



유안타 Tech

2022년 연간전망

이재윤 반도체
02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

김광진 디스플레이/이차전지
02 3770 5594
kwangjin.kim@yuantakorea.com

백길현 USCPA 전기전자
02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

Contents

1. 반도체	08
2. 이차전지	33
3. 전기전자	46
4. 기업분석	67

Summary

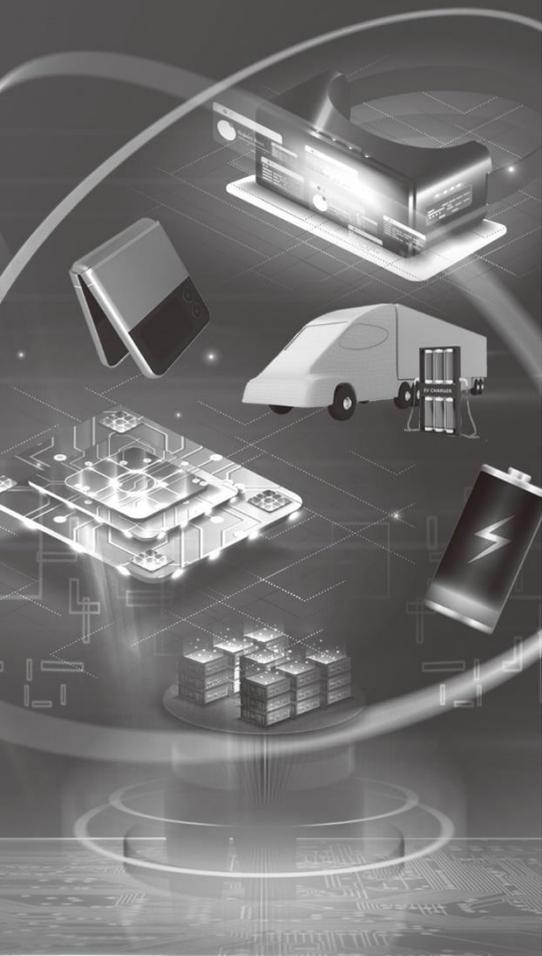
2022년 반도체 산업전망

- **2022년 하반기 메모리반도체 가격 반등할 전망**
 - 통상적 IT 성수기인 2분기부터 유통 재고 소진 Cycle 예상
 - 성수기 수요 부재 시 삼성전자의 DRAM → Foundry 전환 투자 재개에 따른 공급 공백 기대
 - SK하이닉스의 M10 전환 투자도 DRAM 수급에 긍정적 요인
- **2022년 연말 기준 삼성전자의 EUV DRAM 비중 10%까지 확대되면서 업체간 기술 격차 확대**
 - 삼성전자는 고가의 EUV 생산 설비를 파운드리 사업과 공유하면서 고정비 최소화
 - 공급 수량이 한정돼 있는 EUV 장비 구매력도 메모리 업체 중에서는 삼성전자가 절대적 우위
- **2022년 하반기 12인치 파운드리 공급 부족은 해소될 전망**
 - 삼성파운드리와 TSMC의 대규모 Capex 집행에 따른 물량 증가 효과 본격화
 - UMC의 21년 Capex도 전년대비 두배 이상 증가
 - 고전하던 Globalfoundries도 2021년부터 Cash Flow가 개선되면서 Capex 확대
- **TSMC와 삼성전자 비메모리반도체 실적 전망**
 - 22년에도 파운드리 판가 인상 지속, 파운드리 업계 사상 최대 실적 전망
 - 8인치 파운드리 공급부족 장기화
- **2022년 삼성전자 반도체 Capex 44조원에 달할 전망**
 - 메모리반도체 Capex 28조원, 비메모리 반도체 Capex 16조원 전망
 - 3D NAND의 Layer 증가와 1Z/1Anm DRAM 공정 적용이 Capex Intensity를 견인
- **투자 아이디어**
 - 2022년 대형주 Top-Pick으로 삼성전자(005930), SK하이닉스(000660)제시. 특히 삼성전자의 모멘텀 요인은 세가지로 요약됨. 1) Foundry 사업 경쟁력 강화, 2) EUV DRAM 도입, 3) 폴더블스마트폰 시장 리더십
 - 2022년 중소형주 Top-Pick으로 원익QnC(074600), DB하이텍(000990) 제시. 2022년 삼성전자 Capex 모멘텀이 지속되면서 반도체 소부장 업종의 주가 모멘텀 기대. 8인치파운드리 공급 부족은 장기화에도 주목.

Summary

2022년 이차전지 산업전망

- 이차전지 업종 주가는 '24년 성장 가치를 반영 중
 - 이차전지 업종 주가는 '23년 예상 실적 기준 P/E 31.X 수준에서 형성. '24년 성장 가치를 주가에 반영하기 시작
 - 고 Multiple 근거는 전기차 시장의 헤게모니를 셀/소재 업체들이 갖고 있기 때문. 유리한 가격계약구조가 근거
 - 완성차 업체들이 배터리를 본격적으로 직접 생산 하는 시점까지 고 Multiple은 방어될 것으로 판단
- '22년 업종을 둘러싼 노이즈. 1) 차량용 반도체 칩 부족, 2) LFP 배터리
 - 첫번째 노이즈 : 글로벌 차량용 반도체 칩 부족에 따른 전기차 성장 각도 축소 가능성
 - 두번째 노이즈 : LFP 배터리 재조명으로 인한 한국 중심의 삼원계(NCM/NCA) 생태계 위축 가능성
- 차량용 반도체 칩 부족 점진적 개선 추세. 완성차 OEM들은 전기차 선배정 생산
 - 올해 반도체 칩 공급난으로 인한 완성차 업체들의 생산차질 규모는 약 1,015만대 수준으로 추산
 - 내년까지 타이트한 칩 수급 상황 지속되겠으나, 4Q21부터 공급난 점진적 개선 추세
 - 전기차 시장 선점을 위해 완성차 OEM들은 전기차 모델에 반도체 칩 선 배정 생산 추세
- LFP 배터리 장점 있지만 단점도 명확. 삼원계를 넘어설 수 없는 이유
 - 올해 LFP 사용 증가는 대부분 중국 내에서의 증가. 글로벌 시장은 여전히 삼원계 선호
 - LFP의 낮은 에너지 밀도, 낮은 전압으로 인해 중상위 세그먼트의 전기차에 사용되기에는 분명한 한계 존재
 - CTP(Cell to Pack) 기술을 이용, 배터리 탑재 공간을 늘릴 수 있으나 이는 차량 무게 증가 요인. 양날의 검
 - 낮은 전압은 차량 출력 개선에 걸림돌. 상위 세그먼트에서의 높은 출력을 감당하기 위해서는 고전압 시스템 필요
 - 또한 LFP와 NCM811간 1KWh 당 가격 갭은 20% 수준에 불과. 코발트 ↓, 망간 ↑ 으로 가격 갭 축소 가능
- 투자 아이디어
 - 국내 이차전지 업종에 대한 지속적인 비중확대 전략 추천. 특히 세부 업종 중 Peer 업체들 간 시가총액 키 맞추기가 적절하게 반영되지 않은 세부 업종 주목
 - 당사는 세부 업종 중 전해액 업종에 주목. 엔캠(348370)을 업종 Top-pick으로 추천



Summary

2022년 전기전자 산업전망

- **2022년 글로벌 스마트폰 시장 13.8억대(YoY 0%) 전망**
 - IT 공급망 차질로 인해 스마트폰 출하량은 2021년 연초 예상보다 부진했으나, 2022년에는 공급망이 정상화되고 Pent up 수요가 예상됨에 따라 스마트폰 출하량은 코로나 이전 수준으로 회복세를 보일 것으로 전망
- **2022년 삼성전자 스마트폰 출하량 2.8억대 (YoY 2%)**
 - 폴더블 스마트폰이 동사 고가 스마트폰 메인 라인업으로 자리매김하며, IM 사업부 이익 개선을 가능하게 할 것
 - 2022년 기준 삼성전자 폴더블 스마트폰 출하량은 1,370만대(YoY 110%) 수준으로 추정. 중화권 및 다수의 업체들이 폴더블 스마트폰 시장 진입을 시도해왔지만, 동사가 그간 선제적으로 밸류체인을 안정화 시키고 시장을 선도하는 기술력을 입증 한바 2023년까지도 폴더블 스마트폰 시장 성장을 향유할 수 있을 것
 - Galaxy 중저가 라인에 OIS 탑재가 본격화되며 시장 지배력을 확대해 나갈 것으로 기대
- **2022년 Apple 스마트폰 출하량 출하량 2.1억대 (YoY 2%)**
 - 동사는 2022년에도 카메라 중심의 성능 강화를 지속 강조할 것으로 전망
 - 특히 iPhone 14(2022년 9월 출시 예정) 모델에 48MP 수준의 Level Up된 고화소 카메라모듈을 탑재할 것
 - 과거 5년동안 동사 스마트폰 카메라의 화소수 상향 조정이 전무했으며, 최근 스마트폰 유저들의 동영상 활용도가 지속적으로 높아지면서 8K 동영상 촬영이 가능한 센서를 탑재할 것으로 파악되고 있다는 점이 스마트폰 카메라모듈의 화소수 상향 조정을 추정케 함
- **2022년 예상 XR Device 출하량 2,000만대(YoY 57%)로 고성장 전망**
 - 메타버스 기술과 콘텐츠가 고도화됨에 따라 매개체(IT Hardware)의 변화가 불가피 할 것. 이에 차세대 XR 디바이스는 스마트폰과 가까운 고성능/휴대성을 갖추게 되며 빠르게 대중화를 이루어 나갈 것
 - 특히 2022년에는 Apple, Meta(구 Facebook), Microsoft 사 등 주요 글로벌 IT 업체들의 신규 XR(AR/VR) 디바이스 출시가 예상됨에 따라 연내 XR 모멘텀이 살아있을 것으로 기대
 - 최근 출시된 XR 디바이스는 무게, 크기, 해상도, 배터리 시간 등 다양한 방면에서 아직도 해결해야할 점이 많고, 디바이스 활용 시 Privacy 이슈 등 다양한 법률적인 이슈가 많은 것으로 파악되고 있음. 그러나 이러한 Challenges가 하나둘씩 해소될 때마다 시장은 큰 폭의 성장을 시현할 수 있을 것으로 예상된다는 점이 긍정적. 이에 중장기적인 관점에서도 XR 디바이스 관련 업체들의 성장세가 이어질 것으로 전망

Summary

2022년 전기전자 산업전망

· 기판 업종: FCBGA가 고부가 패키지 기판 시장 성장을 견인해 나갈 것

- Flip Chip BGA 기판의 타이트한 공급 상황은 2022년 내내 이어질 것으로 전망. 고부가 반도체 패키지 기판의 Layer가 기존대비 2배 늘어나고, Size도 2배 가량 늘어나는 가운데 기술 난이도까지 높아져, 전반적으로 글로벌 주요 업체들의 Capa 잠식이 불가피 할 것으로 추정되기 때문. 한편 FCBGA 생산 라인 관련 장비/소재 Shortage가 내년까지 지속되면서 단기적으로 여타 FCBGA 공급업체들의 증설이 제한적일 수밖에 없을 것

· 카메라 업종: Automotive 및 XR 디바이스에 대한 노출도가 높은 업체가 차별적인 성장세를 보일 것

- 내년에는 카메라 모듈 시장 수요의 80%이상을 차지했던 스마트폰 시장 회복세가 전망됨. 이에 더해 본격적인 수요 증가세가 예상되는 차량용 카메라모듈과, 신규 Application XR 디바이스용 카메라모듈 모멘텀이 기대됨.

- 차량용 카메라모듈은 연평균 40~50% 수준의 성장세를 보일 것으로 전망. 1)신차 한대당 탑재되는 카메라 개수가 평균 8~10개 수준으로 가파르게 높아지고 있고, 2)전장화/친환경 차량 출시 본격화로 자동차의 교체수요 예상, 3)스마트폰 카메라모듈 대비 차량용 카메라모듈은 높은 판매 단가를 유지하고 있으며 당분간은 차량용 카메라 ASP는 우상향 트렌드를 보일 것으로 추정하기 때문

- XR 디바이스용 카메라모듈은 연평균 100%를 육박하는 고성장을 시현할 것으로 전망. 1)VR/AR 디바이스에 탑재되는 카메라는 최소 5~10개로 스마트폰 대비 대당 탑재량이 현저하게 높으며, 2)메타버스 시장 확산의 중심에 있는 XR 디바이스 시장 자체의 성장성 또한 50% 이상으로 매우 높기 때문

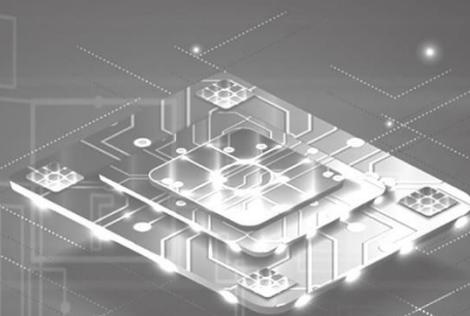
· 전기전자 업종 투자 아이디어

- 2022년 LG이노텍의 주가 모멘텀이 재차 부각될 전망. 향후 2022~2025년까지 중장기적 성장 방향성(XR, 전장화/자율주행, FCBGA)이 뚜렷함에도 불구하고 2022년 기준 PER Multiple은 7배 수준이기에 상승 여력이 크다는 판단. 금번 자료를 통해 목표주가를 기존 32만원에서 38만원으로 상향 조정

- FCBGA 기판의 타이트한 공급 상황이 2022년 내내 이어질 것으로 전망됨에 따라 기판업종 내에서는 대덕전자(353200 KS)와 코리아씨키트(007810 KQ) 주목. 두 업체 모두 2022년 FCBGA 중심의 고부가 패키지 기판 매출이 빠른 속도로 늘어나고, 체질 개선이 동시에 이루어짐에 따른 이익 Leverage 효과가 기대됨

- 카메라 업종에서는 'Automotive'와 'XR' 노출도가 높은 중소형주 엠씨넥스(097520 KS)를 주목. 동사는 국내 차량용 카메라모듈 선두업체로 2022~2023년 기준 차량용 카메라모듈 비중이 유의미한 수준으로 높아질 것으로 기대

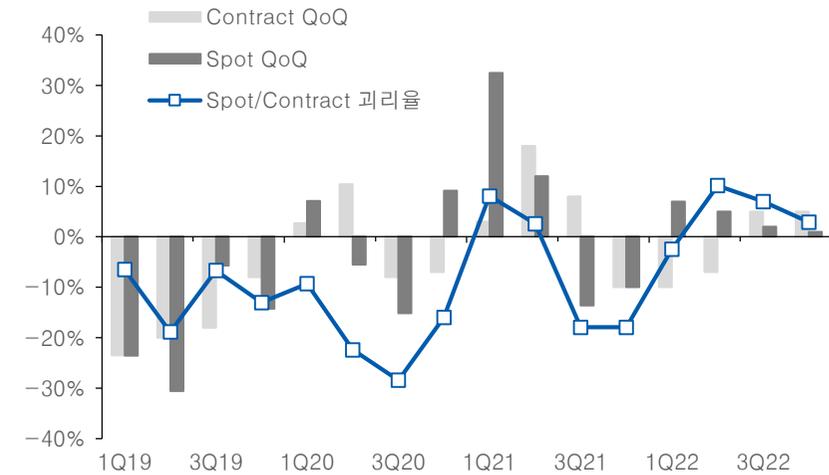
1. 반도체



2022년 하반기 DRAM 가격 반등 예상

- 21년 4분기 DRAM 가격은 전 분기 대비 10% 이상 하락할 전망
- 22년 1분기부터 하락 폭이 완화되면서 3분기에는 반등 예상
 - 제한적인 공급 여건과 수요의 계절성이 맞물려 22년 2분기부터는 유통 재고 소진 Cycle로 진입할 것으로 예상되기 때문
 - 제조사들의 보유 재고가 극단적으로 낮은 상태라는 점에도 주목
- 삼성전자와 SK하이닉스의 전환 투자가 수급에 긍정적 요인
 - 삼성전자의 13라인(글로벌 DRAM Capa의 5%수준) 전환 투자 재개될 가능성
 - SK하이닉스의 M10(글로벌 DRAM Capa의 1% 수준) 전환 투자 지속
- DDR5 전환에 따른 Die Size 증가도 공급 제한 요인
 - DDR5 침투율은 22년 연말 기준 30% 후반으로 예상, Die Size는 DDR4 대비 10~15% 확대

DRAM 가격 증감율 및 Spot/Contract 괴리율



자료: 유안타증권 리서치센터

DRAM 가격 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
8Gb DRAM Contract	3.44	3.8	3.49	3.25	3.34	3.95	4.26	3.84	3.45	3.21	3.37	3.54
Contract QoQ	3%	10%	-8%	-7%	3%	18%	8%	-10%	-10%	-7%	5%	5%
8Gb DRAM Spot	3.12	2.95	2.5	2.73	3.61	4.05	3.5	3.15	3.37	3.54	3.61	3.64
Spot QoQ	7%	-6%	-15%	9%	33%	12%	-14%	-10%	7%	5%	2%	1%
Spot/Contract 괴리율	-9.30%	-22.40%	-28.40%	-16.00%	8.10%	2.60%	-17.90%	-17.90%	-2.40%	10.10%	7.00%	2.90%

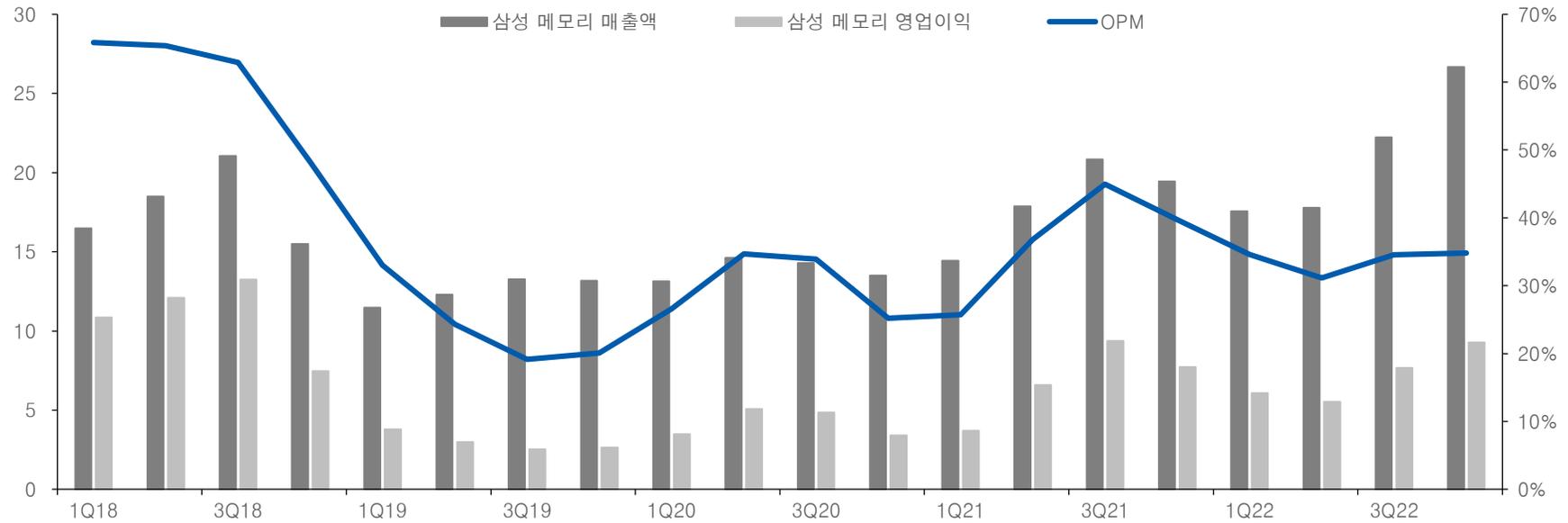
자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전자 메모리 사업부 실적 전망

- 21년 4분기~ 22년 2분기 메모리반도체 가격 하락에도 불구하고 삼성전자 메모리 사업부 영업이익은 29조원 달성할 전망
 - DRAM 판가는 4Q21 -10%, 1Q22 -10%, 2Q22 -7%, 3Q22 +5, 4Q22 +5%로 가정
 - 22년 내내 DRAM 판가 하락을 가정해도 22년 연간 삼성 메모리 사업부 영업이익은 22조원을 기록할 것으로 추산

삼성전자 메모리 사업부 실적 전망

(단위: 조원)



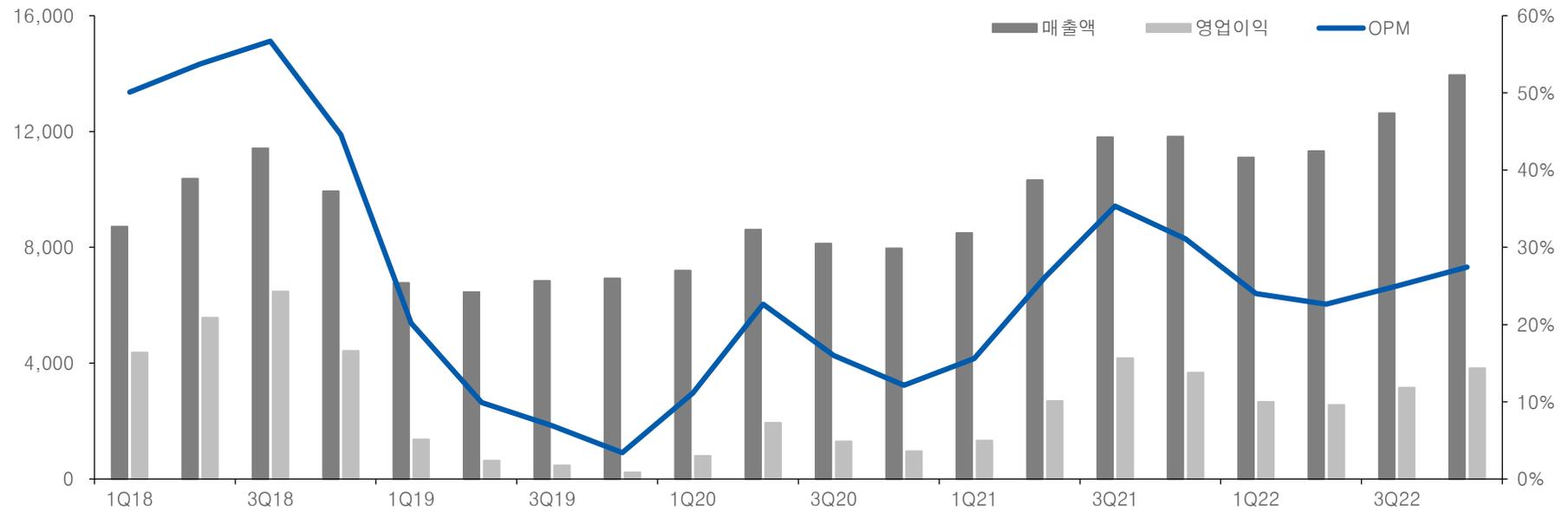
자료: 유안타증권 리서치센터

SK하이닉스 실적 전망

- 21년 4분기~ 22년 2분기 메모리반도체 가격 하락에도 불구하고 SK하이닉스 영업이익은 12조원 달성할 전망
 - DRAM 판가는 4Q21 -8%, 1Q22 -10%, 2Q22 -7%, 3Q22 +5, 4Q22 +5%로 가정
 - 22년 내내 DRAM 판가 하락을 가정해도 22년 연간 영업이익은 8조원을 기록할 것으로 추산

SK하이닉스 실적 전망

(단위: 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전자의 전환 투자 재개 가능성 점검

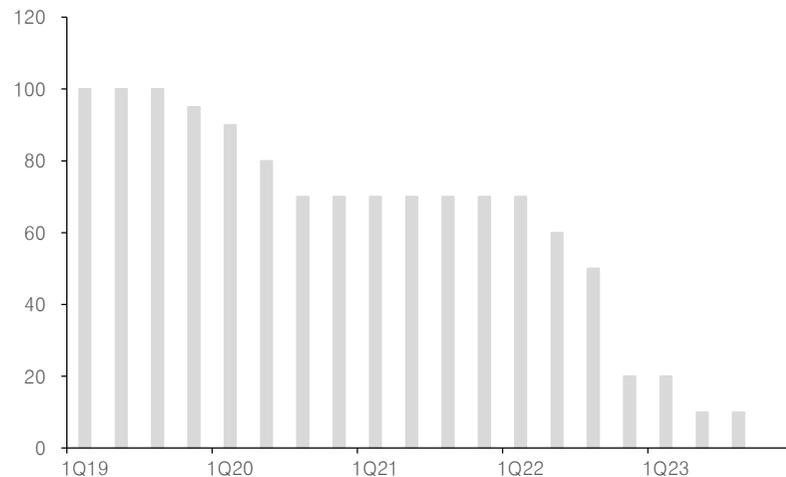
• 삼성전자의 13라인 전환 투자

- 삼성전자의 13라인은 DRAM 생산라인으로 19년 4분기부터 CIS로 전환 투자 개시
- 21년 2분기 DRAM 가격 급등으로 전환 투자 잠정 중단
- 13라인 잔여 Capa는 70K로 파악, DRAM 가격 하락 시 전환 투자가 재개될 전망

• 삼성전자 13라인이 전환 되어야 하는 이유

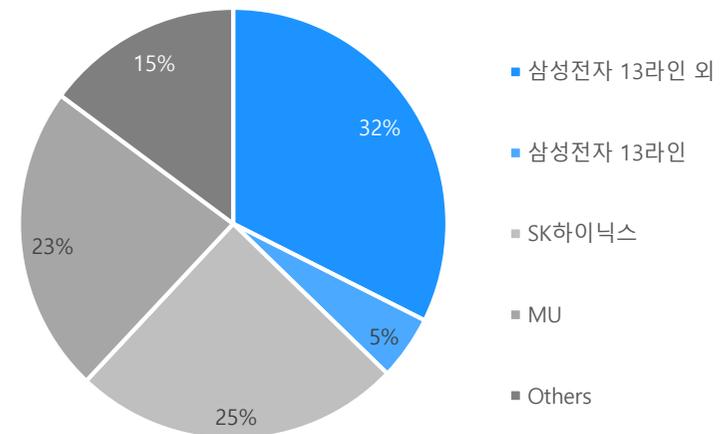
- 구형 라인으로 효율성 저하, Tech Migration 투자에 상대적으로 많은 투자 요구
- 12인치 파운드리 공급 부족 심화 국면, Legacy 파운드리 생산 라인으로 전환하면 파운드리 사업의 추가 고객 확보에 용이

삼성전자 13라인 DRAM Capa 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 Capa 내 삼성전자 13라인 DRAM 비중

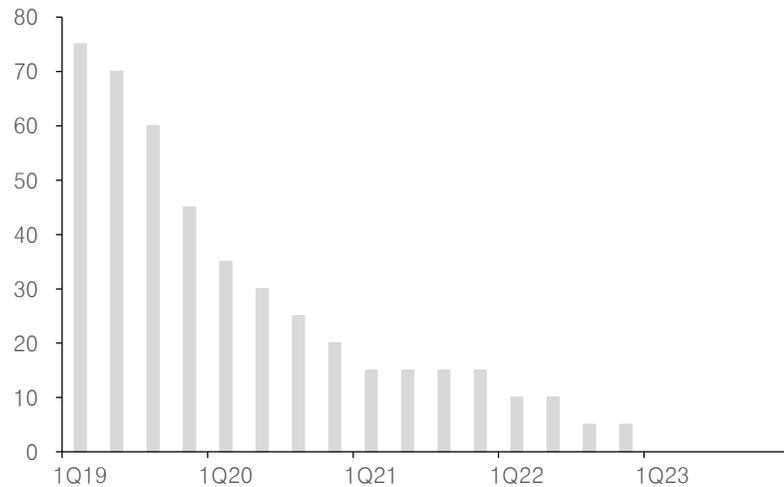


자료: 유안타증권 리서치센터

SK하이닉스의 전환 투자는 지속

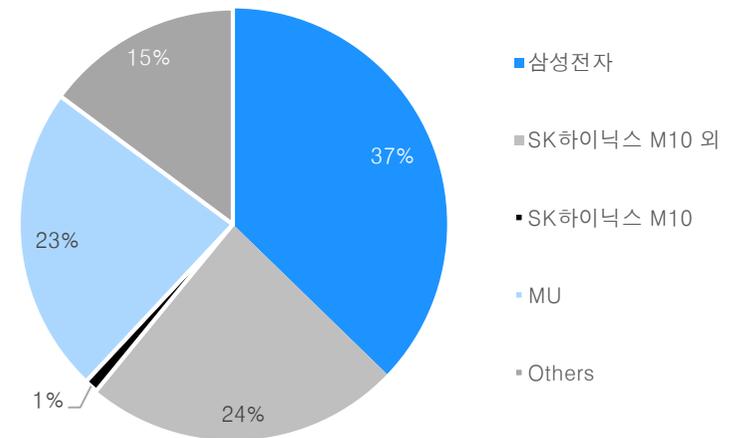
- SK하이닉스의 M10 전환 투자는 지속
 - SK하이닉스는 M10 DRAM Capa를 CIS로 전환 중
 - 16년까지만 해도 M10 DRAM Capa는 100K 수준이었는데 올해 기준 15K로 축소된 것으로 파악
 - 잔여 Capa 15K의 전환 투자도 지속될 것
- 삼성전자와 마찬가지로 SK하이닉스도 미래 성장 동력을 파운드리 사업이라 판단
 - 12인치 파운드리 시장 진입을 통해 메모리반도체 이외 장기 성장 돌파구 마련할 계획

SK하이닉스 M10 DRAM Capa 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 Capa 내 SK하이닉스 M10 DRAM 비중



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 및 삼성전자 DRAM Capa 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Global DRAM Capa	1,311	1,308	1,313	1,310	1,306	1,326	1,335	1,368	1,372	1,389	1,406	1,451	1,451	1,460	1,486	1,496
DRAM QoQ(%)	0%	0%	0%	0%	0%	2%	1%	2%	0%	1%	1%	3%	0%	1%	2%	1%
DRAM YoY(%)	10%	8%	1%	0%	0%	1%	2%	4%	5%	5%	5%	6%	6%	5%	6%	3%
DRAM 국내 Capa	810	825	830	830	815	810	810	840	835	848	860	900	915	920	935	925
(%)	62%	63%	63%	63%	62%	61%	61%	61%	61%	61%	61%	62%	63%	63%	63%	62%
DRAM 3사 Capa	1,160	1,165	1,168	1,165	1,150	1,145	1,145	1,175	1,170	1,183	1,195	1,235	1,250	1,255	1,270	1,260
(%)	88%	89%	89%	89%	88%	86%	86%	86%	85%	85%	85%	85%	86%	86%	85%	84%
삼성전자	470	470	470	470	465	460	460	490	490	500	510	540	550	550	565	550
(%)	36%	36%	36%	36%	36%	35%	34%	36%	36%	36%	36%	37%	38%	38%	38%	37%
QoQ(%)	0%	0%	0%	0%	-1%	-1%	0%	7%	0%	2%	2%	6%	2%	0%	3%	-3%
YoY(%)	18%	18%	-1%	0%	-1%	-2%	-2%	4%	5%	9%	11%	10%	12%	10%	11%	2%
11라인 A/B	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
13라인	100	100	100	95	90	80	70	70	70	70	70	70	70	60	50	20
15라인	185	185	185	185	190	190	195	195	195	195	195	195	195	195	195	195
16라인	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
17라인	125	125	125	120	115	115	100	100	90	90	90	90	90	90	90	90
18라인	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
평택	60	60	60	70	70	75	95	125	135	145	155	185	195	205	230	245
평택 P1 (2층)	60	60	60	70	70	75	85	95	95	95	95	95	100	100	105	105
평택 P2 (1층, EUV)	-	-	-	-	-	-	10	30	40	50	60	90	95	105	115	125
평택 P3 (1층)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10	15

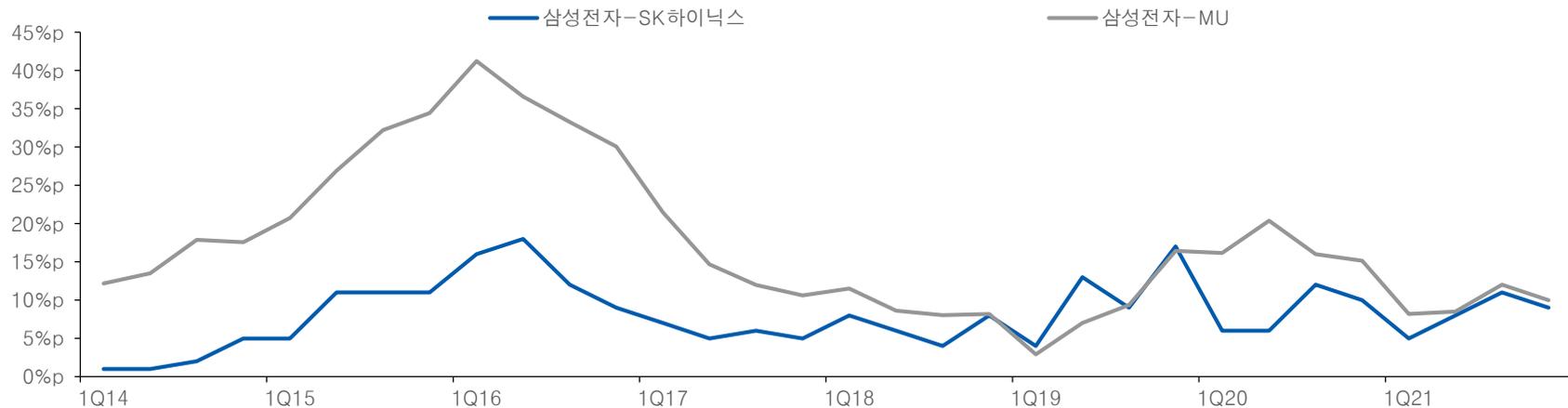
SK하이닉스, Micron Technology DRAM Capa 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
SK하이닉스	340	355	360	360	350	350	350	350	345	348	350	360	365	370	370	375
(%)	26%	27%	27%	27%	27%	26%	26%	26%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
QoQ(%)	1%	4%	1%	0%	-3%	0%	0%	0%	-1%	1%	1%	3%	1%	1%	0%	1%
YoY(%)	11%	11%	9%	7%	3%	-1%	-3%	-3%	-1%	-1%	0%	3%	6%	6%	6%	4%
M10	75	70	60	45	35	30	25	20	15	15	15	15	10	10	5	5
M12	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
M14 (1층)	130	140	150	165	165	170	170	170	170	170	165	155	155	150	145	140
M16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	10	20	30	40	50	60
Wuxi (C2)	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130
Wuxi 확장 (C2F)	5	15	20	20	20	20	25	30	30	30	30	40	40	40	40	40
Micron Technology	350	340	338	335	335	335	335	335	335	335	335	335	335	335	335	335
(%)	27%	26%	26%	26%	26%	25%	25%	24%	24%	24%	24%	23%	23%	23%	23%	22%
QoQ(%)	0%	-3%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
YoY(%)	3%	-2%	-3%	-4%	-4%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Fab6_Virginia	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
Fab11_Inotera	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125
ElpidaFab15_Hiroshima	110	100	98	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95
Fab16-Taichung	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90

2022년 삼성전자의 EUV DRAM 공급 확대, 업체간 기술 격차 변화 조짐

- 22년 삼성전자의 EUV DRAM (1a nm DRAM) 비중 확대에 주목
 - 21년 하반기 EUV를 적용해 1a nm DRAM 양산 개시
 - 22년 연말 기준 삼성 DRAM 내 1a nm DRAM 비중은 10%까지 확대될 전망
- EUV 도입은 업체간 기술 격차 변화 조짐으로 해석
 - 삼성전자의 압도적인 EUV 장비 구매력과 파운드리 사업부에서의 EUV 장비 운영 경험이 차별화 요인
- DRAM 업체간 기술격차 축소 Cycle에서 확대 Cycle로 전환될 전망
 - 삼성전자와 SK하이닉스의 DRAM 영업이익률 차이는 16년 10% 후반까지 벌어진 이후 축소 국면에 진입
 - 삼성전자와 Micron Technology의 DRAM 영업이익률 차이는 16년 40%까지 벌어졌으나 이제는 10% 수준으로 축소
 - DRAM 시장의 EUV 도입은 삼성전자에 영업이익률 격차 확대 기회 요인

삼성전자와 SK하이닉스, 삼성전자와 MU 간 DRAM 영업이익률 격차

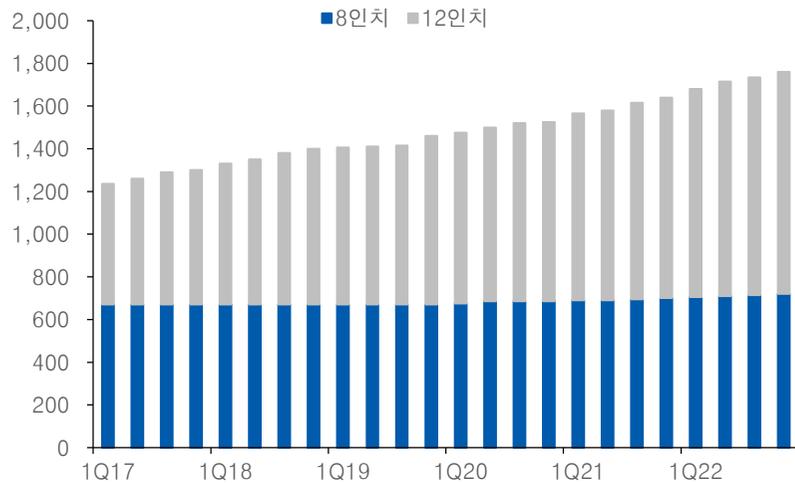


자료: 유안타증권 리서치센터

2022년 하반기 비메모리반도체 공급 부족 해소 전망

- 글로벌 파운드리 업체들의 공격적인 투자에 따른 물량 증가 효과 기대
 - 21년부터 글로벌 파운드리 업체들의 공격적인 투자가 본격화 됐고, 이에 따른 물량 증가 효과는 22년 상반기부터 나타날 것.
 - TSMC와 삼성파운드리의 대규모 Capex는 22년에도 지속될 전망.
 - UMC, Globalfoundries 등 대부분 파운드리 업체들이 21년부터 Capex 계획 상향 조정

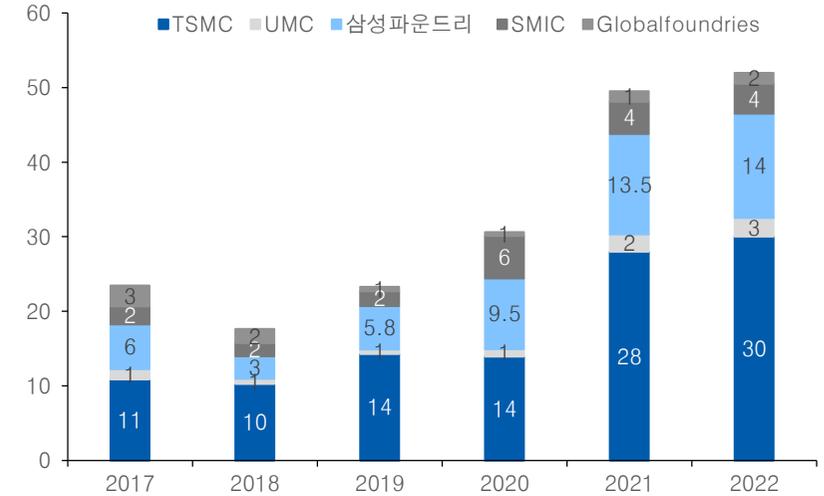
TSMC Capa 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

주요 글로벌 파운드리 Capex 추이 및 전망

(단위: Bil USD)



자료: 유안타증권 리서치센터

2022년 하반기 비메모리반도체 공급 부족 해소 전망

- TSMC는 21년부터 향후 3년간 매년 280억불~350억불에 달하는 Capex를 집행할 것
 - 대만 Fab 18은 19년 Ramp-up이 본격화 됐고, 21년부터 투자 가속화. 21년 TSMC의 12인치 Capa는 전년 대비 11% 증가할 전망.
 - 22년~23년까지 Fab 18 증설 지속될 것. 21년 말 기준 Fab 18 양산 Capa는 180K로 추산되고 Fab 규모는 총 300K까지 가능한 것으로 파악.
 - 24년부터는 미국과 일본의 신규 공장에서의 Ramp-up 계획
- 삼성파운드리 Capex 규모는 21년 135억불로 기존 예상 상회
 - 당초 예상은 110억불 수준이었으나 향후 장비 투자를 위한 인프라 투자(부지매입 등)가 조기 집행되면서 기존 예상을 상회
 - 22년~30년까지 파운드리 사업에 대규모 투자를 이어갈 전망
- 파운드리 산업에서 고전하던 Globalfoundries(GFS)의 IPO 성공
 - GFS는 IPO를 통해 26억불 조달에 성공
 - 21년 Capex는 14억불로 전년 대비 3배 가까이 증가
- UMC의 21년 Capex는 23억불로 전년 대비 2배 이상 확대
 - Capex 예산의 80~90%를 12인치 증설에 활용할 계획
- 대만 8인치 파운드리 업체인 Vanguard(VIS)는 21년 4월 AUO의 LCD Fab 인수를 통한 증설 결정
 - LCD Fab 개조~8인치 파운드리 증설까지 소요되는 기간을 감안하면 22년 하반기 부터 증설 가능할 것
- 국내 8인치 파운드리 업체인 DB하이텍의 이례적인 Capa 증가
 - 과거에는 Capa 증가가 연간 5~7K 수준에 그쳤지만 올해는 연간 20K 수준으로 확대될 것
 - Bottleneck 공정 보완투자에 따른 Capa 증가는 22년 하반기 상당부분 일단락
 - 상우 공장 신규 라인 증설 여부에 따라 23년 이후 Capa 방향성 잡힐 것

2022년 삼성전자 비메모리 사업 매출 27조원(YoY 29%)으로 성장할 전망

- 22년 삼성전자 비메모리 사업의 매출액과 영업이익은 각각 27조원(YoY 29%), 4.8조원(YoY 157%, OPM 18%)에 달할 전망
 - 감가상각 부담이 7.2조원으로 전년 대비 1.5조원 늘어날 것으로 추산되지만 평가 상승으로 역대급 수익성 달성할 것.
 - 12인치 파운드리 평가 상승은 22년까지 지속, 23년부터 평가 모멘텀은 둔화될 것으로 예상.

삼성전자 비메모리반도체 실적 전망

(단위: 조원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
Total Revenue	3.4	3.5	3.8	3.2	3	3.8	4.3	3.6	4.5	3.6	4.5	4.7	4.6	4.9	5.6	5.9	6.7	6.8	6.9	6.6	17	21	27
YoY					-13%	9%	13%	11%	49%	-5%	6%	29%	2%	34%	24%	26%	46%	41%	24%	12%		21%	29%
QoQ					-7%	26%	12%	-15%	24%	-20%	25%	3%	-2%	6%	15%	6%	14%	2%	1%	-4%			
12" Revenue	2.9	2.9	3.1	2.7	2.4	3.1	3.6	3.1	3.9	3.1	3.9	4.1	3.9	4.1	4.7	5.1	5.8	5.9	6.1	6	15	18	24
YoY					-15%	8%	17%	15%	58%	0%	10%	33%	1%	29%	20%	25%	50%	45%	28%	16%		18%	33%
QoQ					-9%	29%	14%	-13%	24%	-18%	25%	5%	-6%	5%	17%	9%	13%	1%	3%	-2%			
12" Wafer Capa	205	210	215	225	225	235	245	260	265	285	295	320	335	345	365	390	400	410	425	450	320	390	450
YoY					10%	12%	14%	16%	18%	21%	20%	23%	26%	21%	24%	22%	19%	19%	16%	15%		22%	15%
QoQ					0%	4%	4%	6%	2%	8%	4%	8%	5%	3%	6%	7%	3%	2%	4%	6%			
12" ASP	4,400	4,400	4,400	4,400	4,500	4,500	4,500	4,500	4,600	4,600	4,600	4,600	4,800	4,800	4,800	4,800	4,944	5,092	5,245	5,245	4,600	4,800	5,245
YoY					2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	4%	4%	4%	4%	3%	6%	9%	9%		4%	9%
QoQ					2%	0%	0%	0%	2%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%	3%	3%	3%	0%			
8" Revenue	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.7	2	3	3
YoY					-1%	7%	3%	-9%	11%	-28%	-12%	10%	9%	77%	43%	54%	29%	13%	8%	-12%		43%	9%
QoQ					3%	12%	6%	-26%	26%	-27%	29%	-7%	25%	18%	5%	0%	5%	3%	0%	-19%			
8" Wafer Capa	140	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	156	160	160	160	160	160	160	160	150	160	160
YoY					7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	7%	7%	7%	3%	0%	0%	0%		7%	0%
QoQ					0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%			
8" ASP	1,247	1,247	1,309	1,178	1,296	1,361	1,361	1,225	1,164	1,105	1,161	1,137	1,342	1,544	1,544	1,544	1,621	1,669	1,669	1,669	1,137	1,544	1,669
YoY					4%	9%	4%	4%	-10%	-19%	-15%	-7%	15%	40%	33%	36%	21%	8%	8%	8%		36%	8%
QoQ					10%	5%	0%	-10%	-5%	-5%	5%	-2%	18%	15%	0%	0%	5%	3%	0%	0%			
Depreciation																					4.8	5.8	7.2
YoY																						21%	26%
QoQ																							
Total OP	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.3	0.7	0.6	-0.1	0.3	0.7	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	2	2	5
YoY					-28%	9%	18%	24%	37%	-22%	28%	62%	-128%	5%	11%	61%	-929%	242%	71%	34%		-9%	157%
QoQ					23%	16%	23%	-29%	37%	-34%	102%	-11%	-124%	-347%	114%	30%	21%	2%	7%	1%			
OPM	15%	11%	12%	9%	12%	11%	12%	10%	11%	9%	15%	13%	-3%	7%	13%	16%	17%	17%	18%	19%	12%	9%	18%

자료: 유안타증권 리서치센터
 주) Capa는 분기말/연말 K wafers/월
 주) ASP는 Blended ASP, 연간 ASP는 각 해 4분기 기준

2022년 TSMC 매출 682억불(YoY 20%)에 달할 전망

- 22년 TSMC의 매출액과 영업이익은 각각 680억불(YoY 20%), 280억불(YoY 23%, OPM 42%)으로 추정
 - 파운드리 공급 부족에 따른 글로벌 판가 인상을 주도하면서 실적 성장
 - 21년에는 감가상각 비용이 160억불로 급증(20년 110억불)하면서 영업이익률은 40%로 전년 대비 2%p 하락할 것으로 추정되지만, 22년에는 42%대로 회복할 전망

TSMC 실적 전망

(단위: mn USD)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
Total Revenue	8,480	7,836	8,487	8,890	7,108	7,762	9,406	11,497	10,316	10,431	12,146	12,618	12,923	13,291	14,882	15,720	15,814	16,784	17,679	17,923	45,510	56,816	68,199
YoY					-16%	-1%	11%	29%	45%	34%	29%	10%	25%	27%	23%	25%	22%	26%	19%	14%		25%	20%
QoQ					-20%	9%	21%	22%	-10%	1%	16%	4%	2%	3%	12%	6%	1%	6%	5%	1%			
12" Revenue	6,519	5,649	6,204	6,608	5,188	5,752	6,990	8,743	7,858	7,983	9,317	9,756	10,023	10,201	11,562	12,248	12,220	13,208	13,930	14,189	34,914	44,035	53,547
YoY					-20%	2%	13%	32%	51%	39%	33%	12%	28%	28%	24%	26%	22%	29%	20%	16%		26%	22%
QoQ					-21%	11%	22%	25%	-10%	2%	17%	5%	3%	2%	13%	6%	0%	8%	5%	2%			
12" Wafer Capa	880	680	710	730	735	770	775	820	830	845	865	870	905	920	950	970	1,005	1,035	1,050	1,070	870	970	1,070
YoY					-16%	13%	9%	12%	13%	10%	12%	6%	9%	9%	10%	11%	11%	13%	11%	10%		11%	10%
QoQ					1%	5%	1%	6%	1%	2%	2%	1%	4%	2%	3%	2%	4%	3%	1%	2%			
12" ASP	3,661	3,684	3,711	3,845	3,524	3,560	3,575	3,709	3,602	3,645	3,686	3,738	3,806	3,850	4,098	4,252	4,405	4,478	4,512	4,557	3,738	4,252	4,557
YoY					-4%	-3%	-4%	-4%	2%	2%	3%	1%	6%	6%	11%	14%	16%	16%	10%	7%		14%	7%
QoQ					-8%	1%	0%	4%	-3%	1%	1%	1%	2%	1%	6%	4%	4%	2%	1%	1%			
8" Revenue	1,961	2,187	2,283	2,282	1,920	2,010	2,416	2,754	2,458	2,448	2,829	2,862	2,899	3,090	3,320	3,472	3,594	3,575	3,749	3,734	10,597	12,781	14,652
YoY					-2%	-8%	6%	21%	28%	22%	17%	4%	18%	26%	17%	21%	24%	16%	13%	8%		21%	15%
QoQ					-16%	5%	20%	14%	-11%	0%	16%	1%	1%	7%	7%	5%	4%	-1%	5%	0%			
8" Wafer Capa	670	670	670	670	671	670	670	670	676	685	685	685	691	690	695	700	706	710	715	720	685	700	720
YoY					0%	0%	0%	0%	1%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	3%		2%	3%
QoQ					0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%			
8" ASP	1,447	1,447	1,447	1,447	1,430	1,430	1,430	1,430	1,395	1,393	1,425	1,393	1,473	1,523	1,608	1,670	1,768	1,767	1,765	1,764	1,393	1,670	1,764
YoY					-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-3%	0%	-3%	6%	9%	13%	20%	20%	16%	10%	6%		20%	6%
QoQ					-1%	0%	0%	0%	-2%	0%	2%	-2%	6%	3%	6%	4%	6%	0%	0%	0%			
Depreciation																					9,100	11,000	16,000
YoY																						21%	45%
QoQ																							
Total OP	3,311	2,837	3,105	3,279	2,089	2,457	3,464	4,449	4,267	4,392	5,110	5,509	5,362	5,196	6,131	6,280	6,325	6,881	7,602	7,528	19,278	22,969	28,336
YoY					-37%	-13%	12%	36%	104%	79%	48%	24%	26%	18%	20%	14%	18%	32%	24%	20%		19%	23%
QoQ					-36%	18%	41%	28%	-4%	3%	16%	8%	-3%	-3%	18%	2%	1%	9%	10%	-1%			
OPM	39%	36%	37%	37%	29%	32%	37%	39%	41%	42%	42%	44%	41%	39%	41%	40%	40%	41%	43%	42%	42%	40%	42%

자료: 유안타증권 리서치센터
 주) Capa는 분기말/연말 K wafers/월
 주) ASP는 Blended ASP, 연간 ASP는 각 해 4분기 기준

TSMC와 삼성전자의 EUV 장비 구매력

- 21년 연간 ASML의 EUV 장비 출하량은 48대, 그 중 32대를 TSMC와 삼성전자를 추정
- 22년 ASML의 EUV 장비 출하량은 51대로 증가 폭이 제한적일 전망
 - 삼성전자와 TSMC가 각각 18대, 22대를 확보한 것으로 조사
- TSMC와 삼성파운드리 미국 및 일본 투자가 본격화되는 23년~24년에는 양사의 EUV 구매량이 늘어날 것으로 전망
 - TSMC와 삼성파운드리 외 업체들의 EUV 양산 도입에 걸림돌로 작용할 가능성

