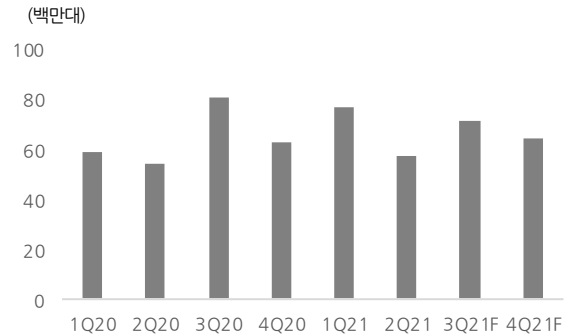
자료: 현대차증권

<그림25> 주요 고객사 비중



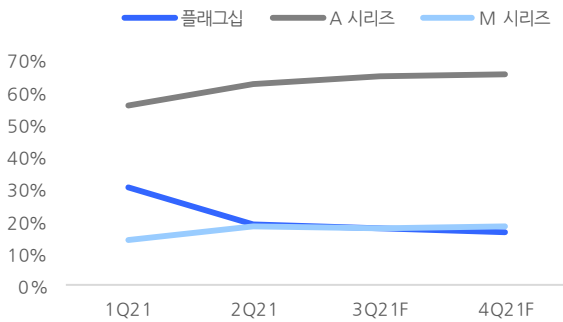
자료: 현대차증권

<그림26> 삼성전자 스마트폰 출하량 전망



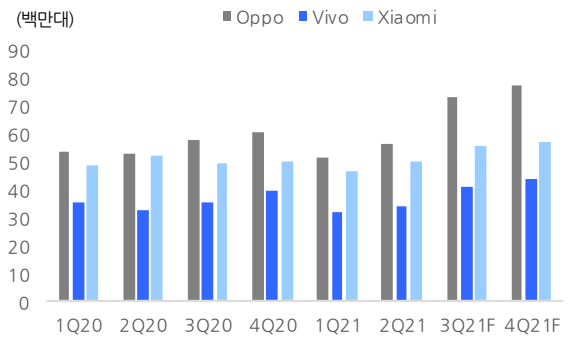
자료: Counterpoint, 현대차증권

<그림27> 삼성전자 플래그십 및 A시리즈 비중 전망



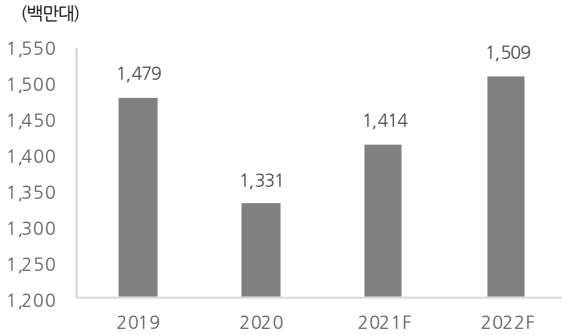
자료: Counterpoint, 현대차증권

<그림28> 중화권 스마트폰 출하량 전망



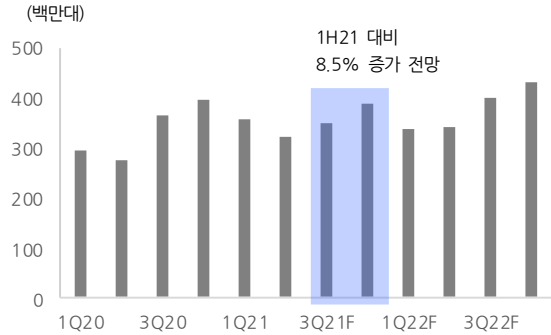
자료: Counterpoint, 현대차증권

<그림29> 글로벌 스마트폰 연간 출하량 전망



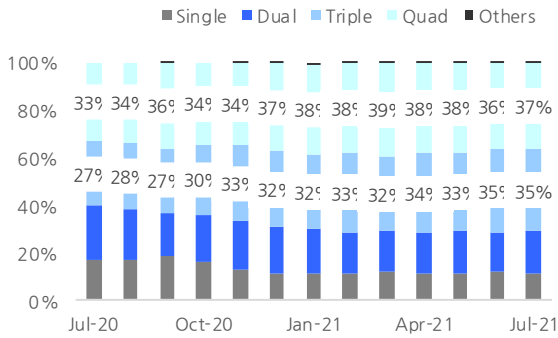
자료 Counterpoint, 현대차증권

<그림30> 분기별 출하량 전망



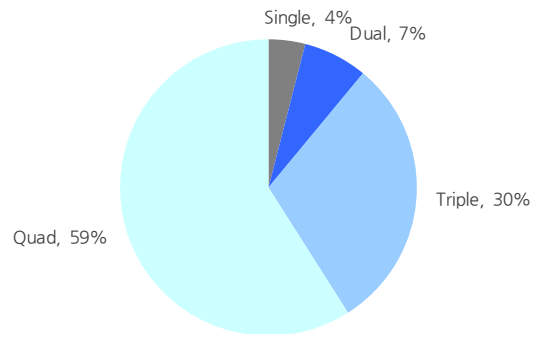
자료: Counterpoint, 현대차증권

<그림31> 멀티카메라 비중 추이



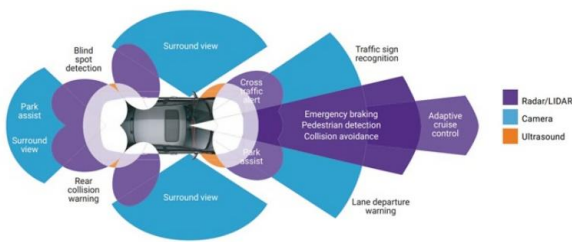
자료: Counterpoint, 현대차증권

<그림32> 삼성전자 멀티카메라 비중



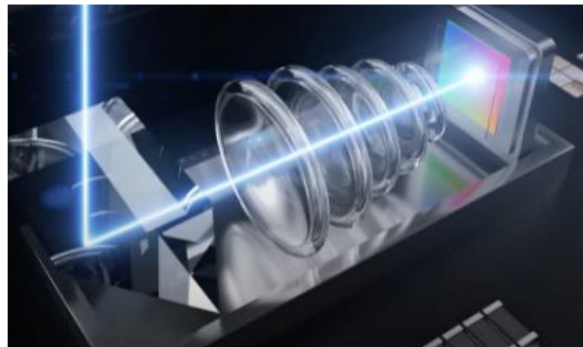
자료: Counterpoint, 현대차증권

<그림33> 자율주행에 필요한 카메라



자료: 업계자료, 현대차증권

<그림34> 폴더드즘



자료: 업계자료, 현대차증권

### 기관 사업부는 이익률 제고가 핵심

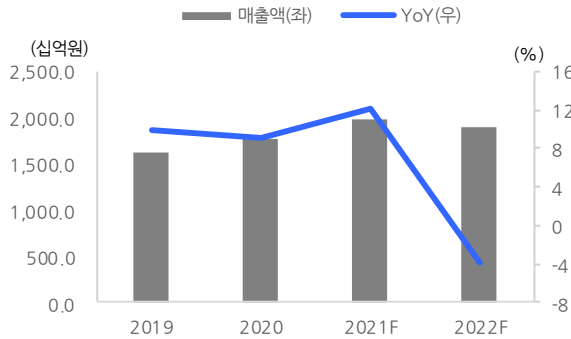
동사의 올해 기관소재 사업부 실적은 1조 9,754억원 달성하며 지난해 대비 12.1% 성장할 것으로 전망된다. 현재 동사의 기관소재 사업은 RF-PCB, BGA, FCBGA 공급하고 있다. 주요 사업부문은 모바일 AP 등에 사용되는 FC-CSP 및 5G AiP용 SiP 기관을 공급하는 BGA 사업으로 기관 매출 비중의 50% 수준을 차지하고 있으며 FCBGA 사업은 23%의 비중으로 메인 어플리케이션은 컴퓨터 및 서버용 반도체 패키징 기관이다. 나머지 매출은 현재 RFPCB 사업에서 나오며 메인 어플리케이션은 스마트폰향이다.

IT 세트 수요의 증가 및 산업 내 공급 업체들의 사업 변화로 인해 수급상황이 변화 하였다. FCBGA 사업의 경우 글로벌 최대 공급사였던 Ividen과 Shinko가 서버용 FCBGA에 집중하며 PC용 기관은 기존 수요 대비 공급이 줄어들며 수급 불균형이 생겼고, 그로 인해 기존의 벤더들에게 수혜가 되어 실적 성장에 긍정적으로 작용했다. BGA 사업부문에 속해있는 FC-CSP는 모바일 AP에 사용되는 기관으로써 글로벌 벤더의 화재로 인한 공급 감소로 글로벌 공급량이 줄어들어 산업의 수급이 타이트 해졌으며, 그로 인해 기존 공급 업체들에게 가격 인상 및 이익률 상승으로 이어졌다.

동사의 기관 사업은 3분기를 기점으로 이익률이 기존 한자리 후반대에서 두 자리까지 올라올 것으로 전망된다. 이익률이 개선된 주요 이유는 FCBGA와 FCCSP등 글로벌 경쟁사들의 상황 변화 및 생산 차질 이슈 등으로 인해 2분기에 단가 인상 및 이익률 상승으로 이어졌기 때문이다.