ASML 노광장비 출하량 추이

(단위: 백만유로, 대)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
실적	Total Sales	5,651	4,731	5,245	5,857	6,287	6,794	9,053	10,944	11,823	13,976	18,545	19,800
	EUV	120	44	58	313	68	329	1,092	1,886	2,787	4,216	6,720	7,650
	Immersion and Others	4,764	3,757	3,935	3,930	4,169	4,241	5,282	6,373	6,212	6,810	8,525	8,800
	Service and others	767	930	1,252	1,614	2,050	2,224	2,679	2,685	2,824	2,950	3,300	3,350
출하량	Total	222	170	157	136	169	159	198	224	229	258	323	326
	EUV	3	1	1	5	1	5	11	18	26	31	48	51
	삼성 EUV	-	-	-	-	-	-	2	3	5	8	15	18
	TSMC EUV	-	-	-	-	-	-	2	5	13	20	22	22
	Intel EUV	-	-	-	-	-	-	3	4	5	1	5	2
	SK하이닉스	-	-	-	-	-	-	-	0	1	1	1	4
	Others	-	-	-	-	-	-	4	6	2	1	5	5
	ArF	101	72	77	76	67	70	85	86	82	68	115	110
	KrF	87	78	64	39	74	60	70	78	65	103	100	100
	Others	31	19	15	16	27	24	32	42	56	56	60	65
장비 평균단가	EUV	40	44	58	63	68	66	99	105	107	136	140	150
	Immersion and Others	22	22	25	30	25	28	28	31	31	30	31	32

자료: ASML, 유안타증권 리서치센터

8인치 파운드리 공급 부족은 장기화

- 8인치 파운드리 업체들은 제조 공정에 필요한 핵심 설비들이 단종되면서 중고 장비나 경쟁사 Fab 인수에 의존할 수 밖에 없어 8인치 산업 Capa 증가가 극히 제한적
- TSMC, VIS, Towerjazz, DB하이텍 4개사의 8인치 파운드리 합산 Capa는 지난 10년동안 48% (344K/월기준 증가) 늘어난 것으로 파악됨. Capa 증가분 344K의 상당부분은 기존 IDM 업체들이나 Foundry 경쟁사들의 일부 Fab을 인수하는 방식으로 진행됐기 때문에 실질적인 8인치 산업의 Capa 증가는 훨씬 더 적을 것
- VIS의 8인치 Capa는 2010년 대비 130K 늘어난 것으로 조사되지만 그 중 40K는 2019년 말 Globalfoundries의 싱가포르 Fab 인수, 39K는 2013년 NANYA 대만 Fab 인수를 통해서 증설. Tower Semiconductor의 경우에는 87K가 늘어난 것으로 파악되는데, 57K는 Panasonic과의 JV(기존 Panasonic Fab), 28K는 Maxim의 미국 Fab 인수를 통해 증설

주요 8인치 파운드리 Capa

(단위: K/월)

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
DB하이텍	92	93	93	96	96	96	110	114	117	122	129
Towerjazz	85	89	90	90	144	134	166	167	167	170	172
VIS	110	130	142	150	181	183	184	185	200	200	240
TSMC	435	463	477	464	481	503	509	513	510	520	525
Total	722	775	802	800	902	916	969	979	994	1,011	1,066

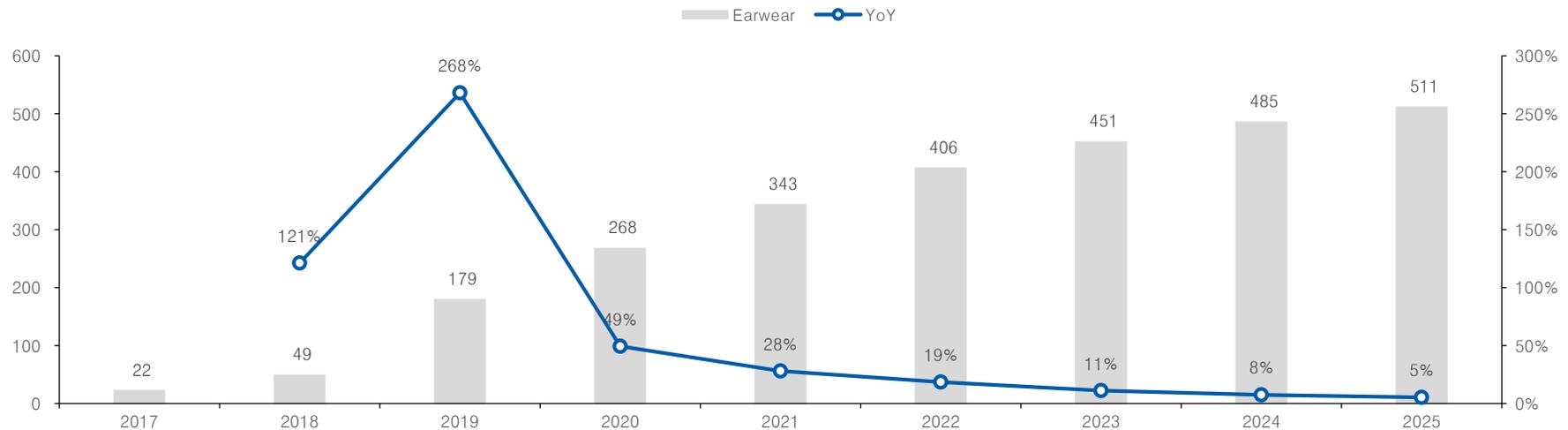
자료: 유안타증권 리서치센터

8인치 파운드리 공급 부족은 장기화

- 8인치 파운드리 수요 급증을 촉발한 산업은 차량용 반도체와 TWS(True Wireless Stereo, 무선이어폰). 차량용 반도체산업은 Long-Term Project 특징을 갖고 있기 때문에 갑작스런 공급 부족의 원인은 TWS산업으로 추론
 - 2019년부터 본격적인 성장궤도에 진입한 TWS 시장은 2018년 4,800만대에서 2019년 1억 7,900만대, 2020년에는 2억6,800만대로 급성장
 - 시장 조사기관에 따르면 올해 TWS 시장은 3억 4,300만대로 매년 1억대씩 증가. TWS 기기 내 핵심 반도체는 MCU, Bluetooth, Audio Codec, 전력반도체 등으로 대부분 8인치에서 생산되는 제품
 - TWS는 좌, 우, 충전기에 각각 MCU와 Bluetooth칩이 탑재되어야 한다. 8인치 웨이퍼에서 MCU칩이 700~800개 생산이 가능할 것으로 추산되기 때문에, TWS가 매년 1억대씩 늘어나기 위해서는 8인치 Capa가 매년 30K씩 늘어나야 대응 가능
 - 다른 칩들까지 고려하면 매년 약 100K 수준의 Capa 증가가 수반되어야 할 것

글로벌 TWS 출하량 및 성장률 추이 및 전망

(단위: 백만대)



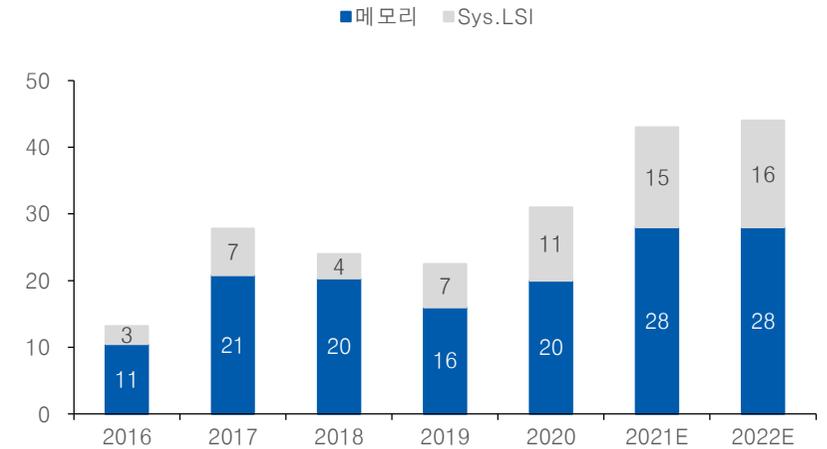
자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

22년에도 삼성전자의 Capex는 사상 최대 규모

- 22년에도 삼성전자 전사 Capex는 사상 최대 규모로 집행될 것
 - 삼성전자의 전사 Capex는 51.2조원으로 추정
 - 반도체 44조원, 디스플레이 5.2조원, 기타 2조원으로 추정
- 22년 삼성전자 반도체 Capex는 44조원에 달할 전망
 - 메모리반도체 28조원, 비메모리반도체 16조원으로 추정
 - 비메모리반도체 Capex는 16조원으로 확대될 것으로 예상
- 시장 우려와는 달리 22년 메모리반도체 장비 투자는 늘어날 것
 - 22년 장비 투자는 15.1조원으로, 21년 14.8조원 대비 늘어날 것으로 전망
 - 13라인 전환 투자 가시화되면 상향될 가능성도 열릴 것

삼성전자 반도체 Capex 전망

(단위: 조원)



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전자 Capex 전망

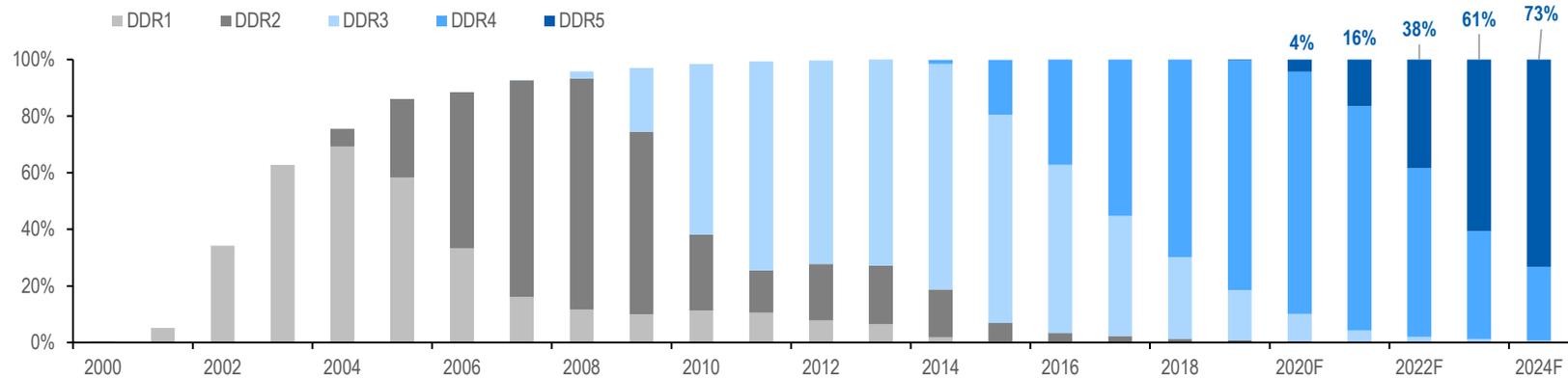
(단위: 조원)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
삼성전자 Capex	19.9	21.4	23.2	23.6	23.4	25.5	25.4	43.2	29.9	26.8	36.2	49.2	51.2
반도체	11.2	11	13.5	12.6	13.5	14.7	13.2	27.8	24	22.5	31	43	44
메모리	8.2	6	6.2	7.5	10.5	11.2	10.5	20.8	20.3	16	20	28	28
DRAM	4	2.5	3	3.5	7	6.5	4.5	7.8	12.5	7.8	9.5	13.5	14
NAND	4.2	3.5	3.2	4	3.5	4.7	6	13	7.8	8.2	10.5	14.5	14
Sys.LSI	3	5	7.3	5.1	3	3.5	2.7	7	3.7	6.5	11	15	16
반도체 장비투자(메모리)	3.3	3.6	3.1	3.8	5.8	6.7	5.8	13.5	12.2	8	12	14.8	15.1
디스플레이	6.2	6.4	6	5.5	4	4.7	9.8	13.5	2.9	2.2	3.2	4.2	5.2
LCD	4.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	0.8	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
OLED	1.7	4.9	4.5	4	2.5	3.3	9	13	2.6	2	3	4	5

자료: 유안타증권 리서치센터

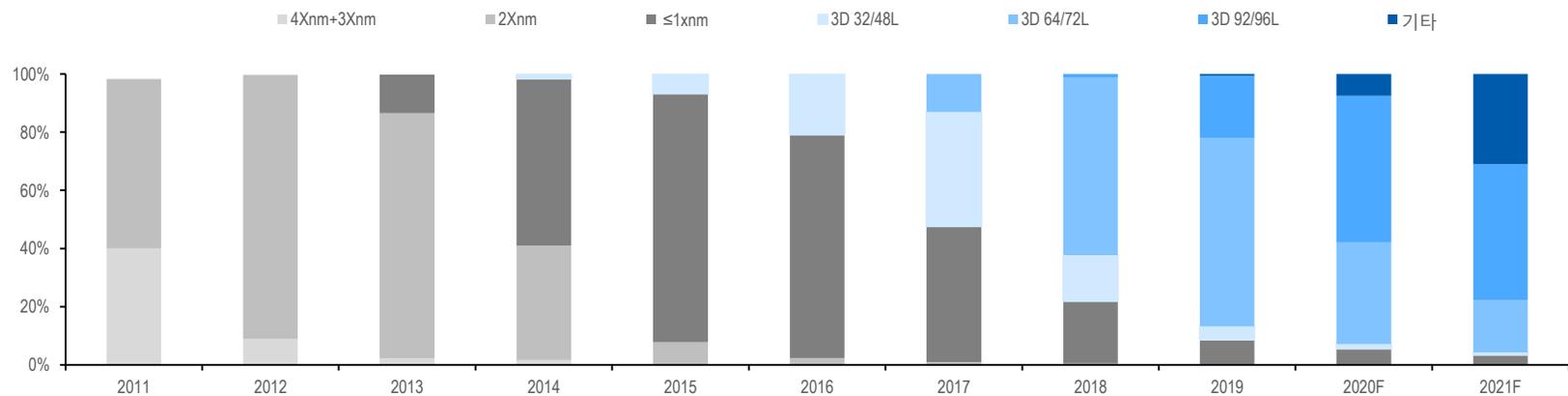
메모리 Tech Migration 변화추이

DRAM 세대전환 추이



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

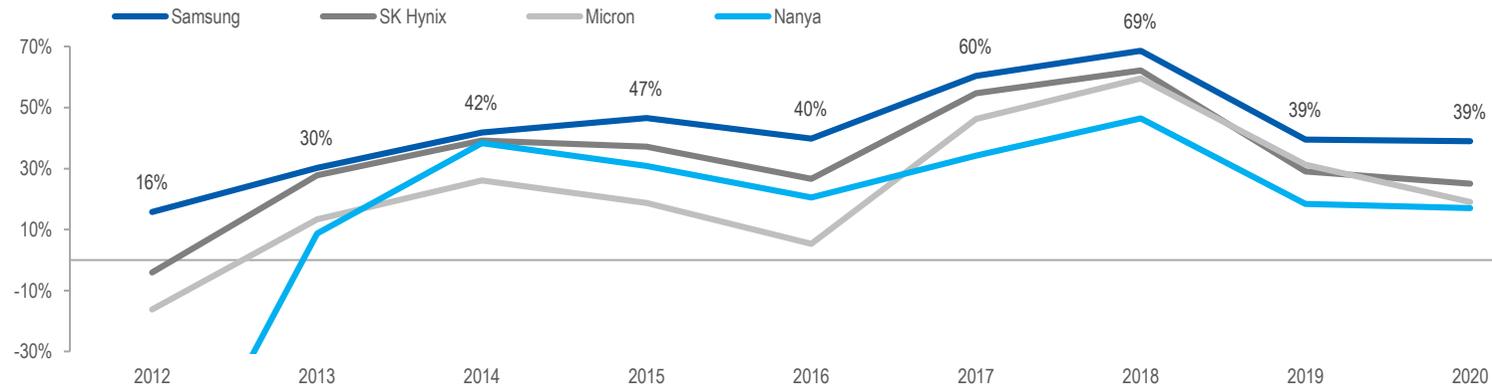
NAND 단수 변화추이



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

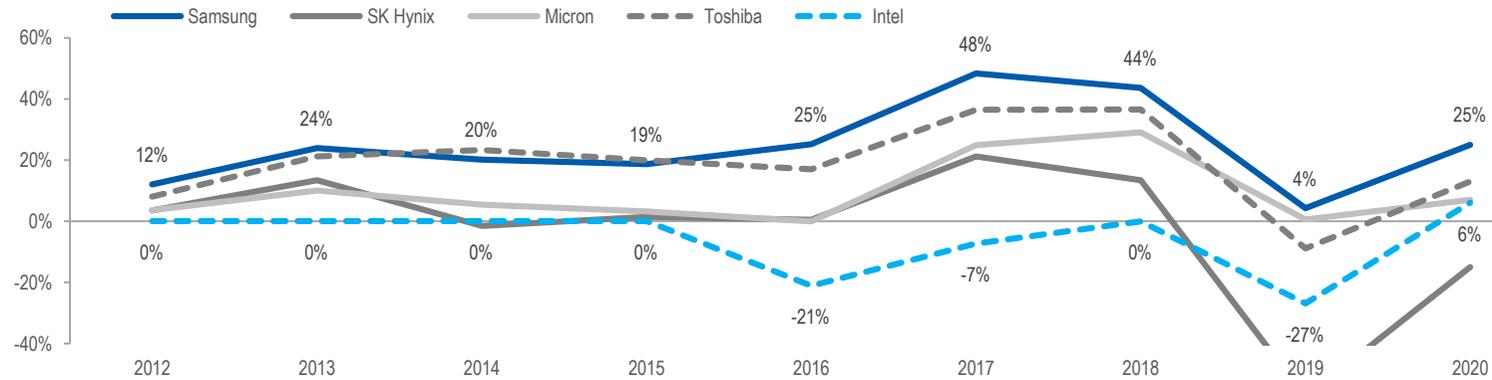
메모리반도체 업체별 이익률 추이

DRAM 업체별 영업이익률 추이



자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

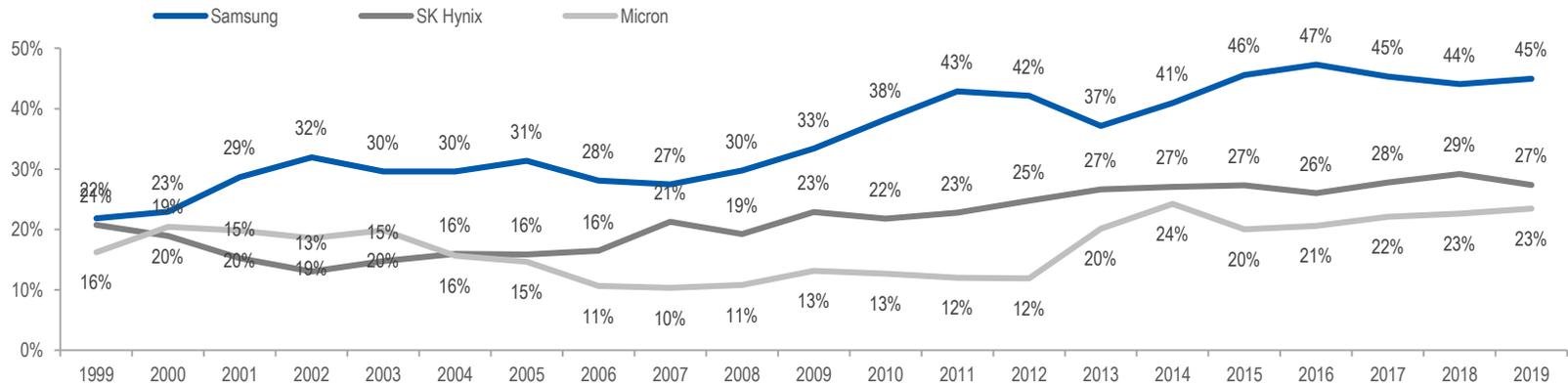
NAND 업체별 영업이익률 추이



자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

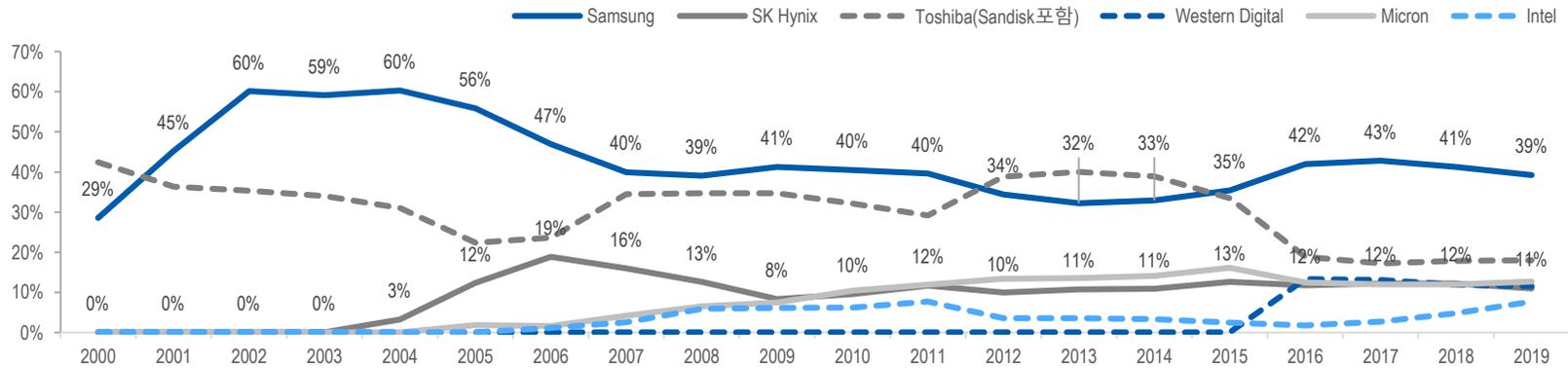
메모리반도체 점유율

DRAM 점유율 추이



자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

NAND 점유율 추이



자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

반도체 Supplychain – 생산공정 기준

글로벌 반도체 생산공정별 관련 기업

분류	국내	대만	그 외 해외
파운드리 (생산)	<ul style="list-style-type: none"> 삼성전자 SK하이닉스 DB하이텍 	<ul style="list-style-type: none"> TSMC UMC Powerchip Vanguard Win Semi 	<ul style="list-style-type: none"> (미국) Global Foundry (미국) Tower Jazz (중국) SMIC
팹리스 및 DSP (설계)	<ul style="list-style-type: none"> 실리콘웍스 에이디테크놀로지 코아시아 동운아나텍 어보브반도체 텔레칩스 	<ul style="list-style-type: none"> Mediatek Novatek Silergy GUC Egis Technology 	<ul style="list-style-type: none"> (미국) Qualcomm (미국) Broadcom (미국) Qorvo (미국) AMD (미국) Nvidia (미국) Xilinx (중국) Hisilicon
OSAT (후공정)	<ul style="list-style-type: none"> SFA반도체 네패스 테스나 엘비세미콘 하나마이크론 	<ul style="list-style-type: none"> ASE Technology Powertech Chipbond ChipMOS 	<ul style="list-style-type: none"> (미국) Amkor Technology (중국) USI (중국) JCET (중국) TongFu Microelectronics (중국) Tianshui Huatian Technology

자료: 유안타증권 리서치센터

주: DSP(Design Solution Partner)는 파운드리 설계 솔루션 파트너사로 일반적으로 디자인하우스라고 알려져있음

반도체 Supplychain – 사업영역 기준

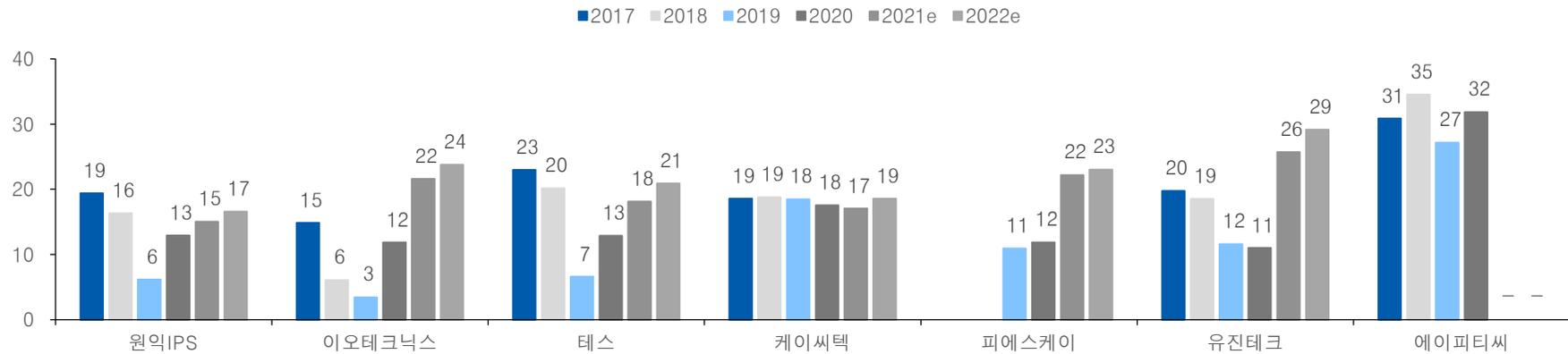
반도체 사업영역별 관련 기업

대분류	중분류	국내							
장비	전공정장비	<ul style="list-style-type: none"> 원익IPS 이오테크닉스 	<ul style="list-style-type: none"> 테스 유진테크 	<ul style="list-style-type: none"> 피에스케이 에이피티씨 	<ul style="list-style-type: none"> 케이씨텍 주성엔지니어링 				
	후공정장비	<ul style="list-style-type: none"> 한미반도체 프로텍 	<ul style="list-style-type: none"> 코세스 고영 	<ul style="list-style-type: none"> 유니테스트 파크시스템스 	<ul style="list-style-type: none"> 와이아이케이 테크윙 	<ul style="list-style-type: none"> 엑시콘 네오셈 	<ul style="list-style-type: none"> 에이팩트 제이티 		
소재	공정소재	<ul style="list-style-type: none"> SK머티리얼즈 솔브레인 	<ul style="list-style-type: none"> 한솔케미칼 후성 	<ul style="list-style-type: none"> 에스앤에스텍 이엔에프테크 	<ul style="list-style-type: none"> 에프에스티 코미코 	<ul style="list-style-type: none"> 원익머트리얼즈 오션브릿지 	<ul style="list-style-type: none"> 디엔에프 메카로 		
	기관소재	<ul style="list-style-type: none"> 심텍 대덕전자 	<ul style="list-style-type: none"> 해성디에스 코리아씨키트 						
부품	공정부품	<ul style="list-style-type: none"> 리노공업 티씨케이 	<ul style="list-style-type: none"> 하나머티리얼즈 원익QNC 	<ul style="list-style-type: none"> 티에스이 ISC 	<ul style="list-style-type: none"> 월덱스 케이엔제이 				
	기타부품	<ul style="list-style-type: none"> 뉴파워플라즈마 엘오티베콤 	<ul style="list-style-type: none"> 유니셈 GST 	<ul style="list-style-type: none"> 싸이맥스 					

자료: 유안타증권 리서치센터

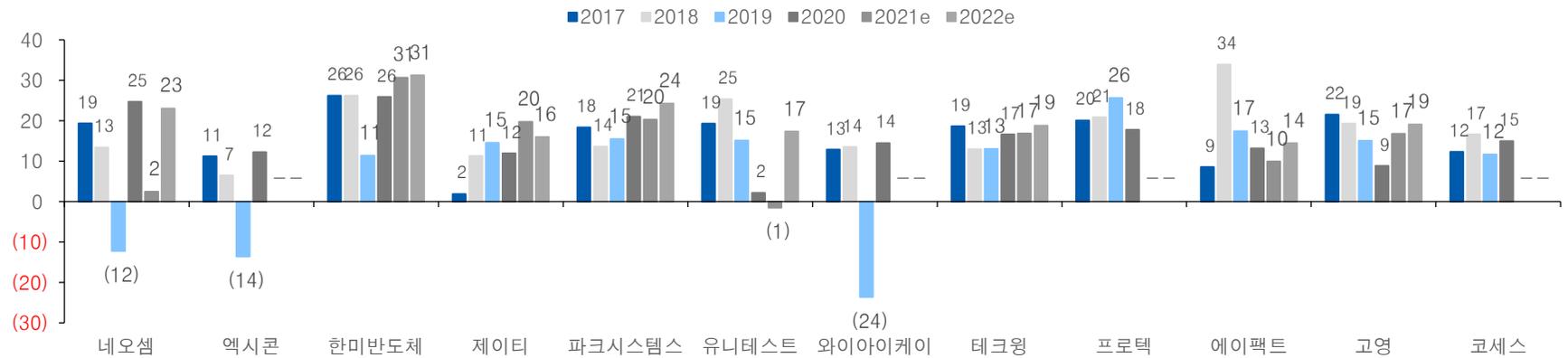
반도체 Supplychain 업체별 이익률 추이

전공정장비 업체 이익률 변화 추이



자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터
 주: 2022년 수치는 컨센서스 및 가이드언스 반영

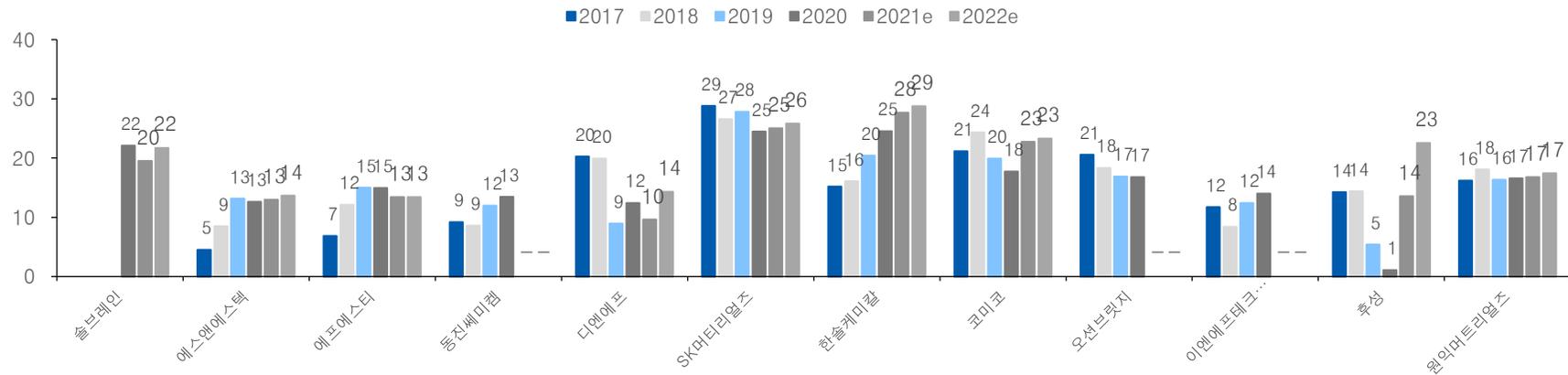
후공정장비 업체 이익률 변화추이



자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터
 주: 2022년 수치는 컨센서스 및 가이드언스 반영

반도체 Supplychain 업체별 이익률 추이

공정소재 업체 이익률 변화 추이



자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터
 주: 2022년 수치는 컨센서스 및 가이드언스 반영

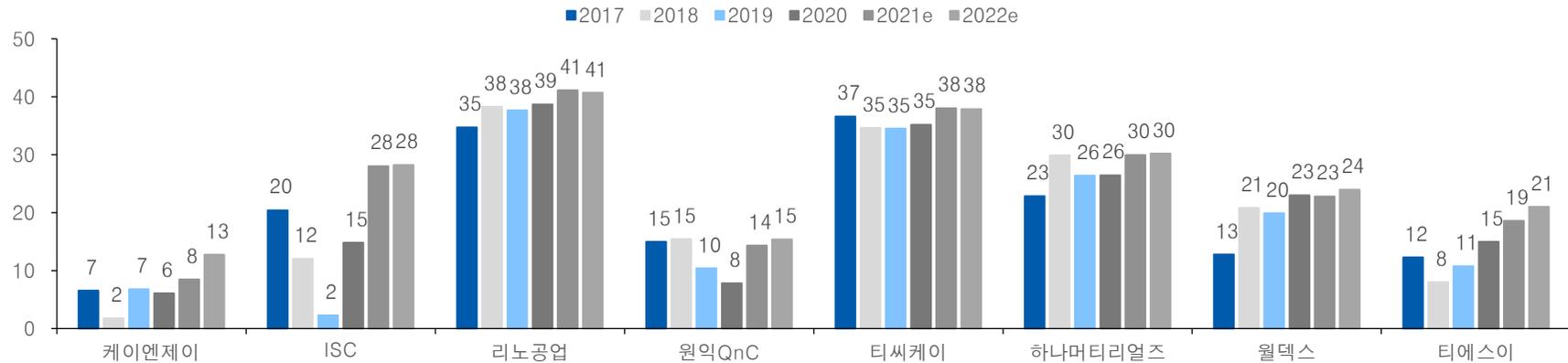
기판소재 업체 이익률 변화추이



자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터
 주: 2022년 수치는 컨센서스 및 가이드언스 반영

반도체 Supplychain 업체별 이익률 추이

장비부품 업체 이익률 변화 추이



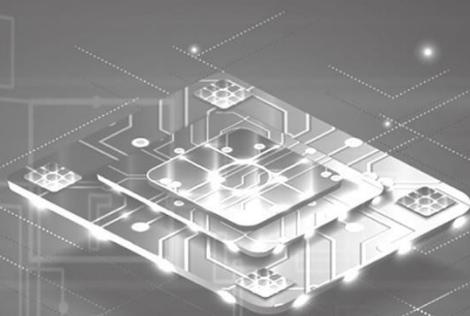
자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터
 주: 2022년 수치는 컨센서스 및 가이던스 반영

공정부품 업체 이익률 변화추이



자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터
 주: 2022년 수치는 컨센서스 및 가이던스 반영

2. 이차전지

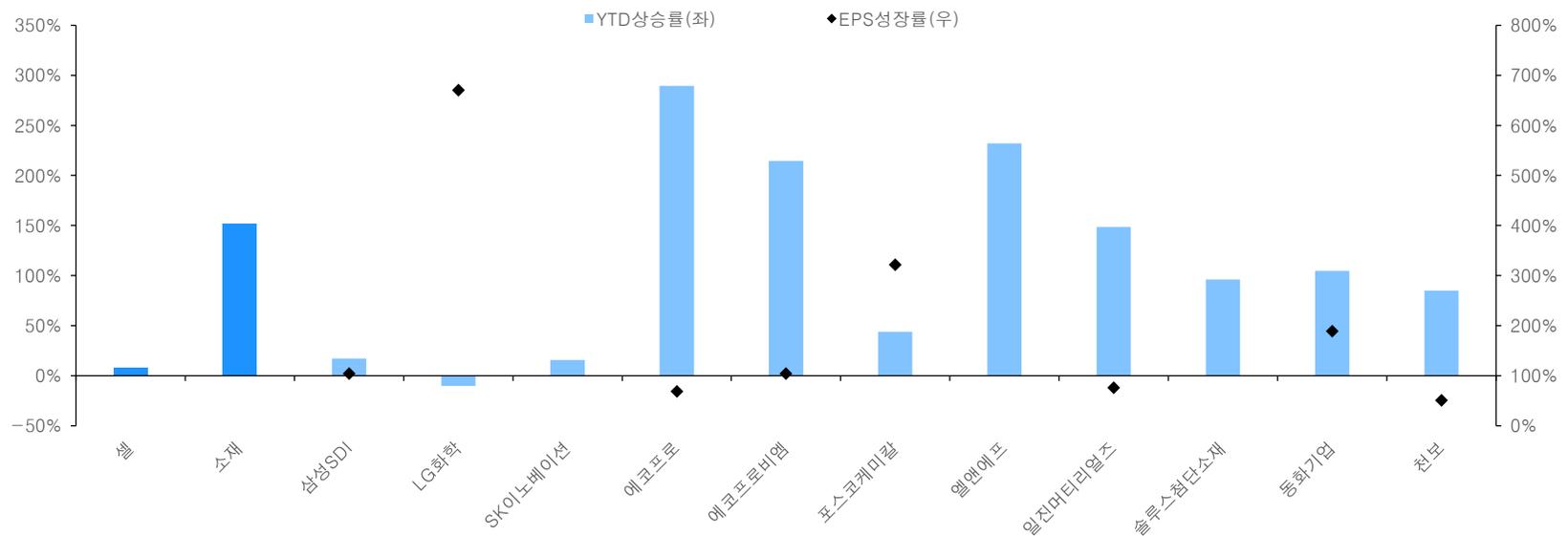


성장과 기대가 동시에 반영된 한 해

- 2021년은 이차전지 업종의 실적 성장(EPS ↑)과 성장 기대감(PER ↑)이 동시에 반영되며, 본격적인 주가 상승이 이루어졌던 한 해
- 이차전지 업종 주가는 연초대비 약 112% 상승. 셀 업종(YTD +8%) 대비 소재 업종(YTD +152%)의 주가 상승이 두드러졌음
- 셀 업종은 더딘 수익성 개선, 배터리 부문 물적분할 등의 이슈가 존재했던 반면, 소재 업종은 외형 성장과 수익성 개선을 바탕으로 시장 기대치에 부합

이차전지 업종 YTD 주가 상승률 및 EPS 성장률

(단위 : %)

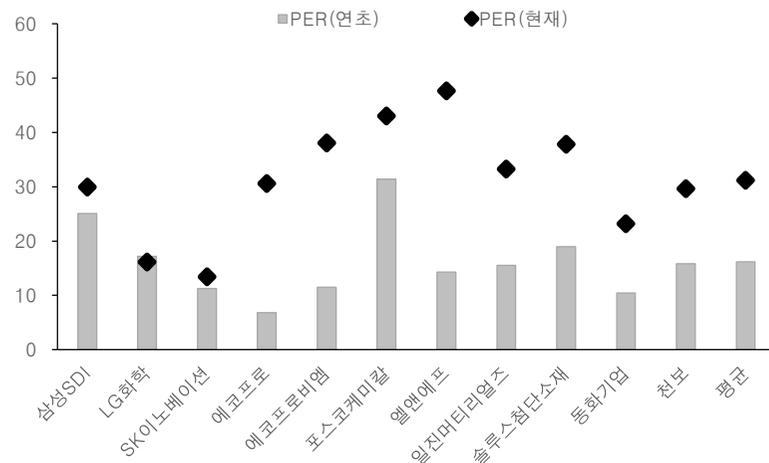


자료: 유안타증권 리서치센터

현재 이차전지 업종 주가는 '24년 성장 가치를 반영 중

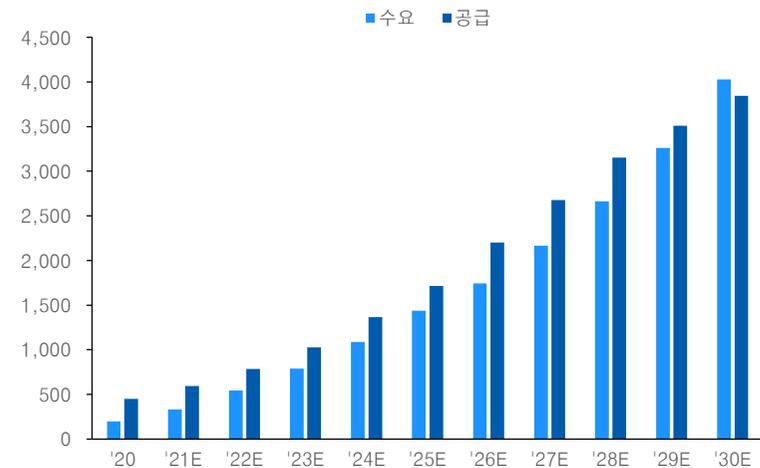
- 현재 이차전지 업종 주가는 '23년 예상 실적 기준 P/E 31.X 수준에서 형성(연초 P/E 16.X 수준). '24년 성장 가치를 주가에 반영하기 시작
- 고 Multiple의 근거는 1) 글로벌 탄소제로 달성을 위한 전기차 시장의 높은 확장성, 2) 셀/소재 밸류체인에 유리한 계약 구조 등에 있음
- 현 가격 계약 구조(원재료비 변동을 최종 완성차 업체가 부담하는 구조)에 비추어 볼 때 업종 헤게모니는 셀/소재 업체에게 있음
- 헤게모니 유지는 현 수준의 고 Multiple 방어를 위한 중요한 요건

이차전지 업종 '23년 예상 실적 기준 P/E 변화 (단위 : 배)



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 전기차용 배터리 시장 전망 (단위 : GWh)



자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

고 Multiple 유지를 위한 조건

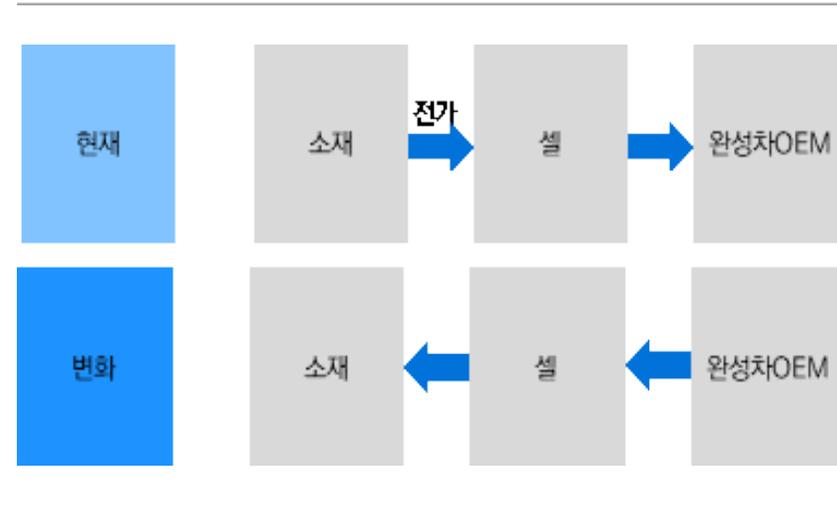
- 이차전지 업종에 부여되고 있는 고 Multiple이 지속되기 위해서는 현재의 셀/소재 업체에게 유리한 환경이 유지되어야 함
- 당사는 완성차 업체들이 배터리를 본격적으로 직접 생산 하는 시점까지 이차전지 업종의 고 Multiple은 방어될 수 있을 것으로 판단
- '23년부터 완성차 업체들의 배터리 직접 생산이 소량 시작될 수 있겠으나, 그간 배터리 업계가 겪어온 시행착오를 고려하면 의미 있는 수준 아닐 것
- 완성차 업체들의 본격적인 직접 생산이 가능한 시점은 '26년 정도 부터로 보는 것이 현실적
- 이후 가격 전가 구조 변경에 따라 셀/소재 업체들의 본격적인 수익성 경쟁 시작될 가능성 높음. 그 이전까지는 셀/소재 업체들이 헤게모니 유지 가능

완성차 OEM 배터리 내재화 계획

OEM	계획	비고
테슬라	'23년 100GWh, '30년 3TWh 내재화 목표	
폭스바겐	'30년 240GWh 내재화 목표	'23년부터 내재화 시작, Unified Cell 적용
GM	'25년 70GWh 내재화 목표	얼티움셀즈(LG에너지솔루션 JV)
포드	'25년 129GWh 내재화 목표	블루오벌에스케이(SK ON JV)
현대차	리튬이온, 전고체 배터리 내재화 전제 기술개발 언급	

자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

배터리 직접 생산에 따른 가격 전가 구조 변경 가능성

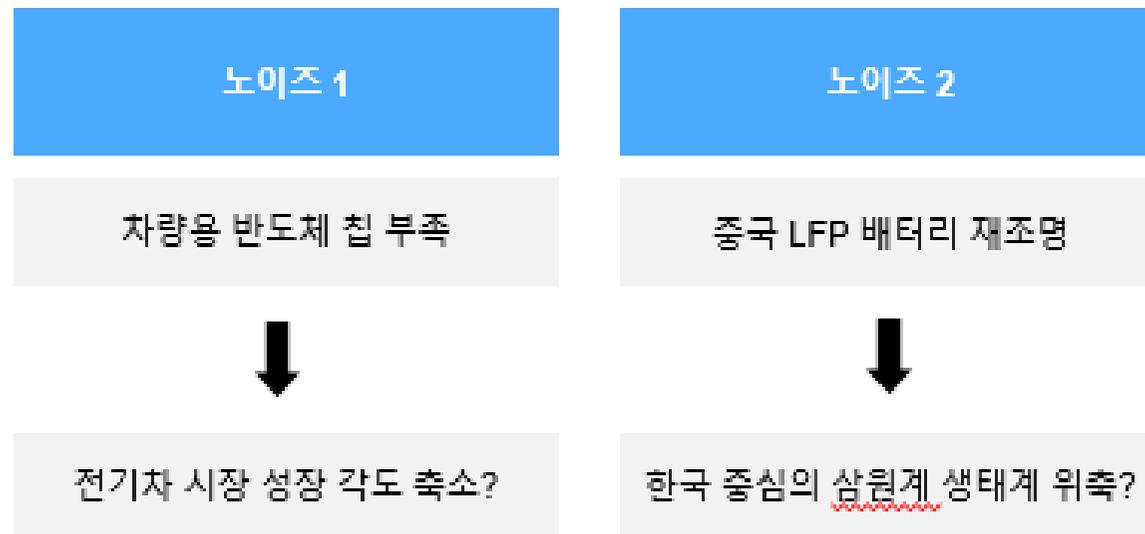


자료: 유안타증권 리서치센터

'22년 이차전지 업종을 둘러싼 두 가지 노이즈

- 현재 이차전지 업종을 둘러싸고 두 가지 노이즈 존재
- 첫번째 노이즈 : 글로벌 차량용 반도체 칩 부족에 따른 전기차 성장 각도 축소 가능성
- 두번째 노이즈 : LFP 배터리 재조명으로 인한 한국 중심의 삼원계(NCM/NCA) 생태계 위축 가능성

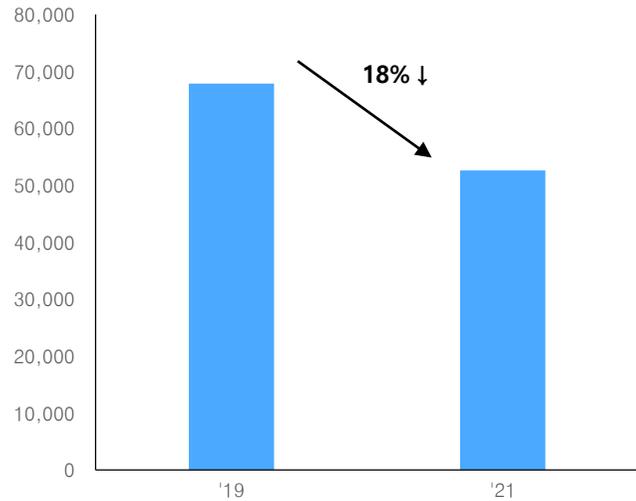
'22년 이차전지 업종을 둘러싼 두 가지 노이즈



노이즈 1 : 차량용 반도체 칩 부족

- 글로벌 차량용 반도체 칩 부족의 근본적 원인은 약 1,500K/월 수준으로 제한된 글로벌 8인치 파운드리 Capa
- 올해 반도체 칩 공급난으로 인한 완성차 업체들의 생산차질 규모는 약 1,015만대 수준으로 추산
- 올해 9월 누적 기준 글로벌 완성차 OEM들의 생산량은 '19년 동일 기간 대비 약 18% 감소
- 업계는 내년 상반기, 늦으면 '23년까지 칩 공급난 지속될 것으로 전망

완성차 OEM 생산 감소 (단위 : 천 대)



자료: Marklines, 유안타증권 리서치센터

글로벌 8인치 파운드리 Capa 추이 (단위 : K/월)

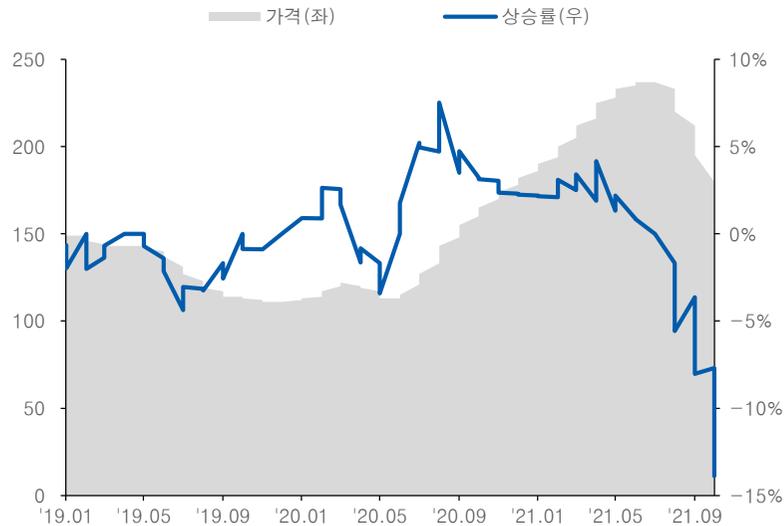
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DB하이텍	92	93	93	96	96	96	110	114	117	122	129
Towerjazz	85	89	90	90	144	134	166	167	167	170	172
VIS	110	130	142	150	181	183	184	185	200	200	240
TSMC	435	463	477	464	481	503	509	513	510	520	525
Total	722	775	802	800	902	916	969	979	994	1,011	1,066

자료: 유안타증권 리서치센터

칩 부족 점진적 개선 추세, 완성차 OEM들은 전기차 선 배정 생산

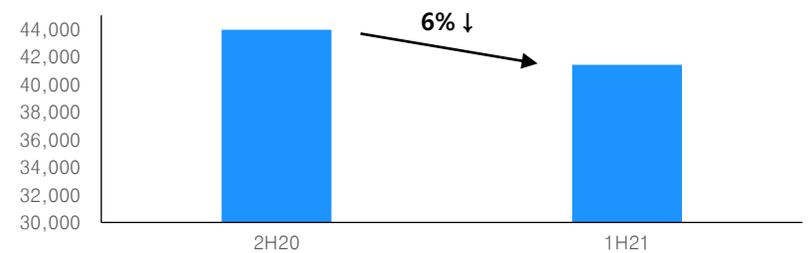
- 내년까지 타이트한 칩 수급 상황 지속되겠으나, 4Q21부터 공급난 점진적 개선 추세
- TV/IT 제품 수요 감소 구간 진입에 따른 파운드리 Capa 운신의 폭 증가, 코로나19로 중단 됐던 일부 지역의 파운드리 Capa 가동률 정상화에 기인
- 또한 전기차 시장 선점을 위해 완성차 OEM들은 전기차 모델에 반도체 칩 선 배정 생산 추세
- 1H21 글로벌 완성차 판매량은 2H20 대비 -6% 감소한 반면, 전기차 판매량은 +16% 증가

LCD 패널 가격 추이(55") (단위 : \$, %)

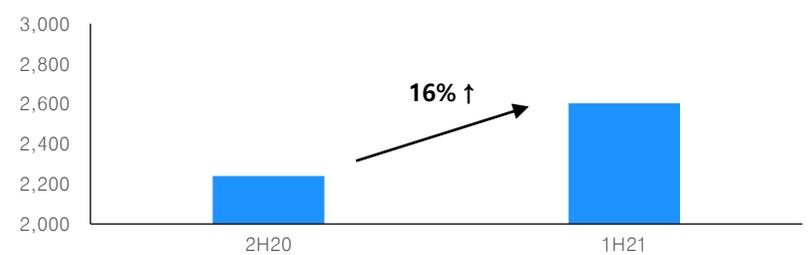


자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

완성차 판매량 비교 (단위 : 천 대, %)



전기차(BEV+PHEV) 판매량 비교 (단위 : 천 대, %)