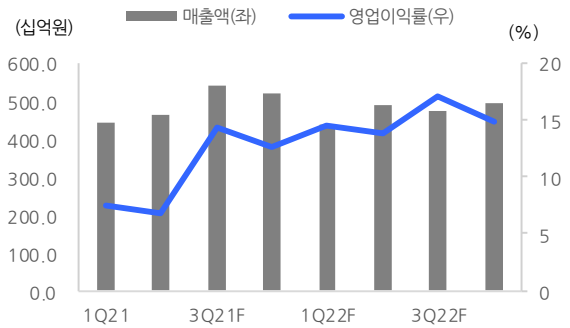
동사의 개선된 이익률은 내년까지 지속될 것으로 예상된다. 먼저 ASP를 상승시킨 수급 불균형 이슈는 올해 하반기까지는 지속될 것으로 전망되어 ASP가 단기적으로 하락하지 않을 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 동사는 기관 사업부문을 재정비할 예정이며 내년부터는 저조한 이익률을 기록했던 사업부의 사업 비중을 축소할 것으로 예상됨에 따라 전사 이익률 제고에 기여할 것으로 예상된다.

<그림35> 기판 사업부 연간 실적 전망



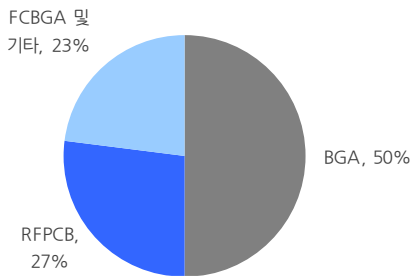
자료: 현대차증권

<그림36> 기판 사업부 분기별 실적 전망



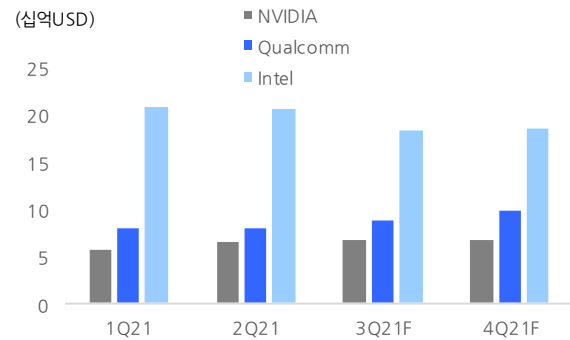
자료: 현대차증권

<그림37> 2020년 기준 기판 매출 비중 추정



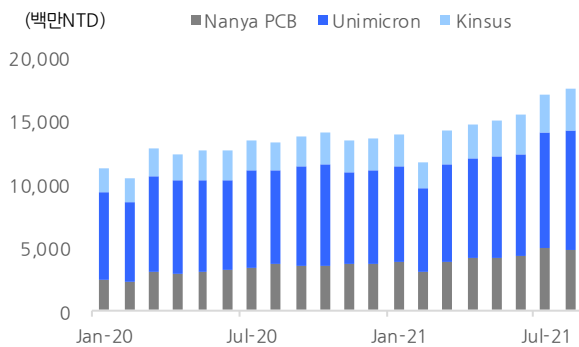
자료: 현대차증권

<그림38> 북미 주요 Fabless 업체들 분기별 실적 전망



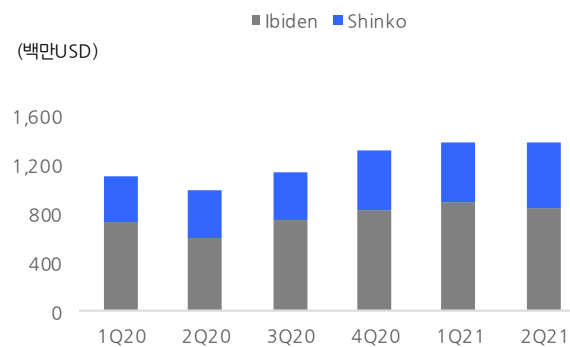
자료: 각사, 현대차증권

<그림39> 대만 업체들 월별 매출액 추이



자료: 각사, 현대차증권

<그림40> 일본 업체들 분기 실적 추이



자료: 각사, 현대차증권

## Appendix 1: MLCC 산업 valuation table

〈표1〉 Valuation table

		Murata	Taiyo Yuden	TDK	Yageo	삼성전기
단위		(USD 백만)	(USD 백만)	(USD 백만)	(USD 백만)	(KRW 십억)
매출액	2020	15,378	2,839	13,952	2,298	6,970
	2021F	15,823	3,112	15,593	3,885	8,241
	2022F	16,887	3,357	16,487	4,389	8,945
영업이익	2020	2,955	385	1,052	594	704
	2021F	3,426	535	1,426	1,068	1,194
	2022F	3,794	592	1,636	1,207	1,327
순이익	2020	2,236	270	748	441	513
	2021F	2,578	386	1,013	848	848
	2022F	2,862	426	1,153	953	947
P/E(배)	2020	19.1	20.0	183.2	18.7	22.6
	2021F	23.9	22.8	24.4	9.9	13.6
	2022F	23.2	21.7	14.3	8.9	12.2
P/B(배)	2020	2.1	1.6	1.2	3.8	2.3
	2021F	3.1	2.8	2.1	2.7	2.0
	2022F	3.1	3.2	1.5	2.4	1.8
EV/ EBITDA(배)	2020	8.4	5.5	5.0	13.6	6.5
	2021F	11.6	9.2	7.7	7.5	6.0
	2022F	12.5	10.0	5.5	6.9	5.6
ROE(%)	2020	10.6	12.3	7.8	23.4	10.5
	2021F	12.7	11.6	9.6	30.4	16.0
	2022F	13.9	15.6	10.7	27.3	15.5

자료: Bloomberg, 현대차증권  
\* 예상 실적은 블룸버그 컨센서스 기준

## Appendix 2: 기관 산업 valuation table

〈표2〉 Valuation table