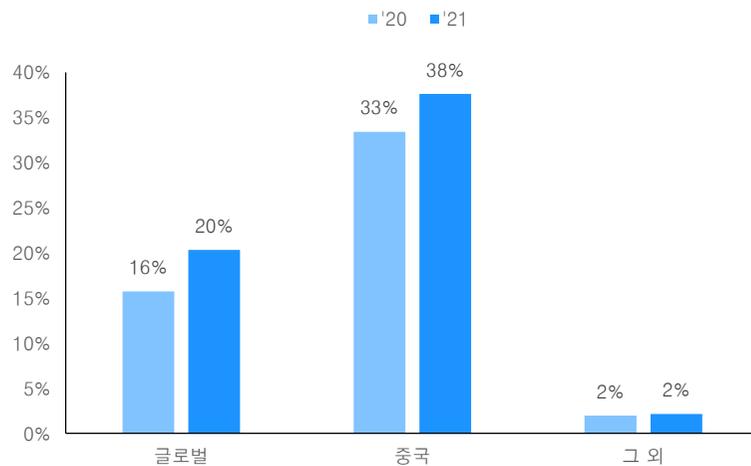


자료: 유안타증권 리서치센터

노이즈 2 : LFP 배터리의 재조명

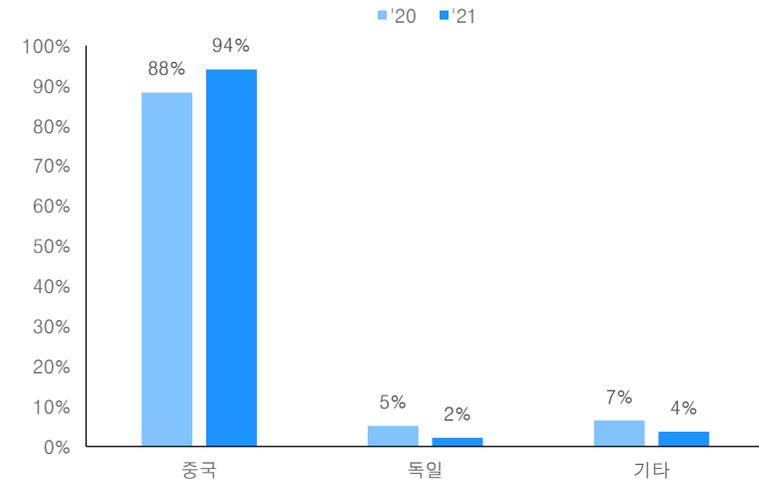
- LFP(LiFePO4) 양극재는 1) 구조적 한계, 2) 삼원계 양극재(NCM/NCA) 기술 고도화로 중국 내수 중심의 시장을 구성
- 그러나 최근 테슬라의 적용 확대 발표(기존 중국 모델3 SR+ → 국가/모델 확대), 폭스바겐 저가형 모델 탑재 계획, 애플의 채용 가능성 등으로 재조명
- LFP 성장으로 인한 삼원계 성장 위축 가능성 제기. 그러나 올해 LFP 사용 증가는 대부분 중국 내에서의 증가. 글로벌 시장은 여전히 삼원계 선호

전기차 시장 내 LFP 사용 비중



자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

LFP 시장 내 국가별 비중

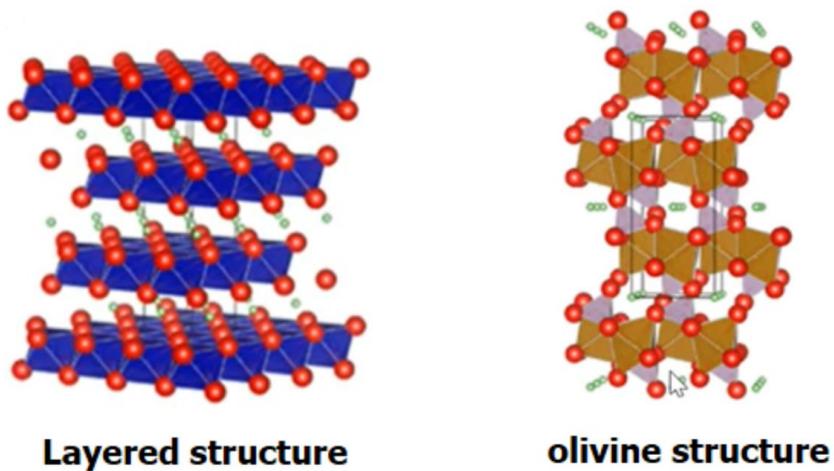


자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

LFP 장점 있지만 단점도 명확

- LFP의 장점은 구조적인 안정성(올리빈 구조)과 가격 경쟁력(저렴한 원재료, 만료된 특허), 우수한 Cycle 특성 등
- 장점 명확하지만 단점도 명확. 올리빈 구조에 기인한 에너지 밀도의 한계, 낮은 전도도, 낮은 Nominal Voltage 등이 단점

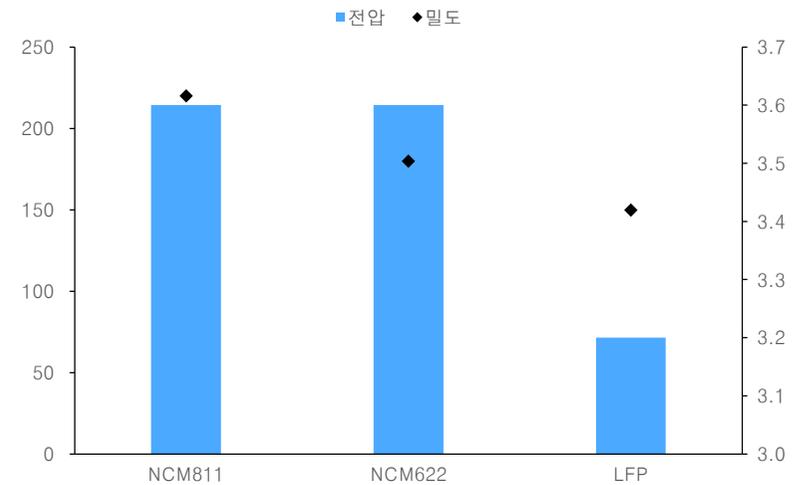
층상 구조(삼원계) vs 올리빈 구조(LFP)



자료: 유안타증권 리서치센터

양극 소재별 비교

(단위 : mAh/g, V)



자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

LFP가 삼원계를 넘어 대세가 될 수 없는 이유 1

- LFP의 낮은 에너지 밀도, 낮은 전압으로 인해 중상위 세그먼트의 전기차에 사용되기에는 분명한 한계 존재
- 낮은 에너지 밀도 보안을 위해 CTP(Cell to Pack) 기술을 이용, 배터리 탑재 공간을 늘릴 수 있으나 이는 차량 무게 증가 요인. 양날의 검
- 또한 낮은 전압은 차량의 출력 개선에 걸림돌. 상위 세그먼트 전기차에서의 높은 성능과 출력을 감당하기 위해서는 고전압 시스템 필요

테슬라 모델3 SR+ 자원 비교

	미국	중국
양극재	NCA	LFP
공급사	파나소닉	CATL
공차중량(Kg)	1,625	1,756
차이(Kg)		131

자료: 유안타증권 리서치센터

CTP 기술



CTM
(Cell to Module)

CTP
(Cell to Pack)

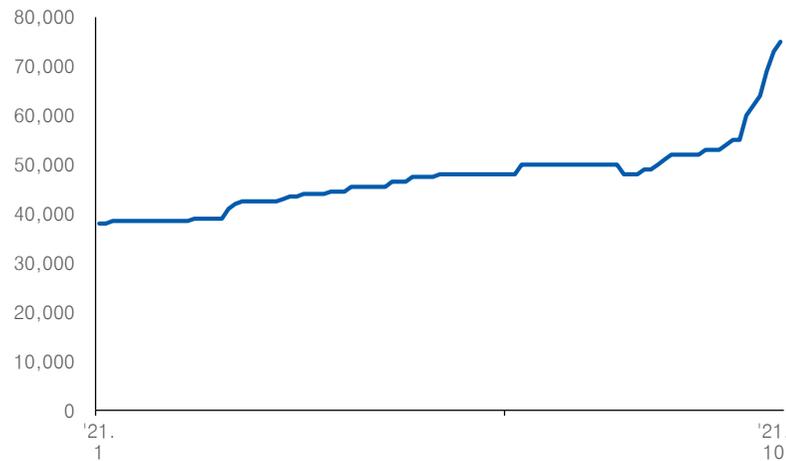
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

LFP가 삼원계를 넘어 대세가 될 수 없는 이유 2

- LFP 배터리의 가장 강력한 채용 유인은 가격 메리트. Kg 당 \$13 수준으로 삼원계 대비 50% 이상 저렴
- 그러나 LFP는 낮은 에너지 밀도로 인해 동일 배터리 용량을 구성하기 위해서 삼원계 대비 더 많은 셀 탑재 필요
- kWh 당 가격으로 환산 시 NCM811과 LFP의 가격 갭은 20% 수준에 불과. 또한 코발트 비중 축소, 망간 비중 확대의 방법을 통해 가격 갭 축소 가능
- 양극재 업체들은 코발트 프리, 망간리치 등의 형태로 소재를 개발 중이며, 이는 LFP 채용 유인을 감소시키는 요소로 작용

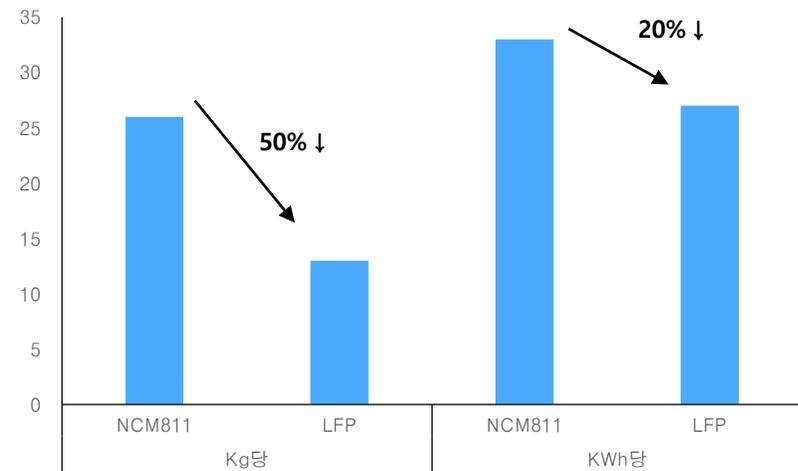
LFP 가격 추이

(단위 : RMB/ton)



자료: KOMIS, 유안타증권 리서치센터

단위당 가격 비교



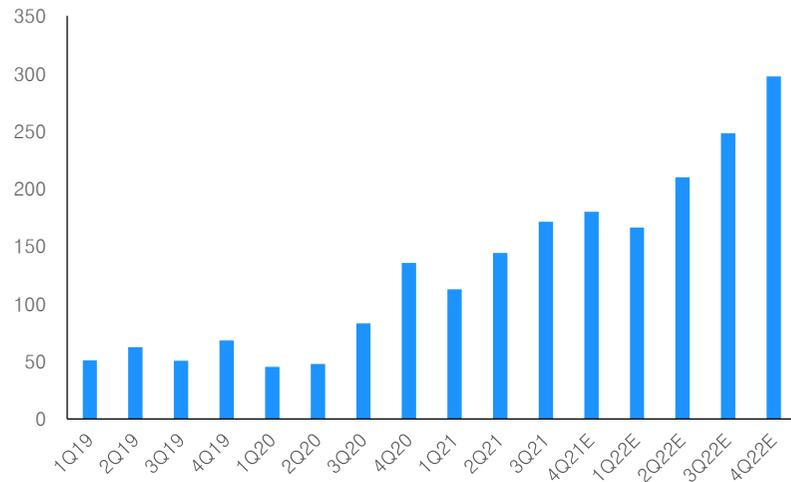
자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

이차전지 업종 투자전략

- '22년 글로벌 전기차 예상 판매량은 920만대 전망. 올해 예상 판매량 610만대 대비 50% 이상 성장 전망
- 여러 매크로 노이즈들에도 불구하고 전기차 판매 전망치는 올해 지속 상향 조정 되어온 점(연초 300만대 전망) 감안하면, 내년 성장도 의심의 여지 없음
- 국내 이차전지 업종에 대한 지속적인 비중확대 전략 추천. 특히 세부 업종 중 Peer 업체들 간 시가총액 키 맞추기가 적절하게 반영되지 않은 세부 업종 주목
- 당사는 세부 업종 중 전해액 업종에 주목. 엔켐(348370)을 업종 Top-pick으로 추천

분기별 글로벌 전기차 판매 추이

(단위 : 만대)



자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

주요 완성차 OEM 전기차 전환 계획



'30년까지 유럽
신차 55% 전기차
전환



'30년까지 모든
신차 100% 전기
차 전환



'30년까지 모든
신차 100% 전기
차 전환



'30년까지 모든
신차 100% 전기
차 전환



'30년까지 신차
40% 전기차 전환



'25년까지 유럽
신차 98%, 북미
신차 96%
PHEV+BEV 전환

자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

이차전지 커버리지 점검

기업명	투자의견	목표주가	현재주가 (11/23중가)	상승여력(%)	구분(십억원)	4Q21E	'21E	'22E	'23E
삼성SDI	BUY	1,000,000원	737,000원	35.7%	매출액	4,080	13,817	17,593	21,990
					영업이익	433	1,235	1,791	2,407
					지배순이익	395	1,196	1,594	1,956
					PER(배)	-	43.0	32.2	26.3
					PBR(배)	-	3.4	2.9	2.6
에코프로비엠	BUY	680,000원	535,000원	27.1%	매출액	459	1,440	2,646	4,418
					영업이익	422	130	266	453
					지배순이익	344	103	191	324
					PER(배)	-	114.7	61.9	36.4
					PBR(배)	-	12.9	10.8	8.4
포스코케미칼	BUY	220,000원	150,000원	46.9%	매출액	533	1,985	2,299	3,319
					영업이익	36	138	176	280
					지배순이익	36	141	171	261
					PER(배)	-	79.9	65.9	43.1
					PBR(배)	-	4.8	4.5	4.1
천보	BUY	410,000원	337,300원	21.6%	매출액	81	264	403	603
					영업이익	14	45	76	121
					지배순이익	13	42	70	106
					PER(배)	-	81.1	49.0	32.3
					PBR(배)	-	11.9	9.7	7.5
솔루스첨단소재	BUY	110,000원	96,700원	13.8%	매출액	120	406	670	973
					영업이익	9	15	81	130
					지배순이익	4	11	41	71
					PER(배)	-	269.7	73.7	42.8
					PBR(배)	-	12.4	11.0	9.3
엔캠	NR	-	108,000원	-	매출액	-	250	450	1,500
					영업이익	-	10	40	150
					지배순이익	-	-	-	-
					PER(배)	-	-	-	-
					PBR(배)	-	-	-	-

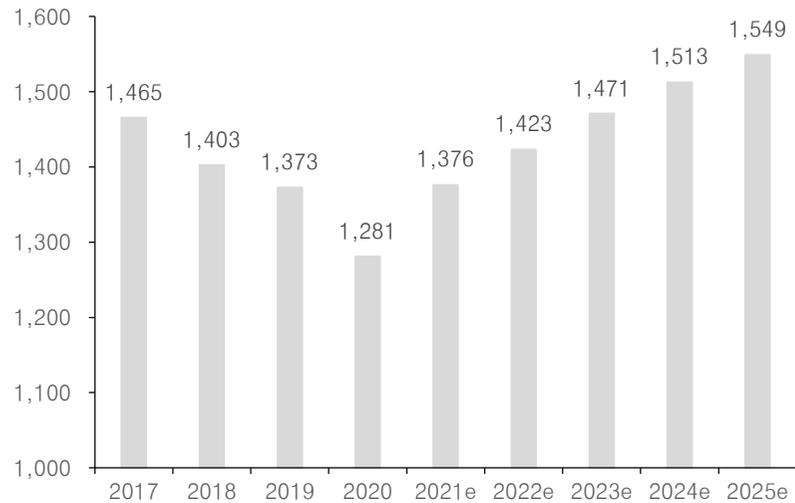
3. 전기전자



2022년 스마트폰 시장 전망

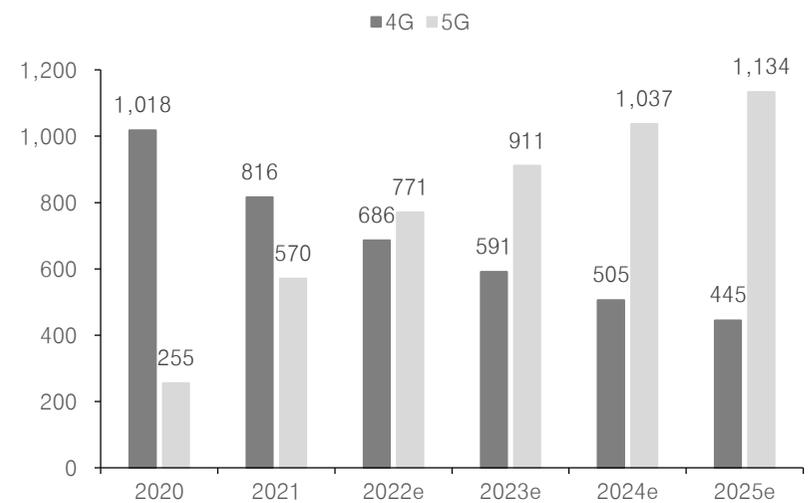
- 2022년 글로벌 스마트폰 출하량은 14.2억대로, 유의미한 수준의 YoY 성장은 없을 것으로 예상
- 여전히 스마트폰 교체 주기는 과거보다 길며, 현재 스마트폰 구매를 자극할만한 뚜렷한 요인을 찾기 어려움. 그럼에도 불구하고, 대부분의 선진국 시장에서 스마트폰 교체 주기는 최대 3년 이상인 것으로 파악되지만 업체들의 프로모션과 카메라 스펙 업그레이드, 폴더블 스마트폰 시장 침투, 5G 스마트폰 출시가 단기적으로 그 영향을 부분적으로 상쇄할 수는 있을 것으로 전망
- IT 공급망 차질로 인해 스마트폰 출하량은 2021년 연초 예상보다 부진했으나, 2022년에는 공급망이 정상화되고 Pent up 수요가 예상됨에 따라 스마트폰 출하량은 코로나 이전 수준으로 회복세를 보일 것으로 전망

글로벌 스마트폰 출하량 추이 및 전망 (단위: 백만대)



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

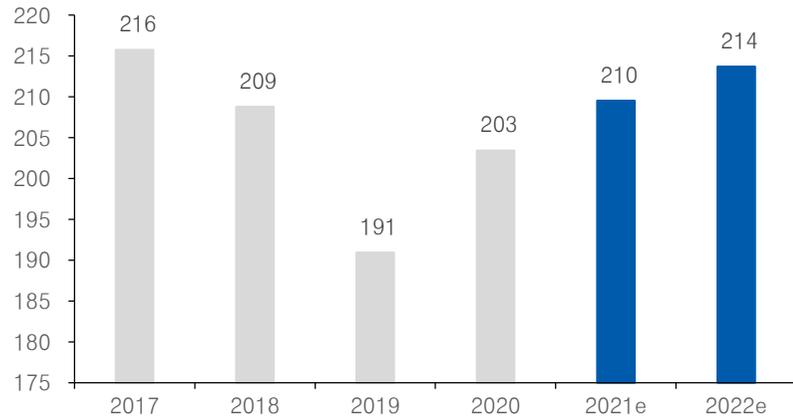
글로벌 5G 스마트폰 출하량 추이 및 전망 (단위: 백만대)



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

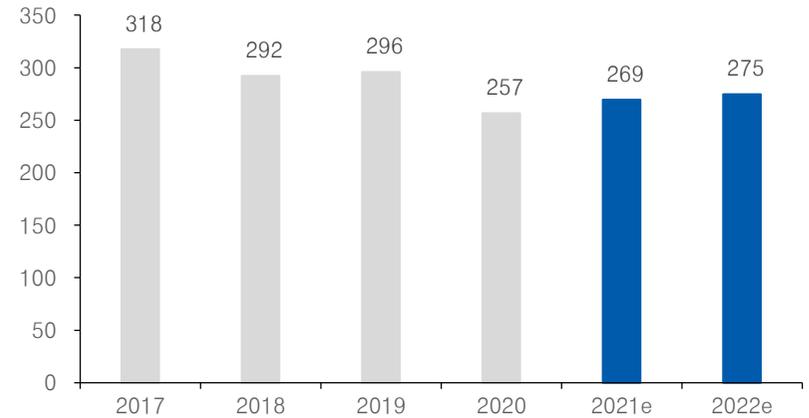
스마트폰 연간 출하량 추이 및 전망

Apple 스마트폰 출하량 추이 및 전망 (단위: 백만대)



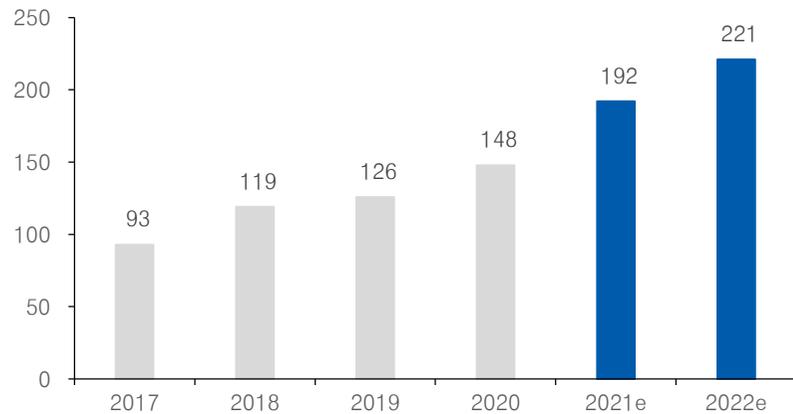
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

삼성전자 스마트폰 출하량 추이 및 전망 (단위: 백만대)



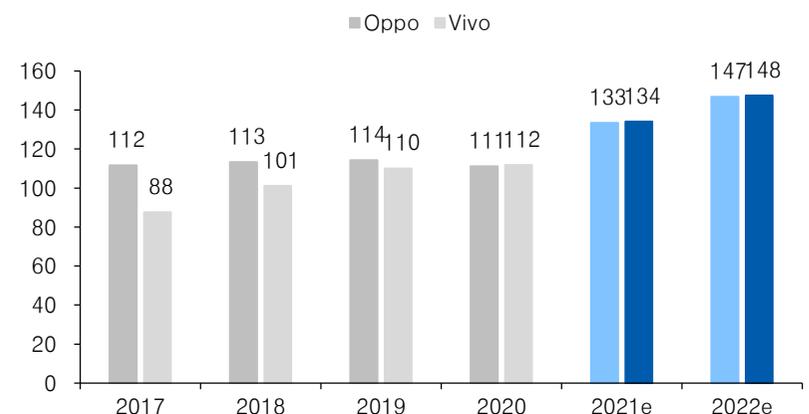
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

Xiaomi 스마트폰 출하량 추이 및 전망 (단위: 백만대)



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

OPPO/VIVO 스마트폰 출하량 추이 및 전망 (단위: 백만대)

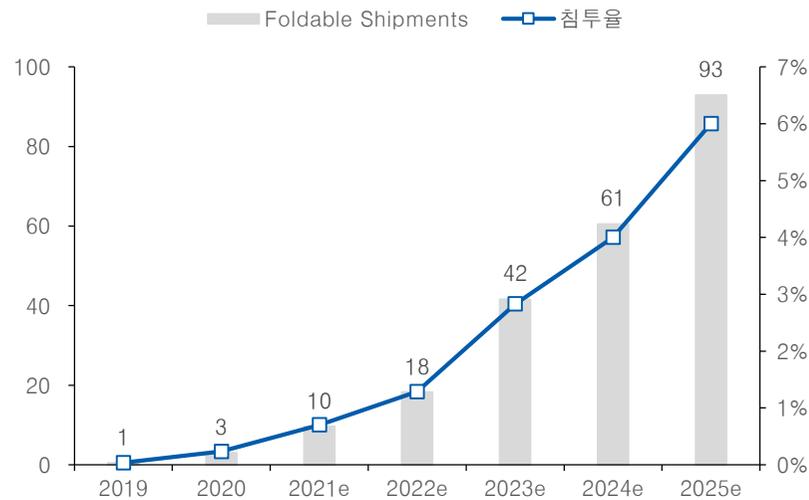


자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

삼성전자 스마트폰, 폴더블로 재도약

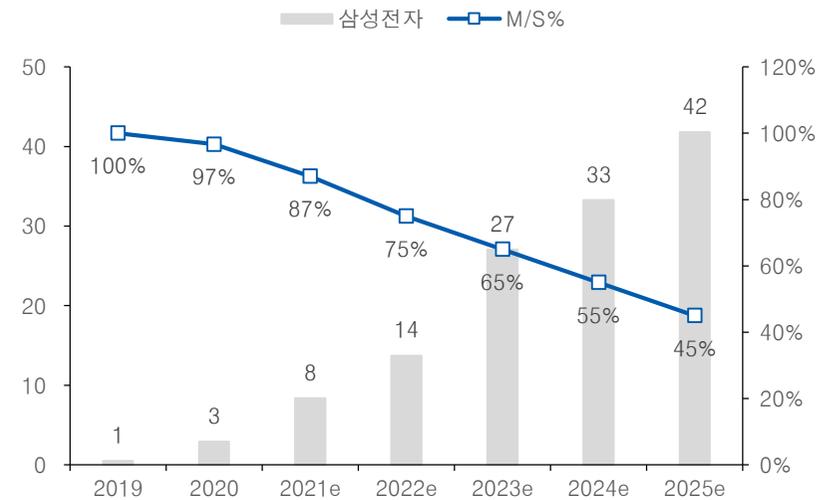
- 당사 리서치센터는 2022년 삼성전자 스마트폰 출하량을 2.8억대 YoY 2%로 추정
 - 삼성전자 IM 사업부 매출액과 영업이익은 각각 110조원(YoY 4%), 13조원(OPM 12%, YoY -8%)
 - 폴더블 스마트폰이 동사 고가 스마트폰 메인 라인업으로 자리잡으며, IM 사업부의 이익 개선을 가능하게 할 것으로 추정
 - 중저가 라인의 시장 지배력을 강화하기 위해, OIS 탑재를 본격화할 것으로 전망되고 있음
- 2022년 기준 삼성전자 폴더블 스마트폰 출하량은 1,370만대 YoY 110% 수준일 것으로 전망
 - 글로벌 시장 내 동사의 폴더블 스마트폰 점유율이 80%이상으로, 스마트폰 시장내 교체 수요를 이끌어내고 폴더블 스마트폰 시장 확대를 주도할 것
 - 한편 중화권 스마트폰 업체 및 Google과 같은 업체들이 폴더블 스마트폰 시장 진입을 시도하고 있지만 경쟁력있는 제품 출시가 어려운 것으로 파악
 - 안정적인 Supplychain과 기술력기반으로 폴더블 스마트폰 시장을 지속 선도해 나갈 것. 2023년까지도 폴더블 스마트폰 시장 성장을 향유할 것

글로벌 폴더블 스마트폰 출하량 추이 및 전망 (단위: 백만대)



자료: 유안타증권 리서치센터

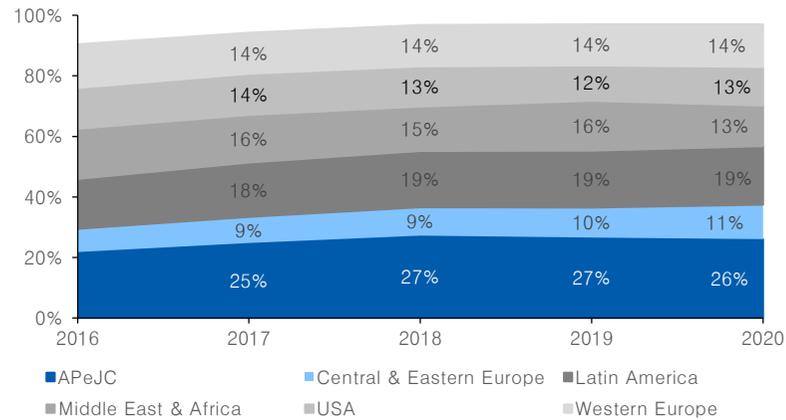
삼성전자 폴더블 스마트폰 출하량 추이 및 전망 (단위: 백만대)



자료: 유안타증권 리서치센터

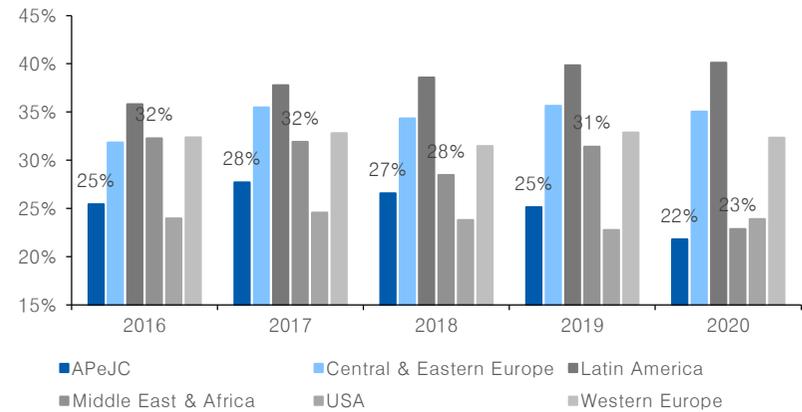
삼성전자 스마트폰 지역별 수요 비교

주요 지역별 삼성전자 판매량 비중 변화 추이



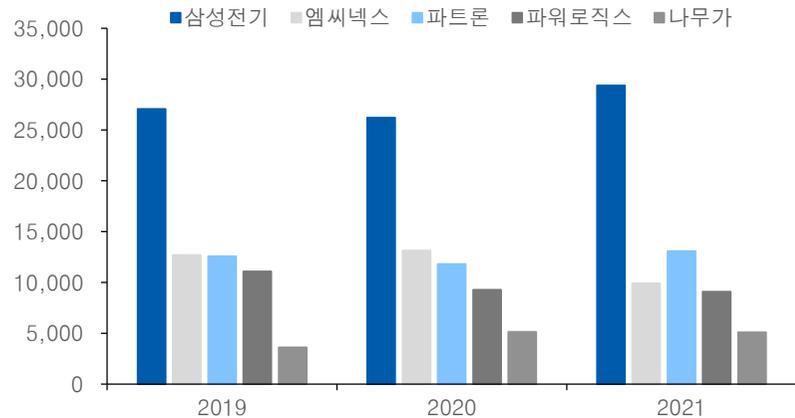
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

주요 지역별 삼성전자 점유율 변화 추이



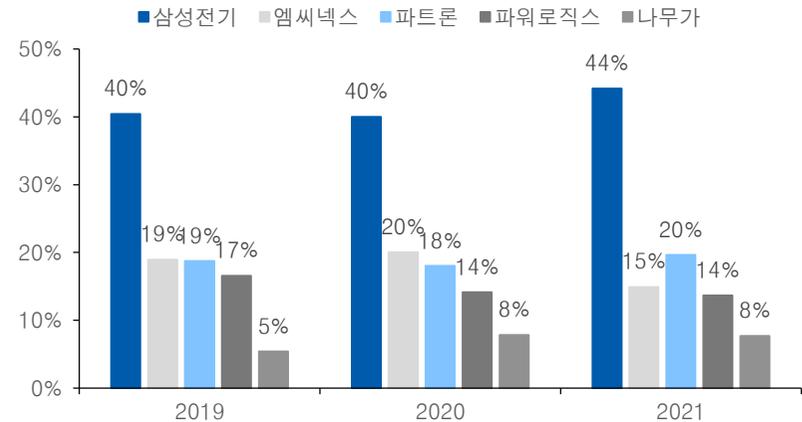
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

삼성전자 스마트폰 카메라모듈 업체 실적 변화 추이 (단위: 억원)



자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터

삼성전자 카메라모듈 업체 점유율 추이 추정

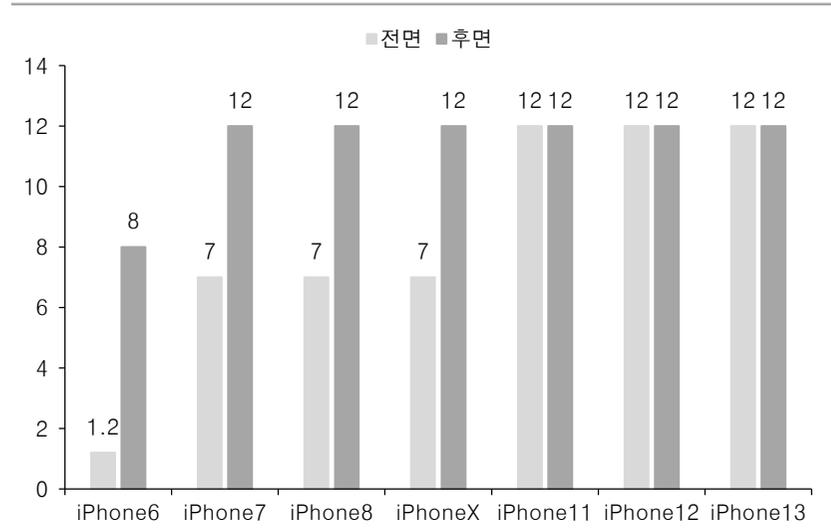


자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터

Apple 스마트폰, 카메라 위주의 변화 지속될 것

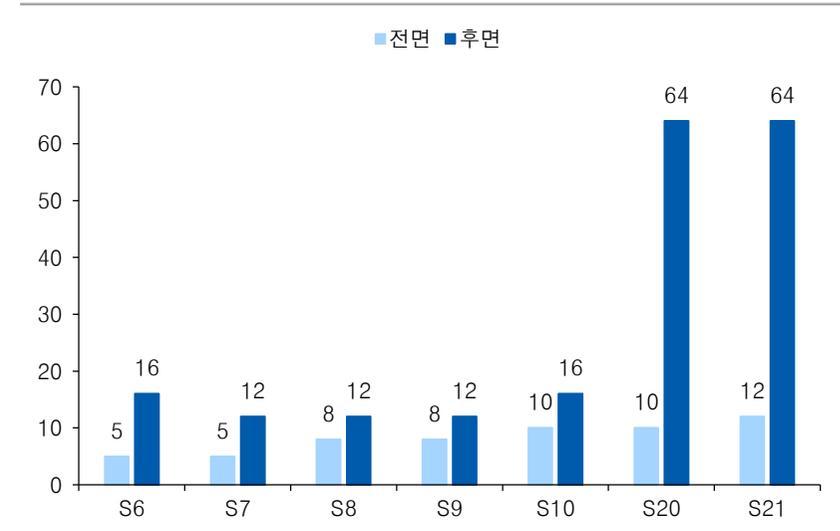
- 당사 리서치센터는 2022년 Apple 스마트폰 출하량을 2.1억대로 YoY 2% 전망
 - 올해(Sensor Shift 전모델 탑재)와 마찬가지로 카메라 중심의 성능 강화를 지속 강조할 것
- 2022년 9월 출시 예정인 iPhone 14 모델에는 48MP의 고화소 카메라모듈이 탑재될 것으로 기대
 - 스마트폰 유저들의 동영상 활용도가 지속적으로 높아지고 있음, 애플은 차세대 아이폰에 8K 동영상 촬영이 가능한 스마트폰 카메라센서를 탑재할 것
 - 참고로 8K UHD는 4K보다 화소수가 4배 많은 것으로 파악되며, Full HD와 비교하면 16배 많으며, 대략 3000만 화소가 넘는 것으로 파악됨
 - 과거 5년동안 동사 스마트폰 카메라의 화소수 상향 조정이 전무했다는 점까지 감안하면, iPhone 14 카메라모듈 화소수 상향 조정 가능성은 높을 것

아이폰 카메라 화소수 변화 추이 (단위: Mega Pixel)



자료: gsmarena.com, 유안타증권 리서치센터

삼성전자 스마트폰 갤럭시 화소수 변화 추이 (단위: Mega Pixel)

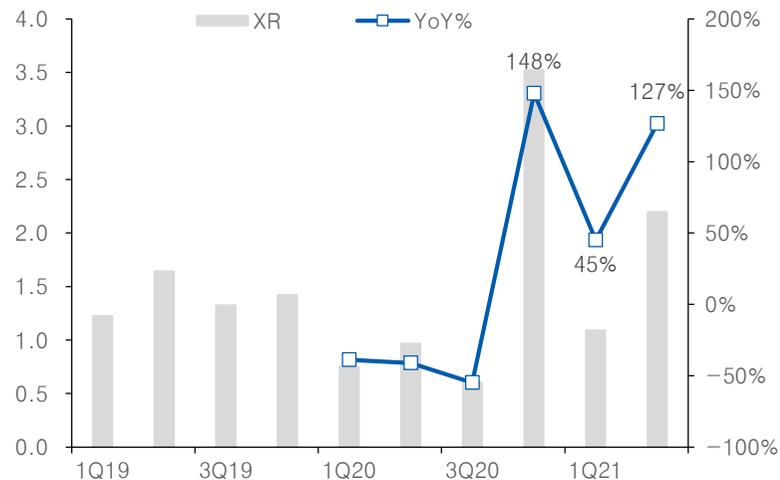


자료: 유안타증권 리모자료: gsmarena.com, 유안타증권 리서치센터
서치센터

2022년 XR 디바이스 고성장 전망

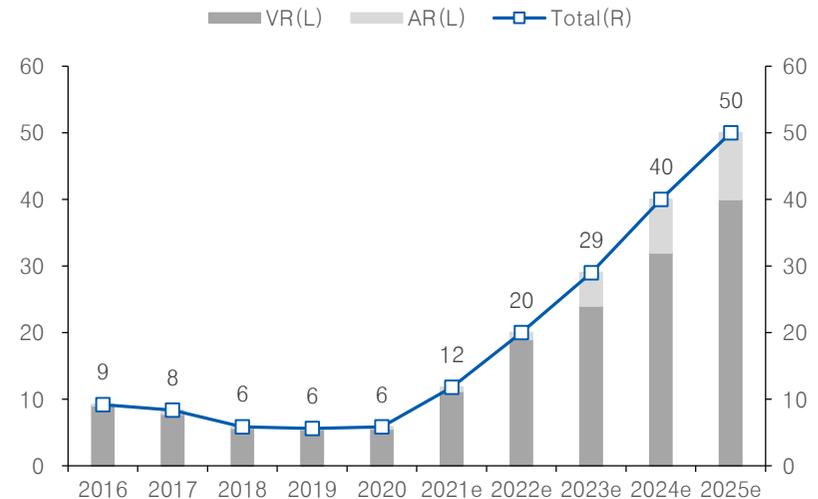
- 2022년 XR (AR/VR) 디바이스 출하량 2000만대 YoY 57% 고성장 전망
 - Apple: 고사양 'VR 디바이스' 출시로 글로벌 XR 디바이스 시장은 큰 폭의 성장을 보여 줄 수 있을 것으로 기대
 - Meta(구 Facebook): 합리적인 가격의 '신규 VR 및 AR 디바이스' 출시로 글로벌 XR 디바이스 대중화를 이끌어낼 수 있을 것으로 전망
 - Microsoft: 안정적인 기술력을 기반으로 'Hololens 3'와 같은 AR 글라스를 보급하고, B2B 시장내 선두주자로 자리매김 할 것
- 주요 IT 업체들은 차세대 XR 디바이스의 예상 스펙을 지속적으로 공개하고, 기기 출시 일정을 공유할 것
 - Apple: 글로벌 반도체 공급 부족 이슈로, 동사 '1세대 VR Headset'은 2022년 하반기로 연기, '1세대 AR Glass' 2023년으로 예상
 - Meta (구 Facebook): 동사 VR Headset 차세대 모델 'Oculus Quest 3'는 빠르면 2022년 상반기 일 것으로 추정
 - Microsoft: 2022년 하반기~ 2023년 상반기 내로 AR Glass 타입 'Hololens 3' 출시 예상

글로벌 XR 디바이스 출하량 추이 (단위: 백만대)



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

글로벌 XR 디바이스 출하량 전망 (단위: 백만대)



자료: 유안타증권 리서치센터

XR 기기 스펙 비교

Device	Oculus Quest 3 (Standalone type 예상)	Oculus Quest 2 (Standalone type)	Oculus Quest (Standalone type)
Released Date	2022 출시 예정	2020.10.13	2019.05.21
Weight	Lower or Same as Quest 2 Model	503g	571g
Price	Same price with better spec strategy expected	\$299	\$399
Chipset	Same platform expected	SoC Qualcomm® Snapdragon™ XR2 Platform	Qualcomm® Snapdragon 835 CPU, Qualcomm® Adreno™ 540 GPU
Storage	64GB or 256GB, 6GB RAM	64GB or 256GB, 6GB RAM	64GB or 128GB, 4GB RAM
Display	Minimum 120Hz support	72Hz at launch; 90Hz support to come; Fast-switch LCD	72Hz (default), can be configured to 60Hz in some cases
Tracking	6 degrees of freedom head and hand tracking through integrated technology	6 degrees of freedom head and hand tracking through integrated technology	6 degrees of freedom head and hand tracking through integrated technology
Controller	Improved hand tracking in that time	per controller, includes tracking ring; 126g (per controller)	Two touch controllers
Camera	5 or more built-in camera sensor on the headset And Higher	4 built-in camera sensor on the headset	4 built-in camera sensor on the headset

자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

Device	Apple VR Headset (Standalone Type 예상)	VIVE FOCUS 3 (Standalone Type)	VIVE Focus Plus for enterprise (Standalone Type)
Released Date	2022년 상반기	2021. 6. 27	2019. 04. 15
Weight	Below 500g	785g	695g
Price	Over \$1,000	\$1,300	\$799
Chipset	-	Qualcomm® Snapdragon™ XR2	Qualcomm® Snapdragon™ 835
Storage	-	128 GB / 8 GB with support up to 2TB microSD	4GB RAM
Display	Minimum 120 Hz	90 Hz, LCD	75Hz, AMOLED
Tracking	6DoF Inside-out HMD	6DoF Inside-out HMD	6DoF inside-out HMD
Controller	-	6DOF, Capacitive finger sensing expected	Chirp Sonic Track™ 6DoF ultrasonic + IMU fusion tracking
Camera	Minimum 5, Up to 10~15	4 Tracking camera, G Sensor, Proximity sensor	built-in cameras for inside-out tracking, 3.5MP

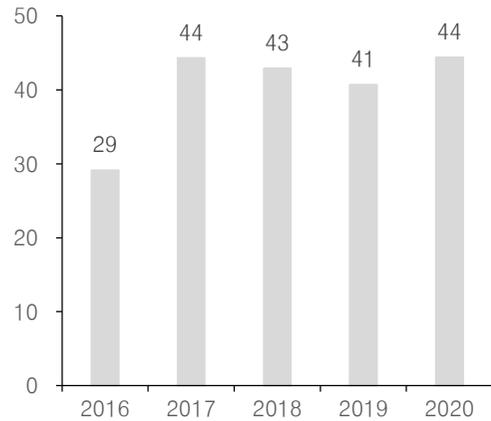
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

‘1 가구 1 XR’ 디바이스 시대 도래 가속화

- 2030년 기준 XR 디바이스 출하량은 2.5억대로 추정하며, 향후 1가구 1XR 시대 도래가 가능하다는 판단
 - 신기술 탑재 타임라인이 줄어들고 있다는 점은 높은 성장률이 정당성을 부여할 것
 - 과거 TV 상용화에는 수십년이 걸렸지만, 2000년대 들어 스마트폰의 시장 침투율은 더 가팔랐으며, 태블릿 시장 침투율이 10%를 넘기는데 5년 미만
 - XR 디바이스의 무게, 사이즈, 카메라 스펙 등 Hardware에 의한 시장 성장 Bottleneck이 2023년 즈음 해소되면서 시장 성장을 더욱 촉진시킬 것
 - AR,VR 디바이스는 약 4,000만대의 글로벌 Console 기기 시장을 잠식하고, 태블릿/PC 및 Smart Watch 시장 수준으로 성장해 나갈 것으로 추정
- XR 주변 기기가 다채로워지면서, XR 디바이스 성장을 가속화 시키는데 기여할 것
 - 메타버스를 위해 XR 디바이스 뿐만 아니라, 실제 세계와 같은 효과가 반영될 수 있도록 현실 세계의 체감을 돕는 주변 장치의 필요성은 더욱 커질 것
 - 가상 공간 생태계를 경험할 때 그 경험의 중심에 있는 사람은 새로운 감각을 채울 보완재가 필요하다는 인식을 멈출 수 없을 것이기 때문
 - 실제 Tesla의 Haptic Suit, KAT사의 트레드밀은 XR Headset의 몰입도를 한층 더 높이는 것으로 파악되고 있음
 - 최근 Meta(구 Facebook) 또한 Smart Watch (프로젝트명은 밀라노) 출시를 발표함. 해당 제품은 시계 전면부에 탑재된 카메라가 특징적. 언제든지 유저가 손목을 들어올려 사진을 찍어 SNS에 올릴 수 있고, 화상회의에 사용할 수 있다는 점이 소비자를 어필 할 것. 스마트폰으로의 연동이 아닌, XR(AR/VR) Headset과 연결해 사용할 수 있게끔 한다는 점에서 XR 주변기기를 통한 XR 구현 완성도를 높혀 나갈 것으로 추정해볼 수 있음
- 메타버스 기술과 콘텐츠가 고도화되는 과정에서, 매개체의 변화가 불가피 해질 것으로 전망됨에 따라 XR 디바이스 고성장 흐름은 이어질 것
 - 차세대 XR 디바이스는 스마트폰에 가까운 휴대성과 고성능을 갖추게 되면서 매력적인 IT 디바이스로 거듭남에 따라 소비자의 구매를 촉진시킬 것
 - 최근에 출시된 XR 디바이스는 무게, 크기, 해상도, 배터리 시간 등 다양한 방면에서 아직도 해결해야할 점이 많을 것
 - XR 디바이스 활용 시 Privacy 이슈 등 다양한 법률적인 이슈도 적지 않은 것으로 파악되고 있음
 - 그러나 이러한 Challenges들이 하나 둘씩 해소될 때마다 시장은 큰폭의 성장을 시현할 수 있을 것으로 예상된다는 점이 긍정적
 - 이에 중장기적 관점에서도 XR 디바이스 관련 업체들의 성장세를 이어나갈 수 있다는 결론

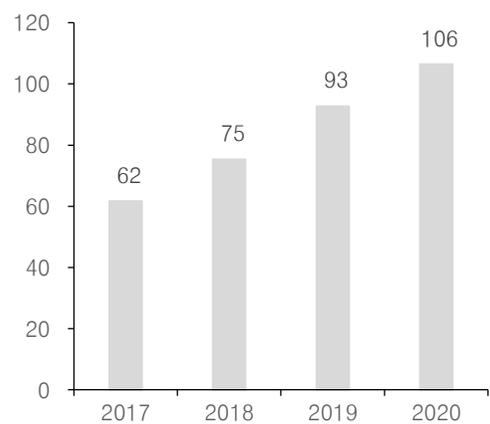
전통 IT 디바이스 시장 연평균 출하량 변화 추이

글로벌 Console 시장 (단위: 백만대)



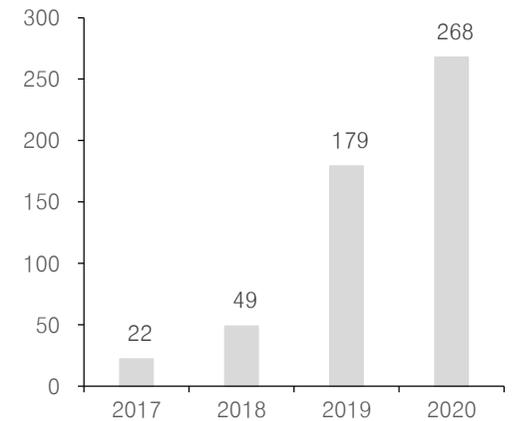
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

글로벌 Smart Watch 시장 (단위: 백만대)



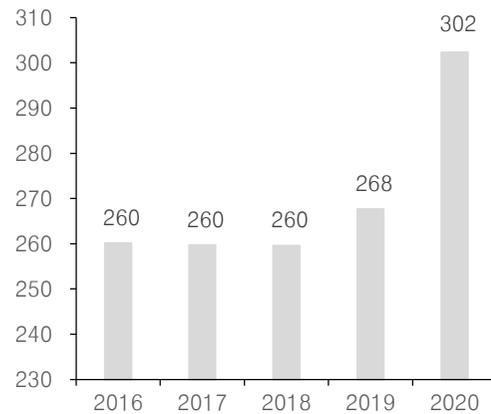
자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

글로벌 Wireless Wearable 시장 (단위: 백만대)



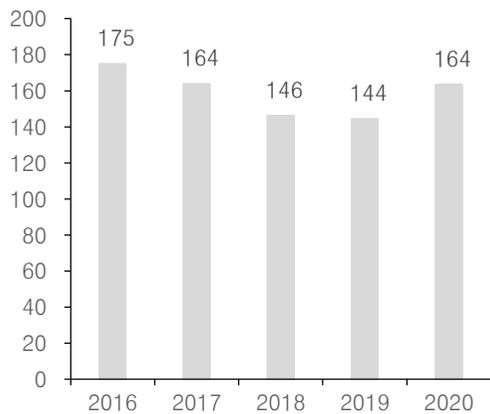
자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

글로벌 PC 시장 (단위: 백만대)



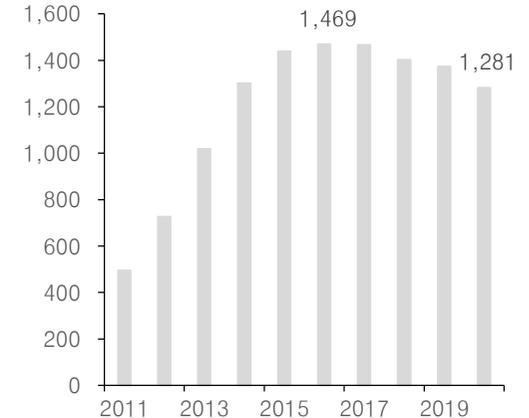
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

글로벌 Tablet 시장 (단위: 백만대)



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

글로벌 스마트폰 시장 (단위: 백만대)

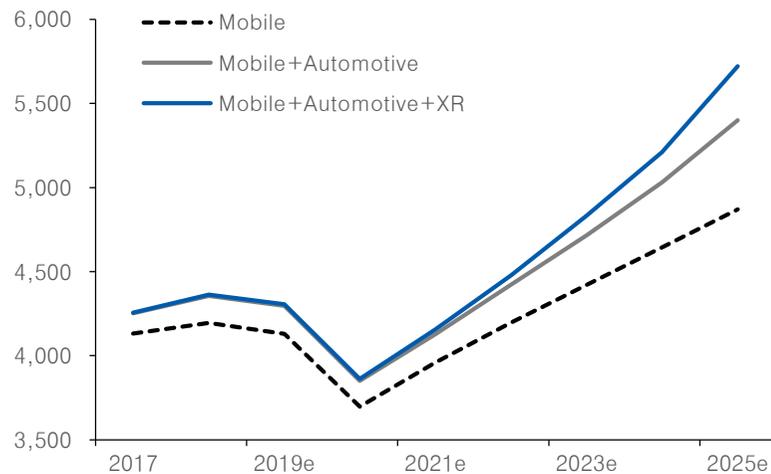


자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

카메라모듈 시장 성장 기울기 변화에 관심

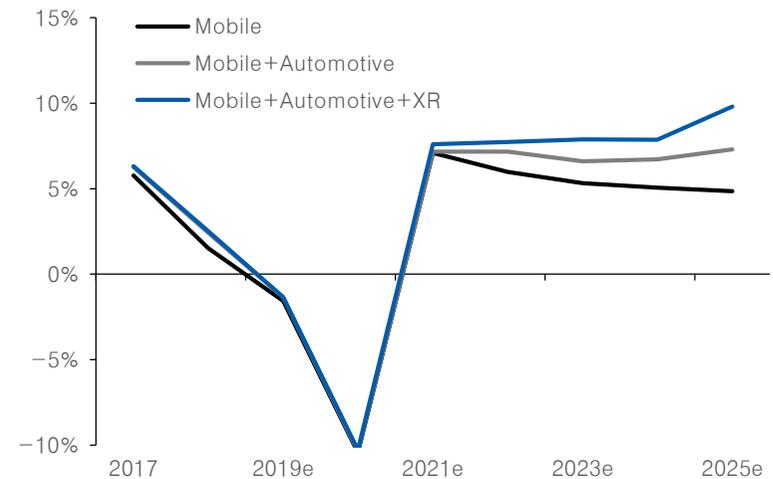
- 글로벌 카메라모듈 시장 성장 기울기가 높아질 것
 - 글로벌 공급망 정상화 및 펜트업 수요로 인해 스마트폰 및 차량용 카메라 시장 회복 예상
 - 대당 탑재량 증가 + 차량용카메라모듈 ASP 우상향 ⇒ 차량용 카메라모듈의 본격적인 수요 증가 전망
 - XR 디바이스용 카메라모듈 시장 성장 모멘텀 기대, XR 디바이스용 카메라모듈 출하량의 2021~2025년 연평균 성장률 97%
- 카메라모듈 시장 내 구조적인 변화는 국내외 카메라모듈 공급사들의 Valuation Re-Rating으로 이어질 것
 - 그동안 카메라모듈 전체 시장 수요의 80% 이상이 스마트폰이었기 때문에 카메라모듈 업체들의 실적과 주가 흐름은 부진한 흐름을 보였음
 - 하지만 향후에는 이들 중에서도 '전장' 과 'XR'에 노출도가 높은 업체들이 차별적인 실적 성장세를 보일 것으로 전망

글로벌 카메라모듈 출하량 전망 (단위: 백만개)



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

글로벌 카메라모듈 시장 YoY%

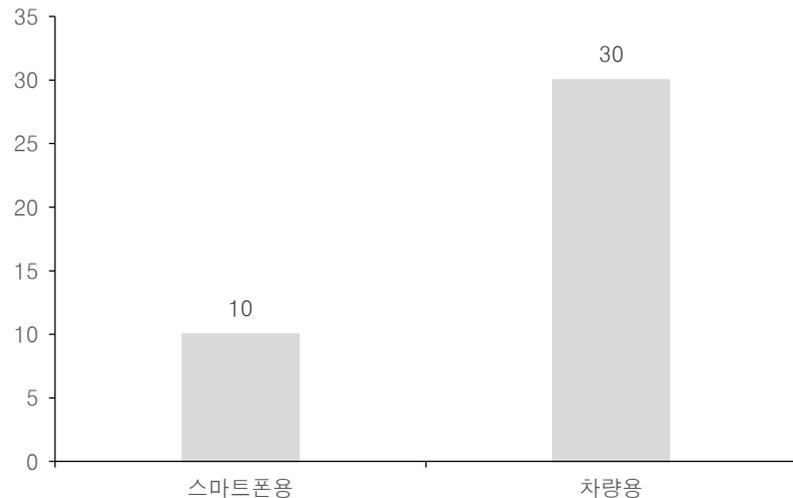


자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

차량용 카메라모듈, 향후 40~50% 수준의 고성장 전망

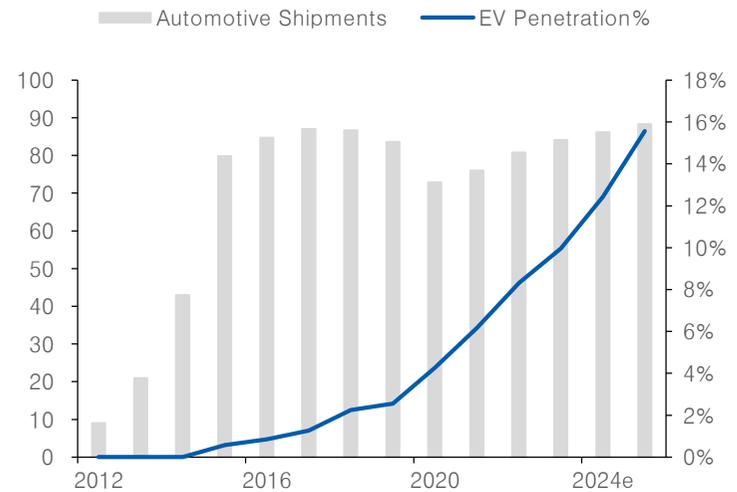
- 2025년까지 중장기적관점에서 차량용 카메라모듈 출하량은 연평균 성장률 30%에 육박하는 성장률을 보일 것으로 전망
- 당사 리서치센터는 2022년 EV 침투율 8% 기준, 글로벌 판매량을 8,100만대로 가정하고 차량 한대당 탑재되는 카메라모듈 개수는 2.8개로 추정
- 현재 차량용 카메라모듈 ASP는 스마트폰대비 최소 3배 정도 높다는 점까지 감안하면, 차량용 카메라모듈 시장 전체 성장률은 40~50%를 육박할 것
- 향후에도 차량용 카메라모듈 ASP는 화소수 증가와 ADAS 보급화를 위한 추가적인 기능 탑재가 가속화됨에 따라 '우상향' 하는 모습을 보일 것
- 참고로 스마트폰 카메라모듈 대비 차량용 카메라모듈의 원부자재 비중이 약 10% 정도 낮다는 점을 감안하면 차량용 카메라모듈 공급업체들의 외형 성장에 따른 영업이익 레버리지는 높을 것으로 추정

평균 판매 단가 비교: 차량용 카메라 모듈 vs. 스마트폰용 카메라 모듈 (단위: USD)



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 자동차 출하량 및 EV 침투율 (단위: 백만대)

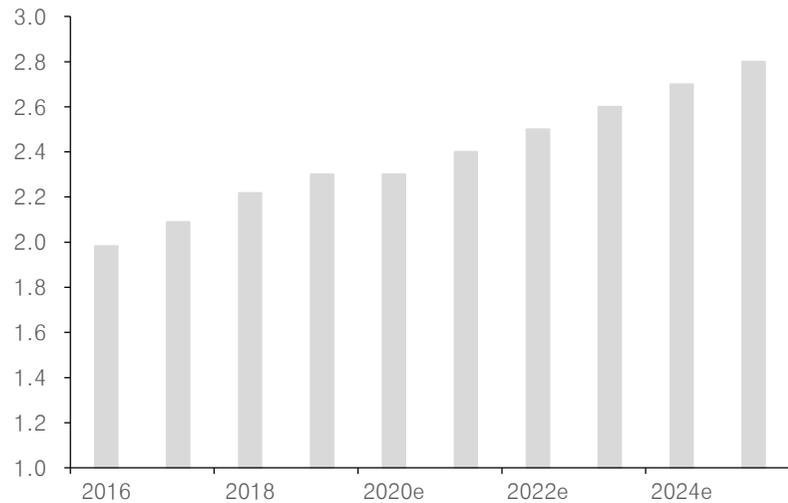


자료: 유안타증권 리서치센터

차량 한대당 탑재되는 카메라모듈 개수 증가 트렌드는 필연적

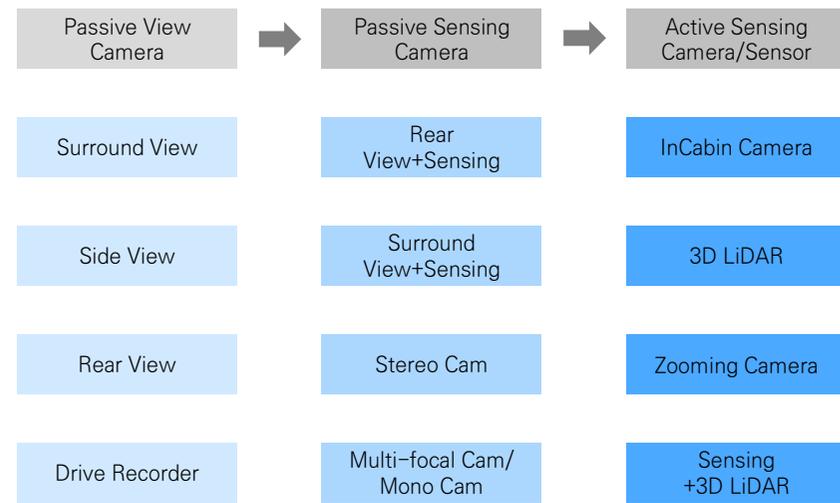
- ADAS (Advanced Driver Assistance Systems, 첨단 운전자 지원 시스템)의 보편화와 더불어 차량의 전장화 트렌드가 가속화되고 있기 때문. 2020년 차량 한대당 탑재되는 평균 카메라모듈 개수가 2개 정도 였다면, 2025년에는 보수적으로 추정해도 6개 (2021e~2025e 기준 연평균 24%) 이상이 필요할 것으로 예상. **최근에 출시된 신차 기준으로 해당 탑재되는 카메라 평균 개수는 최소 5개~ 10개 내외로 빠르게 늘어나는 것으로 파악.**
- 과거 대다수의 차량에는 ‘뷰잉 (Viewing)’ 중심의 카메라모듈 1~2개 탑재가 지배적이었으나, 최근에는 국내외 완성차업체들이 ‘센싱 (Sensing, 인지카메라로도 불리며 특히 ADAS 기능을 탑재하는 것이 특징)’ 기능 중심으로 마케팅을 진행. 이러한 과정에서 신차 대부분에 ‘Viewing + Sensing’ 카메라 탑재가 보편화되는 과정에 있을 것으로 추정.
- 뷰잉카메라는 후방 감시/서라운드 모니터링 등 운전자에게 도로 주행 환경에 대한 정보를 제공하는 역할만 수행, 반면 센싱카메라는 차량 전후방을 인식하여 충돌을 예방하고 차선 유지 등을 지원하는 업그레이드된 기능을 수행한다는 점에서 보면 두 카메라를 동시에 탑재하는 차량은 지속 늘어날 것

차량 한대당 탑재되는 카메라모듈 개수 추이 (단위: 개)



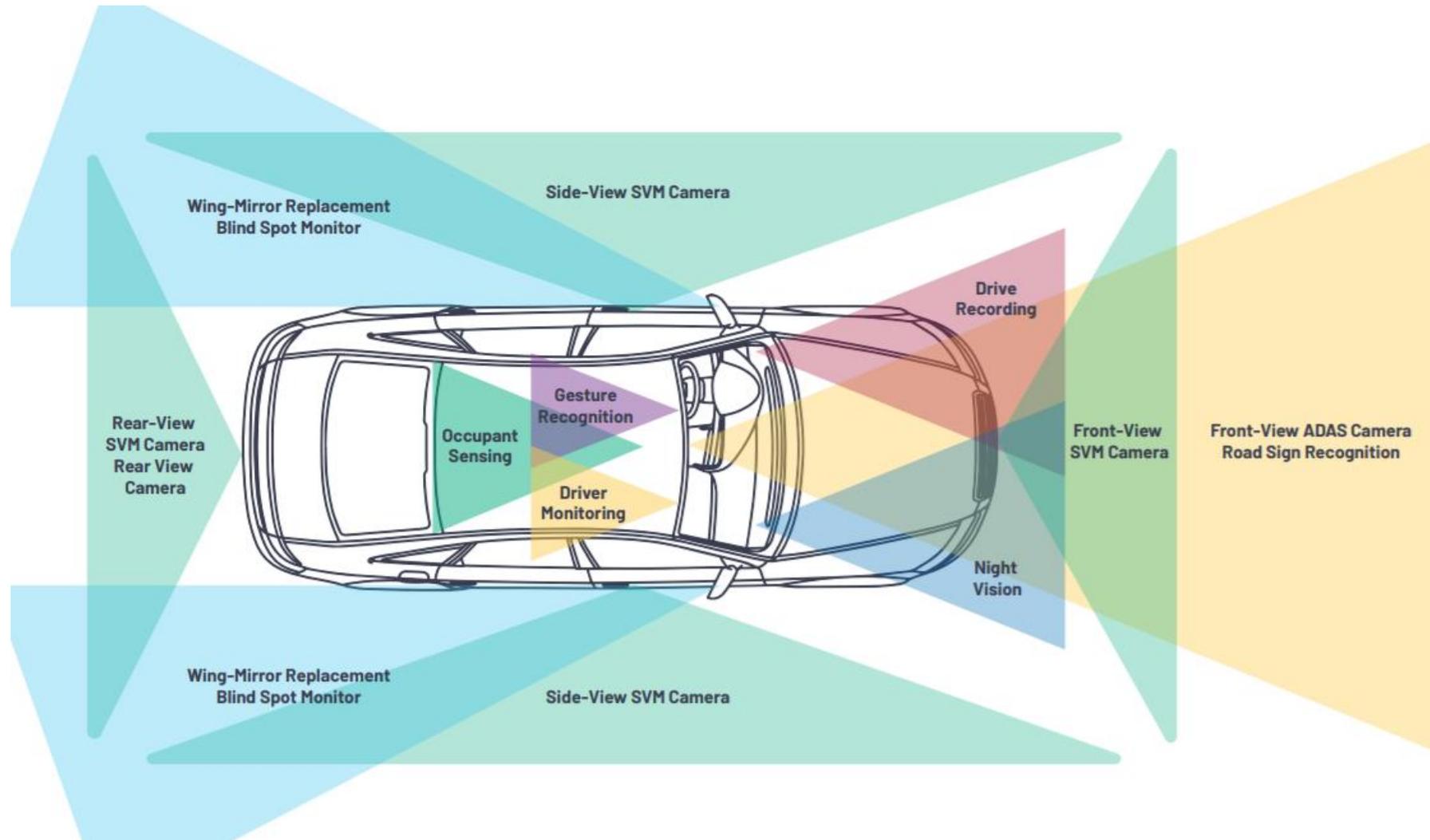
자료: 유안타증권 리서치센터

차량용 카메라 진화 과정 추정



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

차량내 카메라모듈 적용처 증가 추세는 지속될 것



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

XR 디바이스용 카메라모듈 고성장 전망

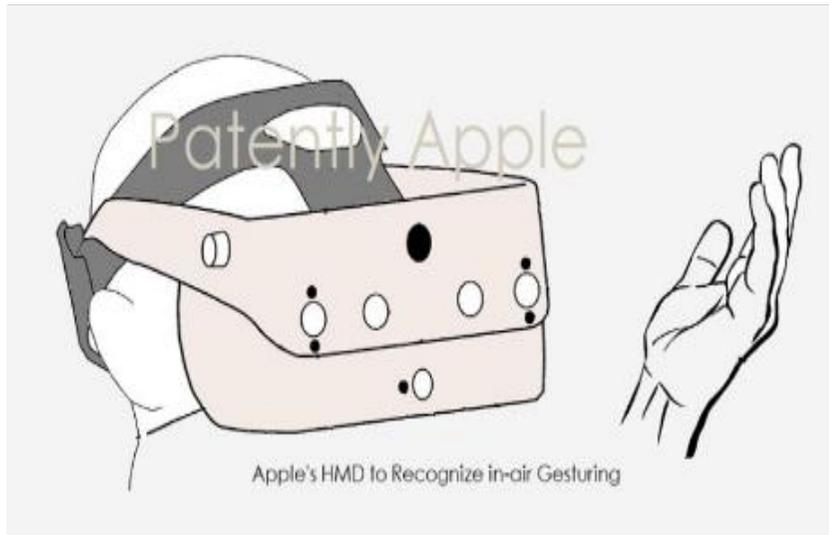
• XR 디바이스 내 카메라 스펙 상황 전망

- XR 경험 몰입도에 영향을 미치는 주요 요인으로 추정되기 때문. 업계에 따르면 현재 광학 장치에 기반한 편향성 문제가 광선/무지개 효과 또는 두통과 같은 부정적인 XR 경험에 원인 제공을 하고 있는 것으로 파악
- 현재 XR 디바이스 유저들의 관심 대상이자, 디바이스 몰입도에 가장 큰 영향을 주는 카메라 화소수는 최소 15MP ~ 최대 50MP까지 높아질 것. 참고로 VR 디바이스 시장 내 흥행을 이끌어냈던 Facebook의 Oculus Quest 2에는 3.5MP 카메라가 탑재되고, 평균 단가는 대략 \$5~6 인것으로 추정

• 화소 뿐만 아니라 XR 내 탑재되는 카메라 개수 또한 지속 증가하는 모습을 보일 것

- XR 디바이스 외부 Tracking 방식이 트렌드를 주도하는 추세인데, 보다 정확한 인식 및 연산을 위해서는 최소 4개 이상의 카메라가 필요할 것으로 추정
- 업계에서는 Apple 및 Meta(구 Facebook), Microsoft가 2022년에 출시하는 기기에는 최소 5~10개까지 다수의 카메라가 탑재될 가능성 언급

Apple VR Headset 기기 내 카메라 개수는 최소 5개 이상일 것으로 예상



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

Meta (구 Facebook)의 Oculus Quest 3 기기 내 카메라 탑재 개수 증가 전망

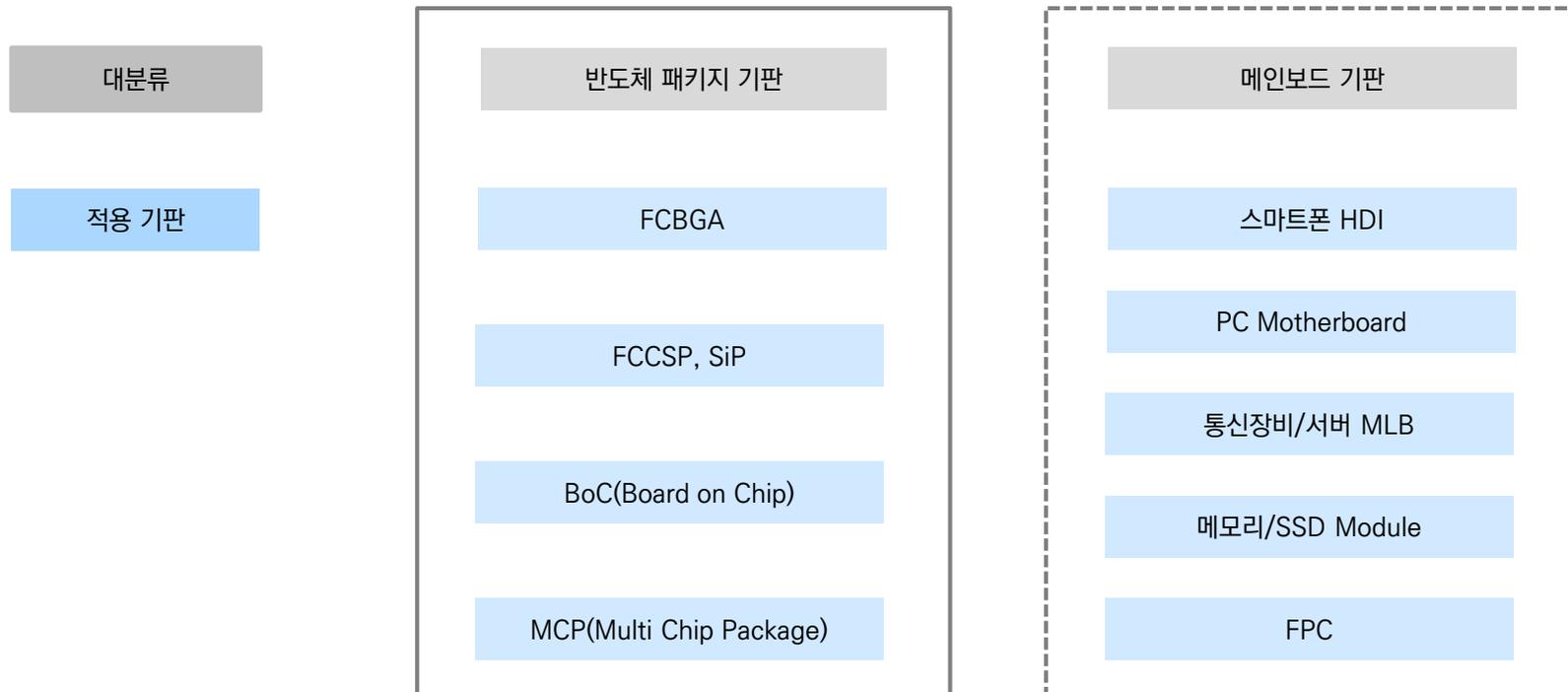


자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

PCB 산업 분류 및 동향

- PCB산업은 크게 분류하면 반도체 패키지(Package Substrate)와 메인보드 기판(PCB)으로 분류
 - 최근 국내외 PCB 업체들은 대부분 HDI 사업을 철수하고, 고부가 반도체 패키지 시장에 진입하려는 움직임을 보이고 있다는 점이 특징적
 - 반도체 패키지 기판에는 'FCBGA(Flip Chip Ball Guide Array)', 'FCCSP(Flip Chip Chip Scale Package)', BoC(Board on Chip) 등이 포함
 - 메인보드 기판은 대표적으로 스마트폰용 HDI, PC용 Motherboard, 통신장비 및 서버용 MLB(Multi Layer Board), 메모리/SSD용 Module이 있음

PCB 산업 분류



자료: 유안타증권 리서치센터

2022년 내내 FCBGA 기판 공급 부족이 지속될 전망

· ‘수요 측면’, FCBGA 기판의 기술 변화에 재차 주목

- FCBGA와 같은 고부가 반도체 패키지기판은 ‘박형화(Coreless), 부품 내장화(Embedded), 대면적화 및 고다층화, 미세화(Fine Line and Space)’라는 기술 변화가 최근 들어 가속화되고 있음. IT 제품 성능 강화를 위해 패키지 기판을 더 얇게 만들고, 다양한 종류의 칩을 함께 실장하려는 고객사들의 Needs를 충족하는 과정에서 이와 같은 4가지 주요 기술적 구조적 변화가 일어나고 있는 것으로 파악.

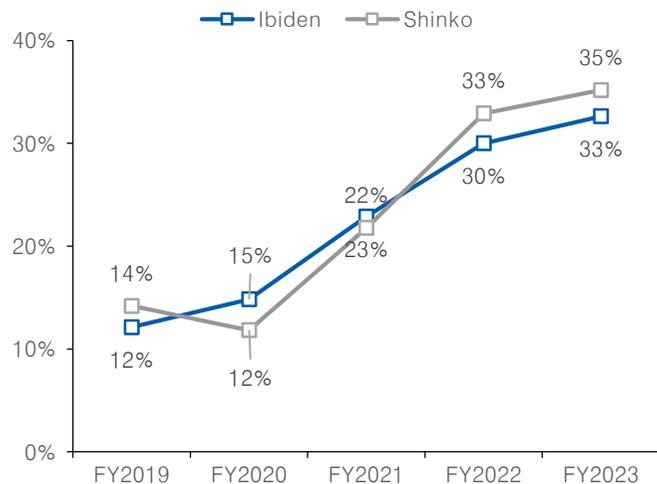
⇒ 이에 패키지 기판 공급 업체들의 생산 난이도가 높아지고 있고, 주요 반도체 패키지 기판 공급업체들의 수율 악화와 생산 Capa 잠식으로 이어질 것으로 예상.

· ‘공급 측면’, 글로벌 주요 FCBGA 기판 공급 업체들의 동향에 주목

- Intel 제품 외에도 AMD, Apple을 포함한 여타 Chipset 업체들의 FCBGA 기판 채택이 가시화되고 있는 것으로 파악된다는 점이 긍정적. 글로벌 기판 업체가 안정적으로 FCBGA 기판을 공급을 할 수 있는 시점을 감안하면 2022년까지는 반도체 패키지 기판의 타이트한 수급 상황이 이어질 가능성이 높다는 판단

- 한편 최근까지 고부가 반도체 패키지 기판 생산 라인을 위한 장비 및 주요 소재 원활하지 못함. 특히 일본 Ajinomoto사의 이례적인 Capex 집행에도 불구하고 높은 수요 때문에 ABF(Ajinomoto Build-up Film)의 공급 부족이 지속되고 있음

일본 이비덴/신코 매출액 추이 및 전망 (단위: 백만달러)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: FY2021~FY2023 수치는 블룸버그 컨센서스 반영

반도체 패키지 기판 주요 변화 트렌드 4가지



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

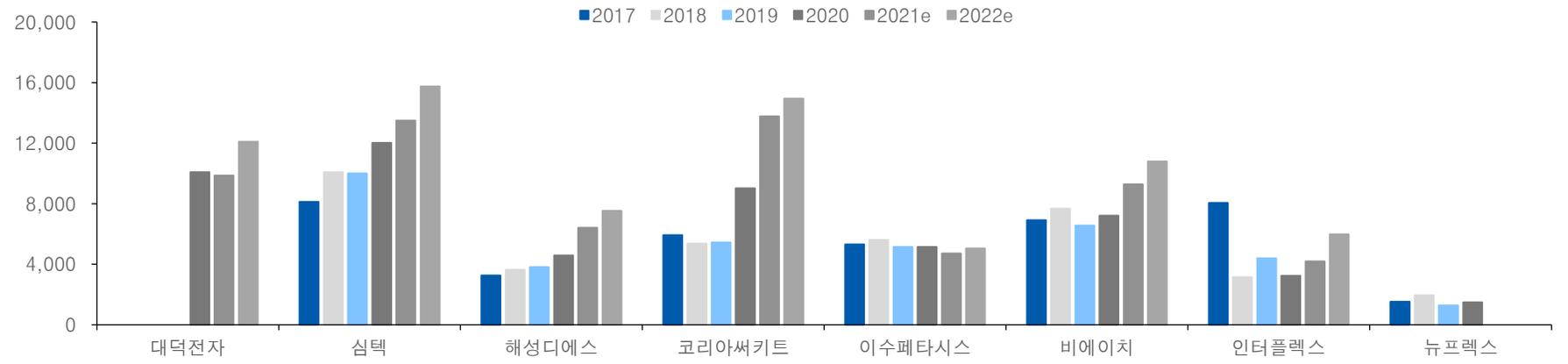
국내외 기판 공급업체 Positioning

			반도체				메인 기판				그외 PCB
			FC-BGA	FC-CSP, SIP	BoC	MCP	MLB	HDI	Motherboard	메모리/SSD	
국가	업체	시가총액	(ABF)	(BT)			(통신장비/서버)	(휴대폰)	(PC)	Module	
국내	LG이노텍	68,161	O	O	-	-	-	-	-	-	-
	삼성전기	129,967	O	O	-	-	-	-	-	-	-
	대덕전자	10,748	O	O	-	-	O	-	-	-	-
	심텍	13,650	-	O	O	O	-	-	-	O	-
	해성디에스	8,806	-	O	-	-	-	-	-	O	차량용 리드프레임
	코리아써킷	5,374	O	O	O	-	O	O	-	O	-
	이수페타시스	3,011	-	-	-	-	O	-	O	-	-
	비에이치	7,042	-	-	-	-	-	-	-	-	스마트폰/전장 RFPCB
	인터플렉스	3,219	-	-	-	-	-	-	-	-	스마트폰 RFPCB
	뉴프렉스	1,361	-	-	-	-	-	-	-	-	스마트폰 카메라 FPC
일본	IBIDEN	-	O	△	-	-	-	-	-	-	-
	SHINKO	-	O	△	-	-	-	-	-	-	-
대만	Unimicron	-	O	O	-	-	-	-	O	O	-
	NANYA PCB	-	O	O	-	-	-	-	O	O	-
	Kinsus	-	O	O	-	-	-	-	-	-	-

국내 기관 업체 2022년 실적 및 Valaution

국내 기관 업체 연간 매출액 변화 추이

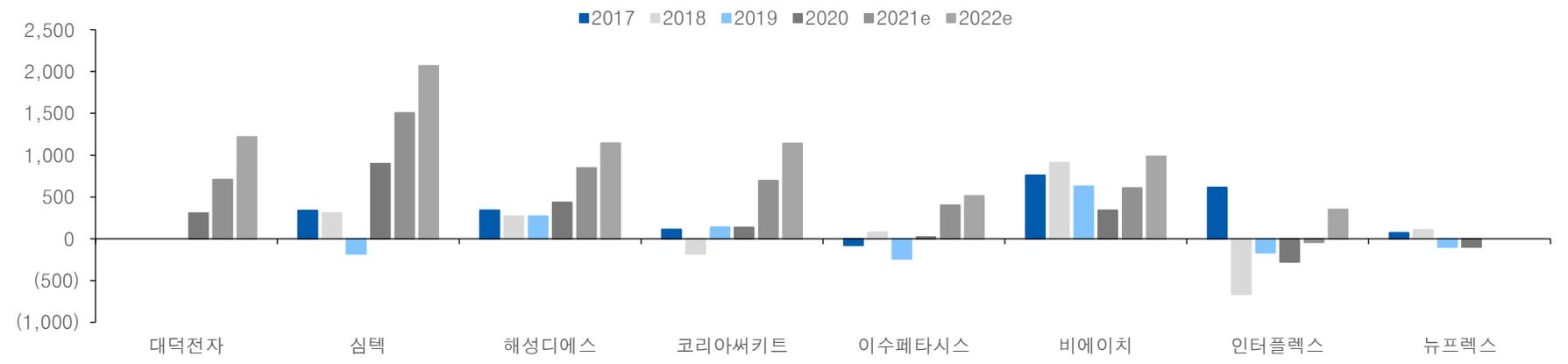
(단위: 억원)



자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터, 주: 컨센서스 기준

국내 기관 업체 연간 영업이익 변화 추이

(단위: 억원)

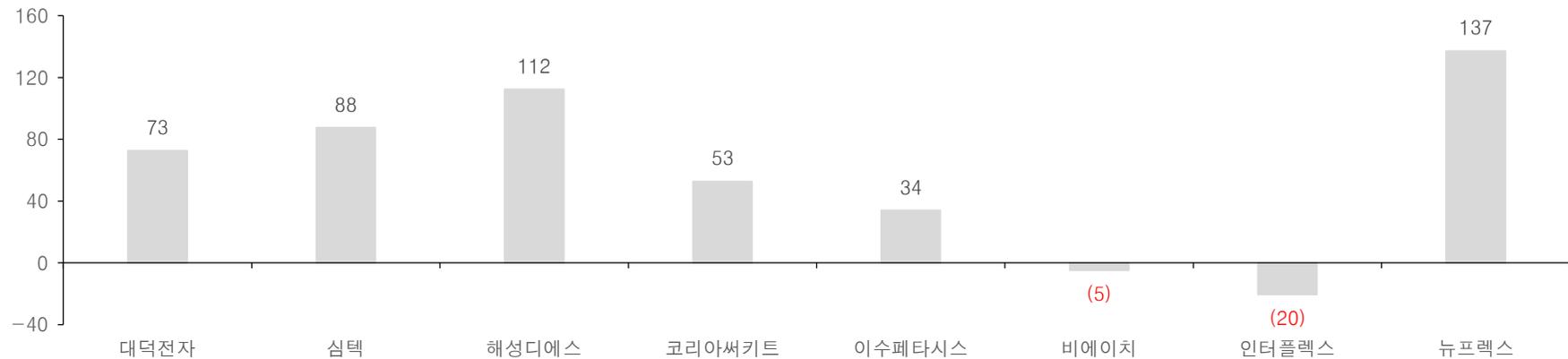


자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터, 주: 컨센서스 기준

국내 기관 업체 2022년 YTD 수익률

국내 기관 업체 YTD 수익률 비교

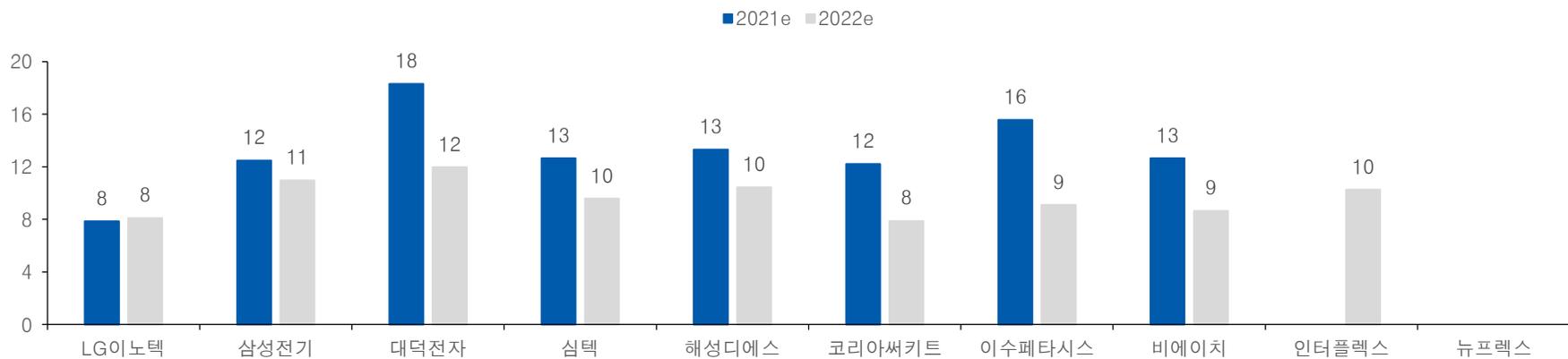
(단위: 배)



자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터

국내 기관 업체 PER Multiple 비교

(단위: 배)

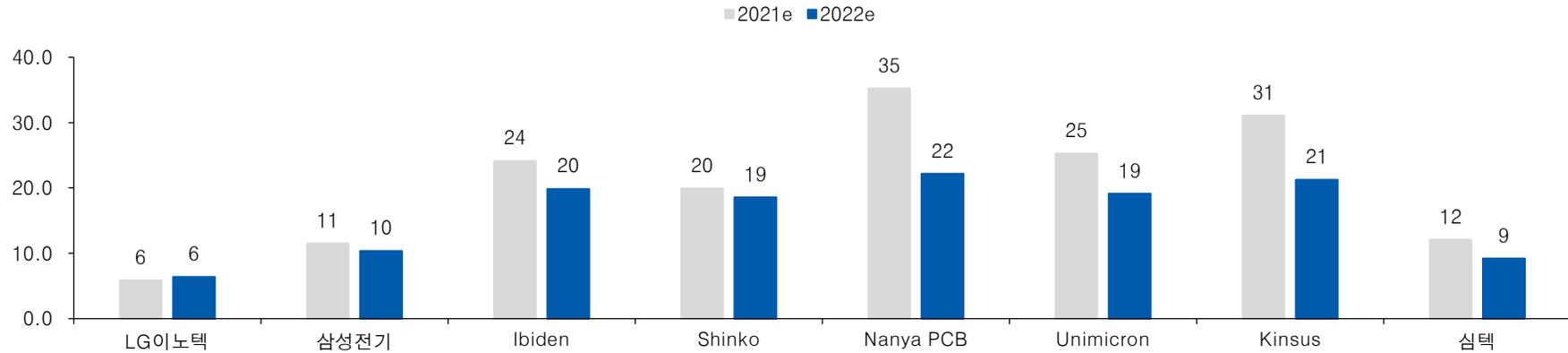


자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터, 주: 컨센서스 기준

FCBGA 기판 공급업체 실적 및 Valuation 비교

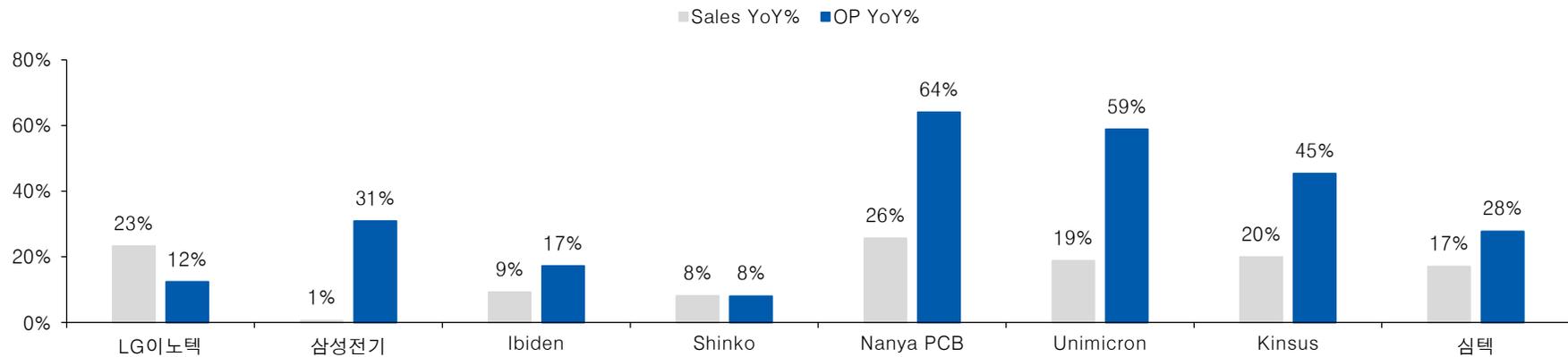
글로벌 FCBGA 기판 공급 업체 PER Multiple 비교

(단위: 배)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 FCBGA 기판 업체 실적 성장률비교



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

5. 기업분석



반도체	
A005930	삼성전자
A000660	SK하이닉스
A000990	DB하이텍
A074600	원익QnC
A166090	하나머티리얼즈
A240810	원익IPS
A095610	테스
A033640	네패스

이차전지	
A006400	삼성SDI
A247540	에코프로비엠
A003670	포스코케미칼
A278280	천보
A336370	솔루스첨단소재
A2348370	엔켐

전기전자	
A011070	LG이노텍
A009150	삼성전기
A353200	대덕전자
A007810	코리아써키트
A097520	엠씨넥스

반도체



이재윤

02 3770 5727

jaeyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	118,000원 (U)
현재주가 (11/23)	75,300원
상승여력	57%

시가총액	5,066,330 억원
총발행주식수	6,792,669,250 주
60일 평균 거래대금	10,936억원
60일 평균 거래량	14,959,444주
52주 고	91,000 원
52주 저	66,600 원
외인지분율	51.31 %
주요주주	삼성생명보험 외 17 인 21.15

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.96	2.73	11.56
상대	7.28	5.91	(3.14)
절대(달러환산)	12.45	7.69	10.64

삼성전자 (005930) 23년 연간 매출액 300조원

- 22년 연간 매출액과 영업이익은 각각 292조원(YoY 6%), 54조원(YoY 4%, OPM 19%)에 달할 전망
 - 22년 하반기 메모리반도체 가격 반등, 메모리사업부 매출액 전년 대비 16% 증가한 84조원으로 추정
 - 22년 비메모리반도체 매출액 27조원(YoY 29%)으로 사상 최대 규모, 감가상각 부담 증가에도 영업이익 4.8조원(YoY 157%, OPM 18%)으로 역대급 수익성 기록할 전망
- 23년 연간 매출액 300조원 상회할 전망
 - 2012년 200조원 돌파 이후 11년 만에 300조원대로 Level-up
 - 폴더블스마트폰 침투율 확대로 그동안 정체됐던 IM 사업부 매출액 증가
 - 비메모리 반도체 매출액 34조원으로 23년에도 두 자리수 매출 성장 이어질 것
- 투자 의견 'BUY' 유지, 목표주가 118,000원으로 상향
 - Target PBR 2.5X, 21년 기준 BPS (43,690원)에서 22년 BPS(48,258원)로 변경

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	243,771	230,401	236,807	275,744	291,905
증가율	1.8	-5.5	2.8	16.4	5.9
영업이익	58,887	27,769	35,994	52,256	54,288
영업이익률	24.2	12.1	15.2	19.0	18.6
지배주주귀속 순이익	43,891	21,505	26,091	39,494	40,840
지배주주 귀속 EPS	6,689	3,407	3,958	6,417	6,642
EPS증가율	9.8	-49.1	16.2	62.1	3.5
PER	7.0	13.7	14.4	11.7	11.3
PBR	1.3	1.2	1.5	1.7	1.6
EV/EBITDA	3.0	4.0	4.3	4.6	4.4
ROA	13.7	6.2	7.1	9.9	9.4
ROE	19.6	8.7	10.0	14.0	13.1

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전자 연간 실적 테이블

(조원)	2018	2019	2020	2021	2022
Sales	244	230.5	236.8	275.7	291.9
IM	100.7	107.3	99.6	106.7	110.7
Semi.	86.3	64.9	72.8	93.5	111.3
SD	32.5	31.1	30.6	32.2	29
CE	42.3	44.8	48	55.3	54
Harman	8.8	10.1	9.2	9.8	10.5
Sales Growth (YoY)	2%	-6%	3%	16%	6%
IM	-6%	7%	-7%	7%	4%
Semi.	16%	-25%	12%	28%	19%
SD	-6%	-4%	-1%	5%	-10%
CE	-6%	6%	7%	15%	-2%
OP	58.9	27.8	36	52.2	54.3
IM	10.2	9.3	11.5	14.4	13.2
Semi.	44.6	14	18.8	29	33.4
SD	2.6	1.6	2.2	4.6	3.8
CE	2	2.6	3.6	3.6	3.1
OP Growth (YoY)	11%	-53%	30%	45%	4%
IM	-12%	-9%	24%	25%	-8%
Semi.	27%	-69%	34%	54%	15%
SD	-50%	-39%	42%	108%	-18%
CE	23%	29%	37%	1%	-14%
Total OPM	24%	12%	15%	19%	19%
IM	10%	9%	12%	13%	12%
Semi.	52%	22%	26%	31%	30%
SD	8%	5%	7%	14%	13%
CE	5%	6%	7%	7%	6%
OP Contribution					
IM	17%	33%	32%	28%	24%
Semi.	76%	50%	52%	56%	61%
SD	4%	6%	6%	9%	7%
CE	3%	9%	10%	7%	6%

삼성전자 분기 실적 테이블

(조원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Sales	55.3	53	67	61.5	65.4	63.7	74	72.7	65.4	68.7	74.8	83
IM	26	20.7	30.5	22.3	29.2	22.7	28.4	26.4	28.1	29.1	27.1	26.5
Semi.	17.6	18.2	18.8	18.2	19	22.7	26.4	25.3	24.3	24.6	29.1	33.3
SD	6.6	6.7	7.3	10	6.9	6.9	8.9	9.5	5.5	5	8.5	10
CE	10.2	10.2	14.1	13.6	13	13.4	14.1	14.9	11.2	13	13.4	16.4
Harman	2.1	1.5	2.6	2.9	2.4	2.4	2.4	2.6	2.4	2.5	2.7	2.9
Sales Growth (YoY)	6%	-6%	8%	3%	18%	20%	10%	18%	0%	8%	1%	14%
IM	-4%	-20%	4%	-10%	12%	9%	-7%	18%	-4%	28%	-5%	0%
Semi.	22%	13%	7%	8%	8%	25%	40%	39%	28%	8%	10%	31%
SD	8%	-12%	-21%	24%	5%	2%	21%	-5%	-21%	-27%	-4%	5%
CE	1%	-8%	28%	7%	28%	32%	0%	9%	-14%	-3%	-5%	10%
OP	6.4	8.2	12.4	9	9.3	12.6	15.8	14.5	11.4	11.5	14.7	16.7
IM	2.6	1.9	4.4	2.4	4.3	3.2	3.4	3.4	3.4	3.2	3.4	3.2
Semi.	4	5.4	5.5	3.8	3.4	6.9	10.1	8.7	7.2	6.7	8.9	10.5
SD	-0.3	0.3	0.5	1.8	0.4	1.3	1.5	1.5	0.2	0.5	1.5	1.6
CE	0.5	0.7	1.6	0.8	1.1	1.1	0.8	0.7	0.5	0.9	0.6	1.1
OP Growth (YoY)	3%	24%	59%	26%	45%	54%	28%	60%	22%	-9%	-7%	15%
IM	17%	25%	53%	-4%	64%	66%	-24%	42%	-23%	0%	0%	-5%
Semi.	-3%	60%	82%	12%	-16%	28%	81%	125%	114%	-3%	-11%	22%
SD	-48%	-60%	-60%	695%	-224%	327%	217%	-14%	-44%	-61%	1%	7%
CE	-14%	4%	183%	2%	140%	44%	-52%	-15%	-53%	-16%	-15%	50%
Total OPM	12%	15%	18%	15%	14%	20%	21%	20%	17%	17%	20%	20%
IM	10%	9%	15%	11%	15%	14%	12%	13%	12%	11%	12%	12%
Semi.	23%	30%	29%	21%	18%	30%	38%	34%	30%	27%	31%	32%
SD	-4%	4%	6%	18%	5%	19%	17%	16%	4%	10%	18%	16%
CE	5%	7%	11%	6%	9%	8%	5%	5%	5%	7%	5%	6%
OP Contribution												
IM	41%	24%	36%	27%	47%	26%	21%	24%	29%	28%	23%	19%
Semi.	62%	67%	45%	43%	36%	55%	64%	60%	63%	58%	61%	63%
SD	-4%	4%	4%	19%	4%	10%	9%	10%	2%	4%	10%	10%
CE	7%	9%	13%	9%	12%	8%	5%	5%	5%	8%	4%	6%

2022년 삼성전자 비메모리 사업 매출 27조원(YoY 29%)으로 성장할 전망

- 22년 삼성전자 비메모리 사업의 매출액과 영업이익은 각각 27조원(YoY 29%), 4.8조원(YoY 157%, OPM 18%)에 달할 전망
 - 감가상각 부담이 7.2조원으로 전년 대비 1.5조원 늘어날 것으로 추산되지만 평가 상승으로 역대급 수익성 달성할 것.
 - 12인치 파운드리 평가 상승은 22년까지 지속, 23년부터 평가 모멘텀은 둔화될 것으로 예상.