		lbiden	Shinko	Unimicron	Kinsus	삼성전기
단위		(USD 백만)	(USD 백만)	(USD 백만)	(USD 백만)	(KRW 십억)
매출액	2020	3,051	1,774	2,985	920	6,970
	2021F	3,530	2,195	3,649	1,279	8,241
	2022F	3,875	2,389	4,296	1,511	8,945
영업이익	2020	364	220	136	46	704
	2021F	498	387	336	155	1,194
	2022F	595	431	522	212	1,327
순이익	2020	242	170	186	18	513
	2021F	338	279	338	112	848
	2022F	411	307	452	154	947
P/E(배)	2020	27.7	25.7	23.4	66.9	22.6
	2021F	25.3	18.0	22.7	32.0	13.6
	2022F	20.7	16.2	17.0	22.9	12.2
P/B(배)	2020	2.3	3.0	2.7	1.4	2.3
	2021F	2.7	3.1	3.9	3.6	2.0
	2022F	2.5	2.7	3.4	3.3	1.8
EV/ EBITDA(배)	2020	10.1	10.9	11.6	5.7	6.5
	2021F	8.6	6.8	12.1	11.3	6.0
	2022F	7.2	5.8	8.8	9.2	5.6
ROE(%)	2020	8.8	12.4	11.8	2.1	10.5
	2021F	11.1	17.6	17.4	10.4	16.0
	2022F	12.2	16.9	20.7	13.5	15.5

자료: Bloomberg, 현대차증권  
 \* 예상 실적은 블룸버그 컨센서스 기준

## Appendix 3: 카메라모듈 산업 valuation table

〈표3〉 Valuation table

		LG이노텍	엠사비스	파트론	Sunny optical	삼성전기
단위		(KRW 십억)	(KRW 십억)	(KRW 십억)	(USD 백만)	(KRW 십억)
매출액	2020	8,102	1,113	1,001	5,513	6,970
	2021F	10,620	927	1,101	6,565	8,241
	2022F	10,758	1,180	1,206	7,985	8,945
영업이익	2020	578	50	36	769	704
	2021F	936	32	57	1,010	1,194
	2022F	881	78	69	1,252	1,327
순이익	2020	200	33	19	707	513
	2021F	647	31	41	901	848
	2022F	588	66	49	1,136	947
P/E(배)	2020	13.1	18.5	26.0	32.1	22.6
	2021F	6.7	21.1	11.1	32.3	13.6
	2022F	7.3	9.9	9.3	25.8	12.2
P/B(배)	2020	1.8	2.8	1.4	9.4	2.3
	2021F	1.6	2.7	1.3	8.7	2.0
	2022F	1.3	2.2	1.2	6.8	1.8
EV/ EBITDA(배)	2020	4.0	6.6	7.7	21.8	6.5
	2021F	3.4	8.2	5.9	21.9	6.0
	2022F	3.4	5.3	5.3	18.2	5.6
ROE(%)	2020	10.2	16.1	12.4	33.4	10.5
	2021F	27.3	13.3	12.4	29.7	16.0
	2022F	19.8	24.1	13.3	28.8	15.5