삼성전자 비메모리반도체 실적 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
Total Revenue	3.4	3.5	3.8	3.2	3	3.8	4.3	3.6	4.5	3.6	4.5	4.7	4.6	4.9	5.6	5.9	6.7	6.8	6.9	6.6	17	21	27
YoY					-13%	9%	13%	11%	49%	-5%	6%	29%	2%	34%	24%	26%	46%	41%	24%	12%		21%	29%
QoQ					-7%	26%	12%	-15%	24%	-20%	25%	3%	-2%	6%	15%	6%	14%	2%	1%	-4%			
12" Revenue	2.9	2.9	3.1	2.7	2.4	3.1	3.6	3.1	3.9	3.1	3.9	4.1	3.9	4.1	4.7	5.1	5.8	5.9	6.1	6	15	18	24
YoY					-15%	8%	17%	15%	58%	0%	10%	33%	1%	29%	20%	25%	50%	45%	28%	16%		18%	33%
QoQ					-9%	29%	14%	-13%	24%	-18%	25%	5%	-6%	5%	17%	9%	13%	1%	3%	-2%			
12" Wafer Capa	205	210	215	225	225	235	245	260	265	285	295	320	335	345	365	390	400	410	425	450	320	390	450
YoY					10%	12%	14%	16%	18%	21%	20%	23%	26%	21%	24%	22%	19%	19%	16%	15%		22%	15%
QoQ					0%	4%	4%	6%	2%	8%	4%	8%	5%	3%	6%	7%	3%	2%	4%	6%			
12" ASP	4,400	4,400	4,400	4,400	4,500	4,500	4,500	4,500	4,600	4,600	4,600	4,600	4,800	4,800	4,800	4,800	4,944	5,092	5,245	5,245	4,600	4,800	5,245
YoY					2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	4%	4%	4%	4%	3%	6%	9%	9%		4%	9%
QoQ					2%	0%	0%	0%	2%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%	3%	3%	3%	0%			
8" Revenue	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.7	2	3	3
YoY					-1%	7%	3%	-9%	11%	-28%	-12%	10%	9%	77%	43%	54%	29%	13%	8%	-12%		43%	9%
QoQ					3%	12%	6%	-26%	26%	-27%	29%	-7%	25%	18%	5%	0%	5%	3%	0%	-19%			
8" Wafer Capa	140	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	156	160	160	160	160	160	160	160	150	160	160
YoY					7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	7%	7%	7%	3%	0%	0%	0%		7%	0%
QoQ					0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%			
8" ASP	1,247	1,247	1,309	1,178	1,296	1,361	1,361	1,225	1,164	1,105	1,161	1,137	1,342	1,544	1,544	1,544	1,621	1,669	1,669	1,669	1,137	1,544	1,669
YoY					4%	9%	4%	4%	-10%	-19%	-15%	-7%	15%	40%	33%	36%	21%	8%	8%	8%		36%	8%
QoQ					10%	5%	0%	-10%	-5%	-5%	5%	-2%	18%	15%	0%	0%	5%	3%	0%	0%			
Depreciation																					4.8	5.8	7.2
YoY																						21%	26%
QoQ																							
Total OP	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.3	0.7	0.6	-0.1	0.3	0.7	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	2	2	5
YoY					-28%	9%	18%	24%	37%	-22%	28%	62%	-128%	5%	11%	61%	-929%	242%	71%	34%		-9%	157%
QoQ					23%	16%	23%	-29%	37%	-34%	102%	-11%	-124%	-347%	114%	30%	21%	2%	7%	1%			
OPM	15%	11%	12%	9%	12%	11%	12%	10%	11%	9%	15%	13%	-3%	7%	13%	16%	17%	17%	18%	19%	12%	9%	18%

자료: 유안타증권 리서치센터
 주) Capa는 분기말/연말 K wafers/월
 주) ASP는 Blended ASP, 연간 ASP는 각 해 4분기 기준

2022년 TSMC 매출 682억불(YoY 20%)에 달할 전망

- 22년 TSMC의 매출액과 영업이익은 각각 682억불(YoY 20%), 283억불(YoY 23%, OPM 42%)으로 추정
 - 파운드리 공급 부족에 따른 글로벌 평가 인상을 주도하면서 실적 성장
 - 21년에는 감가상각 비용이 160억불로 급증(20년 110억불)하면서 영업이익률은 40%로 전년 대비 2%p 하락할 것으로 추정되지만, 22년에는 42%대로 회복할 전망

TSMC 실적 전망

(단위: Bil USD)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
Total Revenue	8,480	7,836	8,487	8,890	7,108	7,762	9,406	11,497	10,316	10,431	12,146	12,618	12,923	13,291	14,882	15,720	15,814	16,784	17,679	17,923	45,510	56,816	68,199
YoY					-16%	-1%	11%	29%	45%	34%	29%	10%	25%	27%	23%	25%	22%	26%	19%	14%		25%	20%
QoQ					-20%	9%	21%	22%	-10%	1%	16%	4%	2%	3%	12%	6%	1%	6%	5%	1%			
12" Revenue	6,519	5,649	6,204	6,608	5,188	5,752	6,990	8,743	7,858	7,983	9,317	9,756	10,023	10,201	11,562	12,248	12,220	13,208	13,930	14,189	34,914	44,035	53,547
YoY					-20%	2%	13%	32%	51%	39%	33%	12%	28%	28%	24%	26%	22%	29%	20%	16%		26%	22%
QoQ					-21%	11%	22%	25%	-10%	2%	17%	5%	3%	2%	13%	6%	0%	8%	5%	2%			
12" Wafer Capa	880	680	710	730	735	770	775	820	830	845	865	870	905	920	950	970	1,005	1,035	1,050	1,070	870	970	1,070
YoY					-16%	13%	9%	12%	13%	10%	12%	6%	9%	9%	10%	11%	11%	13%	11%	10%		11%	10%
QoQ					1%	5%	1%	6%	1%	2%	2%	1%	4%	2%	3%	2%	4%	3%	1%	2%			
12" ASP	3,661	3,684	3,711	3,845	3,524	3,560	3,575	3,709	3,602	3,645	3,686	3,738	3,806	3,850	4,098	4,252	4,405	4,478	4,512	4,557	3,738	4,252	4,557
YoY					-4%	-3%	-4%	-4%	2%	2%	3%	1%	6%	6%	11%	14%	16%	16%	10%	7%		14%	7%
QoQ					-8%	1%	0%	4%	-3%	1%	1%	1%	2%	1%	6%	4%	4%	2%	1%	1%			
8" Revenue	1,961	2,187	2,283	2,282	1,920	2,010	2,416	2,754	2,458	2,448	2,829	2,862	2,899	3,090	3,320	3,472	3,594	3,575	3,749	3,734	10,597	12,781	14,652
YoY					-2%	-8%	6%	21%	28%	22%	17%	4%	18%	26%	17%	21%	24%	16%	13%	8%		21%	15%
QoQ					-16%	5%	20%	14%	-11%	0%	16%	1%	1%	7%	7%	5%	4%	-1%	5%	0%			
8" Wafer Capa	670	670	670	670	671	670	670	670	676	685	685	685	691	690	695	700	706	710	715	720	685	700	720
YoY					0%	0%	0%	0%	1%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	3%		2%	3%
QoQ					0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%			
8" ASP	1,447	1,447	1,447	1,447	1,430	1,430	1,430	1,430	1,395	1,393	1,425	1,393	1,473	1,523	1,608	1,670	1,768	1,767	1,765	1,764	1,393	1,670	1,764
YoY					-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-3%	0%	-3%	6%	9%	13%	20%	20%	16%	10%	6%		20%	6%
QoQ					-1%	0%	0%	0%	-2%	0%	2%	-2%	6%	3%	6%	4%	6%	0%	0%	0%			
Depreciation																					9,100	11,000	16,000
YoY																						21%	45%
QoQ																							
Total OP	3,311	2,837	3,105	3,279	2,089	2,457	3,464	4,449	4,267	4,392	5,110	5,509	5,362	5,196	6,131	6,280	6,325	6,881	7,602	7,528	19,278	22,969	28,336
YoY					-37%	-13%	12%	36%	104%	79%	48%	24%	26%	18%	20%	14%	18%	32%	24%	20%		19%	23%
QoQ					-36%	18%	41%	28%	-4%	3%	16%	8%	-3%	-3%	18%	2%	1%	9%	10%	-1%			
OPM	39%	36%	37%	37%	29%	32%	37%	39%	41%	42%	42%	44%	41%	39%	41%	40%	40%	41%	43%	42%	42%	42%	42%

자료: 유안타증권 리서치센터
 주) Capa는 분기말/연말 K wafers/월
 주) ASP는 Blended ASP, 연간 ASP는 각 해 4분기 기준

TSMC와 삼성전자의 EUV 장비 구매력

- 21년 연간 ASML의 EUV 장비 출하량은 48대, 그 중 37대를 TSMC와 삼성전자향을 추정
- 22년 ASML의 EUV 장비 출하량은 51대로 증가 폭이 제한적일 전망
 - 삼성전자와 TSMC가 각각 18대, 22대를 확보한 것으로 조사
- TSMC와 삼성파운드리외의 미국 및 일본 투자가 본격화되는 23년~24년에는 양사의 EUV 구매량이 늘어날 것으로 전망
 - TSMC와 삼성파운드리 외 업체들의 EUV 양산 도입에 걸림돌로 작용할 가능성

ASML 노광장비 출하량 추이

(단위: 백만유로, 대)

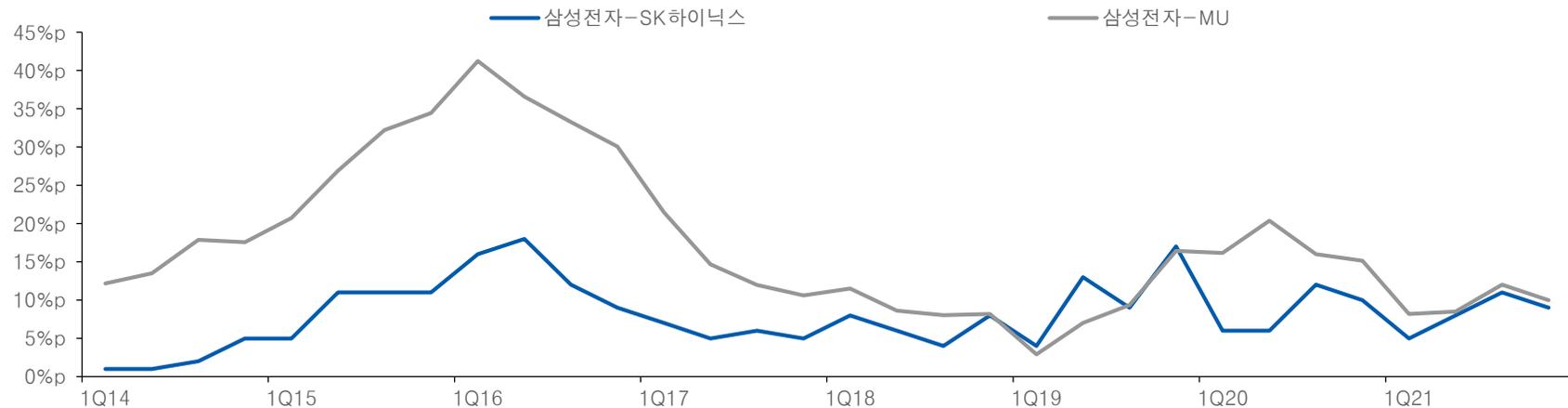
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
실적	Total Sales	5,651	4,731	5,245	5,857	6,287	6,794	9,053	10,944	11,823	13,976	18,545	19,800
	EUV	120	44	58	313	68	329	1,092	1,886	2,787	4,216	6,720	7,650
	Immersion and Others	4,764	3,757	3,935	3,930	4,169	4,241	5,282	6,373	6,212	6,810	8,525	8,800
	Service and others	767	930	1,252	1,614	2,050	2,224	2,679	2,685	2,824	2,950	3,300	3,350
출하량	Total	222	170	157	136	169	159	198	224	229	258	323	326
	EUV	3	1	1	5	1	5	11	18	26	31	48	51
	삼성 EUV	-	-	-	-	-	-	2	3	5	8	15	18
	TSMC EUV	-	-	-	-	-	-	2	5	13	20	22	22
	Intel EUV	-	-	-	-	-	-	3	4	5	1	5	2
	SK하이닉스	-	-	-	-	-	-	-	0	1	1	1	4
	Others	-	-	-	-	-	-	4	6	2	1	5	5
	ArF	101	72	77	76	67	70	85	86	82	68	115	110
	KrF	87	78	64	39	74	60	70	78	65	103	100	100
	Others	31	19	15	16	27	24	32	42	56	56	60	65
장비 평균단가	EUV	40	44	58	63	68	66	99	105	107	136	140	150
	Immersion and Others	22	22	25	30	25	28	28	31	31	30	31	32

자료: ASML, 유안타증권 리서치센터

2022년 삼성전자의 EUV DRAM 공급 확대, 업체간 기술 격차 변화 조짐

- 22년 삼성전자의 EUV DRAM (1a nm DRAM) 비중 확대에 주목
 - 21년 하반기 EUV를 적용해 1a nm DRAM 양산 개시
 - 22년 연말 기준 삼성 DRAM 내 1a nm DRAM 비중은 10%까지 확대될 전망
- EUV 도입은 업체간 기술 격차 변화 조짐으로 해석
 - 삼성전자의 압도적인 EUV 장비 구매력과 파운드리 사업부에서의 EUV 장비 운영 경험이 차별화 요인
- DRAM 업체간 기술격차 축소 Cycle에서 확대 Cycle로 전환될 전망
 - 삼성전자와 SK하이닉스의 DRAM 영업이익률 차이는 16년 10% 후반까지 벌어진 이후 축소 국면에 진입
 - 삼성전자와 Micron Technology의 DRAM 영업이익률 차이는 16년 40%까지 벌어졌으나 이제는 10% 수준으로 축소
 - DRAM 시장의 EUV 도입은 삼성전자에 영업이익률 격차 확대 기회 요인

삼성전자와 SK하이닉스, 삼성전자와 MU 간 DRAM 영업이익률 격차



자료: 유안타증권 리서치센터

22년에도 삼성전자의 Capex는 사상 최대 규모

- 22년에도 삼성전자 전사 Capex는 사상 최대 규모로 집행될 것
 - 삼성전자의 전사 Capex는 51.2조원으로 추정
 - 반도체 44조원, 디스플레이 5.2조원, 기타 2조원으로 추정
- 22년 삼성전자 반도체 Capex는 44조원에 달할 전망
 - 메모리반도체 28조원, 비메모리반도체 16조원으로 추정
 - 비메모리반도체 Capex는 16조원으로 확대될 것으로 예상
- 시장 우려와는 달리 22년 메모리반도체 장비 투자는 늘어날 것
 - 22년 장비 투자는 15.1조원으로 21년 14.8조원 대비 늘어날 것으로 전망
 - 13라인 전환 투자 가시화되면 상향될 가능성도 열릴 것

삼성전자 반도체 Capex 전망

(단위: 조원)



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전자 Capex 전망

(단위: 조원)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
삼성전자 Capex	19.9	21.4	23.2	23.6	23.4	25.5	25.4	43.2	29.9	26.8	36.2	49.2	51.2
반도체	11.2	11	13.5	12.6	13.5	14.7	13.2	27.8	24	22.5	31	43	44
메모리	8.2	6	6.2	7.5	10.5	11.2	10.5	20.8	20.3	16	20	28	28
DRAM	4	2.5	3	3.5	7	6.5	4.5	7.8	12.5	7.8	9.5	13.5	14
NAND	4.2	3.5	3.2	4	3.5	4.7	6	13	7.8	8.2	10.5	14.5	14
Sys.LSI	3	5	7.3	5.1	3	3.5	2.7	7	3.7	6.5	11	15	16
반도체 장비투자(메모리)	3.3	3.6	3.1	3.8	5.8	6.7	5.8	13.5	12.2	8	12	14.8	15.1
디스플레이	6.2	6.4	6	5.5	4	4.7	9.8	13.5	2.9	2.2	3.2	4.2	5.2
LCD	4.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	0.8	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
OLED	1.7	4.9	4.5	4	2.5	3.3	9	13	2.6	2	3	4	5

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전자 (005930) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	243,771	230,401	236,807	275,744	291,905
매출원가	132,394	147,240	144,488	164,724	169,752
매출총이익	111,377	83,161	92,319	111,020	122,153
판매비	52,490	55,393	56,325	58,764	67,865
영업이익	58,887	27,769	35,994	52,256	54,288
EBITDA	85,369	57,366	66,329	85,677	89,152
영업외손익	2,273	2,664	351	1,919	1,821
외환관련손익	-454	-83	-599	293	0
이자손익	1,623	1,974	1,391	863	912
관계기업관련손익	540	413	507	866	1,063
기타	565	360	-948	-103	-154
법인세비용차감전순이익	61,160	30,432	36,345	54,175	56,109
법인세비용	16,815	8,693	9,937	14,020	14,561
계속사업순이익	44,345	21,739	26,408	40,156	41,548
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	44,345	21,739	26,408	40,156	41,548
지배지분순이익	43,891	21,505	26,091	39,494	40,840
포괄순이익	44,333	24,755	22,734	55,048	60,033
지배지분포괄이익	43,882	24,467	22,374	54,030	58,906

주영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	67,032	45,383	65,287	78,443	64,831
당기순이익	44,345	21,739	26,408	40,156	41,548
감가상각비	25,167	26,574	27,116	30,480	32,239
외환손익	0	0	0	-141	0
종속, 관계기업 관련손익	-540	-413	-507	-866	-1,063
자산부채의 증감	-9,924	-2,546	122	372	-12,558
기타 현금흐름	7,984	29	12,148	8,442	4,664
투자활동 현금흐름	-52,240	-39,948	-53,629	-47,574	-51,820
투자자산	-2,340	-708	2,571	2,587	-20
유형자산 증가 (CAPEX)	-29,556	-25,368	-37,592	-49,749	-52,000
유형자산 감소	557	513	377	409	200
기타 현금흐름	-20,901	-14,386	-18,984	-820	0
재무활동 현금흐름	-15,090	-9,485	-8,328	-22,704	-7,463
단기차입금	-2,046	866	2,191	-1,534	0
사채 및 장기차입금	-1,983	-709	-850	-588	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-10,194	-9,639	-9,677	-20,563	-7,438
기타 현금흐름	-867	-2	8	-20	-24
연결범위변동 등 기타	94	595	-834	4,771	-5,680
현금의 증감	-205	-3,455	2,497	12,935	-132
기초 현금	30,545	30,341	26,886	29,383	42,318
기말 현금	30,341	26,886	29,383	42,318	42,186
NOPLAT	42,697	19,836	26,153	38,733	40,200
FCF	37,475	20,015	27,695	28,693	12,831

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임. 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임. 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	174,697	181,385	198,216	213,845	229,657
현금및현금성자산	30,341	26,886	29,383	42,318	42,186
매출채권 및 기타채권	36,948	39,310	34,570	37,778	46,387
재고자산	28,985	26,766	32,043	31,611	38,946
비유동자산	164,660	171,179	180,020	204,073	222,092
유형자산	115,417	119,825	128,953	149,920	169,480
관계기업등 지분관련자산	7,313	7,592	8,077	9,140	10,223
기타투자자산	8,315	9,970	13,778	14,308	14,308
자산총계	339,357	352,564	378,236	417,918	451,749
유동부채	69,082	63,783	75,604	80,316	82,259
매입채무 및 기타채무	40,482	40,978	46,943	51,495	53,438
단기차입금	13,587	14,393	16,553	15,117	15,117
유동성장기부채	33	846	716	1,272	1,272
비유동부채	22,523	25,901	26,683	31,783	31,783
장기차입금	35	2,197	2,000	2,167	2,167
사채	962	975	948	514	514
부채총계	91,604	89,684	102,288	112,099	114,042
지배지분	240,069	254,915	267,670	296,772	327,803
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	242,699	254,583	271,068	293,268	324,299
비지배지분	7,684	7,965	8,278	9,047	9,904
자본총계	247,753	262,880	275,948	305,819	337,708
순차입금	-86,273	-90,368	-104,435	-117,737	-117,605
총차입금	14,667	18,412	20,217	19,070	19,070

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	6,689	3,407	3,958	6,417	6,642
BPS	35,342	37,528	39,406	43,690	48,258
EBITDAPS	11,717	8,445	9,765	12,613	13,125
SPS	33,458	33,919	34,862	40,594	42,974
DPS	1,416	1,416	2,994	1,444	1,444
PER	7.0	13.7	14.4	11.7	11.3
PBR	1.3	1.2	1.5	1.7	1.6
EV/EBITDA	3.0	4.0	4.3	4.6	4.4
PSR	1.4	1.4	1.6	1.8	1.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	1.8	-5.5	2.8	16.4	5.9
영업이익 증가율 (%)	9.8	-52.8	29.6	45.2	3.9
지배순이익 증가율 (%)	6.2	-51.0	21.3	51.4	3.4
매출총이익률 (%)	45.7	36.1	39.0	40.3	41.8
영업이익률 (%)	24.2	12.1	15.2	19.0	18.6
지배순이익률 (%)	18.0	9.3	11.0	14.3	14.0
EBITDA 마진 (%)	35.0	24.9	28.0	31.1	30.5
ROIC	29.7	12.7	16.0	22.4	20.2
ROA	13.7	6.2	7.1	9.9	9.4
ROE	19.6	8.7	10.0	14.0	13.1
부채비율 (%)	37.0	34.1	37.1	36.7	33.8
순차입금/자기자본 (%)	-34.8	-34.4	-37.8	-38.5	-34.8
영업이익/금융비용 (배)	87.3	40.5	61.7	117.6	112.4

반도체



이재윤

02 3770 5727

jaeyun.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	146,000원 (U)
현재주가 (11/23)	119,000원
상승여력	23%

시가총액	866,323 억원
총발행주식수	728,002,365 주
60일 평균 거래대금	3,328억원
60일 평균 거래량	3,179,527주
52주 고	148,500 원
52주 저	91,500 원
외인지분율	48.30 %
주요주주	에스케이스퀘어 외 9 인 20.07

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	20.81	15.53	19.00
상대	21.17	19.11	3.33
절대(달러환산)	22.80	17.10	14.11

SK하이닉스 (000660) 목표가 상향

- 21년 4분기 DRAM 가격은 전 분기 대비 10% 이상 하락할 전망
- 22년 1분기부터 하락 폭이 완화되면서 2분기~3분기에는 반등 예상
 - 제한적인 공급 여건과 수요의 계절성이 맞물려 22년 2분기부터는 유통재고 소진 Cycle로 진입할 것으로 예상되기 때문
 - 주요 메모리 제조사들의 보유재고가 극단적으로 낮은 상태라는 점에도 주목
- 삼성전자와 SK하이닉스의 전환 투자가 수급에 긍정적 요인
 - 삼성전자의 13라인(글로벌 DRAM Capa의 5%수준) 전환 투자 재개될 가능성
 - SK하이닉스의 M10(글로벌 DRAM Capa의 1% 수준) 전환 투자 지속
- 투자의견 BUY, 목표주가 146,000원으로 상향
 - Target PBR 1.5X, 21년 기준 BPS (87,500원)에서 22년 BPS(97,900원)로 변경

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	40,445	26,991	31,900	42,443	49,004
증가율	34.3	-33.3	18.2	33.0	15.5
영업이익	20,844	2,719	5,013	11,867	12,208
영업이익률	51.5	10.1	15.7	28.0	24.9
지배주주귀속 순이익	15,540	2,006	4,755	8,972	8,767
지배주주 귀속 EPS	21,346	2,755	6,532	12,325	12,042
EPS증가율	46.0	-87.1	137.0	88.7	-2.3
PER	3.7	27.5	13.6	9.7	9.9
PBR	1.1	1.1	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA	2.0	5.6	4.9	4.1	3.9
ROA	28.5	3.1	7.0	11.4	9.7
ROE	38.5	4.2	9.5	15.8	13.4

자료: 유안타증권 리서치센터

SK하이닉스 연간 실적 테이블

(단위: 십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
Sales	40,447	26,992	31,902	42,443	49,004
YoY%	34%	-33%	18%	33%	15%
DRAM	32,523	20,958	23,093	30,333	32,948
NAND.	7,354	5,333	7,439	10,326	13,960
Others	570	701	1,370	1,784	2,095
OP	20,843	2,713	5,013	11,868	12,208
YoY%	52%	-87%	85%	137%	3%
DRAM	20,001	6,147	5,875	11,378	12,601
NAND.	795	-3,462	-891	191	-749
Others	47	27	29	299	356
OPM%	52%	10%	16%	28%	25%
DRAM	61%	29%	25%	38%	38%
NAND.	11%	-65%	-12%	2%	-5%

SK하이닉스 분기 실적 테이블

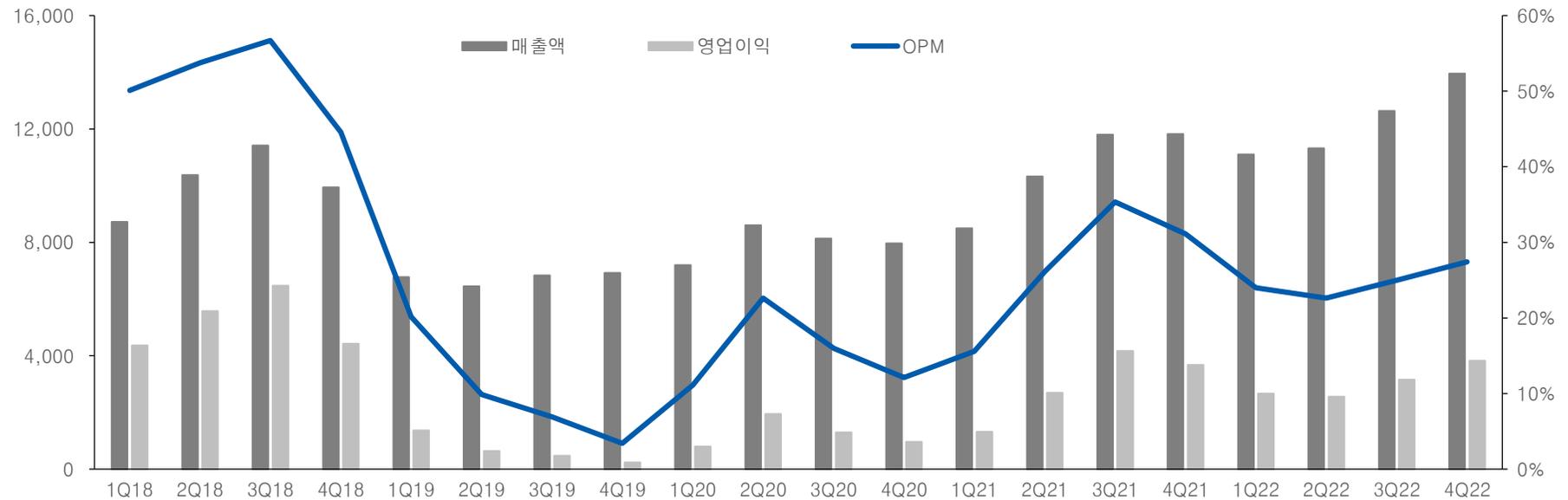
(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Sales	7,199	8,607	8,129	7,966	8,494	10,322	11,805	11,822	11,100	11,320	12,632	13,952
YoY%	6%	33%	19%	15%	18%	20%	45%	48%	31%	10%	7%	18%
QoQ%	4%	20%	-6%	-2%	7%	22%	14%	0%	-6%	2%	12%	10%
DRAM	5,208	6,204	5,865	5,817	6,194	7,586	8,327	8,226	7,673	7,618	8,398	9,259
NAND.	1,741	2,002	1,923	1,773	1,972	2,269	2,989	3,096	2,931	3,172	3,664	4,193
Others	250	401	342	377	328	467	489	500	495	530	570	500
OP	800	1,947	1,300	966	1,324	2,695	4,172	3,676	2,663	2,563	3,155	3,828
YoY%	-41%	205%	175%	310%	65%	38%	221%	281%	101%	-5%	-24%	4%
QoQ%	240%	143%	-33%	-26%	37%	104%	55%	-12%	-28%	-4%	23%	21%
DRAM	1,142	2,067	1,486	1,181	1,428	2,507	3,896	3,547	2,748	2,707	3,222	3,924
NAND.	-347	-126	-194	-223	-166	117	196	44	-165	-235	-165	-184
Others	6	7	8	8	62	72	80	85	80	90	98	88
OPM%	11%	23%	16%	12%	16%	26%	35%	31%	24%	23%	25%	27%
DRAM	22%	33%	25%	20%	23%	33%	47%	43%	36%	36%	38%	42%
NAND.	-20%	-6%	-10%	-13%	-8%	5%	7%	1%	-6%	-7%	-5%	-4%

SK하이닉스 실적 전망

- 21년 4분기~ 22년 2분기 메모리반도체 가격 하락에도 불구하고 SK하이닉스 영업이익은 12조원 달성할 전망
 - DRAM 판가는 4Q21 -8%, 1Q22 -10%, 2Q22 -7%, 3Q22 +5, 4Q22 +5%로 가정
 - 22년 내내 DRAM 판가 하락을 가정해도 22년 연간 영업이익은 8조원을 기록할 것으로 추산

SK하이닉스 실적 전망

(단위: 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

SK하이닉스 (000600) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	40,445	26,991	31,900	42,443	49,004
매출원가	15,181	18,819	21,090	24,136	29,493
매출총이익	25,264	8,172	10,811	18,307	19,511
판매비	4,420	5,453	5,798	6,440	7,303
영업이익	20,844	2,719	5,013	11,867	12,208
EBITDA	27,272	11,340	14,785	22,423	22,878
영업외손익	497	-287	1,224	522	-132
외환관련손익	340	99	-190	445	-232
이자손익	-32	-215	-226	-247	-252
관계기업관련손익	13	23	-36	226	166
기타	176	-193	1,677	99	186
법인세비용차감전순이익	21,341	2,433	6,237	12,389	12,076
법인세비용	5,801	424	1,478	3,402	3,295
계속사업순이익	15,540	2,009	4,759	8,987	8,781
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15,540	2,009	4,759	8,987	8,781
지배지분순이익	15,540	2,006	4,755	8,972	8,767
포괄순이익	15,473	2,103	4,652	10,418	10,863
지배지분포괄이익	15,472	2,100	4,650	10,400	10,845

주영업이익인손실 기준은 기존 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	22,227	6,550	12,315	21,834	16,227
당기순이익	15,540	2,009	4,759	8,987	8,781
감가상각비	5,904	7,825	8,812	9,783	9,986
외환손익	55	-12	-220	-24	232
종속, 관계기업 관련손익	-15	-24	36	-226	-166
자산부채의 증감	-1,997	270	-1,650	1,034	-3,076
기타 현금흐름	2,739	-3,518	577	2,280	469
투자활동 현금흐름	-21,429	-10,451	-11,840	-22,952	-12,295
투자자산	-234	-178	-483	-67	-108
유형자산 증가 (CAPEX)	-16,036	-13,920	-10,069	-16,882	-12,000
유형자산 감소	132	54	59	61	0
기타 현금흐름	-5,291	3,593	-1,348	-6,064	-187
재무활동 현금흐름	-1,395	3,837	252	1,217	-1,486
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,047	5,248	1,252	2,355	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-706	-1,026	-684	-800	-1,135
기타 현금흐름	-1,737	-386	-316	-337	-352
연결범위변동 등 기타	-4	21	-56	594	-60
현금의 증감	-601	-43	670	693	2,386
기초 현금	2,950	2,349	2,306	2,976	3,669
기말 현금	2,349	2,306	2,976	3,669	6,054
NOPLAT	15,178	2,246	3,825	8,608	8,877
FCF	6,191	-7,371	2,246	4,951	4,227

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	19,894	14,458	16,571	23,295	29,849
현금및현금성자산	2,349	2,306	2,976	3,669	6,054
매출채권 및 기타채권	6,334	4,278	4,995	5,423	7,459
재고자산	4,423	5,296	6,136	6,222	8,354
비유동자산	43,764	50,791	54,603	62,842	64,281
유형자산	34,953	39,950	41,231	48,961	50,975
관계기업등 지분관련자산	562	769	1,166	1,497	1,605
기타투자자산	4,354	4,418	6,178	6,569	6,569
자산총계	63,658	65,248	71,174	86,137	94,130
유동부채	13,032	7,962	9,072	10,727	11,088
매입채무 및 기타채무	6,709	4,729	4,843	5,823	6,183
단기차입금	586	1,168	180	212	212
유동성장기부채	1,029	1,569	2,935	2,312	2,312
비유동부채	3,774	9,351	10,192	14,009	14,009
장기차입금	2,162	5,040	4,527	4,548	4,548
사채	1,506	2,745	3,610	7,220	7,220
부채총계	16,806	17,312	19,265	24,736	25,097
지배지분	46,846	47,921	51,889	61,367	68,999
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,335	4,335
이익잉여금	42,034	42,923	46,996	55,147	62,779
비지배지분	7	15	21	34	34
자본총계	46,852	47,936	51,909	61,401	69,033
순차입금	-3,092	7,911	7,683	4,634	2,248
총차입금	5,282	11,913	12,636	15,563	15,563

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	21,346	2,755	6,532	12,325	12,042
BPS	68,488	70,060	75,860	89,245	100,344
EBITDAPS	37,462	15,576	20,309	30,801	31,426
SPS	55,556	37,075	43,819	58,301	67,313
DPS	1,500	1,000	1,170	1,650	1,650
PER	3.7	27.5	13.6	9.7	9.9
PBR	1.1	1.1	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA	2.0	5.6	4.9	4.1	3.9
PSR	1.4	2.0	2.0	2.0	1.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	34.3	-33.3	18.2	33.0	15.5
영업이익 증가율 (%)	51.9	-87.0	84.3	136.7	2.9
지배순이익 증가율 (%)	46.0	-87.1	137.0	88.7	-2.3
매출총이익률 (%)	62.5	30.3	33.9	43.1	39.8
영업이익률 (%)	51.5	10.1	15.7	28.0	24.9
지배순이익률 (%)	38.4	7.4	14.9	21.1	17.9
EBITDA 마진 (%)	67.4	42.0	46.3	52.8	46.7
ROIC	46.4	5.2	7.8	16.0	15.0
ROA	28.5	3.1	7.0	11.4	9.7
ROE	38.5	4.2	9.5	15.8	13.4
부채비율 (%)	35.9	36.1	37.1	40.3	36.4
순차입금/자기자본 (%)	-6.6	16.5	14.8	7.5	3.3
영업이익/금융비용 (배)	220.3	11.1	19.8	43.8	43.1

반도체



이재윤

02 3770 5727

jaeyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	92,000원 (M)
현재주가 (0/0)	77,800원
상승여력	18%

시가총액	34,666 억원
총발행주식수	44,511,167 주
60일 평균 거래대금	528억원
60일 평균 거래량	850,138주
52주 고	77,800 원
52주 저	34,700 원
외인지분율	20.20 %
주요주주	DB Inc. 외 5 인 17.41

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	42.23	33.68	123.88
상대	42.65	37.82	94.40
절대(달러환산)	46.38	37.18	117.37

DB하이텍 (000990) 모멘텀은 Capa 증가와 실적

- 22년 연간 매출액과 영업이익은 각각 1.45조원(YoY 21%), 5,165억원(YoY 34%, OPM 36%)으로 실적 모멘텀이 극대화될 전망
 - 대만 선두 업체들이 22년 8인치 파운드리 판가를 올리고 있는 것으로 파악, 동사도 내년 판가 상승 예상
 - 2Q21부터 분기별로 증가하는 Capa가 내년에는 연간 실적에 반영될 것. 동사의 연초 월생산능력은 129K에서 3분기 말 기준 138K로 늘어났고 내년 3분기에는 150K까지 확대될 것
 - 최근 시장에서 실리콘웨이퍼 가격 상승에 따른 원가 부담을 우려하고 있지만 그 영향은 제한적일 것.
- 반도체 중소형주 Top-Pick 의견, 목표주가 92,000원 유지
 - Wearable, IoT 등 신규 수요가 촉발한 8인치 파운드리 호황이 장기화될 것으로 전망
 - 최근 확인되고 있는 동사의 Capa 증가 추세는 이례적으로 큰 규모이기 때문에 동사의 아킬레스건인 '제한적인 매출성장'에 대한 인식이 해소될 수 있는 이벤트라 판단

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	669	807	936	1,197	1,446
증가율	-1.5	20.6	15.9	27.9	20.9
영업이익	113	181	239	385	516
영업이익률	16.9	22.5	25.6	32.2	35.7
지배주주귀속 순이익	87	105	166	292	406
지배주주 귀속 EPS	1,955	2,356	3,739	6,579	9,140
EPS증가율	-21.1	20.5	58.7	76.0	38.9
PER	7.7	6.4	8.3	11.6	8.4
PBR	1.2	1.0	1.7	3.1	2.3
EV/EBITDA	4.5	2.9	3.8	6.1	4.9
ROA	8.4	9.7	14.6	22.5	24.9
ROE	17.1	17.4	23.1	31.3	32.0

자료: 유안타증권 리서치센터

DB하이텍 실적 테이블

(단위: 십억원)	2018	2019	2020	2021e	2022e
매출액	669	807	936	1,197	1,446
YoY(%)	-2%	21%	16%	28%	21%
Total	117	122	129	141	150
부천	67	70	74	82	82
상우	50	52	55	59	68
영업이익	113	181	239	385	516
영업이익률(%)	17%	22%	26%	32%	36%
YoY(%)	-21%	60%	32%	61%	34%

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21e	4Q21e	1Q22e	2Q22e	3Q22e	4Q22e
매출액	226	242	241	228	244	275	328	350	344	359	368	374
YoY(%)	41%	13%	8%	7%	8%	14%	36%	54%	41%	31%	12%	7%
QoQ(%)	6%	7%	0%	-5%	7%	13%	20%	7%	-2%	4%	3%	2%
Total	122	124	129	129	129	132	138	141	143	146	150	150
부천	70	72	74	74	74	75	80	82	80	80	82	82
상우	52	52	55	55	55	57	58	59	63	66	68	68
영업이익	65	77	67	30	61	81	119	124	121	129	136	130
영업이익률(%)	29%	32%	28%	13%	25%	30%	36%	36%	35%	36%	37%	35%
YoY(%)	189%	56%	9%	-36%	-6%	6%	77%	309%	100%	59%	14%	5%
QoQ(%)	35%	19%	-13%	-55%	99%	34%	46%	5%	-2%	6%	5%	-4%

DB하이텍 (000990) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	669.3	807.4	935.9	1,196.8	1,446.4
매출원가	454	513	577	674	772
매출총이익	215	294	359	523	675
판매비	102	113	120	137	158
영업이익	113	181	239	385	516
EBITDA	180	262	351	529	606
영업외손익	-17	-37	-30	8	18
외환관련손익	2	-1	-7	-3	-12
이자손익	-13	-10	-4	-3	1
관계기업관련손익	-8	-17	-16	11	27
기타	2	-10	-1	2	1
법인세비용차감전순이익	96.1	144.0	209.7	393.4	534.0
법인세비용	9	39	44	101	128
계속사업순이익	87	105	166	292	406
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	86.8	104.6	166.0	292.1	405.9
지배지분순이익	87	105	166	292	406
포괄순이익	98	100	165	293	407
지배지분포괄이익	98	100	165	293	407

주영업이익 산출 기준은 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	180	161	310	367	490
당기순이익	87	105	166	292	406
감가상각비	63	77	107	136	84
외환손익	1	2	5	2	12
종속, 관계기업 관련손익	-1	3	12	-11	-27
자산부채의 증감	13	-79	-3	-57	-3
기타 현금흐름	18	55	23	5	18
투자활동 현금흐름	-117	-124	-265	-292	-200
투자자산	4	-34	-114	-130	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-110	-89	-158	-181	-200
유형자산 감소	1	2	1	1	0
기타 현금흐름	-13	-3	5	17	0
재무활동 현금흐름	-51	-71	-76	-16	11
단기차입금	4	15	-15	19	0
사채 및 장기차입금	-57	-82	-57	-48	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	15	15
기타 현금흐름	2	-4	-4	-3	-4
연결범위변동 등 기타	-1	-1	-5	-3	10
현금의 증감	12	-34	-36	56	312
기초 현금	107	119	85	48	105
기말 현금	119	85	48	105	416
NOPLAT	102	132	190	286	393
FCF	71	72	152	186	290

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	383	426	459	651	935
현금및현금성자산	119	85	48	57	335
매출채권 및 기타채권	163	199	181	242	250
재고자산	43	52	52	54	52
비유동자산	683	663	719	771	901
유형자산	598	617	675	710	826
관계기업등 지분관련자산	20	4	4	13	32
기타투자자산	10	8	8	8	8
자산총계	1,067	1,089	1,179	1,422	1,835
유동부채	157	220	262	281	285
매입채무 및 기타채무	95	92	118	119	123
단기차입금	16	31	15	35	35
유동성장기부채	12	30	57	37	37
비유동부채	351	225	122	104	104
장기차입금	277	180	97	69	69
사채	0	0	0	0	0
부채총계	508	444	384	386	390
지배지분	558	645	795	1,073	1,464
자본금	222.6	222.6	222.6	222.6	222.6
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	287	376	525	802	1,193
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	558	645	795	1,073	1,464
순차입금	135	83	-46	-195	-473
총차입금	306	251	174	143	143

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	1,955	2,356	3,739	6,579	9,140
BPS	12,863	14,844	18,294	24,693	33,682
EBITDAPS	4,052	5,876	7,896	11,875	13,609
SPS	15,036	18,140	21,027	26,887	32,495
DPS	250	350	350	350	350
PER	7.7	6.4	8.3	11.6	8.4
PBR	1.2	1.0	1.7	3.1	2.3
EV/EBITDA	4.5	2.9	3.8	6.1	4.9
PSR	1.0	0.8	1.5	2.8	2.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-1.5	20.6	15.9	27.9	20.9
영업이익 증가율 (%)	-21.1	60.4	32.0	61.0	34.0
지배지분이익 증가율 (%)	-21.2	20.5	58.7	75.9	38.9
매출총이익률 (%)	32.2	36.4	38.3	43.7	46.6
영업이익률 (%)	16.9	22.5	25.6	32.2	35.7
지배지분이익률 (%)	13.0	13.0	17.7	24.4	28.1
EBITDA 마진 (%)	27.0	32.4	37.6	44.2	41.9
ROIC	14.7	18.2	25.4	36.1	44.1
ROA	8.4	9.7	14.6	22.5	24.9
ROE	17.1	17.4	23.1	31.3	32.0
부채비율 (%)	91.0	68.9	48.3	35.9	26.6
순차입금/자기자본 (%)	24.2	12.8	-5.8	-18.2	-32.3
영업이익/금융비용 (배)	6.8	13.4	36.8	90.0	137.6

반도체

이재윤



02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	48,000원 (M)
현재주가 (11/23)	28,950원
상승여력	66%

시가총액	7,610 억원
총발행주식수	26,288,000 주
60일 평균 거래대금	80억원
60일 평균 거래량	310,938주
52주 고	31,650 원
52주 저	16,900 원
외인지분율	6.10 %
주요주주	원익홀딩스 외 2 인 40.54

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	23.19	6.24	71.30
상대	20.93	4.09	47.57
절대(달러환산)	25.22	7.68	64.26

원익QnC (074600) 22년에는 TSMC가 모멘텀 요인

- 4분기 영업이익 161억원 전망
 - 4분기 매출액과 영업이익은 각각 1,572억원(YoY 22%, QoQ -1%), 161억원(YoY 353%, QoQ -40%, OPM 10%)으로 전망함. 연말성과급을 100억원으로 가정해 4분기 실적 추정치에 반영
- 2022년 매출액과 영업이익은 각각 7,019억원(YoY 13%), 1,172억원(YoY 34%, OPM 17%)으로 추정
 - 시장 우려와는 달리 삼성전자의 2022년 Capex가 올해 대비 증가할 것
 - 2022년에는 TSMC의 강한 Capex 모멘텀과 동사의 대만 퀴츠웨어 증설 효과가 맞물려 실적 성장 가시성이 높다고 판단
 - 동사 퀴츠사업 내 TSMC향 매출비중이 21년 상반기 10%에서 22년 하반기에는 16%로 확대될 전망
- 반도체 소부장 Top-Pick 의견, 목표주가 48,000원 유지

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	2,665	2,631	5,256	6,187	7,019
증가율	35.1	-1.3	99.8	17.7	13.4
영업이익	412	274	412	871	1,172
영업이익률	15.5	10.4	7.8	14.1	16.7
지배주주귀속 순이익	405	26	258	590	766
지배주주 귀속 EPS	1,541	99	982	2,244	2,916
EPS증가율	40.1	-93.6	890.6	128.5	29.9
PER	9.5	125.1	15.4	13.0	10.0
PBR	1.8	1.5	1.7	2.7	2.1
EV/EBITDA	9.0	9.1	7.1	7.5	5.9
ROA	13.1	0.5	3.7	7.7	9.2
ROE	21.2	1.2	11.4	22.5	23.4

자료: 유안타증권 리서치센터

원익QnC 연간 실적 테이블

(단위: 억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	2,665	2,631	5,260	6,187	7,019
QoQ(%)	-	-	-	-	-
YoY(%)	35%	-1%	100%	18%	13%
퀵츠사업	1,944	1,805	4,594	5,156	5,769
yoy(%)	28%	-7%	155%	12%	12%
모멘티브	-	-	2,079	2,440	2,654
국내	1,450	1,291	1,838	2,202	2,357
WQT	314	368	458	510	772
WQE	160	161	152	157	173
WQI	85	65	66	85	93
세정사업	502	648	643	762	1,010
해외(원익시안 자회사)	19	119	54	107	150
국내본사	234	276	295	306	337
국내(나노원)	249	253	295	349	523
세라믹스사업	204	154	211	249	220
기타	15	23	12	21	20
영업이익	412	274	413	871	1,172
OPM(%)	15%	10%	8%	14%	17%
QoQ(%)	-	-	-	-	-
YoY(%)	39%	-34%	51%	111%	34%
퀵츠사업	314	251	363	722	979
opm(%)	16%	14%	8%	14%	17%
모멘티브	-	-4	-149	99	239
국내	283	210	490	590	660
WQT	24	44	93	119	210
WQE	8	2	1	-1	-
WQI	2	-1	-1	7	9
세정사업	106	44	37	115	182
국내본사	67	62	62	85	84
자회사 나노원	39	18	40	64	115
자회사 원익시안	0	-36	-21	5	23
세라믹스사업	-8	-21	16	39	22

원익QnC 분기 실적 테이블

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
매출액	1,265	1,392	1,314	1,290	1,426	1,603	1,587	1,572	1,581	1,743	1,841	1,854
QoQ(%)	83%	10%	-6%	-2%	11%	12%	-1%	-1%	1%	10%	6%	1%
YoY(%)	78%	132%	109%	87%	13%	15%	21%	22%	11%	9%	16%	18%
퀵츠사업	1,110	1,229	1,145	1,110	1,198	1,351	1,329	1,277	1,310	1,447	1,519	1,492
yoy(%)	146%	193%	159%	125%	8%	10%	16%	15%	9%	7%	14%	17%
모멘티브	501	561	513	504	545	663	632	600	599	700	695	660
국내	450	493	456	439	540	562	560	540	578	601	600	578
WQT	110	118	119	112	120	123	133	134	144	148	226	255
WQE	37	40	38	37	36	39	40	42	39	43	44	46
WQI	13	16	19	18	18	23	23	21	20	25	25	23
세정사업	157	163	156	167	158	178	196	230	211	236	262	302
해외(원익시안 자회사)	9	12	15	17	21	23	28	35	29	33	40	49
국내본사	77	78	68	72	63	70	73	100	69	77	80	110
국내(나노원)	71	73	73	78	75	84	94	95	113	126	142	143
세라믹스사업	49	60	51	52	65	67	57	60	55	55	55	55
기타	-	-	5	7	4	6	5	5	5	5	5	5
영업이익	77	150	151	35	200	244	267	161	286	308	339	239
OPM(%)	6%	11%	11%	3%	14%	15%	17%	10%	18%	18%	18%	13%
QoQ(%)	-12%	89%	1%	-76%	463%	22%	9%	-40%	78%	8%	10%	-29%
YoY(%)	7%	252%	140%	-63%	159%	63%	77%	353%	43%	26%	27%	49%
퀵츠사업	56	118	131	58	166	201	216	140	234	251	276	207
opm(%)	5%	10%	11%	5%	14%	15%	16%	11%	18%	17%	18%	14%
모멘티브	-72	-46	-23	-9	-2	39	32	30	54	63	63	59
국내	109	143	125	112	144	151	149	146	162	168	168	162
WQT	19	20	29	26	26	28	32	32	36	37	63	74
WQE	0	0	1	0	-1	0	1	0	0	0	0	0
WQI	-1	0	0	0	1	2	2	2	2	3	2	2
세정사업	20	24	18	-26	24	34	45	12	46	52	57	26
국내본사	18	17	13	14	16	19	22	28	17	19	20	28
자회사 나노원	8	12	10	11	11	14	19	20	25	28	31	31
자회사 원익시안	-6	-4	-5	-5	-2	1	3	4	4	5	6	7
세라믹스사업	3	7	3	3	12	10	9	9	6	6	6	6

원익QnC (074600) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	2,665	2,631	5,256	6,187	7,019
매출원가	1,930	2,005	4,044	4,396	4,794
매출총이익	735	625	1,212	1,791	2,225
판매비	323	352	800	920	1,053
영업이익	412	274	412	871	1,172
EBITDA	514	431	969	1,368	1,627
영업외손익	65	-273	-191	-66	-143
외환관련손익	2	9	-12	10	4
이자손익	-10	-22	-105	-85	-84
관계기업관련손익	111	-182	0	0	0
기타	-38	-78	-75	9	-63
법인세비용차감전순이익	477	1	221	806	1,029
법인세비용	65	-36	67	207	250
계속사업순손익	412	36	155	599	779
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	412	36	155	599	779
지배지분순이익	405	26	258	590	766
포괄순이익	411	28	155	688	841
지배지분포괄이익	404	26	254	985	1,340

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	260	347	990	888	991
당기순이익	0	0	0	278	779
감가상각비	96	150	513	457	417
외환손익	0	4	6	-8	-4
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-121	-62	83	-274	-281
기타 현금흐름	285	255	388	434	80
투자활동 현금흐름	-709	-3,284	-224	-440	-486
투자자산	157	-872	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-585	-497	-365	-355	-400
유형자산 감소	0	4	1	1	0
기타 현금흐름	-281	-1,919	141	-86	-86
재무활동 현금흐름	417	2,904	-358	-277	-116
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	417	2,280	-333	-270	-80
자본	0	0	0	33	0
현금배당	0	0	-2	-2	-2
기타 현금흐름	0	623	-24	-40	-34
연결범위변동 등 기타	1	2	-28	21	484
현금의 증감	-31	-30	381	192	872
기초 현금	186	155	125	506	698
기말 현금	155	125	506	698	1,570
NOPLAT	356	15,422	288	648	888
FCF	-326	-150	625	532	591

자료: 유안타증권 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 현행연표 추가 기준, 전망치는 현재주주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	1,041	4,022	2,239	2,294	3,383
현금및현금성자산	155	125	506	698	1,570
매출채권 및 기타채권	284	254	794	587	692
재고자산	563	523	910	983	1,094
비유동자산	2,554	2,388	5,192	5,557	5,501
유형자산	1,762	2,118	3,943	3,931	3,915
관계기업등 지분관련자산	577	0	0	0	0
기타투자자산	32	68	61	68	68
자산총계	3,595	6,410	7,431	7,851	8,884
유동부채	859	1,055	3,407	1,413	1,489
매입채무 및 기타채무	348	246	896	608	684
단기차입금	414	431	463	423	423
유동성장기부채	68	312	1,923	228	228
비유동부채	525	2,483	997	2,841	2,761
장기차입금	356	2,311	216	1,773	1,693
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,384	3,538	4,405	4,254	4,249
지배지분	2,104	2,130	2,384	2,859	3,688
자본금	131	131	131	131	131
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	1,898	1,930	2,179	2,588	3,354
비지배지분	108	742	642	737	946
자본총계	2,211	2,872	3,026	3,597	4,634
순차입금	676	-94	2,243	1,847	895
총차입금	838	3,130	2,757	2,549	2,469

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	1,541	99	982	2,244	2,916
BPS	8,003	8,103	9,070	10,877	14,029
EBITDAPS	1,954	1,640	3,687	5,205	6,191
SPS	10,136	10,007	19,995	23,537	26,699
DPS	0	0	0	0	0
PER	9.5	125.1	15.4	13.0	10.0
PBR	1.8	1.5	1.7	2.7	2.1
EV/EBITDA	9.0	9.1	7.1	7.5	5.9
PSR	1.4	1.2	0.8	1.2	1.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	35.1	-1.3	99.8	17.7	13.4
영업이익 증가율 (%)	39.1	-33.6	50.7	111.4	34.5
지배순이익 증가율 (%)	40.1	-93.6	890.6	128.5	29.9
매출총이익률 (%)	27.6	23.8	23.1	28.9	31.7
영업이익률 (%)	15.5	10.4	7.8	14.1	16.7
지배순이익률 (%)	15.2	1.0	4.9	9.5	10.9
EBITDA 마진 (%)	19.3	16.4	18.4	22.1	23.2
ROIC	18.9	591.8	6.8	11.3	15.3
ROA	13.1	0.5	3.7	7.7	9.2
ROE	21.2	1.2	11.4	22.5	23.4
부채비율 (%)	62.6	123.2	145.5	118.3	91.7
순차입금/자기자본 (%)	30.6	-3.3	74.1	51.4	19.3
영업이익/금융비용 (배)	35.6	3.4	3.6	8.9	11.8

반도체

이재윤



02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	76,000원 (U)
현재주가 (11/24)	61,500원
상승여력	24%

시가총액	12,139 억원
총발행주식수	19,737,674 주
60일 평균 거래대금	80억원
60일 평균 거래량	157,880주
52주 고	61,500 원
52주 저	24,550 원
외인지분율	26.10 %
주요주주	하나마이크론 외 6 인 45.21

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	33.99	40.25	140.23
상대	31.52	37.41	106.95
절대(달러환산)	41.46	47.65	139.26

하나머티리얼즈 (166090) 소모성 부품 시장 공급 부족

- 22년 연간 매출액과 영업이익은 각각 3,120억원(YoY 2%), 964억원(YoY 24%, OPM 31%) 전망
 - 신규 제품인 SiC/Hybrid Ring 매출액이 230억원으로 전년 대비 70% 증가, 실적 기여 본격화
 - 기존 TEL 중심에서 Lam Research 등 고객 다변화도 실적 성장에 긍정적 요인
 - 고객 다변화는 Si Ring, SiC 등과 같은 소모성 부품 시장의 공급 부족으로 기존 예상보다 가속화될 전망
- 파운드리 업종의 Capex 모멘텀
 - 삼성파운드리와 TSMC는 22년에도 대규모 Capex 집행할 계획
 - 고전하던 Globalfoundries도 IPO에 성공하면서 Capex 가속화
- 투자의견 BUY 유지, 목표주가 76,000원으로 상향
 - 목표주가 산정 기준 EPS를 21년에서 22년으로 변경, Target PER 20X 적용

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	1,652	1,548	2,007	2,582	3,120
증가율	60.5	-6.3	29.6	28.7	20.8
영업이익	494	409	531	773	964
영업이익률	29.9	26.4	26.5	29.9	30.9
지배주주귀속 순이익	362	277	380	625	765
지배주주 귀속 EPS	1,891	1,409	1,939	3,167	3,878
EPS증가율	72.4	-25.5	37.6	63.4	22.5
PER	9.8	11.3	10.6	19.4	15.9
PBR	3.0	2.1	2.1	4.8	3.8
EV/EBITDA	7.3	7.3	6.7	11.2	9.1
ROA	18.9	10.2	11.8	16.1	16.4
ROE	35.3	20.9	22.8	28.6	27.0

자료: 유안타증권 리서치센터

하나머티리얼즈 실적 테이블

(단위: 억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
Sales	1,029	1,652	1,548	2,007	2,600	3,120
YoY(%)	-	61%	-6%	30%	30%	20%
OP	235	494	409	531	778	964
OPM(%)	23%	30%	26%	26%	30%	31%
YoY(%)	-	110%	-17%	30%	46%	24%

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
Sales	571	638	727	665	718	780	842	780
QoQ(%)	5%	12%	14%	-9%	8%	9%	8%	-7%
YoY(%)	27%	22%	49%	22%	26%	22%	16%	17%
OP	162	188	225	203	212	238	276	238
OPM(%)	28%	30%	31%	31%	30%	31%	33%	31%
QoQ(%)	-2%	16%	19%	-10%	4%	12%	16%	-14%
YoY(%)	49%	42%	80%	23%	31%	26%	23%	17%

하나머티리얼즈 (166090) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	1,652	1,548	2,007	2,582	3,120
매출원가	995	976	1,275	1,563	1,862
매출총이익	657	573	732	1,019	1,258
판매비	163	164	201	246	294
영업이익	494	409	531	773	964
EBITDA	599	584	715	1,107	1,231
영업외손익	-38	-50	-48	-16	-1
외환관련손익	0	-1	-4	6	9
이자손익	-8	-30	-28	-21	-12
관계기업관련손익	0	0	3	1	2
기타	-30	-19	-18	-2	0
법인세비용차감전순이익	456	359	483	757	963
법인세비용	95	62	101	132	197
계속사업순손익	361	297	382	625	765
중단사업순손익	1	-20	-2	0	0
당기순이익	362	277	380	625	765
지배지분순이익	362	277	380	625	765
포괄순이익	359	283	462	703	802
지배지분포괄이익	359	283	462	703	802

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	443	403	709	957	999
당기순이익	362	277	380	625	765
감가상각비	100	170	176	325	260
외환손익	0	1	2	-4	-9
종속, 관계기업 관련손익	0	0	2	-1	-2
자산부채의 증감	-153	-108	33	-63	-67
기타 현금흐름	133	65	115	75	53
투자활동 현금흐름	-1,109	-580	-259	-300	1
투자자산	-88	-20	-51	-10	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,008	-517	-151	-286	0
유형자산 감소	0	2	7	2	0
기타 현금흐름	-13	-45	-64	-7	1
재무활동 현금흐름	647	216	-54	-174	-225
단기차입금	211	59	-110	-47	-120
사채 및 장기차입금	453	197	109	-24	0
자본	0	49	0	0	0
현금배당	-24	-48	-39	-117	-117
기타 현금흐름	7	-41	-13	13	12
연결범위변동 등 기타	0	0	-2	44	140
현금의 증감	-19	39	395	527	915
기초 현금	47	28	67	462	989
기말 현금	28	67	462	989	1,904
NOPLAT	391	338	420	639	766
FCF	-565	-113	558	671	999