자료: Bloomberg, 현대차증권  
\* 예상 실적은 블룸버그 컨센서스 기준

## 실적 전망

### 3분기는 매출액과 영업이익 모두 QoQ로 성장 전망

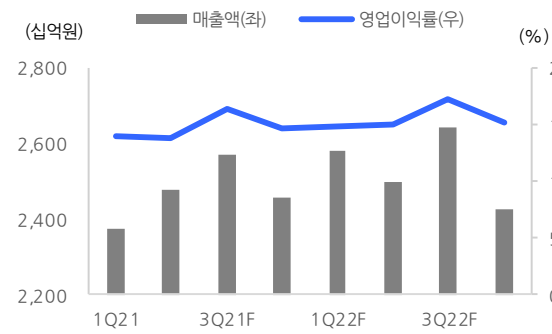
동사의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 2,355,676억원과 4,179억원으로 전분기 대비 성장하며 상반기에 이어 성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 3분기 실적 성장의 주요 포인트는 1) MLCC 공장 가동률이 최대 가동률 상태 수준이 지속될 정도로 공급 물량이 양호 하였으며, 2) 타이트한 수급이 지속되며 MLCC의 blended ASP도 한자리 초반대 퍼센트로 증가할 것으로 예상되고, 3) 기관 사업부의 실적이 일부 고객사의 하반기 신제품 향 모멘텀이 반영되고 2분기 단가 인상의 영향으로 이익률이 개선되며 매출액 및 영업이익 모두 성장할 것으로 예상된다.

컴포넌트 사업부는 MLCC 사업이 수요 증가로 인해 타이트해진 수급이 지속되며 3분기로 들어서며 MLCC 공장의 가동률이 최대 수준으로 지속되고 고객사들의 재고 일수가 낮아지며 공급 물량이 QoQ로 증가할 것으로 예상된다. 뿐만 아니라, 세트 출하량 성장과 함께 많은 수요가 지속되고, 5G 스마트폰 등 고부가 제품향으로 공급하며 믹스 또한 개선될 것으로 예상된다.

기관 사업부는 판가가 인상된 FCBGA와 FCCSP를 중심으로 이익률이 개선되며 전분기 대비 상승할 것으로 예상되며 복미 업체 향으로 공급하는 RFPCB 사업부 또한 3분기 공급실적이 반영되며 기관사업부의 매출액과 영업이익은 QoQ로 성장할 것으로 전망된다.

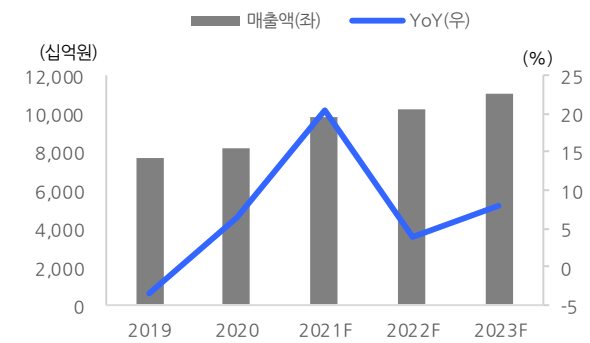
컴포넌트 사업부는 3분기 국내 고객사의 폴더블 스마트폰 출시 등으로 수요가 증가하였으나, 중화권 업체들의 수요가 일부 둔화되며 전분기 대비 QoQ로 감소한 실적을 기록할 것으로 예상된다.

<그림41> 전사 분기별 실적 전망



자료: 삼성전기, 현대차증권

<그림42> 전사 연간 실적 전망



자료: 삼성전기, 현대차증권



〈표4〉 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

IFRS 연결 기준		2020	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2021F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022F
컴포넌트	매출액	3,644.9	1,088.5	1,195.2	1,298.0	1,294.5	4,876.2	1,276.3	1,226.3	1,340.9	1,306.3	5,149.7
	영업이익	561.5	230.0	266.5	311.5	258.9	1,066.9	248.9	260.0	335.2	261.3	1,105.3
	영업이익률	15.4%	21.1%	22.3%	24.0%	20.0%	21.9%	19.5%	21.2%	25.0%	20.0%	21.5%
기판	매출액	1,761.4	442.2	466.6	542.9	523.7	1,975.4	437.3	489.0	474.4	496.8	1,897.5
	영업이익	114.0	32.8	31.4	77.7	66.5	209.5	63.9	67.5	81.4	73.9	286.8
	영업이익률	6.5%	7.4%	6.7%	14.3%	12.7%	10.6%	14.6%	13.8%	17.2%	14.9%	15.1%
모듈	매출액	3,004.7	841.3	835.1	726.8	639.7	3,021.5	864.3	781.0	827.7	622.0	3,094.9
	영업이익	153.6	68.7	41.4	28.7	33.4	171.0	67.1	46.3	36.7	32.1	182.2
	영업이익률	5.1%	8.2%	5.0%	3.9%	5.2%	5.7%	7.8%	5.9%	4.4%	5.2%	5.9%
전사	매출액	8,208.7	2,371.9	2,475.5	2,567.6	2,457.9	9,873.0	2,577.9	2,496.3	2,643.0	2,425.0	10,142.1
	영업이익	829.1	331.5	339.3	417.9	358.7	1,447.4	379.9	373.8	453.4	367.2	1,574.2
	영업이익률	10.1%	14.0%	13.7%	16.3%	14.6%	14.7%	14.7%	15.0%	17.2%	15.1%	15.5%
	지배주주 순이익	604.0	233.2	224.2	299.7	254.8	1,012.0	310.2	305.5	368.8	300.3	1,284.7

자료: 삼성전기, 현대차증권

## 투자의견 및 Valuation

### 투자의견 BUY와 목표 주가 230,000원 제시

삼성전기의 목표주가로 230,000원을 제시한다. 산업의 수요 증가와 고부가 제품 위주의 믹스 개선을 통한 외형과 이익률 모두 성장할 것으로 예상되는 컴포넌트 사업부와 사업 조정 및 업황 개선으로 인한 이익률 상승하는 기관 산업 등은 동사의 성장세를 지속시킬 것으로 전망되며, 향후 5G 및 전기차, 자율주행차 등의 전장 산업향으로도 중장기 성장 모멘텀을 가지고 있다는 점을 감안하여 투자의견 BUY를 제시한다.

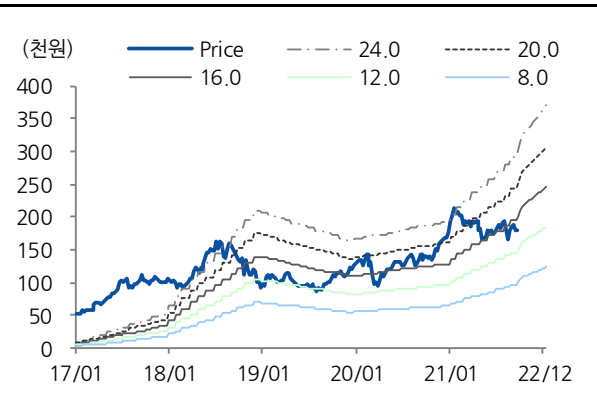
목표주가는 230,000원을 제시하며, 목표주가는 2022년 예상 BPS인 100,681원에 2017년부터 2020년까지 과거 4개년 고점기준 P/B의 평균인 2.3배를 적용하여 산출하였다.

<표5> P/B valuation table (단위:원,배)

	2022F	비교
2022F BPS	100,681	
Target P/B	2.3	2017~2020년 고점 기준 P/B 평균
적정주가	231,567	
목표주가	230,000	
현재주가(9/28)	182,000	
상승여력	26.4%	