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전방치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	410	665	961	1,554	2,706
현금및현금성자산	28	67	462	976	2,046
매출채권 및 기타채권	132	97	151	157	180
재고자산	242	270	288	361	421
비유동자산	2,078	2,286	2,564	2,682	2,416
유형자산	1,934	2,041	2,012	1,983	1,724
관계기업등 지분관련자산	0	38	46	47	49
기타투자자산	95	136	438	552	552
자산총계	2,488	2,951	3,525	4,237	5,122
유동부채	794	665	762	948	833
매입채무 및 기타채무	182	151	193	249	255
단기차입금	321	380	330	413	293
유동성장기부채	209	101	184	218	218
비유동부채	497	831	883	766	766
장기차입금	469	773	739	552	552
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,292	1,497	1,645	1,714	1,599
지배지분	1,197	1,454	1,881	2,495	3,179
자본금	96	98	98	99	99
자본잉여금	289	333	339	369	369
이익잉여금	807	1,032	1,372	1,873	2,522
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,197	1,454	1,881	2,495	3,179
순차입금	971	1,174	780	214	-975
총차입금	999	1,274	1,271	1,217	1,097

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	1,891	1,409	1,939	3,167	3,878
BPS	6,227	7,482	9,691	12,782	16,290
EBITDAPS	3,128	2,978	3,642	5,607	6,238
SPS	8,620	7,891	10,225	13,083	15,807
DPS	250	200	300	600	600
PER	9.8	11.3	10.6	19.4	15.9
PBR	3.0	2.1	2.1	4.8	3.8
EV/EBITDA	7.3	7.3	6.7	11.2	9.1
PSR	2.2	2.0	2.0	4.7	3.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	60.5	-6.3	29.6	28.7	20.8
영업이익 증가율 (%)	109.8	-17.2	29.8	45.6	24.7
지배순이익 증가율 (%)	86.4	-23.7	37.6	64.3	22.5
매출총이익률 (%)	39.7	37.0	36.5	39.5	40.3
영업이익률 (%)	29.9	26.4	26.5	29.9	30.9
지배순이익률 (%)	21.9	17.9	19.0	24.2	24.5
EBITDA 마진 (%)	36.3	37.7	35.6	42.9	39.5
ROIC	24.3	14.8	17.7	28.0	35.0
ROA	18.9	10.2	11.8	16.1	16.4
ROE	35.3	20.9	22.8	28.6	27.0
부채비율 (%)	107.9	102.9	87.5	68.7	50.3
순차입금/자기자본 (%)	81.1	80.8	41.5	8.6	-30.7
영업이익/금융비용 (배)	59.1	13.6	16.6	27.0	37.2

반도체



이재윤

02 3770 5727

jaeyun.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	69,000원 (M)
현재주가 (11/24)	43,400원
상승여력	59%

시가총액	21,302 억원
총발행주식수	49,083,901 주
60일 평균 거래대금	201억원
60일 평균 거래량	485,026주
52주 고	58,300 원
52주 저	35,000 원
외인지분율	19.05 %
주요주주	원익홀딩스 외 3 인 33.05

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.86	5.72	10.71
상대	9.80	3.58	(4.62)
절대(달러환산)	12.82	6.33	5.34

원익IPS (240810) 22년에도 고객사 Capex 증가

- 22년에도 삼성전자 전사 Capex는 사상 최대 규모로 집행될 것
 - 삼성전자의 전사 Capex는 51.2조원으로 추정
 - 반도체 44조원, 디스플레이 5.2조원, 기타 2조원으로 추정
- 삼성파운드리 Capex 규모는 21년 135억불로 기존 예상 상회
 - 당초 예상은 110억불 수준이었으나 향후 장비 투자를 위한 인프라 투자(부지매입 등)가 조기 집행되면서 기존 예상을 상회
 - 22년~30년까지 파운드리 사업에 대규모 투자를 이어갈 전망
- 투자의견 BUY, 목표주가 69,000원 유지
 - 삼성전자의 평택 P3 인프라 투자가 21년 4분기 집행, 조만간 장비 발주 모멘텀 본격화될 것
 - 22년 삼성파운드리 Capex 증가에 따른 수혜

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	6,493	6,692	10,909	13,699	14,780
증가율	2.9	3.1	63.0	25.6	7.9
영업이익	1,059	411	1,406	2,071	2,501
영업이익률	16.3	6.1	12.9	15.1	16.9
지배주주귀속 순이익	869	429	978	1,669	1,970
지배주주 귀속 EPS	2,105	885	1,993	3,401	4,014
EPS증가율	-8.9	-57.9	125.1	70.6	18.0
PER	13.4	29.3	17.0	12.8	10.9
PBR	3.2	2.2	2.5	2.8	2.2
EV/EBITDA	8.7	16.5	8.4	7.9	6.1
ROA	18.8	6.1	9.8	16.4	19.3
ROE	25.4	9.2	15.9	23.4	22.9

자료: 유안타증권 리서치센터

원익IPS 실적 테이블

(단위: 억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
Sales	6,309	6,494	6,692	10,908	13,679	14,780
YoY(%)	88%	3%	3%	63%	25%	8%
OP	1,222	1,060	561	1,406	2,008	2,501
OPM(%)	19%	16%	8%	13%	15%	17%
YoY(%)	-	-13%	-47%	151%	43%	25%

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
Sales	2,545	4,325	3,752	3,077	3,888	5,025	3,050	2,817
QoQ(%)	49%	70%	-13%	-18%	26%	29%	-39%	-8%
YoY(%)	40%	43%	-14%	80%	53%	16%	-19%	-8%
OP	243	1,007	713	108	700	1,407	366	28
OPM(%)	10%	23%	19%	4%	18%	28%	12%	1%
QoQ(%)	흑전	315%	-29%	-85%	흑전	101%	-74%	-92%
YoY(%)	67%	97%	-40%	-125%	189%	40%	-49%	-74%

원익IPS (240810) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	6,493	6,692	10,909	13,699	14,780
매출원가	3,914	3,902	6,247	8,198	8,627
매출총이익	2,579	2,791	4,663	5,501	6,153
판매비	1,520	2,380	3,257	3,431	3,652
영업이익	1,059	411	1,406	2,071	2,501
EBITDA	1,243	756	1,790	2,445	2,835
영업외손익	39	23	-136	101	50
외환관련손익	5	4	-155	68	20
이자손익	24	16	16	18	25
관계기업관련손익	0	-3	-3	19	0
기타	10	6	6	-3	5
법인세비용차감전순이익	1,098	435	1,270	2,172	2,551
법인세비용	230	6	291	502	581
계속사업순이익	869	429	978	1,669	1,970
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	869	429	978	1,669	1,970
지배지분순이익	869	429	978	1,669	1,970
포괄순이익	860	427	965	1,694	2,004
지배지분포괄이익	860	427	965	1,694	2,004

주영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	466	-162	2,251	4,023	2,955
당기순이익	869	429	978	1,669	1,970
감가상각비	163	281	316	310	283
외환손익	0	5	105	-46	-20
종속, 관계기업 관련손익	0	3	2	-19	0
자산부채의 증감	-690	-1,177	-94	1,344	-57
기타 현금흐름	124	298	944	765	779
투자활동 현금흐름	-567	-397	-828	-764	200
투자자산	-49	-21	-249	-358	-32
유형자산 증가 (CAPEX)	-467	-573	-583	-506	0
유형자산 감소	0	1	1	0	0
기타 현금흐름	-52	196	3	101	232
재무활동 현금흐름	-114	-212	-164	-109	-109
단기차입금	-30	60	-150	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-83	-91	0	-97	-97
기타 현금흐름	-2	-181	-14	-13	-13
연결범위변동 등 기타	0	-2	-43	-3,087	-866
현금의 증감	-216	-773	1,216	63	2,180
기초 현금	1,125	909	135	1,351	1,414
기말 현금	909	135	1,351	1,414	3,594
NOPLAT	838	405	1,083	1,592	1,931
FCF	-1	-735	1,667	3,517	2,955

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	3,317	5,530	6,569	5,313	7,402
현금및현금성자산	909	135	1,351	1,414	3,594
매출채권 및 기타채권	360	1,271	544	596	549
재고자산	1,845	3,222	3,811	2,461	2,417
비유동자산	1,806	3,462	4,428	4,015	3,713
유형자산	1,379	2,447	2,732	2,937	2,654
관계기업등 지분관련자산	0	30	61	108	140
기타투자자산	148	208	287	212	212
자산총계	5,123	8,992	10,996	9,328	11,115
유동부채	1,240	3,270	4,299	1,564	1,442
매입채무 및 기타채무	472	868	923	859	738
단기차입금	90	150	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	192	56	68	113	113
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,431	3,326	4,366	1,677	1,556
지배지분	3,692	5,666	6,630	7,651	9,559
자본금	206	245	245	245	245
자본잉여금	1,753	3,514	3,514	3,514	3,514
이익잉여금	1,737	2,075	3,039	4,058	5,932
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,692	5,666	6,630	7,651	9,559
순차입금	-870	-85	-1,604	-2,034	-4,214
총차입금	90	169	11	16	16

Valuation 지표	(단위: 월, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	2,105	885	1,993	3,401	4,014
BPS	8,948	11,739	13,737	15,853	19,806
EBITDAPS	3,013	1,561	3,647	4,982	5,776
SPS	15,732	13,821	22,226	27,910	30,112
DPS	220	0	200	200	200
PER	13.4	29.3	17.0	12.8	10.9
PBR	3.2	2.2	2.5	2.8	2.2
EV/EBITDA	8.7	16.5	8.4	7.9	6.1
PSR	1.8	1.9	1.5	1.6	1.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	2.9	3.1	63.0	25.6	7.9
영업이익 증가율 (%)	-13.4	-61.2	242.0	47.3	20.8
지배순이익 증가율 (%)	-8.9	-50.7	128.2	70.6	18.0
매출총이익률 (%)	39.7	41.7	42.7	40.2	41.6
영업이익률 (%)	16.3	6.1	12.9	15.1	16.9
지배순이익률 (%)	13.4	6.4	9.0	12.2	13.3
EBITDA 마진 (%)	19.2	11.3	16.4	17.8	19.2
ROIC	35.5	11.4	26.8	36.8	39.3
ROA	18.8	6.1	9.8	16.4	19.3
ROE	25.4	9.2	15.9	23.4	22.9
부채비율 (%)	38.8	58.7	65.9	21.9	16.3
순차입금/자기자본 (%)	-23.6	-1.5	-24.2	-26.6	-44.1
영업이익/금융비용 (배)	613.4	250.4	2,574.6	15,186.6	13,756.9

반도체



이재윤

02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	49,000원 (M)
현재주가 (11/23)	29,450원
상승여력	66%

시가총액	5,822 억원
총발행주식수	19,768,226 주
60일 평균 거래대금	52억원
60일 평균 거래량	190,229주
52주 고	37,350 원
52주 저	24,300 원
외인지분율	9.03 %
주요주주	주승일 외 8 인 29.26

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	16.87	11.98	(2.81)
상대	14.72	9.71	(16.27)
절대(달러환산)	22.99	17.50	(3.51)

테스 (095610) 장비 발주 모멘텀에 대비할 시점

- 22년에도 삼성전자 전사 Capex는 사상 최대 규모로 집행될 것
 - 삼성전자의 전사 Capex는 51.2조원으로 추정
 - 반도체 44조원, 디스플레이 5.2조원, 기타 2조원으로 추정
- 22년 연간 매출액과 영업이익 각각 3,990(YoY 5.1%), 728억원(YoY 4%, OPM 18%) 전망
 - 3D NAND 고단화는 투자 단위당 단위당 장비 발주 증가로 이어져 동사에 수혜 집중
- 투자 의견 BUY, 목표주가 49,000원 유지
 - 삼성전자의 평택 P3 인프라 투자가 21년 4분기 집행, 조만간 장비 발주 모멘텀 본격화될 것
 - 3D NAND 투자 경쟁에 따른 수혜
 - 22년에는 중국 대련 Fab에 대한 보완 투자가 본격화될 가능성에도 주목

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	2,871	1,784	2,460	3,796	3,990
증가율	4.1	-37.9	37.9	54.3	5.1
영업이익	578	117	317	703	728
영업이익률	20.1	6.6	12.9	18.5	18.2
지배주주귀속 순이익	424	98	300	644	685
지배주주 귀속 EPS	2,145	493	1,519	3,256	3,465
EPS증가율	-22.6	-77.0	207.8	114.4	6.4
PER	11.4	35.6	15.8	9.0	8.4
PBR	2.2	1.6	1.9	1.9	1.5
EV/EBITDA	6.4	14.3	10.5	6.3	6.3
ROA	17.5	4.0	11.5	20.6	17.6
ROE	21.1	4.6	13.3	24.5	21.3

자료: 유안타증권 리서치센터

테스 실적 테이블

(단위: 억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
Sales	2,752	2,871	1,784	2,459	3,796	3,990
QoQ(%)	-	-	-	-	-	0%
YoY(%)	54%	4%	-38%	38%	54%	5%
OP	641	592	126	316	696	728
OPM(%)	23%	21%	7%	13%	18%	18%
QoQ(%)	-	-	-	-	-	-
YoY(%)	73%	-8%	-79%	150%	120%	5%

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
Sales	1,544	1,037	550	666	1,410	1,510	515	555
QoQ(%)	183%	-33%	-47%	21%	112%	7%	-66%	8%
YoY(%)	162%	35%	-1%	22%	-9%	46%	-6%	-17%
OP	330	216	63	87	296	317	57	58
OPM(%)	21%	21%	12%	13%	21%	21%	11%	11%
QoQ(%)	3234%	-35%	-71%	37%	242%	7%	-82%	3%
YoY(%)	201%	57%	7%	774%	-10%	47%	-10%	-33%

테스 (095610) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	2,871	1,784	2,460	3,796	3,990
매출원가	2,108	1,489	1,939	2,798	2,955
매출총이익	763	295	520	998	1,035
판매비	185	177	204	295	307
영업이익	578	117	317	703	728
EBITDA	632	173	365	669	554
영업외손익	-47	1	68	129	126
외환관련손익	3	7	-10	14	1
이자손익	12	7	8	16	29
관계기업관련손익	-11	-2	-6	0	0
기타	-52	-10	76	99	96
법인세비용차감전순이익	531	119	385	832	854
법인세비용	107	21	85	188	169
계속사업순이익	424	97	300	644	685
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	424	97	300	644	685
지배지분순이익	424	98	300	644	685
포괄순이익	400	102	333	669	722
지배지분포괄이익	400	102	333	669	722

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	360	333	248	883	820
당기순이익	424	97	300	644	685
감가상각비	40	41	40	-30	-151
외환손익	0	1	12	0	-1
종속, 관계기업 관련손익	11	2	6	0	0
자산부채의 증감	-89	175	-121	122	49
기타 현금흐름	-27	16	11	147	239
투자활동 현금흐름	67	-43	-278	-170	104
투자자산	184	42	-104	-94	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-13	-9	-113	-112	0
유형자산 감소	1	0	2	2	0
기타 현금흐름	-105	-77	-63	34	104
재무활동 현금흐름	-228	26	-158	-113	-62
단기차입금	-88	94	-60	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-78	-77	-58	-85	-84
기타 현금흐름	-62	8	-40	-28	22
연결범위변동 등 기타	0	-1	-8	-84	-258
현금의 증감	198	314	-196	517	605
기초 현금	74	272	587	390	907
기말 현금	272	587	390	907	1,512
NOPLAT	462	96	247	544	584
FCF	347	324	134	771	820

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	1,703	1,825	1,806	2,223	2,832
현금및현금성자산	272	587	390	1,027	1,729
매출채권 및 기타채권	174	199	123	190	173
재고자산	676	500	737	384	308
비유동자산	715	654	943	1,285	1,459
유형자산	331	303	420	528	678
관계기업 등 지분관련자산	8	6	0	0	0
기타투자자산	164	184	414	612	612
자산총계	2,418	2,479	2,749	3,508	4,291
유동부채	272	308	368	439	408
매입채무 및 기타채무	124	153	234	185	153
단기차입금	1	100	40	40	40
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	22	22	16	42	42
장기차입금	5	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	294	330	384	481	450
지배지분	2,124	2,149	2,365	2,901	3,539
자본금	99	99	99	99	99
자본잉여금	578	578	578	578	578
이익잉여금	1,603	1,621	1,857	2,407	3,008
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,124	2,149	2,365	2,901	3,539
순차입금	-819	-992	-890	-1,576	-2,279
총차입금	6	100	43	40	40

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	2,145	493	1,519	3,256	3,465
BPS	11,072	11,202	12,521	15,614	19,052
EBITDAPS	3,199	877	1,847	3,383	2,804
SPS	14,522	9,023	12,443	19,205	20,184
DPS	400	300	450	450	450
PER	11.4	35.6	15.8	9.0	8.4
PBR	2.2	1.6	1.9	1.9	1.5
EV/EBITDA	6.4	14.3	10.5	6.3	6.3
PSR	1.7	1.9	1.9	1.5	1.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	4.1	-37.9	37.9	54.3	5.1
영업이익 증가율 (%)	-8.7	-79.7	169.6	122.0	3.5
지배순이익 증가율 (%)	-21.9	-77.0	207.8	114.4	6.4
매출총이익률 (%)	26.6	16.5	21.2	26.3	25.9
영업이익률 (%)	20.1	6.6	12.9	18.5	18.2
지배순이익률 (%)	14.8	5.5	12.2	17.0	17.2
EBITDA 마진 (%)	22.0	9.7	14.8	17.6	13.9
ROIC	45.4	9.8	25.6	59.6	67.8
ROA	17.5	4.0	11.5	20.6	17.6
ROE	21.1	4.6	13.3	24.5	21.3
부채비율 (%)	13.8	15.3	16.2	16.6	12.7
순차입금/자기자본 (%)	-38.6	-46.2	-37.6	-54.3	-64.4
영업이익/금융비용 (배)	586.4	263.7	244.5	1,132.9	1,191.7

반도체



이재윤

02 3770 5727

jaeyun.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	46,000원 (I)
현재주가 (11/23)	35,950원
상승여력	28%

시가총액	8,290 억원
총발행주식수	23,059,202 주
60일 평균 거래대금	81억원
60일 평균 거래량	234,294주
52주 고	47,150 원
52주 저	31,150 원
외인지분율	8.26 %
주요주주	이병구 외 7 인 25.76

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.61	7.15	11.99
상대	6.61	4.98	(3.52)
절대(달러환산)	10.40	8.61	7.39

네패스 (033640) PLP, 후공정 기술 방향성

- 22년 매출액과 영업이익은 각각 6,517억원(YoY 58%), 546억원(YoY 흑전, OPM 8%) 전망
 - 신규 공정인 PLP(Panel Level Package)의 Ramp-up 속도와 적자 축소 시점이 다소 지연되고 있지만, 장기적으로 후공정 업계에서 PLP의 기술 방향성과 동사의 글로벌 PLP 리더십 확보 가능성이 크다는 점에 주목
 - 21년 PLP에서만 영업적자 규모가 약 500억원에 달하는 것으로 추산, 22년 적자규모가 250억원으로 축소될 것으로 기대
 - 기존 주력 사업인 WLP사업도 2분기 바닥으로 실적 개선 중
- 투자의견 BUY, 목표주가 46,000원으로 커버리지 재개
 - 기술의 장기 방향성을 감안해 23년 예상 EPS(PLP 사업 BEP 가정) 기준 PER 20X 적용해 산출
 - 삼성전자에이머 Qualcomm도 주력 고객사로 확대되고 있다는 점이 긍정적
 - PLP 사업이 턴어라운드 할 경우, 글로벌 OSAT 업계 Top Tier로 등극할 것

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	273	356	344	413	652
증가율	-4.1	30.4	-3.6	20.1	57.9
영업이익	22	62	-4	-4	55
영업이익률	8.1	17.3	-1.0	-1.0	8.4
지배주주귀속 순이익	25	32	-49	-21	33.7
지배주주 귀속 EPS	1,108	1,382	-2,117	-900	1,463
EPS증가율	266.0	24.7	적전	적지	흑전
PER	9.5	17.0	-14.3	-40.6	25.0
PBR	1.5	2.6	3.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	4.3	6.1	15.1	12.8	6.1
ROA	8.5	7.9	-7.4	-2.4	3.3
ROE	17.1	17.1	-23.3	-9.8	14.6

자료: 유안타증권 리서치센터

네패스 연간 실적 테이블

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
Sales	285	270.6	350.8	339.9	412.6	651.7
YoY(%)	12%	-5%	30%	-3%	21%	58%
QoQ(%)	-	-	-	-	-	-
Fan-In WLP	174.5	155.6	188.9	159.5	165.8	195.9
네패스아크(Test)	28.7	34.3	66	67.8	115.3	182.4
네패스라웨(Fanout)	6.7	17.2	25	48.7	51.1	185.8
Chemical	65.2	57.5	51.4	45	53.5	57
Others	13.3	5.9	11	15.2	23	26.5
OP	19.1	21.7	59.7	-3.7	-4.2	54.6
YoY(%)	133%	14%	175%	-106%	11%	-1410%
QoQ(%)	-	-	-	-	-	-
OPM(%)	7%	8%	17%	-1%	-1%	8%
Fan-In WLP	31.4	20.7	35.1	17.1	17.2	26.2
네패스아크(Test)	8.2	8.6	20.3	11.2	28.4	48.9
네패스라웨(Fanout)	-16.7	-8	1.1	-34	-53.2	-24.3
Chemical	-0.1	1	1.8	0.3	1.3	1.7
Others	-3.5	-1.8	0.7	1.6	2.1	2.1

네패스 분기 실적 테이블

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
Sales	96.4	78.2	78.8	86.4	95.1	94.2	107.4	116	140	153.2	174.9	183.6
YoY(%)	33%	-12%	-18%	-7%	-1%	20%	36%	34%	47%	63%	63%	58%
QoQ(%)	3%	-19%	1%	10%	10%	-1%	14%	8%	21%	9%	14%	5%
Fan-In WLP	49	33.5	37.3	39.7	43.2	36.5	43.2	42.8	42.9	46.2	51.8	55
네패스아크(Test)	20.4	15.8	12.7	18.8	24.3	26.1	30.1	34.8	43.2	46.6	47	45.6
네패스라웨(Fanout)	10.9	11.4	12.4	14	11	10.8	11.9	17.3	34.9	38.9	51.1	61
Chemical	11	12	12	10	10	14	15.4	14.2	12	14	17	14
Others	4	4.6	3.6	3	5.5	5.7	5.8	6	6	6.5	7	7
OP	6.7	-7	-5.4	1.9	0.1	-7.2	-2	4.9	6.6	8.8	20.6	18.6
YoY(%)	-33%	-145%	-130%	-89%	-99%	2%	-64%	159%	7260%	-223%	-1152%	282%
QoQ(%)	-59%	-204%	-23%	-135%	-95%	-8135%	-73%	-349%	35%	34%	133%	-10%
OPM(%)	7%	-9%	-7%	2%	0%	-8%	-2%	4%	5%	6%	12%	10%
Fan-In WLP	7.7	2.1	2.6	4.8	5	1.7	5.4	5.1	4.7	6	7.2	8.3
네패스아크(Test)	4.5	1.6	1	4.1	4.9	6.5	8	9	10.8	13	13.6	11.4
네패스라웨(Fanout)	-6.1	-10.8	-9.4	-7.7	-10.5	-16.1	-16.5	-10.2	-9.8	-11.2	-1.5	-1.9
Chemical	0.3	-0.4	0	0.3	0.3	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
Others	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7	0.5

네패스 (033640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	273	356	344	413	652
매출원가	210	243	283	316	480
매출총이익	63	114	60	96	171
판매비	41	52	64	101	117
영업이익	22	62	-4	-4	55
EBITDA	59	106	68	101	205
영업외손익	15	-17	-57	-7	-22
외환관련손익	0	-2	2	-6	-7
이자손익	-3	-3	-8	-10	-16
관계기업관련손익	11	-9	-3	-1	0
기타	7	-3	-49	10	1
법인세비용차감전순이익	37	44	-61	-11	33
법인세비용	12	12	2	4	8
계속사업순이익	25	32	-62	-15	25
중단사업순이익	-2	-1	0	0	0
당기순이익	23	31	-63	-15	25
지배지분순이익	25	32	-49	-21	34
포괄순이익	22	30	-66	-13	25
지배지분포괄이익	24	31	-52	-30	92

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	42	90	46	110	179
당기순이익	25	33	-62	-15	25
감가상각비	36	43	69	102	148
외환손익	0	-1	-2	4	7
종속, 관계기업 관련손익	6	9	3	1	0
자산부채의 증감	-11	-3	-12	-3	-27
기타 현금흐름	-14	9	51	21	26
투자활동 현금흐름	-12	-175	-282	-291	-137
투자자산	22	0	-19	-4	-6
유형자산 증가 (CAPEX)	-32	-173	-297	-216	-120
유형자산 감소	1	1	1	0	0
기타 현금흐름	-3	-3	34	-71	-12
재무활동 현금흐름	-41	167	293	162	123
단기차입금	-8	9	-13	109	146
사채 및 장기차입금	-27	107	215	55	-20
자본	0	2	60	0	0
현금배당	-2	-2	-6	0	0
기타 현금흐름	-4	51	37	-2	-3
연결범위변동 등 기타	-4	-1	0	-17	2
현금의 증감	-16	81	57	-35	167
기초 현금	48	32	113	171	136
기말 현금	32	113	171	136	303
NOPLAT	15	45	-4	-6	41
FCF	10	-83	-251	-106	59

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	96	194	238	250	452
현금및현금성자산	32	113	171	136	303
매출채권 및 기타채권	39	50	44	39	63
재고자산	8	15	14	19	31
비유동자산	186	328	564	679	655
유형자산	147	275	496	611	583
관계기업등 지분관련자산	24	15	18	20	26
기타투자자산	1	7	5	6	6
자산총계	282	522	802	930	1,106
유동부채	111	139	133	241	397
매입채무 및 기타채무	36	62	74	61	72
단기차입금	32	40	27	137	283
유동성장기부채	20	15	23	32	32
비유동부채	30	192	408	420	400
장기차입금	12	100	218	265	245
사채	0	17	111	95	95
부채총계	141	331	541	661	797
지배지분	162	210	208	214	248
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	90	103	159	140	140
이익잉여금	67	96	40	63	97
비지배지분	-20	-20	53	55	62
자본총계	141	191	261	269	310
순차입금	32	119	276	388	348
총차입금	77	237	446	574	700

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	1,108	1,382	-2,117	-900	1,463
BPS	7,187	9,117	9,023	9,282	10,743
EBITDAPS	2,577	4,571	2,958	4,372	8,880
SPS	12,021	15,434	14,884	17,899	28,261
DPS	100	270	0	0	0
PER	9.5	17.0	-14.3	-40.6	25.0
PBR	1.5	2.6	3.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	4.3	6.1	15.1	12.8	6.1
PSR	0.9	1.5	2.0	2.0	1.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-4.1	30.4	-3.6	20.1	57.9
영업이익 증가율 (%)	14.1	179.6	-105.8	17.4	-1,402.9
지배순이익 증가율 (%)	279.4	27.0	-253.2	-57.5	-262.4
매출총이익률 (%)	23.1	31.9	17.5	23.3	26.3
영업이익률 (%)	8.1	17.3	-1.0	-1.0	8.4
지배순이익률 (%)	9.2	8.9	-14.2	-5.0	5.2
EBITDA 마진 (%)	21.4	29.6	19.9	24.4	31.4
ROIC	9.6	21.2	-0.9	-1.0	6.7
ROA	8.5	7.9	-7.4	-2.4	3.3
ROE	17.1	17.1	-23.3	-9.8	14.6
부채비율 (%)	99.7	173.6	207.6	245.7	257.3
순차입금/자기자본 (%)	22.8	62.3	105.7	144.3	112.2
영업이익/금융비용 (배)	4.8	11.7	-0.4	-0.3	2.8

이차전지



김광진

02 3770 5594
kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY(M)
목표주가	1,000,000원(M)
현재주가 (0/0)	737,000원
상승여력	35.7%

시가총액	506,795억원
총발행주식수	70,382,426 주
60일 평균 거래대금	1,832억원
60일 평균 거래량	249,724주
52주 고	817,000 원
52주 저	515,000 원
외인지분율	45.89 %
주요주주	삼성전자 외 5 인 20.55

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.22	(3.37)	44.85
상대	0.98	(1.85)	22.75
절대(달러환산)	6.65	2.03	44.48

삼성SDI(006400) Mix 개선 지속

• 4Q21 중대형 전지 부문 개선 전망

4Q21 예상실적은 매출액 4.08조원(+19% QoQ), 영업이익 4,331억원(+16% QoQ) 전망
3Q 글로벌 칩 부족과 물류난으로 부진했던 중대형 전지 부문 개선 전망
이연 매출 반영됨에 따라 중대형 전지 부문 매출 QoQ +36% 성장 전망

• 중대형 및 원형 전지 Mix 개선 효과 기대

내년 예상실적은 매출액 17.7조원(+28% YoY), 영업이익 1.8조원(+46% YoY) 전망
중대형 전지 부문은 Gen5 출하 증가, 원형 전지 부문은 전기차향 공급 증가에 기인한 Mix 개선 전망
Gen5 비중은 올해 10월부터 공급 개시 됐으며, 내년부터 고객사 확대에 따른 비중 증가 기대
원형 전지는 2Q21부터 공급 개시한 미국 고객사향 공급 급증 추세. 수익성 좋은 21700 셀 비중 증가

• 투자의견 BUY, 목표주가 100만원 유지

소형전지 부문 내 전기차 비중 증가에 따른 가치 상승 주가 반영 필요. 목표주가 100만원 유지

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	10,097	11,295	13,817	17,593	21,990
증가율	10.3	11.9	22.3	27.3	25.0
영업이익	462	671	1,235	1,791	2,407
영업이익률	4.6	5.9	8.9	10.2	10.9
지배주주귀속 순이익	357	575	1,196	1,594	1,956
지배주주 귀속 EPS	5,163	8,336	17,365	23,156	28,416
EPS증가율	-49.3	61.5	108.3	33.3	22.7
PER	44.7	45.9	43.0	32.2	26.3
PBR	1.3	2.0	3.4	2.9	2.6
EV/EBITDA	14.1	16.7	21.5	15.6	12.3
ROA	1.8	2.8	5.0	5.7	6.4
ROE	2.9	4.5	8.6	10.0	10.7

자료: 유안타증권 리서치센터

실적 추정

삼성SDI 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	Y2021E	Y2022E	Y2023E
매출액	2,963.4	3,334.3	3,439.9	4,079.6	3,793.9	4,115.9	4,797.7	4,885.6	13,817.2	17,593.1	21,990.2
에너지솔루션	2,387.4	2,711.8	2,741.0	3,389.5	3,196.9	3,436.7	4,047.1	4,167.8	11,229.7	14,848.5	19,128.4
중대형전지	1,311.7	1,542.8	1,406.3	1,907.8	1,783.8	2,050.8	2,447.7	2,535.0	6,168.7	8,817.3	12,095.9
EV	1,005.4	1,140.7	1,094.5	1,448.3	1,358.0	1,591.0	1,863.4	1,956.6	4,688.9	6,769.0	9,561.0
ESS	306.4	402.1	311.8	459.5	425.8	459.8	584.2	578.4	1,479.8	2,048.2	2,534.9
소형전지	1,075.7	1,169.0	1,334.7	1,481.7	1,413.1	1,385.9	1,599.4	1,632.8	5,061.1	6,031.3	7,032.6
전자재료	576.0	622.5	698.9	690.1	597.0	679.2	750.6	717.9	2,587.5	2,744.6	2,861.7
YoY	23.6%	30.3%	11.4%	25.5%	28.0%	23.4%	39.5%	19.8%	22.3%	27.3%	25.0%
에너지솔루션	33.0%	41.2%	15.0%	28.8%	33.9%	26.7%	47.7%	23.0%	28.6%	32.2%	28.8%
중대형전지	35.1%	55.6%	20.4%	24.3%	36.0%	32.9%	74.1%	32.9%	32.2%	42.9%	37.2%
EV	40.0%	73.3%	24.5%	26.9%	35.1%	39.5%	70.3%	35.1%	38.1%	44.4%	41.2%
ESS	21.3%	20.7%	7.7%	16.6%	39.0%	14.4%	87.4%	25.9%	16.6%	38.4%	23.8%
소형전지	30.4%	25.8%	9.8%	35.2%	31.4%	18.6%	19.8%	10.2%	24.5%	19.2%	16.6%
전자재료	-4.3%	-2.4%	-0.7%	11.2%	3.7%	9.1%	7.4%	4.0%	0.9%	6.1%	4.3%
매출총이익	606.3	768.1	867.8	1,038.5	958.5	1,005.5	1,209.7	1,252.6	3,280.7	4,426.4	5,684.3
YoY	32.2%	48.0%	23.5%	48.3%	58.1%	30.9%	39.4%	20.6%	37.8%	34.9%	28.4%
Margin	20.5%	23.0%	25.2%	25.5%	25.3%	24.4%	25.2%	25.6%	23.7%	25.2%	25.8%
영업이익	133.2	295.2	373.5	433.1	335.7	379.7	526.5	549.1	1,234.9	1,790.9	2,407.5
YoY	146.7%	184.3%	39.7%	76.0%	152.1%	28.6%	41.0%	26.8%	84.0%	45.0%	34.4%
Margin	4.5%	8.9%	10.9%	10.6%	8.8%	9.2%	11.0%	11.2%	8.9%	10.2%	10.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

Company (006400) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	10,097	11,295	13,817	17,593	21,990
매출원가	7,882	8,914	10,536	13,167	16,306
매출총이익	2,215	2,381	3,281	4,426	5,684
판매비	1,753	1,709	2,046	2,635	3,277
영업이익	462	671	1,235	1,791	2,407
EBITDA	1,318	1,755	2,482	3,352	4,141
영업외손익	102	132	474	486	384
외환관련손익	-25	11	7	20	-9
이자손익	-64	-57	-45	-28	-8
관계기업관련손익	179	293	499	407	420
기타	13	-115	13	87	-18
법인세비용차감전순이익	565	803	1,709	2,277	2,791
법인세비용	162	172	429	570	697
계속사업순이익	402	631	1,280	1,707	2,094
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	402	631	1,280	1,707	2,094
지배지분순이익	357	575	1,196	1,594	1,956
포괄순이익	541	768	2,002	2,319	2,706
지배지분포괄이익	494	720	1,921	2,225	2,596

주영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	923	1,949	2,538	2,370	2,689
당기순이익	402	631	1,280	1,707	2,094
감가상각비	763	985	1,169	1,518	1,704
외환손익	27	-32	13	-20	9
종속, 관계기업 관련손익	-179	-293	-499	-407	-420
자산부채의 증감	-307	392	241	-516	-774
기타 현금흐름	216	266	334	88	75
투자활동 현금흐름	-1,535	-1,778	-2,137	-2,914	-1,584
투자자산	0	-29	-11	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,898	-1,728	-2,497	-3,325	-2,000
유형자산 감소	19	10	8	0	0
기타 현금흐름	344	-31	363	411	416
재무활동 현금흐름	239	241	-208	-1,191	-1,691
단기차입금	-246	176	445	100	-100
사채 및 장기차입금	563	155	-555	-1,193	-1,493
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-67	-69	-74	-74	-74
기타 현금흐름	-11	-21	-25	-25	-25
연결범위변동 등 기타	13	-21	237	1,102	1,060
현금의 증감	-360	390	430	-633	474
기초 현금	1,517	1,156	1,546	1,976	1,343
기말 현금	1,156	1,546	1,976	1,343	1,817
NOPLAT	329	527	925	1,343	1,806
FCF	-975	221	40	-955	689

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	5,181	5,657	7,855	9,066	10,515
현금및현금성자산	1,156	1,546	2,816	2,854	2,858
매출채권 및 기타채권	1,907	1,761	2,081	2,604	3,245
재고자산	1,708	1,811	2,400	3,051	3,855
비유동자산	14,671	15,877	18,241	20,412	21,099
유형자산	5,427	6,128	7,517	9,325	9,621
관계기업등 지분관련자산	6,763	7,143	7,822	8,229	8,649
기타투자자산	1,296	1,458	1,768	1,768	1,768
자산총계	19,852	21,534	26,096	29,479	31,614
유동부채	3,742	4,984	5,411	6,295	6,778
매입채무 및 기타채무	1,421	1,785	2,987	3,571	4,155
단기차입금	1,215	1,377	1,939	2,039	1,939
유동성장기부채	552	1,050	-200	0	0
비유동부채	3,450	3,192	4,359	2,966	1,474
장기차입금	1,213	1,265	2,394	2,482	2,469
사채	589	220	-150	-1,630	-3,110
부채총계	7,192	8,175	9,770	9,261	8,252
지배지분	12,325	12,978	14,818	16,956	19,456
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	6,907	7,418	8,547	10,074	11,962
비지배지분	335	381	441	507	583
자본총계	12,660	13,359	15,259	17,464	20,039
순차입금	2,289	2,215	1,019	-111	-1,708
총차입금	3,593	3,935	4,003	2,910	1,318

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	5,163	8,336	17,365	23,156	28,416
BPS	184,305	194,065	221,581	253,560	290,949
EBITDAPS	18,729	24,933	35,270	47,620	58,831
SPS	143,465	160,477	196,312	249,965	312,438
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	44.7	45.9	43.0	32.2	26.3
PBR	1.3	2.0	3.4	2.9	2.6
EV/EBITDA	14.1	16.7	21.5	15.6	12.3
PSR	1.6	2.4	3.8	3.0	2.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	10.3	11.9	22.3	27.3	25.0
영업이익 증가율 (%)	-35.4	45.3	84.0	45.0	34.4
지배지분순이익 증가율 (%)	-49.1	61.2	108.0	33.3	22.7
매출총이익률 (%)	21.9	21.1	23.7	25.2	25.8
영업이익률 (%)	4.6	5.9	8.9	10.2	10.9
지배지분순이익률 (%)	3.5	5.1	8.7	9.1	8.9
EBITDA 마진 (%)	13.1	15.5	18.0	19.1	18.8
ROIC	4.3	6.4	10.4	12.6	14.6
ROA	1.8	2.8	5.0	5.7	6.4
ROE	2.9	4.5	8.6	10.0	10.7
부채비율 (%)	56.8	61.2	64.0	53.0	41.2
순차입금/자기자본 (%)	18.1	16.6	6.7	-0.6	-8.5
영업이익/금융비용 (배)	5.6	9.7	20.9	37.2	85.1

이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY(M)
목표주가	680,000원(M)
현재주가 (0/0)	535,000원
상승여력	27.1%

시가총액	117,269억원
총발행주식수	21,919,466 주
60일 평균 거래대금	2,084억원
60일 평균 거래량	494,199주
52주 고	567,500 원
52주 저	148,000 원
외인지분율	18.15 %
주요주주	에코프로 외 11 인 50.62

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	30.51	72.48	256.25
상대	25.80	61.72	200.30
절대(달러환산)	31.67	74.39	240.25

에코프로비엠(247540) 폭발적인 성장을 보여줄 것

• 4Q21 감익 우려는 기우

4Q21 예상실적은 매출액 4,587억원(+12% QoQ), 영업이익 422억원(+4% QoQ) 전망
에코프로비엠 첫 공장 CAM6 가동 시작에 따른 일시적 고정비 상승 효과로 OPM 소폭 하락 불가피
그러나 탑라인 성장이 OPM 감소효과를 상쇄할 것

• 2022년 매출 2.65조원 전망

내년 예상실적은 매출액 2.65조원(+84% YoY), 영업이익 2,661억원(+105% YoY)로 고성장 지속 전망
CAM5(NCM전용), CAM6(NCA)전용 라인을 통한 본격적인 실적 성장 및 생산 효율화가 가능할 것
또한 이르면 4Q22부터 CAM5N(NCM, 3만톤) 신규 가동 가능성 존재

• 투자의견 BUY, 목표주가 68만원 유지

목표주가는 '24년 예상실적(매출액 6.6조원, OP 6,972억원) 기준 P/E 30.X 수준
상향된 증설계획('25년 48만톤) 중 이미 대부분의 물량이 계약완료 된 것으로 파악되며, 수직계열화를 통해
OPM10% 대의 마진 방어 가능할 것으로 판단. 고 Multiple 정당화 가능

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	855	1,440	2,646	4,418	6,627
증가율	0.0	68.5	83.7	67.0	50.0
영업이익	55	130	266	453	697
영업이익률	6.4	9.0	10.1	10.3	10.5
지배주주귀속 순이익	47	103	191	324	499
지배주주 귀속 EPS	2,247	4,699	8,706	14,788	22,768
EPS증가율	0.0	109.1	85.3	69.9	54.0
PER	50.7	114.7	61.9	36.4	23.7
PBR	5.4	12.9	10.8	8.4	6.2
EV/EBITDA	27.7	72.8	34.5	20.8	12.9
ROA	11.7	8.6	10.6	13.9	15.7
ROE	21.2	15.2	19.0	25.9	30.2

자료: 유안타증권 리서치센터

실적 추정

에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	Y2021E	Y2022E	Y2023E
매출액	263.2	310.4	408.1	458.7	514.0	597.4	699.0	835.3	1,440.4	2,645.7	4,417.7
NCA 등	155.0	169.6	264.3	313.1	366.9	449.3	538.2	657.2	902.1	2,011.6	3,381.3
NCM	108.2	140.8	143.8	145.5	147.1	148.1	160.9	178.1	538.3	634.1	1,036.4
YoY%	57.0%	63.4%	63.1%	85.7%	95.3%	92.5%	71.3%	82.1%	68.5%	83.7%	67.0%
NCA 등	25.9%	45.6%	67.7%	107.5%	136.7%	164.9%	103.6%	109.9%	64.6%	123.0%	68.1%
NCM	142.5%	91.8%	55.2%	51.5%	35.9%	5.2%	11.9%	22.4%	75.5%	17.8%	63.4%
매출총이익	32.5	46.3	64.5	69.0	80.2	94.4	112.3	130.0	212.3	417.0	706.1
YoY%	75.1%	69.9%	112.1%	136.7%	146.9%	104.1%	74.1%	88.5%	101.5%	96.5%	69.3%
매출총이익율%	12.3%	14.9%	15.8%	15.0%	15.6%	15.8%	16.1%	15.6%	14.7%	15.8%	16.0%
영업이익	17.8	29.0	40.7	42.2	51.2	60.1	72.5	82.3	129.7	266.1	453.0
YoY%	102.2%	108.9%	130.3%	193.0%	187.2%	107.2%	78.2%	95.0%	101.5%	96.5%	69.3%
영업이익율%	6.8%	9.3%	10.0%	9.2%	10.0%	10.1%	10.4%	9.8%	9.0%	10.1%	10.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

Company (247540) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	855	1,440	2,646	4,418	6,627
매출원가	749	1,228	2,229	3,712	5,567
매출총이익	106	212	417	706	1,059
판매비	51	83	151	253	362
영업이익	55	130	266	453	697
EBITDA	92	161	344	587	945
영업외손익	-7	1	-1	-3	-4
외환관련손익	-3	4	2	2	2
이자손익	-4	-3	-3	-5	-6
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	-1	1	1	1
법인세비용차감전순이익	48	130	265	450	693
법인세비용	1	29	53	90	139
계속사업순이익	47	101	212	360	555
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	47	101	212	360	555
지배지분순이익	47	103	191	324	499
포괄순이익	46	101	212	360	555
지배지분포괄이익	46	103	216	368	566

주영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	125	-30	-75	65	376
당기순이익	0	101	212	360	555
감가상각비	34	31	78	133	248
외환손익	1	-3	-2	-2	-2
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	30	-12	-214	-277	-274
기타 현금흐름	60	-148	-150	-151	-151
투자활동 현금흐름	-94	-156	-177	-477	-477
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-98	-157	-180	-480	-480
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타 현금흐름	4	2	3	3	3
재무활동 현금흐름	9	622	110	201	201
단기차입금	4	81	0	0	0
사채 및 장기차입금	-15	118	90	180	180
자본	5	408	0	0	0
현금배당	-3	-9	-10	-10	-10
기타 현금흐름	18	24	30	30	30
연결범위변동 등 기타	-1	42	104	96	58
현금의 증감	39	478	-39	-116	158
기초 현금	20	59	537	499	382
기말 현금	59	537	499	382	540
NOPLAT	54	100	213	362	558
FCF	27	-188	-255	-415	-104

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
유동자산	305	981	1,273	1,607	2,370
현금및현금성자산	59	537	499	382	540
매출채권 및 기타채권	81	168	304	511	762
재고자산	157	270	464	708	1,062
비유동자산	494	618	720	1,067	1,299
유형자산	436	565	667	1,014	1,246
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	1	1	1	1
자산총계	799	1,600	1,994	2,674	3,669
유동부채	189	374	485	653	979
매입채무 및 기타채무	106	213	324	492	818
단기차입금	60	142	142	142	142
유동성장기부채	9	7	7	7	7
비유동부채	143	260	350	530	710
장기차입금	124	184	214	394	574
사채	0	60	120	120	120
부채총계	332	634	836	1,184	1,689
지배지분	444	913	1,094	1,409	1,898
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	275	682	682	682	682
이익잉여금	136	197	378	692	1,181
비지배지분	24	52	64	82	82
자본총계	467	966	1,158	1,491	1,980
순차입금	137	-144	-15	281	304
총차입금	196	395	485	665	845

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
EPS	2,247	4,699	8,706	14,788	22,768
BPS	21,170	41,828	50,117	64,510	86,912
EBITDAPS	4,390	7,351	15,698	26,759	43,106
SPS	40,945	65,714	120,702	201,544	302,316
DPS	450	450	450	450	450
PER	50.7	114.7	61.9	36.4	23.7
PBR	5.4	12.9	10.8	8.4	6.2
EV/EBITDA	27.7	72.8	34.5	20.8	12.9
PSR	2.8	8.2	4.5	2.7	1.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	0.0	68.5	83.7	67.0	50.0
영업이익 증가율 (%)	0.0	136.9	105.1	70.3	53.9
지배순이익 증가율 (%)	0.0	119.6	85.3	69.9	54.0
매출총이익률 (%)	12.4	14.7	15.8	16.0	16.0
영업이익률 (%)	6.4	9.0	10.1	10.3	10.5
지배순이익률 (%)	5.5	7.2	7.2	7.3	7.5
EBITDA 마진 (%)	10.7	11.2	13.0	13.3	14.3
ROIC	18.7	14.6	22.2	25.3	27.9
ROA	11.7	8.6	10.6	13.9	15.7
ROE	21.2	15.2	19.0	25.9	30.2
부채비율 (%)	71.0	65.6	72.2	79.4	85.3
순차입금/자기자본 (%)	29.3	-14.9	-1.3	18.9	15.3
영업이익/금융비용 (배)	12.9	33.1	49.7	66.5	80.5

이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY(M)
목표주가	220,000원(M)
현재주가 (0/0)	150,000원
상승여력	46.7%

시가총액	112,709억원
총발행주식수	77,463,220 주
60일 평균 거래대금	844억원
60일 평균 거래량	534,409주
52주 고	178,500 원
52주 저	75,089 원
외인지분율	7.15 %
주요주주	포스코 외 4 인 62.54

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.69)	1.75	81.88
상대	(1.92)	3.34	54.13
절대(달러환산)	2.24	6.04	79.05

포스코케미칼(003670) 모멘텀 다수 존재

• 4Q21 실적 개선 전망

4Q21 예상실적은 매출액 5,330억원(+6% QoQ), 영업이익 364억원(+16% QoQ) 전망

2Q, 3Q 부진했던 이차전지 소재 부문 개선 예상. 전방에서의 차량용 칩 수급이 점진적으로 개선되기 때문
또한 임직원 위로금 등 일회성 비용도 대부분 3Q에 반영 마무리됨에 따라 4Q OPM 개선 전망

• 쉬어가는 중이지만 내년 모멘텀 다수 존재

글로벌 반도체 칩 부족 영향으로 올해 이차전지 소재 부문 다소 부진했으나, 내년에는 가동률 상승에 따른 외형 확대와 수익성 개선이 가능할 전망. 내년 이차전지 소재 부문 매출 1.2조원 기대

내년 초 북미 진출 관련 계획 구체화 될 것으로 예상. 또한 LGES와의 추가 대규모 계약 가능성 높음
지난해 1월 공시한 LGES 와의 1.85조원 공급계약 기간은 내년 말까지이며, 올해 말까지 55% 이상 매출 인식됨을 인지할 필요

최근 고객사 일부 모델에서 칩 부족으로 인한 출하 지연 심화되며 다소 아쉬운 실적 흐름 보여주고 있으나, 동사의 중장기 성장성이 훼손되었다고 볼 수 없음. 투자의견과 목표주가 유지

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,484	1,566	1,985	2,299	3,319
증가율	7.2	5.6	26.7	15.8	44.4
영업이익	90	60	138	176	280
영업이익률	6.1	3.8	6.9	7.7	8.4
지배주주귀속 순이익	101	30	155	192	284
지배주주 귀속 EPS	1,589	461	1,997	2,482	3,665
EPS증가율	-25.3	-71.0	333.6	24.2	47.7
PER	31.8	145.7	72.8	58.6	39.7
PBR	3.3	4.3	4.7	4.4	4.0
EV/EBITDA	26.2	39.1	49.1	38.2	26.5
ROA	7.5	1.5	5.3	5.0	7.0
ROE	11.6	3.0	9.1	7.7	10.5

자료: 유안타증권 리서치센터

실적 추정

포스코케미칼 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	Y2021E	Y2022E	Y2023E
매출액	467.2	480.0	504.9	533.0	514.7	553.1	572.2	658.7	1,985.1	2,298.7	3,318.6
내화물	109.0	103.7	104.7	106.9	109.7	103.5	104.5	104.1	424.4	421.7	418.6
라임케미칼	138.9	152.9	172.8	171.9	137.0	150.9	154.6	157.7	636.4	600.3	609.9
2차전지 소재	206.6	210.5	214.4	242.8	257.4	287.0	301.0	384.9	874.3	1,230.3	2,242.0
음극재	51.9	42.7	42.7	54.0	62.7	83.7	94.3	93.9	191.3	334.5	466.7
양극재	154.7	167.8	171.7	188.9	194.8	203.3	206.7	291.0	683.0	895.8	1,775.3
기타	12.6	13.0	13.0	11.4	10.6	11.7	12.1	12.0	50.0	46.4	48.1
YoY	20.6%	41.1%	29.9%	18.5%	10.2%	15.2%	13.3%	23.6%	26.7%	15.8%	44.4%
내화물	-15.9%	-4.0%	11.1%	3.8%	0.6%	-0.2%	-0.2%	-2.7%	-2.4%	-0.6%	-0.7%
라임케미칼	-13.3%	21.3%	31.2%	24.4%	-1.4%	-1.3%	-10.5%	-8.2%	14.5%	-5.7%	1.6%
2차전지 소재	137.5%	122.7%	41.2%	21.4%	24.6%	36.4%	40.4%	58.5%	64.0%	40.7%	82.2%
음극재	26.6%	4.9%	-8.1%	0.7%	20.7%	96.0%	121.0%	74.0%	5.2%	74.9%	39.5%
양극재	236.3%	211.9%	63.0%	29.0%	25.9%	21.2%	20.4%	54.1%	94.3%	31.1%	98.2%
기타	17.8%	11.5%	19.5%	28.2%	-15.7%	-9.7%	-7.3%	5.8%	18.7%	-7.1%	3.7%
매출총이익	57.5	59.9	57.5	63.6	66.3	74.9	73.5	79.5	238.6	294.1	446.2
YoY	58.5%	156.9%	43.7%	43.9%	15.2%	25.0%	27.8%	24.9%	65.8%	23.3%	51.7%
Margin	12.3%	12.5%	11.4%	11.9%	12.9%	13.5%	12.8%	12.1%	12.0%	12.8%	13.4%
영업이익	34.1	35.6	31.5	36.4	39.9	46.9	44.2	45.5	137.6	176.5	280.0
YoY	113.7%	768.3%	62.2%	75.1%	16.9%	31.8%	40.2%	25.0%	128.3%	28.2%	58.7%
Margin	7.3%	7.4%	6.2%	6.8%	7.7%	8.5%	7.7%	6.9%	6.9%	7.7%	8.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