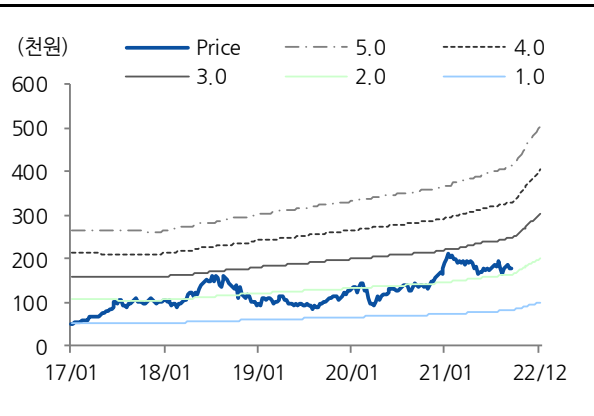
자료: 현대차증권

<그림43> P/E 차트



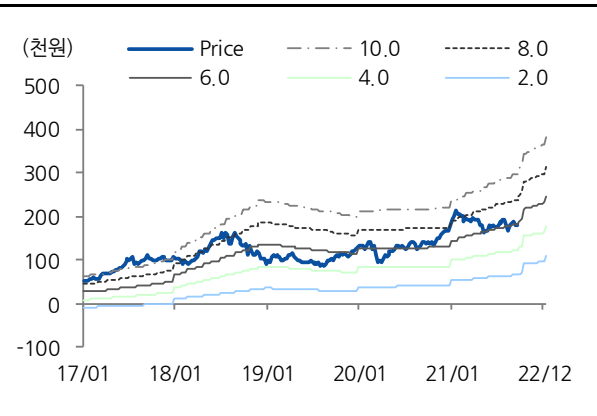
자료: 현대차증권

<그림44> P/B 차트



자료: 현대차증권

<그림45> EV/EBITDA 차트



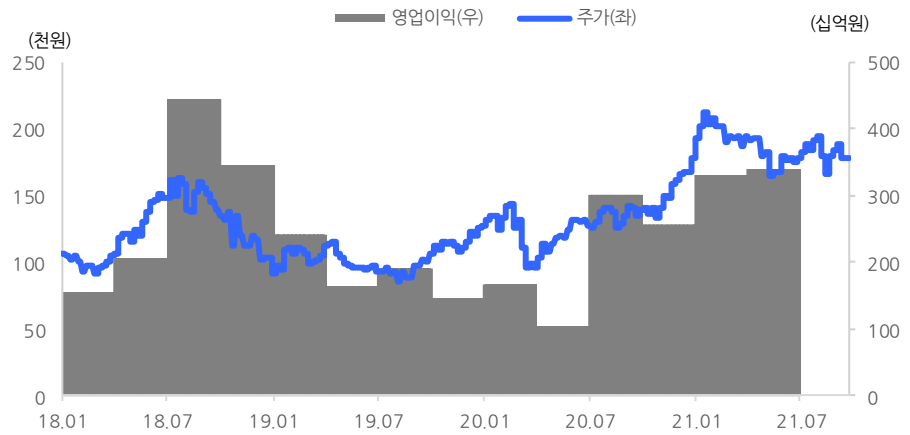
자료: 현대차증권

〈표6〉 과거 P/E, P/B, EV/EBITDA

		2016	2017	2018	2019	2020	평균
P/E	High	359.9	53.6	19.0	18.4	22.3	94.6
	Low	254.7	23.4	10.2	12.3	10.2	62.1
	Average	298.5	39.8	14.3	15.1	16.5	76.8
P/B	High	1.2	2.1	2.7	1.9	2.4	2.0
	Low	0.8	0.9	1.4	1.2	1.1	1.1
	Average	1.0	1.6	2.0	1.5	1.8	1.6
EV/EBITDA	High	9.7	11.3	7.3	6.7	8.4	8.7
	Low	7.7	6.3	4.3	4.8	4.2	5.5
	Average	8.6	9.1	5.7	5.6	6.3	7.1

자료: 현대차증권

〈그림46〉 삼성전기 주가와 영업이익 차트



자료: 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위: 십억원)

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	7,718	8,209	9,873	10,142	10,947
증가율 (%)	-3.5	6.4	20.3	2.7	7.9
매출원가	5,730	6,269	7,304	7,430	7,940
매출원가율 (%)	74.2	76.4	74.0	73.3	72.5
매출총이익	1,988	1,940	2,569	2,712	3,008
매출이익률 (%)	25.8	23.6	26.0	26.7	27.5
증가율 (%)	-20.1	-2.4	32.4	5.6	10.9
판매관리비	1,247	1,111	1,122	1,138	1,212
판매비율 (%)	16.2	13.5	11.4	11.2	11.1
EBITDA	1,611	1,670	2,330	2,486	2,707
EBITDA 이익률 (%)	20.9	20.3	23.6	24.5	24.7
증가율 (%)	-14.6	3.7	39.5	6.7	8.9
영업이익	741	829	1,447	1,574	1,795
영업이익률 (%)	9.6	10.1	14.7	15.5	16.4
증가율 (%)	-35.6	11.9	74.6	8.8	14.0
영업외손익	-57	-56	-35	-34	-28
금융수익	19	10	8	12	18
금융비용	78	48	43	46	46
기타영업외손익	2	-19	0	0	0
중속관계기업관련손익	12	10	-3	0	0
세전계속사업이익	696	783	1,409	1,541	1,768
세전계속사업이익률	9.0	9.5	14.3	15.2	16.1
증가율 (%)	-35.9	12.5	80.0	9.3	14.7
법인세비용	71	167	341	370	424
계속사업이익	625	616	1,068	1,171	1,344
중단사업이익	-	8.0	-10.9	0	0
당기순이익	528	624	1,057	1,171	1,344
당기순이익률 (%)	6.8	7.6	10.7	11.5	12.3
증가율 (%)	-22.9	18.1	69.5	10.7	14.8
자배주주지분순이익	514	604	1,012	1,119	1,285
비자배주주지분순이익	14	20	46	52	59
기타포괄이익	33	-35	126	0	0
총포괄이익	561	588	1,183	1,171	1,344

(단위: 십억원)

(단위: 원,배,%)

현금흐름표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	1,021	1,588	2,048	2,618	2,231
당기순이익	528	624	1,057	1,171	1,344
유형자산 상각비	844	808	847	882	889
무형자산 상각비	26	34	36	29	22
외환손익	11	1	-2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-319	-51	-116	512	-48
기타	-69	174	227	24	24
투자활동으로인한현금흐름	-517	-732	-929	-808	-941
투자자산의 감소(증가)	23	-5	-41	2	-10
유형자산의 감소	36	47	9	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,548	-757	-897	-833	-947
기타	972	-17	-1	23	16
재무활동으로인한현금흐름	-620	-209	-292	-152	-152
차입금의 증가(감소)	-233	-150	-142	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-76	-83	-131	-106	-106
기타	-310	23	-19	-46	-46
기타현금흐름	-32	-16	21	0	0
현금의증가(감소)	-147	630	848	1,658	1,139
기초현금	1,002	855	1,485	2,333	3,991
기말현금	855	1,485	2,333	3,991	5,130

\* K-IFRS 연결기준

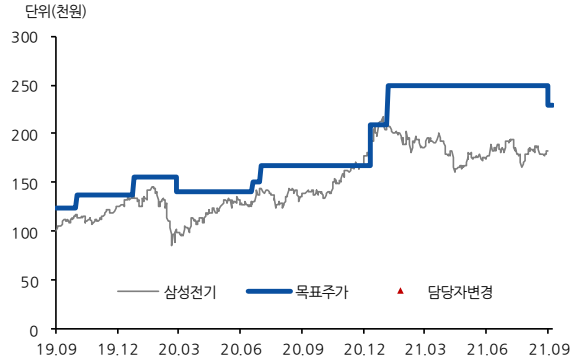
재무상태표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	3,508	4,150	5,310	6,432	7,764
현금성자산	804	1,480	2,333	3,991	5,130
단기투자자산	56	54	70	69	75
매출채권	976	944	1,092	970	1,047
채고자산	1,271	1,338	1,378	970	1,047
기타유동자산	400	335	437	431	466
비유동자산	5,167	5,075	5,286	5,206	5,251
유형자산	4,515	4,424	4,552	4,502	4,561
무형자산	141	138	125	96	73
투자자산	259	295	389	388	397
기타비유동자산	252	218	220	220	220
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	8,674	9,225	10,596	11,637	13,016
유동부채	1,850	1,915	2,279	2,258	2,381
단기차입금	569	406	385	385	385
매입채무	263	435	459	453	489
유동성장기부채	191	219	319	319	319
기타유동부채	827	855	1,115	1,100	1,188
비유동부채	1,394	1,400	1,329	1,326	1,344
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1,220	1,233	1,112	1,112	1,112
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	174	167	218	215	232
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,244	3,315	3,609	3,585	3,725
지배주주지분	5,285	5,772	6,800	7,813	8,992
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
자본조정 등	-147	-147	-147	-147	-147
기타포괄이익누계액	426	413	534	534	534
이익잉여금	3,573	4,073	4,979	5,992	7,171
비지배주주지분	145	138	188	240	299
자본총계	5,430	5,910	6,988	8,053	9,291

주요투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS(당기순이익 기준)	7,026	8,296	14,102	15,616	17,940
EPS(지배순이익 기준)	6,841	8,030	13,493	14,924	17,145
BPS(자본총계 기준)	69,975	76,164	90,049	103,769	119,725
BPS(지배지분 기준)	68,106	74,385	87,628	100,681	115,872
DPS	1,100	1,400	1,400	1,400	1,400
P/E(당기순이익 기준)	17.8	21.5	12.9	11.7	10.1
P/E(지배순이익 기준)	18.3	22.2	13.5	12.2	10.6
P/B(자본총계 기준)	1.8	2.3	2.0	1.8	1.5
P/B(지배지분 기준)	1.8	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA(Reported)	6.7	8.4	5.8	4.8	4.0
배당수익률	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-23.1	18.1	70.0	10.7	14.9
EPS(지배순이익 기준)	-21.8	17.4	68.0	10.6	14.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.2	11.0	16.4	15.6	15.5
ROE(지배순이익 기준)	10.2	10.9	16.1	15.3	15.3
ROA	6.1	7.0	10.7	10.5	10.9
안정성 (%)					
부채비율	59.7	56.1	51.6	44.5	40.1
순차입금비율	20.6	5.5	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	9.5	17.3	33.6	34.3	39.2

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2019.07.25	BUY	124,000	-20.79	-5.65
2019.10.29	BUY	137,000	-13.00	-0.36
2020.01.22	BUY	155,000	-18.32	-5.81
2020.03.26	BUY	140,000	-14.66	-2.86
2020.07.17	BUY	151,000	-8.14	-4.30
2020.07.29	BUY	167,000	-12.34	8.98
2021.01.08	BUY	210,000	-1.68	3.33
2021.02.03	BUY	250,000	-25.93	-17.00
2021.08.03	AFTER 6M	250,000	-27.36	-22.40
2021.09.29	BUY	230,000		

▶ 최근 2년간 삼성전기 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박찬호의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
  - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2020.07.01~2021.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	150건	90.4%
보유	16건	9.6%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.