Company (003670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,484	1,566	1,985.2	2,298.7	3,318.6
매출원가	1,317	1,422	1,736	2,005	2,872
매출총이익	167	144	249	294	446
판매비	77	84	112	118	166
영업이익	90	60.3	137.6	176.5	280.0
EBITDA	134	125	221	292	434
영업외손익	23	-26	38	39	38
외환관련손익	2	0	-1	0	-3
이자손익	-2	-5	7	7	9
관계기업관련손익	21	-8	17	12	12
기타	1	-12	15	20	20
법인세비용차감전순이익	113	35	175	216	318
법인세비용	12	5.0	20	22	32
계속사업순이익	101	30	155	194	286
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	101	30	155	194	286
지배지분순이익	101	30	154.7	192.2	283.9
포괄순이익	100	27	166	212	304
지배지분포괄이익	100	28	165	212	304

주영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일함, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표					
	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	63	38	238	229	159
당기순이익	101	30	155	194	286
감가상각비	42	60	77.3	110	149
외환손익	1	-7	8	0	3
중속, 관계기업 관련손익	-21	8	-17	-12	-12
자산부채의 증감	-101	-93	-10	-75	-280
기타 현금흐름	41	41	25	13	13
투자활동 현금흐름	-465	-254	-1,396	-497	-497
투자자산	-173	-7	-913	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-309	-243	-469	-500	-500
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타 현금흐름	17	-5	-14	3	3
재무활동 현금흐름	318	302	1,413	-38	-69
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	358	334	162	-10	-40
자본	0	0	1,267	0	0
현금배당	-24	-25	-19	-23	-23
기타 현금흐름	-16	-7	3	-6	-7
연결범위변동 등 기타	0	-1	-3	309	410
현금의 증감	-84	85	252	3	2
기초 현금	120	37	122	373	377
기말 현금	37	122	373	377	379
NOPLAT	80	51.6	121.7	158.4	252.1
FCF	-246	-204	-231	-271	-341

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전방치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표					
	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	650	811	1,978	1,770	1,714
현금및현금성자산	37	122	326	319	315
매출채권 및 기타채권	211	277	282	331	508
재고자산	188	187	213	263	433
비유동자산	1,080	1,277	1,736	2,132	2,491
유형자산	755	932	1,386	1,776	2,127
관계기업등 지분관련자산	192	163	180	192	204
기타투자자산	9	5	4	4	4
자산총계	1,730	2,088	3,713	3,902	4,204
유동부채	251	221	317	354	433
매입채무 및 기타채무	199	187	275	312	391
단기차입금	0	0	1	1	1
유동성장기부채	5	4	9	9	9
비유동부채	473	844	990	979	939
장기차입금	162	165	123	123	123
사채	249	568	777	767	727
부채총계	724	1,064	1,308	1,334	1,373
지배지분	998	1,001	2,407	2,577	2,839
자본금	30	30	39	39	39
자본잉여금	195	195	1,453	1,453	1,453
이익잉여금	774	779	918	1,088	1,350
비지배지분	9	23	46	48	52
자본총계	1,006	1,024	2,453	2,625	2,891
순차입금	246	511	-468	-172	191
총차입금	467	836	984	973	933

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,589	461	1,997	2,482	3,665
BPS	15,540	15,589	31,076	33,274	36,649
EBITDAPS	2,213	2,044	2,854	3,767	5,602
SPS	23,328	24,399	25,627	29,675	42,841
DPS	380	285	285	285	285
PER	31.8	145.7	72.8	58.6	39.7
PBR	3.3	4.3	4.7	4.4	4.0
EV/EBITDA	26.2	39.1	49.1	38.2	26.5
PSR	2.2	2.8	5.7	4.9	3.4

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	7.2	5.6	26.7	15.8	44.4
영업이익 증가율 (%)	-15.5	-32.9	128.3	28.2	58.7
지배순이익 증가율 (%)	-23.5	-70.7	423.2	24.2	47.7
매출총이익률 (%)	11.2	9.2	12.6	12.8	13.4
영업이익률 (%)	6.1	3.8	6.9	7.7	8.4
지배순이익률 (%)	6.8	1.9	7.8	8.4	8.6
EBITDA 마진 (%)	9.0	8.0	11.1	12.7	13.1
ROIC	11.7	4.7	8.4	8.4	10.5
ROA	7.5	1.5	5.3	5.0	7.0
ROE	11.6	3.0	9.1	7.7	10.5
부채비율 (%)	71.9	104.0	53.3	50.8	47.5
순차입금/자기자본 (%)	24.4	49.9	-19.1	-6.6	6.6
영업이익/금융비용 (배)	28.5	8.7	14.7	17.3	28.4

이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY(M)
목표주가	410,000원(U)
현재주가 (0/0)	337,300원
상승여력	21.6%

시가총액	33,730억원
총발행주식수	10,000,000 주
60일 평균 거래대금	559억원
60일 평균 거래량	200,170주
52주 고	356,200 원
52주 저	155,000 원
외인지분율	10.38 %
주요주주	이상율 외 14 인 55.72

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	18.33	42.65	97.34
상대	14.06	33.75	66.34
절대(달러환산)	23.30	48.95	94.65

천보(278280) 새로운 성장동력 장착

• 새로운 성장동력 FEC, VC

지난 17일 전해액 첨가제 FEC와 VC 증설 계획 공개

1H23까지 4,000톤(FEC 2,500톤, VC 1,500톤), '25년까지 10,000톤(FEC 6,000톤, VC 4,000톤) 계획
이에 따라 동사의 증설 계획은 '23년 14,000톤, '25년 20,000톤으로 상향 조정

FEC와 VC는 이온전도도 향상, 열화 방지, 안정성 향상 등의 역할을 수행하는 소재
미쓰비시향 공급 예정으로 기존 중국산 제품들을 대체. 증설 물량에 대한 계약은 이미 완료된 것으로 파악
동사의 10,000톤 증설 계획은 약 600억원 수준의 영업이익 창출 가능한 생산능력
동사에게 중요한 이익창출원으로 자리잡을 것으로 기대

• 목표주가 41만원으로 상향

목표주가를 기존 32만원에서 41만원으로 +28% 상향조정

전해질 첨가제(FEC/VC) 신규 라인 가동 효과가 반영되는 '23년 예상 EPS에 Target P/E 40.X 적용

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	135	155	264	403	603
증가율	12.7	14.9	70.0	52.5	49.6
영업이익	27	30	45	76	121
영업이익률	20.1	19.4	16.9	18.9	20.1
지배주주귀속 순이익	23	27	42	70	106
지배주주 귀속 EPS	2,347	2,734	4,203	6,961	10,552
EPS증가율	-20.7	16.5	53.7	65.6	51.6
PER	29.1	40.4	81.1	49.0	32.3
PBR	3.2	4.8	11.9	9.7	7.5
EV/EBITDA	16.7	25.8	55.8	34.4	22.8
ROA	12.5	11.0	13.2	16.1	17.5
ROE	14.5	12.6	16.5	22.0	26.3

자료: 유안타증권 리서치센터

실적 추정

천보 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	Y2021E	Y2022E	Y2023E
매출액	49.1	60.4	73.8	81.0	86.1	102.4	105.4	109.2	264.4	403.1	603.1
2차전지	30.5	37.4	53.0	64.2	68.1	80.9	86.4	94.3	185.2	329.8	532.0
전자소재	15.0	16.6	16.8	14.1	14.6	14.9	15.9	12.8	62.5	58.2	56.8
의약품 등	3.6	6.4	4.1	2.7	3.4	6.5	3.2	2.1	16.7	15.1	15.0
YoY	27.5%	79.3%	93.0%	79.9%	75.4%	69.4%	42.8%	34.8%	70.0%	52.5%	49.6%
2차전지	76.2%	174.8%	198.1%	135.0%	123.2%	116.3%	63.1%	46.8%	143.5%	78.1%	61.3%
전자소재	-0.6%	20.4%	2.9%	-1.7%	-2.7%	-10.4%	-5.3%	-8.9%	5.0%	-6.9%	-2.5%
의약품 등	-41.6%	1.9%	-2.5%	-20.0%	-5.0%	1.9%	-21.7%	-23.6%	-16.0%	-9.4%	-1.1%
매출총이익	10.2	10.8	13.0	14.9	17.3	20.3	22.0	23.0	48.9	82.5	130.5
YoY	32.9%	58.9%	71.0%	46.5%	68.9%	88.8%	68.9%	53.9%	51.6%	68.7%	58.1%
매출총이익율	20.8%	17.8%	17.6%	18.4%	20.1%	19.9%	20.8%	21.0%	18.5%	20.5%	21.6%
영업이익	9.5	9.6	11.9	13.7	16.0	18.7	20.3	21.3	44.7	76.3	121.1
YoY	31.9%	52.1%	68.6%	43.7%	68.6%	95.2%	70.6%	54.9%	48.5%	70.6%	58.8%
영업이익율	19.3%	15.9%	16.1%	16.9%	18.5%	18.3%	19.3%	19.5%	16.9%	18.9%	20.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

Company (278280) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	135	155	264	403	603
매출원가	106	123	215	321	473
매출총이익	29	32	49	83	131
판매비	2	2	4	6	9
영업이익	27	30	45	76	121
EBITDA	36	41	61	100	155
영업외손익	1	0	7	7	5
외환관련손익	0	-1	3	2	2
이자손익	1	1	0	-2	-3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	4	6	6
법인세비용차감전순이익	28	30	52	83	126
법인세비용	5	3.0	6.6	10.6	16.2
계속사업순이익	23	27	45	72	110
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	23	27	45	72	110
지배지분순이익	23	27	42	70	106
포괄순이익	23	27	45	73	110
지배지분포괄이익	23	27	42	67	102

주영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	23	19	-9	21	-9
당기순이익	23	27	45	72	110
감가상각비	9	11.2	16.4	23.5	33.4
외환손익	0	1	-2	-2	-2
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-10	-20	-71.6	-75	-152
기타 현금흐름	0	-1	4	2	2
투자활동 현금흐름	-102	-13	-15	-60	-95
투자자산	-77	36	29	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-25	-51	-50	-65	-100
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타 현금흐름	0	2	6	5	5
재무활동 현금흐름	78	1	82	68	134
단기차입금	0	0	10	5	30
사채 및 장기차입금	2	-7	20	40	80
자본	78	0	9	0	0
현금배당	0	-3	-3	-3	-3
기타 현금흐름	-2	10	47	26	27
연결범위변동 등 기타	0	-1	0	7	5
현금의 증감	-1	7	60	36	36
기초 현금	8	7	13	73	109
기말 현금	7	13	73	109	145
NOPLAT	22	27.2	39.0	66.5	105.6
FCF	-2	-32	-58.4	-44	-109

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	153	140	221	294	453
현금및현금성자산	7	13	49	75	105
매출채권 및 기타채권	25	33	64	87	154
재고자산	28	36	58	81	144
비유동자산	82	121	153	195	261
유형자산	77	116	148	189	256
관계기업등 지분관련자산	1	1	1	1	1
기타투자자산	2	1	2	2	2
자산총계	235	261	374	488	714
유동부채	23	20	56	65	105
매입채무 및 기타채무	8	7	17	21	30
단기차입금	0	4	15	20	50
유동성장기부채	0	1	3	3	3
비유동부채	1	16	32	72	152
장기차입금	0	15	31	51	111
사채	0	0	0	20	40
부채총계	25	36	89	137	257
지배지분	211	225	283	350	453
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	87	87	101	101	101
이익잉여금	118	142	181	248	351
비지배지분	0	0	13	20	27
자본총계	211	225	296	370	480
순차입금	-82	-37	-10	9	89
총차입금	12	26	58	103	213

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	2,347	2,734	4,203	6,961	10,552
BPS	21,060	22,830	28,538	35,262	45,603
EBITDAPS	3,650	4,133	6,113	9,981	15,456
SPS	13,757	15,549	26,438	40,313	60,313
DPS	300	300	300	300	300
PER	29.1	40.4	81.1	49.0	32.3
PBR	3.2	4.8	11.9	9.7	7.5
EV/EBITDA	16.7	25.8	55.8	34.4	22.8
PSR	5.0	7.1	12.9	8.5	5.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	12.7	14.9	70.0	52.5	49.6
영업이익 증가율 (%)	0.6	10.8	48.4	70.6	58.8
지배순이익 증가율 (%)	1.8	18.7	53.7	65.6	51.6
매출총이익률 (%)	21.5	20.8	18.5	20.5	21.6
영업이익률 (%)	20.1	19.4	16.9	18.9	20.1
지배순이익률 (%)	17.0	17.6	15.9	17.3	17.5
EBITDA 마진 (%)	26.5	26.6	23.1	24.8	25.6
ROIC	19.7	17.5	17.0	21.1	23.4
ROA	12.5	11.0	13.2	16.1	17.5
ROE	14.5	12.6	16.5	22.0	26.3
부채비율 (%)	11.7	16.1	30.0	37.1	53.6
순차입금/자기자본 (%)	-39.0	-16.5	-3.5	2.3	18.5
영업이익/금융비용 (배)	61.3	92.4	58.8	38.9	31.8

이차전지



김광진

02 3770 5594
kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY(M)
목표주가	110,000원(M)
현재주가 (0/0)	96,700원
상승여력	13.8%

시가총액	29,580억원
총발행주식수	39,602,208주
60일 평균 거래대금	432억원
60일 평균 거래량	532,534주
52주 고	112,500원
52주 저	40,150원
외인지분율	7.53%
주요주주	스카이레이크 외 3인 53.23

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	20.49	56.58	140.68
상대	20.20	59.03	103.96
절대(달려환산)	26.97	65.35	140.10

솔루스첨단소재(336370) 북미 진출 본격화

• 전지박 부문 점진적 개선 추세

전지박 부문 실적 개선 지속. 3Q21 전방시장 이슈들(칩 부족+화재 이슈)로 인해 예상대비 매출 저조했으나 적자폭 축소하며 가능성 확인.

4Q21 가동률 추가 상승으로 유의미한 수익성 개선 기대. 고객사향 공급 물량 지속 증가 중인 것으로 파악

• 북미 시장 진출 본격화

동사는 지난 15일 캐나다 퀘벡 토지 및 건물 취득 공시를 통해 북미 전지박 시장 진출 공식화

구체적인 진출 규모는 미공개 상태이나 약 4~6만톤 수준 추정. '25년 양산 목표

북미 계획을 포함할 경우 동사의 '25년 예상 Capa는 약 14만톤 수준이며, 약 2조원 이상 매출 창출 가능 규모 동박 3사 중 가장 먼저 북미 진출을 공식화한 만큼 북미 시장 선점에서 유리한 고지를 점할 것으로 기대

또한 기존 고객사 외 글로벌 1위 전기차 업체향 공급 계약 체결을 언급. 향후 신규 수주 경쟁에서 유리한 고지를 점할 수 있을 것으로 판단. 투자의견과 목표주가 유지

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	70	290	406	670	973
증가율	0.0	314.5	39.8	65.1	45.3
영업이익	10	30	15	81	130
영업이익률	14.5	10.5	3.7	12.1	13.4
지배주주귀속 순이익	4	-11	11	41	71
지배주주 귀속 EPS	584	-364	366	1,340	2,308
EPS증가율	0.0	적전	흑전	265.9	72.2
PER	31.1	-96.5	269.7	73.7	42.8
PBR	5.1	4.8	12.4	11.0	9.3
EV/EBITDA	53.5	27.5	70.8	28.6	20.1
ROA	1.8	-1.7	1.2	3.8	5.3
ROE	6.4	-5.1	3.7	12.3	18.3

자료: 유안타증권 리서치센터

실적 추정

슬루스첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	Y2021E	Y2022E	Y2023E
매출액	88.7	92.1	104.5	120.1	140.5	148.4	182.9	197.9	405.5	669.7	973.1
전지박	4.3	6.8	15.0	30.9	45.9	48.5	66.3	89.3	57.0	249.9	491.1
동박	53.9	51.5	52.5	48.9	58.1	56.0	59.1	56.1	206.8	229.3	233.1
OLED	21.6	21.3	27.0	27.5	26.9	30.6	47.1	39.4	97.3	144.1	200.7
바이오	8.9	12.6	10.0	12.8	9.5	13.3	10.4	13.1	44.4	46.3	48.1
YoY	25.1%	22.5%	41.2%	71.4%	58.4%	61.1%	75.0%	64.7%	39.7%	65.1%	45.3%
전지박									6230.0%	338.7%	96.5%
동박	21.3%	11.6%	29.1%	43.5%	7.9%	8.8%	12.5%	14.6%	25.1%	10.9%	1.7%
OLED	24.8%	28.1%	14.4%	14.6%	24.7%	44.0%	74.6%	43.5%	19.4%	48.1%	39.3%
바이오	-3.0%	1.1%	3.4%	15.4%	6.6%	5.4%	3.3%	2.7%	4.5%	4.4%	3.8%
매출총이익	18.1	18.7	24.7	34.3	43.9	46.4	63.9	72.2	95.8	226.4	254.4
YoY	-23.7%	-30.6%	1.9%	56.6%	142.9%	148.0%	158.2%	110.4%	-1.0%	136.2%	12.4%
매출총이익율	20.4%	20.3%	23.7%	28.6%	31.2%	31.3%	34.9%	36.5%	23.6%	33.8%	26.1%
영업이익	0.4	2.1	3.8	8.6	15.2	17.7	24.9	23.2	14.9	81.0	130.2
YoY	-95.4%	-82.1%	-49.4%	233.2%	3616.4%	762.1%	555.4%	168.7%	-51.2%	444.3%	60.7%
영업이익율	0.5%	2.2%	3.6%	7.2%	10.8%	11.9%	13.6%	11.7%	3.7%	12.1%	13.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

Company (336370) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	70	290	406	670	973
매출원가	46	193	310	443	642
매출총이익	24	97	96	226	332
판매비	13	66	81	145	201
영업이익	10	30	15	81	130
EBITDA	14	50	52	136	200
영업외손익	-3	-33	-7	-19	-24
외환관련손익	-3	-23	11	3	3
이자손익	-1	-6	-9	-11	-15
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	1	-4	-9	-11	-11
법인세비용차감전순이익	7	-2	8	62	106
법인세비용	2	9	2	14	23
계속사업순이익	4	-11	6	48	83
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4	-11	6	48	83
지배지분순이익	4	-11	11	41	71
포괄순이익	3	-16	25	52	86
지배지분포괄이익	3	-16	24	47	79

주영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	21	-31	-76	-62	25
당기순이익	4	-11	6	48	83
감가상각비	3	18	34	53	68
외환손익	3	16	-4	-3	-3
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	8	-68	-122	-174	-138
기타 현금흐름	3	14	10	15	14
투자활동 현금흐름	-79	-176	-230	-200	-200
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-77	-172	-230	-200	-200
유형자산 감소	0	2	0	0	0
기타 현금흐름	-2	-6	0	0	0
재무활동 현금흐름	22	417	299	404	478
단기차입금	0	0	0	60	50
사채 및 장기차입금	22	35	45	42	112
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-11	-11	-11	-11
기타 현금흐름	-1	393	265	313	327
연결범위변동 등 기타	-2	1	-143	-230	-233
현금의 증감	-38	211	-150	-88	70
기초 현금	133	95	306	156	68
기말 현금	95	306	156	68	138
NOPLAT	7	147	10	63	102
FCF	-56	-203	-306	-262	-175

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 현행기준가 기준, 전망치는 현재주주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	231	450	382	432	594
현금및현금성자산	95	306	156	68	138
매출채권 및 기타채권	58	60	100	165	208
재고자산	43	68	113	186	235
비유동자산	264	391	598	743	873
유형자산	212	318	525	673	804
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	0	0	0	0
자산총계	494	841	980	1,175	1,467
유동부채	184	167	247	334	407
매입채무 및 기타채무	86	68	76	103	126
단기차입금	45	59	115	175	225
유동성장기부채	43	22	38	38	38
비유동부채	170	184	205	247	358
장기차입금	95	153	129	170	282
사채	0	0	0	0	0
부채총계	354	351	452	581	765
지배지분	141	292	315	354	419
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	127	295	295	295	295
이익잉여금	4	-7	4	45	115
비지배지분	0	198	213	240	284
자본총계	141	490	528	594	702
순차입금	95	-52	188	378	469
총차입금	191	253	345	446	608

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	584	-364	366	1,340	2,308
BPS	3,552	7,379	7,945	8,944	10,570
EBITDAPS	1,381	1,268	1,309	3,431	5,056
SPS	7,021	7,327	10,243	16,910	24,571
DPS	0	10	10	10	10
PER	31.1	-96.5	269.7	73.7	42.8
PBR	5.1	4.8	12.4	11.0	9.3
EV/EBITDA	53.5	27.5	70.8	28.6	20.1
PSR	2.6	4.8	9.6	5.8	4.0

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	0.0	314.5	39.8	65.1	45.3
영업이익 증가율 (%)	0.0	198.5	-51.1	444.7	60.7
지배순이익 증가율 (%)	0.0	-345.7	-201.5	265.9	72.2
매출총이익률 (%)	33.7	33.3	23.6	33.8	34.1
영업이익률 (%)	14.5	10.5	3.7	12.1	13.4
지배순이익률 (%)	6.4	-3.8	2.8	6.1	7.3
EBITDA 마진 (%)	19.7	17.3	12.8	20.3	20.6
ROIC	5.0	44.8	1.9	7.9	9.9
ROA	1.8	-1.7	1.2	3.8	5.3
ROE	6.4	-5.1	3.7	12.3	18.3
부채비율 (%)	251.4	71.7	85.6	97.7	109.0
순차입금/자기자본 (%)	67.8	-10.7	35.7	63.5	66.8
영업이익/금융비용 (배)	11.2	4.9	1.7	7.6	8.5

이차전지



김광진

02 3770 5594
kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	NR
목표주가	-
현재주가 (0/0)	108,000원
상승여력	0.0%

시가총액	16,317억원
총발행주식수	15,107,973주
60일 평균 거래대금	1,172억원
60일 평균 거래량	1,202,233주
52주 고	128,400원
52주 저	79,100원
외인지분율	0.38%
주요주주	브라만피에스창인신기술사업투자조합제1호 외 1인 29.20%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	- - -
상대	- - -
절대(달러환산)	- - -

엔켐(348370) LiPF6 장기 공급 계약의 힘

• 국내 1위 전해액 업체

엔켐은 생산능력 기준 국내 1위 전해액 업체(올해 말 7.5만톤, 동화기업 5.3만톤)
SK이노베이션과 LG에너지솔루션, CATL을 주요 고객사로 확보
고객사별 비중은 SK이노베이션 60%, LG에너지솔루션 30%, CATL 등 10% 수준

• 저평가된 대표적인 소재주. 적정가치 3조원

동사의 생산능력은 올해 7.5만톤에서 '25년 22.5만톤으로 확대 전망
22.5만톤 중 미국 증설분은 6만톤. 고객사 필요량을 고려할 때 추가 상향 불가피할 것으로 판단
증설 계획 상향을 고려하지 않더라도 '25년 3천억원 이상의 영업이익 창출 가능
타 이차전지 소재 업체들의 '25년 예상실적 기준 P/E Multiple 적용 시 동사의 적정 시가총액은 3조원 수준

• LiPF6 장기 공급계약의 힘

LiPF6 가격 상승 추세 지속. 그러나 동사는 복수의 장기공급계약들을 통해 LiPF6 안정적 조달처 확보
4Q 인상된 판가까지 반영되며 실적 우상향 가능

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	369	881	1,389	2,500	4,500
증가율	na	138.8	57.7	80.0	80.0
영업이익	26	127	125	100	400
영업이익률	7.0	14.4	9.0	4.0%	8.9%
지배주주귀속 순이익	-20	-20	5		
지배주주 귀속 EPS	-945	59	0		
EPS증가율	-2.0	-106.2	-100.0		
PER	0.0	0.0	0.0		
PBR	0.0	0.0	0.0		
EV/EBITDA	-6.5	-17.0	-15.5		
ROA	-10.3	-3.1	0.4		
ROE	117.4	-24.2	1.0		

자료: 유안타증권 리서치센터

Company (348370) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	0	0	369	881	1,389
매출원가	0	0	310	696	1,145
매출총이익	0	0	58	185	244
판매비	0	0	32	58	119
영업이익	0	0	26	127	125
EBITDA	0	0	13	19	31
영업외손익	0	0	-47	-147	-114
외환관련손익	0	0	2	-5	-18
이자손익	0	0	-41	-99	-50
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	-7	-42	-46
법인세비용차감전순이익	0	0	-20	-20	12
법인세비용	0	0	-1	0	7
계속사업순이익	0	0	-20	-20	5
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	0	-20	-20	5
지배지분순이익	0	0	-20	-20	5
포괄순이익	0	0	-21	-21	-16
지배지분포괄이익	0	0	-21	-21	-16

주영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동 현금흐름	0	0	-43	-123	84
당기순이익	0	0	-20	-20	5
감가상각비	0	0	12	19	31
외환손익	0	0	0	2	14
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	0	-83	-265	-75
기타 현금흐름	0	0	49	140	110
투자활동 현금흐름	0	0	-108	-197	-448
투자자산	0	0	0	0	-16
유형자산 증가 (CAPEX)	0	0	110	199	293
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타 현금흐름	0	0	-218	-396	-726
재무활동 현금흐름	0	0	172	562	391
단기차입금	0	0	46	53	104
사채 및 장기차입금	0	0	6	497	182
자본	0	0	0	0	110
현금배당	0	0	0	0	0
기타 현금흐름	0	0	120	12	-5
연결범위변동 등 기타	0	0	0	1	-4
현금의 증감	0	0	21	243	23
기초 현금	0	0	57	78	321
기말 현금	0	0	78	321	345
NOPLAT	0	0	26	127	125
FCF	0	0	66	80	374

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
유동자산	0	0	326	888	1,267
현금및현금성자산	0	0	78	321	345
매출채권 및 기타채권	0	0	75	277	449
재고자산	0	0	124	240	277
비유동자산	0	0	249	424	723
유형자산	0	0	240	419	683
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	15
기타투자자산	0	0	1	0	0
자산총계	0	0	574	1,312	1,990
유동부채	0	0	421	449	751
매입채무 및 기타채무	0	0	80	144	328
단기차입금	0	0	59	114	217
유동성장기부채	0	0	14	29	16
비유동부채	0	0	204	570	42
장기차입금	0	0	41	17	6
사채	0	0	0	510	0
부채총계	0	0	625	1,019	793
지배지분	0	0	-50	293	1,197
자본금	0	0	10	27	59
자본잉여금	0	0	24	372	1,255
이익잉여금	0	0	-82	-101	-96
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	0	-50	293	1,197
순차입금	0	0	-88	-231	-481
총차입금	0	0	268	702	257

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
EPS	0	0	-964	-945	59
BPS	0	0	-761	4,352	9,337
EBITDAPS	0	0	214	293	324
SPS	0	0	5,860	13,242	14,514
DPS	0	0	0	0	0
PER	NA	NA	0.0	0.0	0.0
PBR	NA	NA	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	NA	NA	-6.5	-17.0	-15.5
PSR	NA	NA	0.0	0.0	0.0

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	138.9	57.7
영업이익 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	385.6	-1.2
지배순이익 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	-1.1	-125.6
매출총이익률 (%)	0.0	0.0	0.0	15.8	21.0
영업이익률 (%)	0.0	0.0	0.0	7.1	14.4
지배순이익률 (%)	0.0	0.0	0.0	-5.4	-2.2
EBITDA 마진 (%)	0.0	0.0	0.0	3.6	2.2
ROIC	NA	NA	13.2	20.6	12.7
ROA	NA	NA	-10.3	-3.1	0.4
ROE	NA	NA	117.4	-24.2	1.0
부채비율 (%)	NA	NA	-1,237.3	347.9	66.2
순차입금/자기자본 (%)	NA	NA	173.6	-113.0	-40.2
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	0.6	1.2	2.4

전기전자



백길현 USCPA

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	380,000원 (U)
현재주가 (11/23)	278,000원
상승여력	37%

시가총액	67,570 억원
총발행주식수	23,667,107 주
60일 평균 거래대금	655억원
60일 평균 거래량	292,959주
52주 고	288,000 원
52주 저	155,000 원
외인지분율	27.41 %
주요주주	LG전자 40.79

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	44.92	46.41	75.15
상대	44.58	48.71	48.43
절대(달러환산)	43.95	45.73	64.69

LG이노텍 (011070) 목표주가 38만원으로 상향 조정

- 2022년 북미 고객사 스마트폰 출하량 출하량 2.1억대 (YoY 2%) 전망**
 - 동사는 2022년에도 카메라 중심의 성능 강화를 지속 강조할 것. 특히 2022년 스마트폰 모델에 48MP 수준의 Level Up된 고화소 카메라모듈을 탑재할 것으로 전망. 과거 5년동안 동사 스마트폰 카메라의 화소수 상향 조정이 전무했으며, 최근 스마트폰 유저들의 동영상 활용도가 지속적으로 높아지면서 8K 동영상 촬영이 가능한 센서를 탑재할 것으로 파악되고 있다는 점이 스마트폰 카메라모듈의 화소수 상향 조정을 추정케 함
 - 이에 동사 광학솔루션 사업부는 2022~2023년 이익 증가세를 시현할 것으로 전망됨에 따라 실적 추정치 상향 조정. 내년 주력 고객사의 Q 성장이 Flat하다는 가정에도 불구하고 고화소 카메라 모듈 탑재로 인한 P 성장이 전망되며, 2023년에는 3D 및 Folded Zoom 탑재 가능성이 높을 것으로 추정하기 때문
- 차세대 고부가 반도체 패키지 기판 사업 확대는 긍정적**
 - FCBGA 기판 시장의 타이트한 공급이 2022년 내내 이어질 것으로 전망
 - 고부가 반도체 패키지 기판 라인업을 강화하며 중장기 성장 동력을 확보하고, 그간 북미 고객사 중심의 사업 포트폴리오가 집중되어 있었는데 고객사 및 사업 다변화가 시작된다는 점에서 긍정적일 것
- 투자의견 BUY, 목표주가 38만원으로 상향 조정**
 - 2022년 LG이노텍의 주가 모멘텀이 재차 부각될 전망.
 - 향후 2022~2025년까지 중장기적 성장 방향성(XR, 전장화/자율주행, FCBGA 등)이 뚜렷함에도 불구하고 2022년 기준 PER Multiple은 7배 수준이기에 상승 여력이 크다는 판단. 금번 자료를 통해 목표주가를 기존 32만원에서 38만원으로 상향 조정

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
결산(12월)						
매출액	79,821	79,754	95,418	141,430	151,424	181,708
영업이익	2,635	4,764	6,810	12,870	13,452	18,324
증가율		-37.3	130.8	302.1	-0.4	37.3
PER	18.9	25.5	15.1	7.1	7.1	5.2
PBR	1.5	1.2	1.5	2.0	1.5	1.2
EV/EBITDA	5.9	3.5	3.4	4.0	3.4	2.2
ROE	8.0	4.7	10.2	32.2	23.7	25.1

자료: 유안타증권 리서치센터

LG이노텍 연간 실적 테이블

(단위: 억원)		2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021e	2022e
Sales	Total	57,546	76,414	79,821	83,021	95,418	141,430	151,424
	광학솔루션	28,505	46,785	50,969	54,257	67,788	107,489	114,150
	기판/소재	11,523	11,421	11,588	11,261	12,442	15,367	17,381
	전장부품	11,328	12,346	9,633	11,320	11,873	13,712	15,893
Sales Mix%	광학솔루션	56%	66%	71%	71%	74%	76%	75%
	기판/소재	22%	16%	16%	15%	14%	11%	11%
	전장부품	22%	17%	13%	15%	13%	10%	10%
Sales YoY%	Total		33%	4%	4%	15%	48%	7%
	광학솔루션	-6%	64%	9%	6%	25%	59%	6%
	기판/소재	-22%	-1%	1%	-3%	10%	24%	13%
	전장부품	-83%	9%	-22%	18%	5%	15%	16%
OP	Total	1,048	2,965	2,635	4,031	6,810	12,870	13,452
	광학솔루션	1,093	2,151	1,534	3,095	4,520	9,160	9,502
	기판/소재	592	921	869	1,544	2,445	3,531	3,644
	전장부품	147	-38	-153	-520	-390	-271	306
OPM%	Total	2%	4%	3%	5%	7%	9%	9%
	광학솔루션	4%	5%	3%	6%	7%	9%	8%
	기판/소재	5%	8%	8%	14%	20%	23%	21%
	전장부품	1%	0%	-2%	-5%	-3%	-2%	2%
이익 기여도	광학솔루션	60%	71%	68%	75%	69%	71%	71%
	기판/소재	32%	30%	39%	37%	37%	27%	27%
	전장부품	8%	-1%	-7%	-13%	-6%	-2%	2%
OP YoY%	Total		183%	-11%	53%	69%	89%	5%
	광학솔루션	-43%	97%	-29%	102%	46%	103%	4%
	기판/소재	-55%	55%	-6%	78%	58%	44%	3%
	전장부품	-67%	적전	적지	적지	적지	적지	흑전

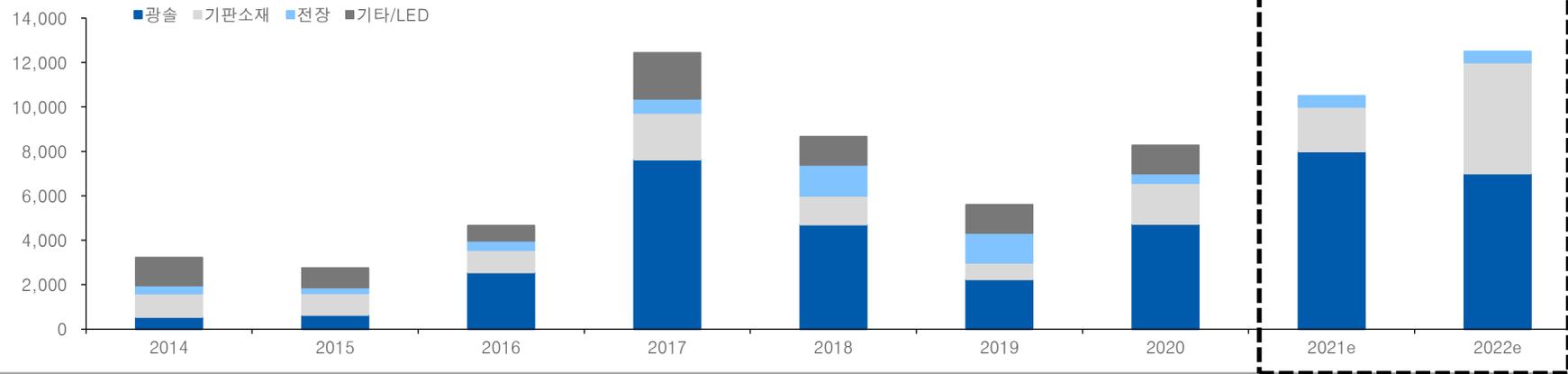
LG이노텍 분기 실적 테이블

(단위: 억원)		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21e	1Q22e	2Q22e	3Q22e	4Q22e
Sales	Total	30,703	23,547	37,976	49,204	31,580	27,841	43,400	48,602
	광학솔루션	22,593	15,541	29,100	40,255	22,550	18,900	33,600	39,100
	기판/소재	3,240	3,610	4,236	4,281	4,240	4,450	4,345	4,345
	전장부품	3,344	3,270	3,430	3,668	3,790	3,491	4,455	4,157
Sales Mix%	광학솔루션	74%	66%	77%	82%	71%	68%	77%	80%
	기판/소재	11%	15%	11%	9%	13%	16%	10%	9%
	전장부품	11%	14%	9%	7%	12%	13%	10%	9%
Sales YoY%	Total	53%	53%	70%	31%	3%	18%	14%	-1%
	광학솔루션	69%	67%	100%	32%	0%	22%	15%	-3%
	기판/소재	12%	22%	33%	26%	31%	23%	3%	1%
	전장부품	18%	40%	5%	7%	13%	7%	30%	13%
OP	Total	3,468	1,519	3,357	4,526	2,724	2,308	3,870	4,550
	광학솔루션	2,497	712	2,328	3,623	1,804	1,323	2,856	3,519
	기판/소재	639	775	1,166	951	892	932	909	909
	전장부품	100	- 98	- 225	- 49	27	52	105	122
OPM%	Total	11%	6%	9%	9%	9%	8%	9%	9%
	광학솔루션	11%	5%	8%	9%	8%	7%	9%	9%
	기판/소재	20%	21%	28%	22%	21%	21%	21%	21%
	전장부품	3%	-3%	-7%	-1%	1%	2%	2%	3%
이익 기여도	광학솔루션	72%	47%	69%	80%	66%	57%	74%	77%
	기판/소재	18%	51%	35%	21%	33%	40%	23%	20%
	전장부품	3%	-6%	-7%	-1%	1%	2%	3%	3%
OP YoY%	Total	53%	53%	70%	31%	3%	18%	14%	-1%
	광학솔루션	108%	275%	676%	28%	-28%	86%	23%	-3%
	기판/소재	18%	26%	71%	57%	40%	20%	-22%	-4%
	전장부품	흑전	적지	적지	적지	-73%	흑전	흑전	흑전

LG이노텍 (011070) 목표주가 38만원으로 상향 조정

LG이노텍 사업부문별 Capex 추이 및 전망

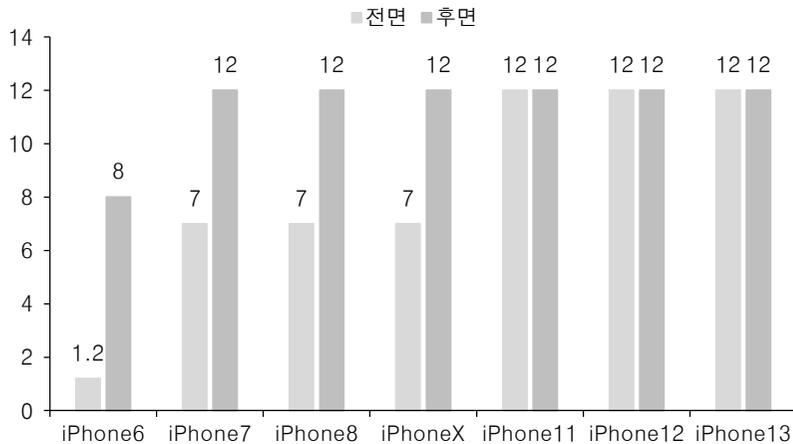
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

아이폰 카메라 화소수 변화 추이

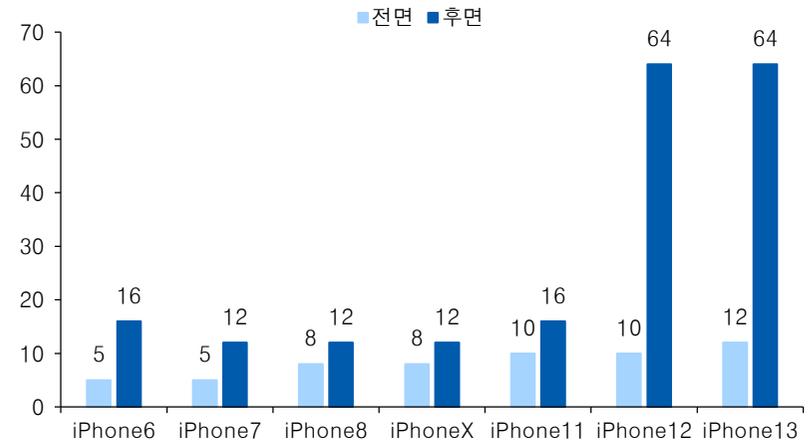
(단위: Mega Pixel)



자료: gsmarena.com, 유안타증권 리서치센터

삼성전자 스마트폰 갤럭시 화소수 변화 추이

(단위: Mega Pixel)



자료: gsmarena.com, 유안타증권 리서치센터

LG이노텍 (011070) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	79,754	95,418	141,430	151,424	181,708
매출원가	69,334	82,514	120,341	126,638	152,635
매출총이익	10,419	12,903	21,088	24,786	29,073
판매비	5,656	6,093	8,218	11,334	10,749
영업이익	4,764	6,810	12,870	13,452	18,324
EBITDA	10,577	13,495	20,324	20,869	25,384
영업외손익	-2,434	-2,383	-147	-563	-665
외환관련손익	-67	-124	-64	0	0
이자손익	-574	-466	-415	-544	-647
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1,793	-1,793	333	-19	-19
법인세비용차감전순손익	2,330	4,428	12,724	12,889	17,659
법인세비용	829	1,119	3,344	3,351	4,591
계속사업순손익	1,500	3,309	9,380	9,538	13,068
중단사업순손익	-477	-948	114	-80	-80
당기순이익	1,023	2,361	9,494	9,457	12,988
지배지분순이익	1,023	2,361	9,494	9,457	12,988
포괄순이익	935	2,302	10,525	10,832	14,362
지배지분포괄이익	935	2,302	10,525	10,832	14,362

주영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가 및 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	7,690	9,503	7,922	14,706	20,336
당기순이익	0	0	3,236	9,457	12,988
감가상각비	5,197	6,139	7,004	7,033	6,794
외환손익	6	-15	147	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-2,408	-2,830	-10,726	-3,394	-937
기타 현금흐름	4,895	6,209	8,261	1,610	1,491
투자활동 현금흐름	-3,543	-8,262	-10,628	-4,913	-5,113
투자자산	3	5	41	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,696	-7,667	-11,000	-5,800	-6,000
유형자산 감소	546	288	26	0	0
기타 현금흐름	604	-889	306	887	887
재무활동 현금흐름	-2,389	-1,672	2,946	7,318	7,318
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-2,274	-1,506	3,216	7,588	7,588
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-71	-71	-166	-166	-166
기타 현금흐름	-44	-95	-104	-104	-104
연결범위변동 등 기타	25	-619	389	1,299	-76
현금의 증감	1,783	-1,050	629	18,409	22,465
기초 현금	6,212	7,996	6,946	7,576	25,984
기말 현금	7,996	6,946	7,576	25,984	48,449
NOPLAT	3,068	5,090	9,488	9,954	13,560
FCF	2,994	1,836	-3,078	8,906	14,336

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	25,309	31,618	47,916	69,354	99,863
현금및현금성자산	7,996	6,946	7,576	25,984	48,449
매출채권 및 기타채권	11,373	11,317	21,451	22,884	27,412
재고자산	4,881	8,594	15,983	17,580	21,096
비유동자산	32,398	28,768	37,536	35,919	34,860
유형자산	27,076	23,678	32,602	31,369	30,575
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	347	539	558	558	558
자산총계	57,708	60,386	85,452	105,273	134,723
유동부채	20,462	22,842	36,359	37,926	46,966
매입채무 및 기타채무	12,591	15,718	26,614	28,182	37,221
단기차입금	304	12	1,449	1,449	1,449
유동성장기부채	5,113	4,407	5,529	5,529	5,529
비유동부채	15,199	13,267	14,457	22,045	29,632
장기차입금	9,204	7,014	13,952	21,540	29,127
사채	4,563	5,823	0	0	0
부채총계	35,662	36,109	50,816	59,971	76,598
지배지분	22,046	24,277	34,637	45,303	58,125
자본금	1,183	1,183	1,183	1,183	1,183
자본잉여금	11,336	11,336	11,336	11,336	11,336
이익잉여금	9,893	12,215	21,695	30,987	43,809
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	22,046	24,277	34,637	45,303	58,125
순차입금	11,216	10,479	13,426	2,604	-12,273
총차입금	19,218	17,448	21,012	28,599	36,187

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	4,323	9,977	40,114	39,960	54,876
BPS	93,161	102,588	146,365	191,438	245,620
EBITDAPS	44,689	57,021	85,876	88,175	107,254
SPS	336,981	403,167	597,579	639,806	767,768
DPS	300	700	700	700	700
PER	25.5	15.1	7.1	7.1	5.2
PBR	1.2	1.5	2.0	1.5	1.2
EV/EBITDA	3.5	3.4	4.0	3.4	2.2
PSR	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-0.1	19.6	48.2	7.1	20.0
영업이익 증가율 (%)	80.8	43.0	89.0	4.5	36.2
지배순이익 증가율 (%)	-37.3	130.8	302.1	-0.4	37.3
매출총이익률 (%)	13.1	13.5	14.9	16.4	16.0
영업이익률 (%)	6.0	7.1	9.1	8.9	10.1
지배순이익률 (%)	1.3	2.5	6.7	6.2	7.1
EBITDA 마진 (%)	13.3	14.1	14.4	13.8	14.0
ROIC	9.0	15.9	24.5	21.9	30.5
ROA	1.8	4.0	13.0	9.9	10.8
ROE	4.7	10.2	32.2	23.7	25.1
부채비율 (%)	161.8	148.7	146.7	132.4	131.8
순차입금/자기자본 (%)	50.9	43.2	38.8	5.7	-21.1
영업이익/금융비용 (배)	7.5	13.7	29.1	21.8	23.5

전기전자



백길현 USCPA

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	250,000원 (M)
현재주가 (11/23)	177,500원
상승여력	41%

시가총액	135,430 억원
총발행주식수	77,600,680 주
60일 평균 거래대금	872억원
60일 평균 거래량	515,889주
52주 고	217,000 원
52주 저	149,000 원
외인지분율	30.60 %
주요주주	삼성전자 외 5 인 23.84

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.42	6.93	19.13
상대	13.15	8.60	0.95
절대(달러환산)	12.65	6.43	12.01

삼성전기 (009150) 고부가 사업 강화 모멘텀은 지속된다

- FCBGA가 고부가 패키지 기판 시장 성장을 견인해 나갈 것
 - Flip Chip BGA 기판의 타이트한 수급 상황은 2022년 내내 이어질 것으로 전망. 고부가 반도체 패키지 기판의 Layer가 기존대비 2배 늘어나고, Size도 2배 가량 늘어나는 가운데 기술 난이도까지 높아져, 전반적으로 글로벌 주요 업체들의 Capa 잠식이 불가피 할 것으로 추정되기 때문. 한편 FCBGA 생산 라인 관련 장비/소재 Shortage가 내년까지 지속되면서 단기적으로 여타 FCBGA 공급업체들의 증설이 제한적일 것
 - FCBGA 대규모 투자가 이어질 것으로 전망되며, 2022년 동사 FCBGA 예상 매출액과 영업이익은 각각 9,000억원(YoY 44%), 1,328억원(OPM 15%, YoY 62%)으로 추정
- 2022년 주력고객사 스마트폰 출하량 2.8억대 (YoY 2%)
 - 폴더블 스마트폰이 주력 고객사의 고가 스마트폰 메인 라인업으로 자리매김할 것. 2022년 기준 삼성전자 폴더블 스마트폰 출하량은 1,370만대(YoY 110%) 수준으로 추정
 - 한편 내년 주력 고객사의 중저가 라인에 OIS 탑재가 본격화되며 시장 지배력을 확대해 나갈 것으로 기대. 이에 동사 모듈 사업은 견조한 실적을 달성할 것으로 전망
- 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 25만원 유지

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	77,183	82,087	99,502	104,571	120,257
매출액증가율	-3.5	6.4	21.2	5.1	15.0
영업이익	7,409	8,291	15,009	15,104	17,768
영업이익률	9.6	10.1	15.1	14.4	14.8
증가율	-21.8	17.4	80.0	4.0	18.1
PER	15.1	16.5	12.3	11.8	10.0
PBR	1.5	1.7	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	5.7	6.3	5.6	4.9	3.7
ROE	10.2	10.9	16.9	14.5	14.6

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전기 연간 실적 테이블

(단위: 억원)		2017	2018	2019	2020	2021e	2022e
Sales	Total	68,385	80,020	77,183	82,087	99,498	104,571
	컴포넌트	23,571	35,501	32,198	36,450	47,858	52,410
	기판	14,694	15,291	14,703	17,613	20,548	20,667
	카메라	30,120	31,138	33,508	28,025	31,066	31,494
Sales Mix%	컴포넌트	34%	44%	42%	44%	48%	50%
	기판	21%	19%	19%	21%	21%	20%
	카메라	44%	39%	43%	34%	31%	30%
Sales YoY%	Total	13%	17%	-4%	6%	21%	5%
	컴포넌트	-	51%	-9%	13%	31%	10%
	기판	-	4%	-4%	20%	17%	1%
	카메라	-	3%	8%	-16%	11%	1%
OP	Total	3,062	8,270	4,115	8,291	15,020	15,104
	컴포넌트	2,904	11,171	5,049	5,577	11,141	10,755
	기판	-850	-1,879	146	1,000	2,233	2,802
	카메라	856	889	2,146	1,713	1,342	1,548
OPM%	Total	4%	10%	5%	10%	15%	14%
	컴포넌트	12%	31%	16%	15%	23%	21%
	기판	-6%	-12%	1%	6%	11%	14%
	카메라	3%	3%	6%	6%	4%	5%
OP YoY%	Total	0%	170%	-50%	102%	81%	1%
	컴포넌트	-	285%	-55%	10%	100%	-3%
	기판	-	적지	흑전	587%	123%	25%
	카메라	-	4%	141%	-20%	-22%	15%
이익 기여도	컴포넌트	95%	135%	123%	67%	74%	71%
	기판	-28%	-23%	4%	12%	15%	19%
	카메라	28%	11%	52%	21%	9%	10%

삼성전기 분기 실적 테이블

(단위: 억원)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21e
Sales	Total	22,245	18,122	22,879	18,842	23,719	24,755	26,884	24,140
	컴포넌트	8,576	8,396	9,832	9,646	10,884	11,953	13,209	11,812
	기판	3,837	3,678	4,520	5,579	4,422	4,667	5,801	5,681
Sales Mix%	컴포넌트	39%	46%	43%	51%	46%	48%	49%	49%
	기판	17%	20%	20%	30%	19%	19%	22%	24%
	카메라	40%	30%	35%	30%	35%	33%	29%	28%
Sales YoY%	Total	4%	-7%	1%	38%	7%	37%	18%	28%
	컴포넌트	2%	7%	20%	24%	27%	42%	34%	22%
	기판	10%	8%	-12%	107%	15%	27%	28%	2%
OP	Total	1,646	960	3,025	2,661	3,315	3,403	4,579	3,723
	컴포넌트	897	867	1,900	1,913	2,342	2,648	3,434	2,717
	기판	77	59	335	529	248	349	830	806
OPM(%)	컴포넌트	10%	10%	19%	20%	22%	22%	26%	23%
	기판	2%	2%	7%	9%	6%	7%	14%	14%
	카메라	8%	2%	11%	2%	5%	5%	4%	3%
OP YoY%	Total	-14%	-51%	68%	-270%	101%	255%	51%	40%
	컴포넌트	-53%	-27%	135%	68%	161%	205%	81%	42%
	기판	-111%	-79%	7%	93%	222%	495%	148%	52%
OP Contribution	컴포넌트	54%	90%	63%	72%	71%	78%	75%	73%
	기판	5%	6%	11%	20%	7%	10%	18%	22%
	카메라	42%	11%	28%	3%	13%	12%	7%	5%

삼성전기 (009150) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	77,183	82,087	99,502	104,571	120,257
매출원가	57,300	62,690	74,055	78,314	89,591
매출충이익	19,883	19,397	25,447	26,257	30,665
판매비	12,474	11,106	10,438	11,153	12,898
영업이익	7,409	8,291	15,009	15,104	17,768
EBITDA	16,110	16,703	23,597	23,893	28,595
영업외손익	-448	-462	60	320	388
외환관련손익	-148	-54	539	479	479
이자손익	-586	-375	-307	-190	-123
관계기업관련손익	119	99	-5	57	57
기타	166	-132	-168	-26	-26
법인세비용차감전순이익	6,961	7,829	15,069	15,425	18,155
법인세비용	711	1,672	3,696	3,620	4,261
계속사업순이익	6,250	6,158	11,373	11,804	13,894
중단사업순이익	-969	80	-221	-223	-223
당기순이익	5,280	6,238	11,152	11,581	13,671
지배지분순이익	5,143	6,040	10,838	11,266	13,299
포괄순이익	5,606	5,885	14,446	15,652	17,742
지배지분포괄이익	5,406	5,705	14,001	15,173	17,199

주영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가 및 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	10,213	15,881	20,531	21,599	24,044
당기순이익	5,280	6,238	11,152	11,581	13,671
감가상각비	8,445	8,075	8,222	8,493	10,625
외환손익	113	10	-272	-479	-479
종속, 관계기업 관련손익	-119	-99	5	-57	-57
자산부채의 증감	-3,191	-515	-2,885	-330	-2,012
기타 현금흐름	-315	2,172	4,310	2,391	2,296
투자활동 현금흐름	-5,170	-7,324	-8,284	-9,362	-9,362
투자자산	2,175	-24	-26	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-15,480	-7,567	-8,789	-10,000	-10,000
유형자산 감소	362	470	111	0	0
기타 현금흐름	7,772	-203	420	638	638
재무활동 현금흐름	-6,195	-2,095	-7,895	-2,596	-2,596
단기차입금	-2,820	-1,599	-1,718	-2,928	-2,928
사채 및 장기차입금	-1,388	1,005	-4,378	1,825	1,825
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-760	-832	-1,307	-1,307	-1,307
기타 현금흐름	-1,227	-669	-493	-186	-186
연결범위변동 등 기타	-316	-162	847	2,908	-1,604
현금의 증감	-1,469	6,300	5,199	12,549	10,482
기초 현금	10,024	8,555	14,855	20,053	32,603
기말 현금	8,555	14,855	20,053	32,603	43,084
NOPLAT	6,652	6,521	11,328	11,559	13,597
FCF	-5,267	8,314	11,743	11,599	14,044

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	35,075	41,503	50,293	62,407	76,721
현금및현금성자산	8,038	14,798	20,053	32,603	43,084
매출채권 및 기타채권	10,963	9,962	12,139	12,165	13,900
재고자산	12,713	13,379	14,440	13,979	16,076
비유동자산	51,667	50,752	53,729	54,997	54,228
유형자산	45,145	44,244	46,736	48,243	47,618
관계기업등 지분관련자산	683	725	676	733	790
기타투자자산	1,906	2,221	2,828	2,828	2,828
자산총계	86,742	92,255	104,022	117,404	130,949
유동부채	18,504	19,149	22,766	19,662	19,141
매입채무 및 기타채무	9,194	11,652	12,525	12,349	14,757
단기차입금	5,692	4,062	2,424	-504	-3,433
유동성장기부채	1,909	2,192	5,313	5,313	5,313
비유동부채	13,937	14,002	8,793	10,618	12,443
장기차입금	12,197	12,332	6,012	7,837	9,662
사채	0	0	0	0	0
부채총계	32,442	33,151	31,559	30,279	31,584
지배지분	52,850	57,723	70,681	84,959	97,198
자본금	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880
자본잉여금	10,452	10,452	10,452	10,452	10,452
이익잉여금	35,729	40,733	50,512	60,718	72,958
비지배지분	1,451	1,381	1,782	2,166	2,166
자본총계	54,301	59,104	72,463	87,125	99,365
순차입금	11,515	3,732	-6,173	-19,826	-31,411
총차입금	20,114	19,067	14,431	13,328	12,224

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	6,841	8,030	14,455	15,027	17,749
BPS	69,957	76,406	93,559	112,458	128,659
EBITDAPS	20,759	21,524	30,408	30,790	36,848
SPS	99,462	105,782	128,223	134,755	154,969
DPS	1,100	1,400	1,400	1,400	1,400
PER	15.1	16.5	12.3	11.8	10.0
PBR	1.5	1.7	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	5.7	6.3	5.6	4.9	3.7
PSR	1.0	1.3	1.4	1.3	1.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-3.5	6.4	21.2	5.1	15.0
영업이익 증가율 (%)	-35.6	11.9	81.0	0.6	17.6
지배순이익 증가율 (%)	-21.6	17.4	79.5	3.9	18.0
매출충이익률 (%)	25.8	23.6	25.6	25.1	25.5
영업이익률 (%)	9.6	10.1	15.1	14.4	14.8
지배순이익률 (%)	6.7	7.4	10.9	10.8	11.1
EBITDA 마진 (%)	20.9	20.3	23.8	22.8	23.8
ROIC	11.0	10.8	18.7	18.3	21.3
ROA	5.9	6.7	11.0	10.2	10.7
ROE	10.2	10.9	16.9	14.5	14.6
부채비율 (%)	59.7	56.1	43.6	34.8	31.8
순차입금/자기자본 (%)	21.2	6.3	-8.5	-22.8	-31.6
영업이익/금융비용 (배)	9.5	17.3	38.4	47.5	60.9

전기전자



백길현 USCPA

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	32,000원 (M)
현재주가 (11/23)	21,750원
상승여력	47%

시가총액	10,787 억원
총발행주식수	51,512,444 주
60일 평균 거래대금	323억원
60일 평균 거래량	1,740,568주
52주 고	21,450 원
52주 저	10,300 원
외인지분율	12.07 %
주요주주	대덕 외 9 인 32.86

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	26.95	32.50	88.44
상대	27.70	40.20	59.89
절대(달러환산)	27.22	31.28	77.17

대덕전자 (353200) FCBGA 기판 가치가 부각된다

• 국내 FCBGA 기판 대장주로 부각될 것

- 최근 FCBGA 포함한 고부가 반도체 패키지 기판의 Layer가 기존대비 2배 늘어나고, Size도 2배 가량 늘어나는 가운데 기술 난이도까지 높아져, 전반적으로 글로벌 주요 공급 업체들의 Capa 잠식이 불가피할 것으로 추정. FCBGA 생산 라인 관련 장비/소재 쇼티지가 내년까지 지속되면서 단기적으로 여타 FCBGA 공급업체들의 증설이 제한적일 수밖에 없을 것. FCBGA 기판의 타이트한 수급상황은 2022년 내내 이어질 전망. 이에 기판 시장내에서도 FCBGA가 시장 성장 견인할 것
- 동사 2022년 연간 FCBGA 매출은 1500억원 → 2023년 3000억원으로 급증할 전망. 내년부터는 FCBGA 제품의 이익 기여가 본격화됨에 따라, 동사 반도체 패키지 사업부의 이익 성장에 긍정적일 것. 한편 2022~2023년에는 'DDR5 침투율' 확대는 동사 기존 주력 제품인 메모리반도체 패키지 기판 사업에 수혜

• 투자의견 BUY, 목표주가 32000원 유지

- 동사는 그간 고부가 반도체 패키지 기판 사업을 영위했음에도 불구하고, Mobile FPC 및 전장 MLB의 저부가 제품 매출로 인해 이익 성장이 제한적. 하지만 올해 하반기부터는 1)고부가 기판 FCBGA 매출 비중 증가와 함께 DDR5로의 메모리 세대 전환이 본격화되며 반도체 패키지 기판 부문이 전사 실적 성장을 견인하고, 2)저부가 제품인 Mobile FPC 및 전장 MLB 사업 축소 효과로, 2022년 영업이익은 1307억원에 달하며 사상 최대 실적을 기록할 것으로 전망.
- 2022년 전사 이익성장률은 YoY 82%의 높은 성장세를 보일 것으로 예상. 글로벌 FCBGA 공급업체들의 2022년 평균 영업이익 성장률 33%를 상회하는 성장이 기대됨에 따라 기판 업종 내 동사에 대한 매력도가 지속 부각 될 것.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019	2020	2021e	2022e	2023e
매출액	10,708	8,567	10,077	12,611	14,563
영업이익	656	307	720	1,307	1,714
영업이익률	6.1	3.6	7.1	10.4	11.8
지배주주귀속 순이익	-	-	626	1,001	1,324
지배주주 귀속 EPS	-	-	1,266	2,025	2,680
PER	-	-	16.7	10.5	7.9
PBR	-	-	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	-	-	5.9	3.9	2.4

자료: 유안타증권 리서치센터

대덕전자 연간 실적 테이블

(단위: 억원)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Sales	9,639	10,708	8,567	10,077	12,611	14,563
PKG	4,605	5,020	5,354	6,601	9,044	10,684
SiP/모듈	3,424	4,012	2,571	2,057	2,057	2,200
MLB	1,610	1,574	1,283	1,411	1,510	1,679
Sales Mix%						
PKG	48%	47%	62%	66%	72%	85%
SiP/모듈	36%	37%	30%	20%	16%	17%
MLB	17%	15%	15%	14%	12%	13%
YoY%	-	11%	-20%	18%	25%	15%
PKG	-	9%	7%	23%	37%	18%
SiP/모듈	-	17%	-36%	-20%	0%	7%
MLB	-	-2%	-18%	10%	7%	11%
OP	387	656	307	726	1,307	1,714
PKG	288	499	586	800	1,214	1,537
SiP/모듈	25	207	(257)	(81)	44	110
MLB	74	(50)	(22)	7	49	67
OPM%	4%	6%	4%	7%	10%	12%
PKG	6%	10%	11%	12%	13%	14%
SiP/모듈	1%	5%	-10%	-4%	2%	5%
MLB	5%	-3%	-2%	0%	3%	4%
OP YoY%	-	70%	-53%	137%	80%	31%
PKG	-	73%	17%	37%	52%	27%
SiP/모듈	-	728%	적전	적지	흑전	149%
MLB	-	적전	적지	흑전	633%	37%

대덕전자 분기 실적 테이블

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21e	1Q22e	2Q22e	3Q22e	4Q22e
Sales	2,361	1,486	2,490	2,230	2,342	2,301	2,557	2,894	2,964	3,194	3,354	3,099
YoY%	-5%	-46%	-11%	-16%	-1%	55%	3%	30%	27%	39%	31%	8%
QoQ%	-11%	-37%	68%	-10%	5%	-2%	11%	13%	3%	8%	5%	-8%
PKG	1,294	1,310	1,431	1,319	1,382	1,567	1,730	1,922	1,990	2,261	2,442	2,351
SIP/모듈	756	570	677	568	598	370	470	619	596	555	535	370
MLB	311	293	344	335	340	345	340	353	378	378	378	378
OP	109	28	77	- 78	55	145	257	263	266	330	385	326
YoY%	10%	-88%	-21%	-192%	-50%	422%	233%	-437%	387%	127%	50%	24%
QoQ%	28%	-74%	177%	적전	흑전	166%	77%	3%	1%	24%	17%	-15%
PKG	140	144	172	130	131	177	242	250	249	305	354	306
SIP/모듈	- 76	- 57	- 68	- 57	- 60	- 37	9	6	6	11	16	11
MLB	- 16	- 15	3	5	- 17	7	10	7	11	13	15	9
OPM%	5%	2%	3%	-4%	2%	6%	10%	9%	9%	10%	11%	11%
PKG	11%	11%	12%	10%	10%	11%	14%	13%	13%	14%	15%	13%
SIP/모듈	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	2%	1%	1%	2%	3%	3%
MLB	-5%	-5%	1%	1%	-5%	2%	3%	2%	3%	4%	4%	3%

2022년 FCBGA 기판 공급 부족이 지속될 전망

• ‘수요 측면’, FCBGA 기판의 기술 변화에 재차 주목

- FCBGA와 같은 고부가 반도체 패키지기판은 ‘박형화(Coreless), 부품 내장화(Embedded), 대면적화 및 고다층화, 미세화(Fine Line and Space)’라는 기술 변화가 최근 들어 가속화되고 있음. IT 제품 성능 강화를 위해 패키지 기판을 더 얇게 만들고, 다양한 종류의 칩을 함께 실장하려는 고객사들의 Needs를 충족하는 과정에서 이와 같은 4가지 주요 기술적 구조적 변화가 일어나고 있는 것으로 파악.

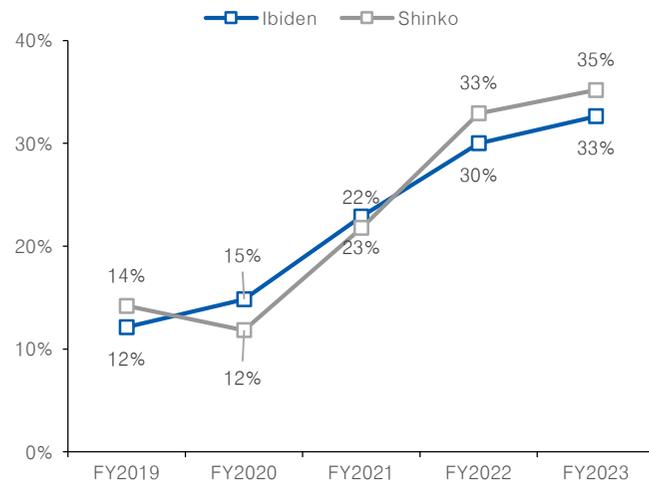
⇒ 이에 패키지 기판 공급 업체들의 생산 난이도가 높아지고 있고, 주요 반도체 패키지 기판 공급업체들의 수율 악화와 생산 Capa 잠식으로 이어질 것으로 예상.

• ‘공급 측면’, 글로벌 주요 FCBGA 기판 공급 업체들의 동향에 주목

- Intel 제품 외에도 AMD, Apple을 포함한 여타 Chipset 업체들의 FCBGA 기판 채택이 가시화되고 있는 것으로 파악된다는 점이 긍정적. 글로벌 기판 업체가 안정적으로 FCBGA 기판을 공급을 할 수 있는 시점을 감안하면 2022년까지는 반도체 패키지 기판의 타이트한 수급 상황이 이어질 가능성이 높다는 판단

- 한편 최근까지 고부가 반도체 패키지 기판 생산 라인을 위한 장비 및 주요 소재 원활하지 못함. 특히 일본 Ajinomoto사의 이례적인 Capex 집행에도 불구하고 높은 수요 때문에 ABF(Ajinomoto Build-up Film)의 공급 부족이 지속되고 있음

일본 이비덴/신코 매출액 추이 및 전망 (단위: 백만달러)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: FY2021~FY2023 수치는 블룸버그 컨센서스 반영

반도체 패키지 기판 주요 변화 트렌드4가지



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

FCBGA 사업 진출을 선제적으로 결정했던 대덕전자

• 2022년 FCBGA 연간 매출액과 영업이익은 각각 1500억/150억(OPM 10%) 기록할 것으로 전망

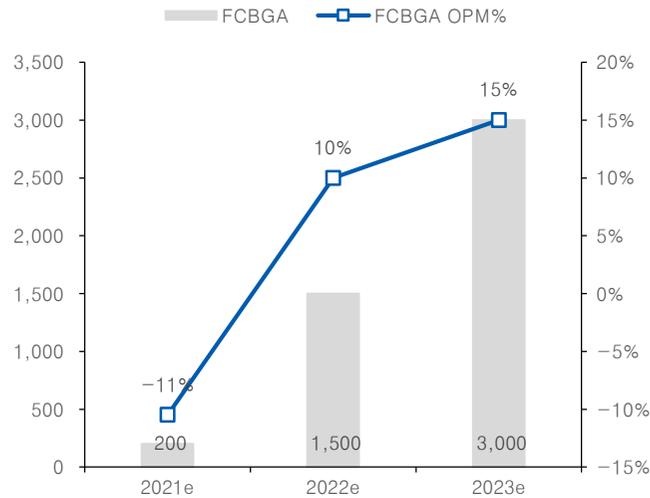
- 당사는 지난해부터 올해까지 고부가 반도체 패키지 기판 FCBGA 사업을 위해 1,600억원의 Capex를 선제적으로 집행. 참고로 2020년 7월 900억원, 2021년 3월 700억원 신규시설 투자를 공시한 바 있음. 통상적으로 기판 라인 Set Up부터 양산까지 1년 가까운 시간이 소요되다는 점을 감안하면, 작년 하반기부터 1차 투자에 대한 초도 양산을 진행했을 것으로 추정되며 올해 8월부터는 관련 제품의 양산이 시작되었을 것으로 예상.

- 2021년에는 초도 양산 물량이 반영되지만, 2022년부터는 다수의 해외 고객사 물량 공급이 본격적으로 시작되며 온기로 FCBGA 매출이 추가될 것으로 전망. 한편, 현재 동사의 FCBGA 매출 기준 Capa는 약 1,500~2,000억원 수준일 것으로 추정되는 바, 향후 해외 고객사의 중장기적 수요 대응을 위해서는 내년에도 약 1,000억에 가까운 Capex가 집행 될 가능성이 높다는 판단.

⇒ 올해 하반기부터는 고부가 반도체 기판 FCBGA를 포함한 비메모리 반도체 패키지 기판 매출 증가가 전사 이익 성장을 견인할 것으로 예상

대덕전자 FCBGA 실적 추이 및 전망

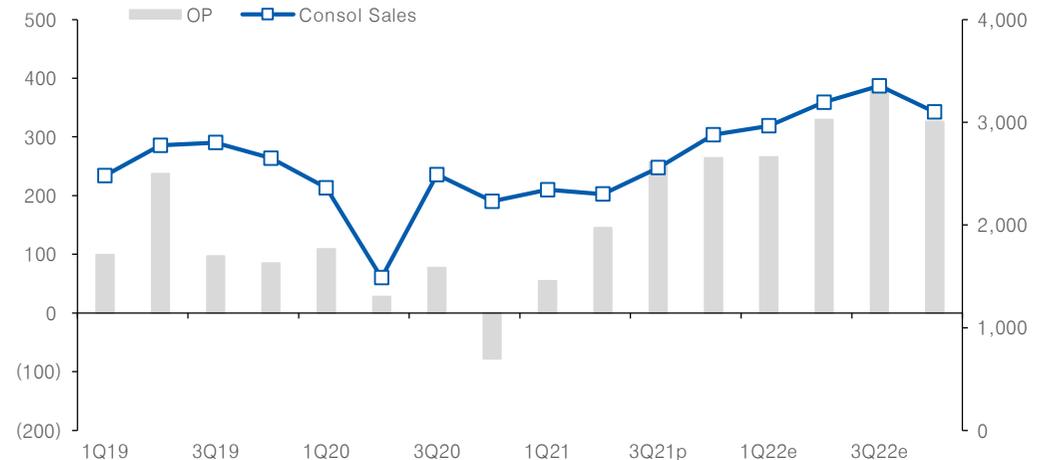
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

전사 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

[참고] 자율주행 관련 차량용 반도체 부품 구성

Key ADAS Component Packaging



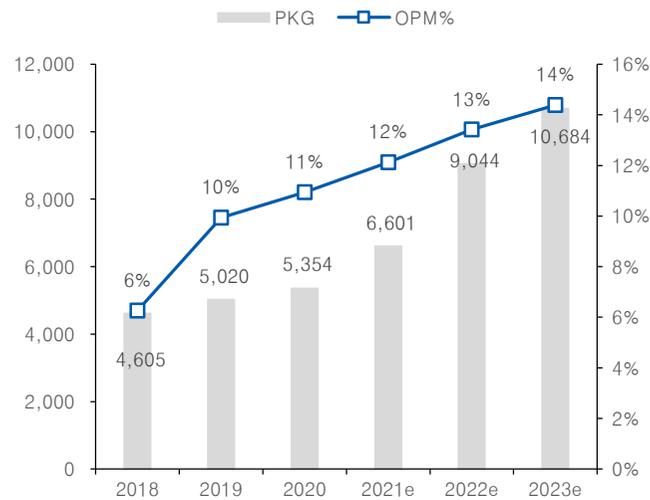
In summary, the key ADAS features are enabled by just two systems in the car:

1. The camera system: It has a CMOS image sensor that acquires the image and a processor that processes the data. The processor uses FCBGA packaging.
2. The radar system: There are typically three radar modules in the car. Two in the rear bumpers and one in the front grille. Each of the modules has transceivers that send/receive radar signals and a processor to process it. The radar transceivers are packaged in LDFO or sometimes in fcCSP.

DDR5 세대 전환 본격화에 따른 수혜

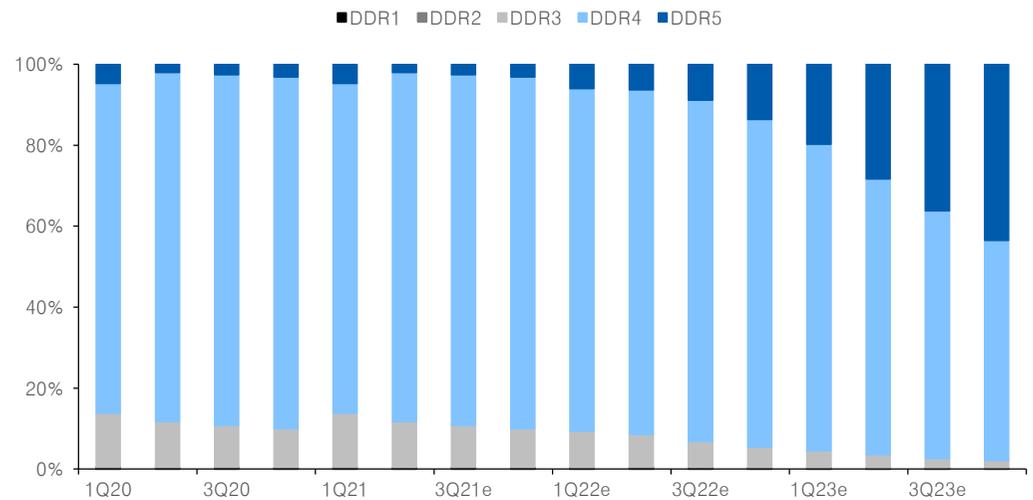
- 2022년부터는 DDR5 양산이 본격화되면서 동사 메모리 반도체 패키지 평가 상승을 통한 이익 개선 효과를 기대
 - 최근 모바일과 서버 등 응용처 전반에서 고성능/고용량/저전력 DRAM 수요가 지속적으로 커지고 있는 것으로 파악되며, 하반기 실적발표 컨퍼런스콜에서는 국내 삼성전자/SK하이닉스가 2022년부터 본격적으로 DDR5 제품 양산을 본격화할 것으로 밝힌 바 있음
 - 조사기관에 따르면, DDR5 제품 비중은 2021년말 기준 9%에서 2022년말 기준 32%, 2023년말 기준 52%로 향후 2년동안 빠르게 세대 전환이 이루어질 것으로 전망
 - 과거 DRAM 세대 전환 초기 Cycle에 메모리 패키지 기판 사양 상황에 따른 평가 상승 영향이 동사 메모리 패키지 기판 실적에 긍정적인 영향을 주었던 것으로 파악되며, 이번 DDR5로의 세대 전환 Cycle에서도 동사의 BOC(Board on Chip) 및 FCBOC(Flip Chip BOC) 제품의 평가 인상 효과가 전사 이익 개선에 재차 긍정적일 것으로 추정
 - ⇒ 메모리 과거 DRAM 세대 전환 초기에 메모리반도체 기판 가격 상승 효과가 가장 높았던 것으로 파악되며, 이에 따른 2022년 메모리반도체 패키지기판 매출액과 영업이익은 각각 5940억원(YoY 20%), 861억원(OPM 14.5%, YoY 24%)를 기록할 것으로 추정

대덕전자 반도체 패키지 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

DRAM 세대 전환 Cycle 진입



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

저부가 제품 Mobile FPC 및 전장 MLB 사업 축소

- 저부가 제품 Mobile FPC 및 전장 MLB 사업 축소 영향으로 전사 이익률이 개선될 것으로 기대

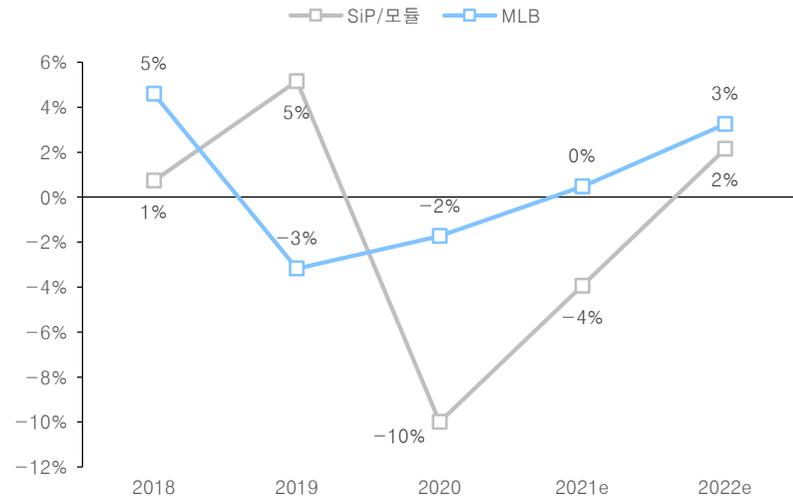
- 대덕전자는 과거 2018년 11월 전장 MLB와 RFPCB를 생산하는 (구)대덕GDS와 합병하여 종합 기판 회사로 외형 및 제품군 확장을 진행했던 바, 합병전 (구)대덕전자와 (구)대덕GDS 양사가 모두 MLB를 생산하고 있었기 때문에 합병을 통한 생산 효율성 증대로 인한 시너지를 기대했던 것으로 파악

- 하지만 예상과는 달리 (구)대덕GDS가 담당하던 전장 MLB 시장이 더디게 성장하고 제품군 수익성도 양호하지 못했으며, (구)대덕전자의 국내 네트워크 고객사향 물량도 괄목할만한 성장과 이익 기여를 보여주지 못했음.

- 이후 2020년 4분기에는 전장 MLB 라인을 정리하며 일회성 비용이 실적에 고스란히 반영되었고, 이에 따라 2021년부터는 MLB 사업부의 이익 개선이 이루어질 것으로 예상

⇒ 2022년 반도체 패키지 기판 외 2개 사업부 매출액과 영업이익은 각각 3567억원(YoY 3%), 104억원(OPM 3%, YoY 흑자전환)을 기록하며 완만한 회복세를 보일 것으로 추정

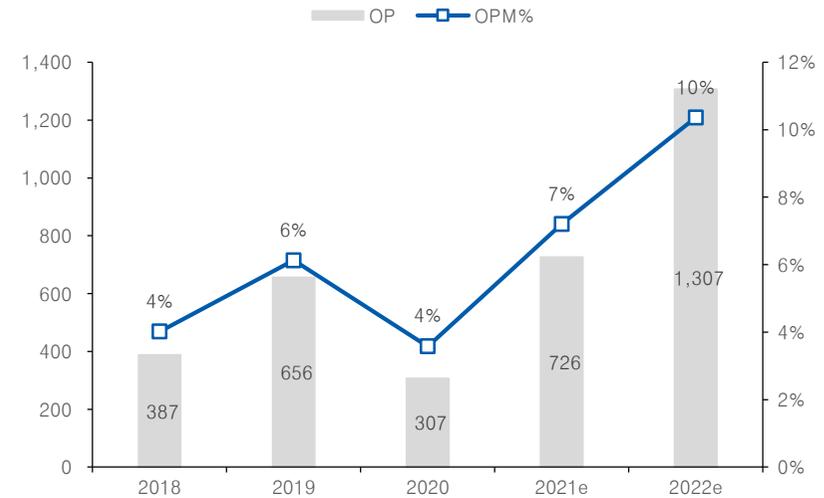
SiP모듈 및 MLB 사업부 영업이익률 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

대덕전자 전사 실적 추이 및 전망

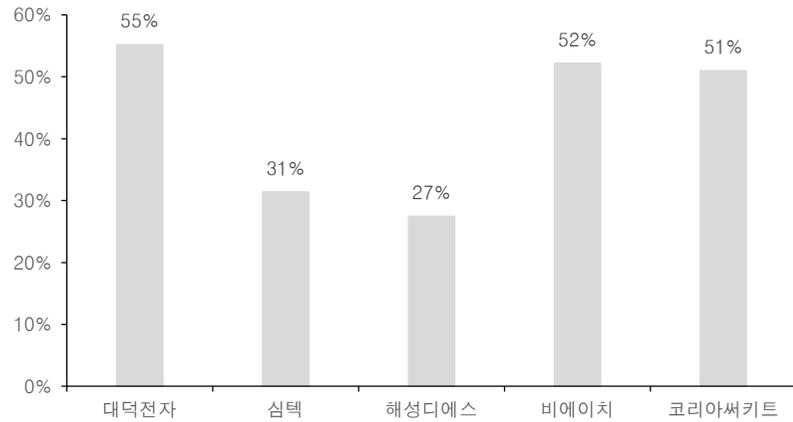
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

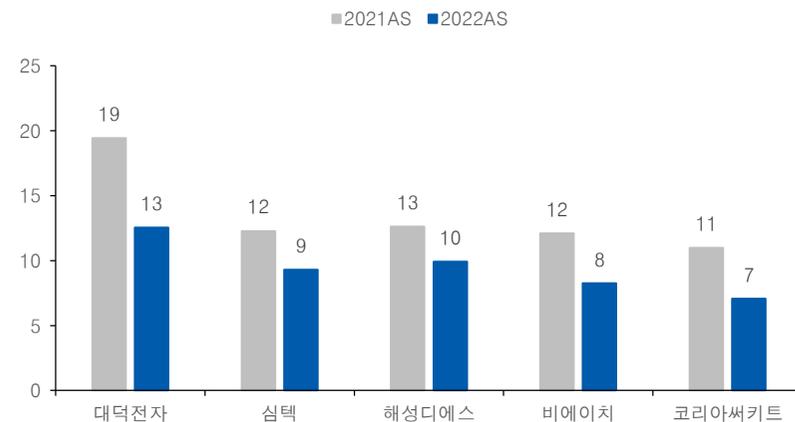
국내 기관 공급업체 실적 비교

2022년 기관 업체별 EPS 성장률 비교



자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터, 주: 컨센서스 기준

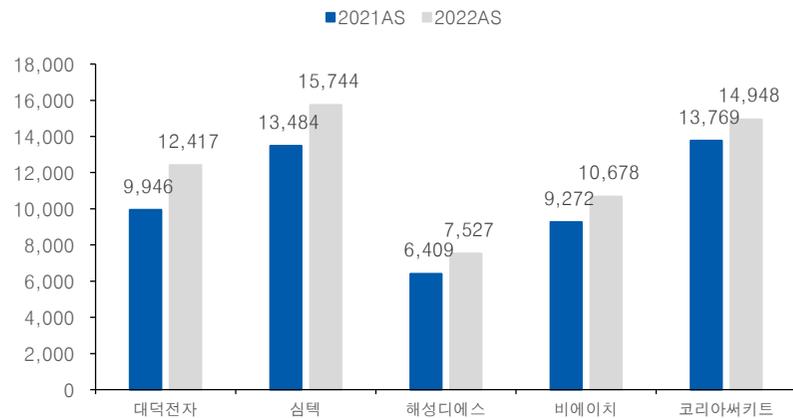
기관 업체별 PER Multiple 비교



자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터, 주: 컨센서스 기준

기관 업체별 매출 추이 비교

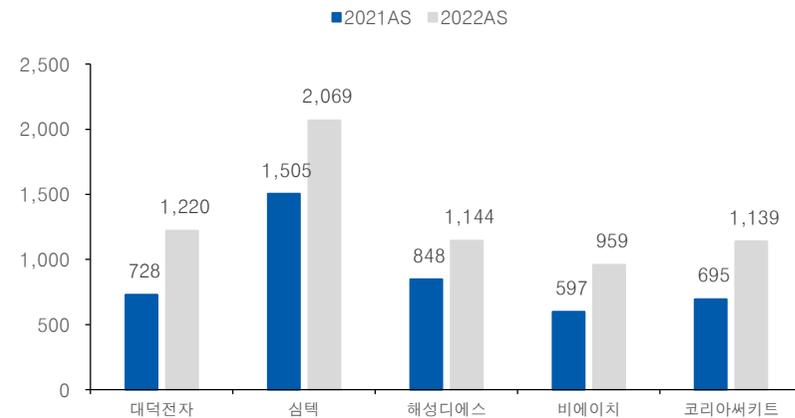
(단위: 억원)



자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터, 주: 컨센서스 기준

기관 업체별 영업이익 추이 비교

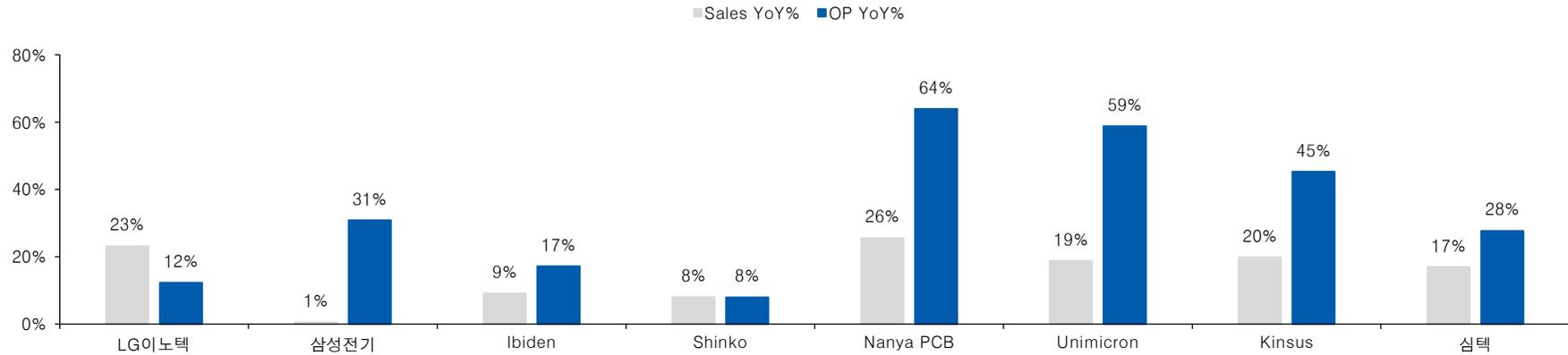
(단위: 억원)



자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터, 주: 컨센서스 기준

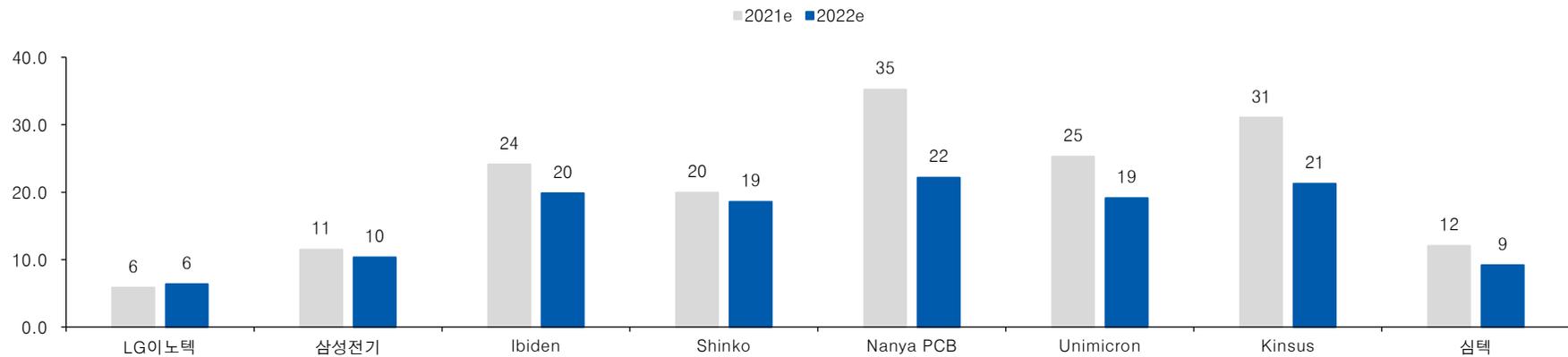
글로벌 기판 공급 업체 비교

글로벌 기판 공급업체 2022년 실적 성장률 비교



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 기판 공급업체 PER Multiple 비교



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대덕전자 Overview

대덕전자 주요 History

일자	내용
1972년 08월	한국우라하마전자공업(주) 설립
1974년 04월	대덕전자(주) 상호변경
2014년 04월	아페리오(주) 흡수합병
2018년 12월	대덕GDS(주) 흡수합병
2020년 05월	회사분할, 인적분할기일 (2020.05.01) (주)대덕(구,대덕전자(주))에서 회사분할하여 대덕전자 주식회사 신설 한국거래소 유가증권시장 재상장 (2020.05.21)
2021년 12월	필리핀 법인 청산으로 인한 연결 제거

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

대덕전자 주요 R&D 진행 현황

항목	내용	진행현황
초박판 캐리어 패키지 기술 개발	초박판 캐리어 패키지 기술 개발	개발중
회로 노출형 캐비티 개발	복합 조립 대응 가능 회로 및 범프 노출형 캐비티 개발	개발중
5G 용 AIP PKG PCB 기술 개발	30GHz 이상 고주파 PKG용 ABF 소재 적용 PCB 개발	개발중
Memory용 Low Dk 소재 개발	DDR5용 Low Dk 소재 및 Memory PCB 개발	개발중
High depth cavity 공법 개발	Alkali desmear 공법에 의한 Cavity PCB 개발	개발중
Selective Finish 신규 프로세스 개발	Selective ENIG process 적용 프로세스 및 PCB 개발	개발중
Low Dk/Df Flexible 재료 적용 PCB 개발	Low Dk/Df 구현 Flexible 소재를 이용한 5G 대응 F-PCB 개발	개발중
고밀도 SOP 기판 기술 개발	C4 bump pitch 80um 이하 고밀도 FC 기판 개발	개발중
Low cost 고밀도 PCB 개발	Line / Space pitch 36um 이하 MSAP 공법 개발	개발중
초미세 회로 PCB 개발	Embedded Trace 공법 기반 Line / Space pitch 19um 이하 PCB 개발	개발중

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

대덕전자 (353200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	-	-	10,077	12,611	14,563
매출원가	-	-	8,895	10,653	11,563
매출충이익	-	-	1,182	1,958	2,999
판매비	-	-	462	651	1,285
영업이익	-	-	720	1,307	1,714
EBITDA	-	-	1,831	2,534	3,231
영업외손익	-	-	84	51	53
외환관련손익	-	-	66	59	59
이자손익	-	-	-9	-8	-6
관계기업관련손익	-	-	-11	0	0
기타	-	-	37	0	0
법인세비용차감전순이익	-	-	804	1,358	1,768
법인세비용	-	-	124	285	371
계속사업순이익	-	-	680	1,073	1,396
중단사업순이익	-	-	-54	-72	-72
당기순이익	-	-	626	1,001	1,324
지배지분순이익	-	-	626	1,001	1,324
포괄순이익	-	-	625	982	1,306
지배지분포괄이익	-	-	625	982	1,306

주영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-	-	1,353	2,522	3,075
당기순이익	-	-	626	1,001	1,324
감가상각비	-	700	1,076	1,200	1,500
외환손익	-	-	-35	-59	-59
종속, 관계기업 관련손익	-	-	0	0	0
자산부채의 증감	-	-	-588	91	31
기타 현금흐름	-	-	275	289	279
투자활동 현금흐름	-	-	-925	-1,004	-504
투자자산	-	-	-10	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-906	-1,000	-500
유형자산 감소	-	-	3	0	0
기타 현금흐름	-	-	-11	-4	-4
재무활동 현금흐름	-	-	136	-186	-186
단기차입금	-	-	301	-28	-28
사채 및 장기차입금	-	-	0	0	0
자본	-	-	0	0	0
현금배당	-	-	-155	-148	-148
기타 현금흐름	-	-	-10	-10	-10
연결범위변동 등 기타	-	-	-419	-469	-450
현금의 증감	-	-	146	863	1,935
기초 현금	-	-	226	372	1,236
기말 현금	-	-	372	1,236	3,171
NOPLAT	-	-	609	1,033	1,354
FCF	-	-	447	1,522	2,575

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	-	-	3,458	4,522	6,944
현금및현금성자산	-	-	372	1,236	3,171
매출채권 및 기타채권	-	-	1,799	1,915	2,208
재고자산	-	-	1,161	1,247	1,440
비유동자산	-	-	4,985	4,759	3,742
유형자산	-	-	4,744	4,544	3,544
관계기업등 지분관련자산	-	-	0	0	0
기타투자자산	-	-	1	1	1
자산총계	-	-	8,443	9,281	10,686
유동부채	-	-	1,668	1,672	1,901
매입채무 및 기타채무	-	-	1,254	1,286	1,543
단기차입금	-	-	317	289	261
유동성장기부채	-	-	0	0	0
비유동부채	-	-	155	155	155
장기차입금	-	-	0	0	0
사채	-	-	0	0	0
부채총계	-	-	1,823	1,827	2,056
지배지분	-	-	6,620	7,454	8,630
자본금	-	-	258	258	258
자본잉여금	-	-	5,451	5,451	5,451
이익잉여금	-	-	934	1,787	2,963
비지배지분	-	-	0	0	0
자본총계	-	-	6,620	7,454	8,630
순차입금	-	-	-60	-95	-2,915
총차입금	-	-	324	296	268

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-	-	1,266	2,025	2,680
BPS	-	-	12,851	14,470	16,753
EBITDAPS	-	-	3,554	4,918	6,272
SPS	-	-	19,563	24,481	28,270
DPS	-	-	300	300	300
PER	-	-	16.7	10.5	7.9
PBR	-	-	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	-	-	5.9	3.9	2.4
PSR	-	-	1.1	0.9	0.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-	-	-	25.1	15.5
영업이익 증가율 (%)	-	-	-	81.4	31.2
지배순이익 증가율 (%)	-	-	-	60.0	32.3
매출총이익률 (%)	-	-	-	15.5	20.6
영업이익률 (%)	-	-	-	10.4	11.8
지배순이익률 (%)	-	-	-	7.9	9.1
EBITDA 마진 (%)	-	-	-	20.1	22.2
ROIC	-	-	-	15.8	22.1
ROA	-	-	-	11.3	13.3
ROE	-	-	-	14.2	16.5
부채비율 (%)	-	-	-	24.5	23.8
순차입금/자기자본 (%)	-	-	-	-12.8	-33.8
영업이익/금융비용 (배)	-	-	-	159.5	231.2

전기전자



백길현 USCPA

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	36,000원 (I)
현재주가 (11/23)	21,650원
상승여력	66%

시가총액	5,566 억원
총발행주식수	27,369,140 주
60일 평균 거래대금	115억원
60일 평균 거래량	673,120주
52주 고	23,200 원
52주 저	12,000 원
외인지분율	7.44 %
주요주주	영풍 외 5 인 51.9

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	61.01	53.79	70.23
상대	60.63	56.21	44.26
절대(달러환산)	59.92	53.08	60.06

코리아써킷 (007810) 22년 영업이익 1,000억원대 전망, PER 6배

• FCBGA가 고부가 패키지 기판 시장 성장을 견인해 나갈 것

- Flip Chip BGA 기판의 타이트한 수급 상황은 2022년 내내 이어질 것으로 전망. 고부가 반도체 패키지 기판의 Layer가 기존대비 2배 늘어나고, Size도 2배 가량 늘어나는 가운데 기술 난이도까지 높아져, 전반적으로 글로벌 주요 업체들의 Capa 잠식이 불가피 할 것으로 추정되기 때문. 한편 FCBGA 생산 라인 관련 장비/소재 Shortage가 내년까지 지속되면서 단기적으로 여타 FCBGA 공급업체들의 증설이 제한적일 것
- 동사 고부가 반도체 기판 Flip Chip 계열 제품의 투자가 지속되며 전사 영업이익 성장을 견인하고, 이례적인 Capex 집행에 따른 감가상각비 증가분 100억원 수준을 고려하더라도 2022년 연결기준 전사 매출액과 영업이익은 각각 1.5조원(YoY 12%), 1,130억원(OPM 7%, YoY 57%)을 기록할 것으로 추정.

• 투자의견 BUY, 목표주가 3.6만원으로 커버리지 개시

- 2022년 EPS 3,566원에 PER Multiple 10배 적용 (글로벌 패키지 기판 공급 업체 평균 PER Multiple 할인 적용)
- 동사는 그동안 연간 200억원에 달하는 영업적자를 기록한 연결 자회사(인터플렉스/시그네틱스) 영향으로 이익 성장이 제한적이었던 것으로 파악됨. 그러나 1)올해부터 연결 자회사들의 Turnaround가 전망되고, 22년에도 이러한 흑자 기조가 이어질 것으로 전망되고 있으며, 2)고부가 기판 FCBGA를 포함한 Flip Chip 계열 매출 비중이 증가하며 패키지 기판 사업이 전사 영업이익 성장을 견인할 것으로 전망되고 있음.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	5,434	9,021	13,787	15,464	17,784
증가율	1.4	66.0	52.8	12.2	15.0
영업이익	139	134	718	1,130	1,316
영업이익률	2.6	1.5	5.2	7.3	7.4
지배주주귀속 순이익	7	116	516	855	1,004
지배주주 귀속 EPS	29	490	2,183	3,619	4,253
EPS증가율	흑전	1,581.0	345.6	65.8	17.5
PER	226.1	24.3	10.2	6.2	5.2
PBR	0.5	0.9	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	3.6	10.4	-1.7	-7.8	-10.3
ROA	0.1	1.7	3.7	3.6	3.2
ROE	0.2	3.4	13.8	19.1	18.5

자료: 유안타증권 리서치센터

코리아씨키트 연간 실적 테이블

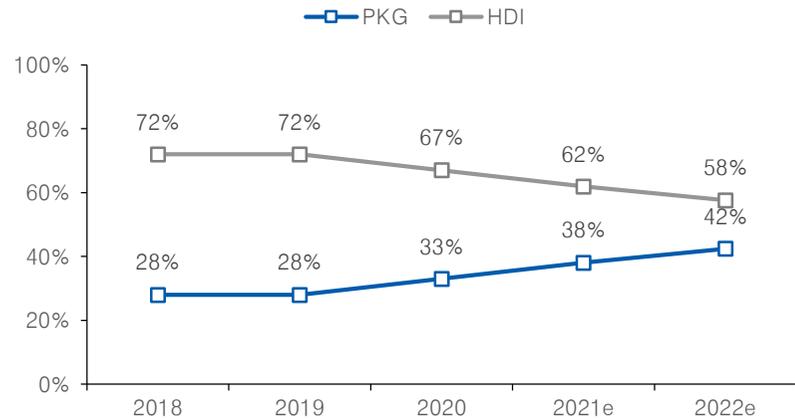
(단위: 억원)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Sales	5,358	5,434	9,021	13,787	15,464
본사	4,703	4,649	5,630	6,373	7,764
HDI	3,386	3,347	3,772	3,947	4,471
PKG	1,317	1,302	1,858	2,427	3,293
계열사	655	785	3,391	7,569	7,700
Sales YoY%	-	1%	66%	53%	12%
본사	-	-1%	21%	13%	22%
HDI	-	-1%	13%	5%	13%
PKG	-	-1%	43%	31%	36%
계열사	-	20%	332%	123%	2%
Sales Mix%					
본사	88%	86%	62%	46%	50%
HDI	63%	62%	42%	29%	29%
PKG	25%	24%	21%	18%	21%
계열사	12%	14%	38%	55%	50%
OP	-179	139	134	718	1,130
OP YoY%	0%	흑전	-3%	436%	57%
본사	-199	116	339	542	780
계열사	20	22	-204	176	350
OPM%	-3%	3%	1%	5%	7%
본사	-4%	3%	6%	9%	10%
계열사	3%	3%	-6%	2%	5%

코리아씨키트 분기 실적 테이블

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21e	1Q22e	2Q22e	3Q22e	4Q22e
Sales	1,615	2,081	2,968	2,357	2,967	3,061	4,059	3,700	3,541	3,763	4,496	3,663
YoY%	17%	61%	120%	67%	84%	47%	37%	57%	19%	23%	11%	-1%
QoQ%	14%	29%	43%	-21%	26%	3%	33%	-9%	-4%	6%	19%	-19%
본사	1,437	1,292	1,611	1,290	1,388	1,460	1,771	1,600	1,941	1,863	2,096	1,863
계열사	179	790	1,356	1,067	1,579	1,602	2,288	2,100	1,600	1,900	2,400	1,800
OP	89	16	91	-62	77	2	359	281	247	290	372	221
OP YoY%	흑전	3%	60%	적전	-13%	-91%	293%	흑전	220%	19130%	4%	-21%
본사	87	71	116	65	69	85	212	176	175	205	252	149
계열사	2	-55	-25	-127	9	-84	147	105	72	86	120	72
OPM%	6%	1%	3%	-3%	3%	0%	9%	8%	7%	8%	8%	6%
본사	6%	5%	7%	5%	5%	6%	12%	11%	9%	11%	12%	8%
계열사	1%	-7%	-2%	-12%	1%	-5%	6%	5%	5%	5%	5%	4%

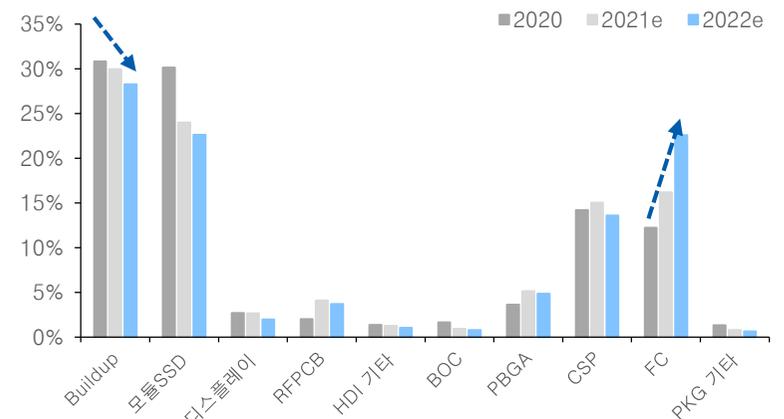
코리아씨키트 기판 포트폴리오 구성 현황

코리아씨키트 본사 실적 기준 제품 비중 변화 추이



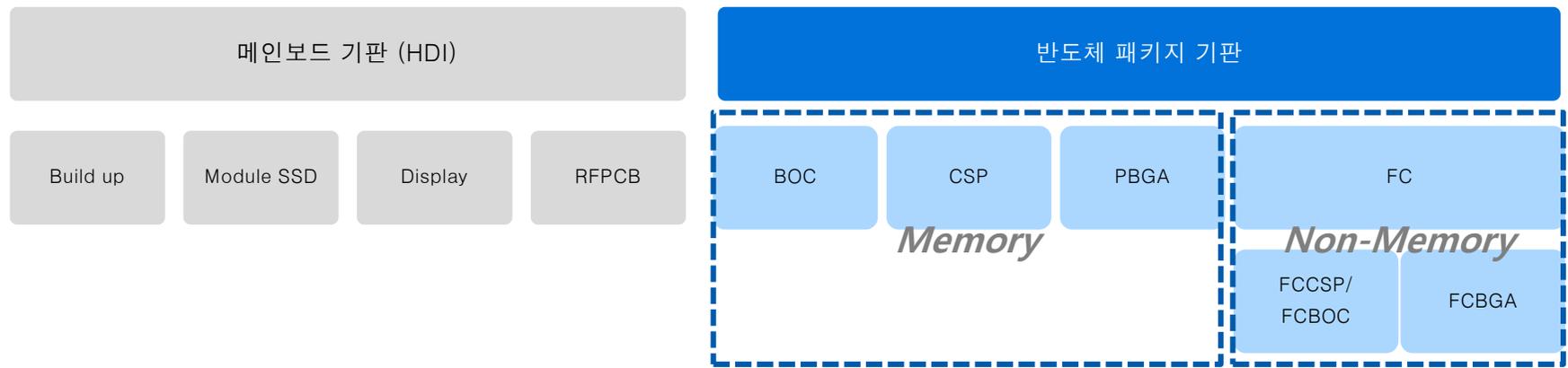
자료: 유안타증권 리서치센터

코리아씨키트 제품별 실적 비중 변화 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

코리아씨키트 제품 포트폴리오



자료: 유안타증권 리서치센터

코리아씨키트 Overview

코리아씨키트 연결대상 법인

회사명	설립일	주요사업	최근사업연도말 자산총액	지배관계 근거
코리아씨키트	2020. 07. 14	인쇄회로기판	59,814	지분율 100%
HDI 및 반도체 패키지 제조				
인터플렉스	1994. 07. 20	연성인쇄회로기판	3,364,213	사실상지배력
051370 KQ FPCB 제조				
시그네틱스	1966. 09. 12	반도체 후공정 패키징	1,666,924	사실상지배력
033170 KQ				
테라닉스	1994. 07. 25	인쇄회로기판	1,422,163	지분 50% 초과 보유
비상장법인 PCB 제조				

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

코리아씨키트 주요 History

항목	내용	R&D 기대효과
FC wide boat 및 장비 개발	Unit matrix 증가에 따른 원가 경쟁력 확보 및 이익 창출	내부 공정 평가 완료 및 양산 적용 중.
SIP Module 개발	제품 확대에 따른 경쟁력 확보	공정 평가 완료 및 Customer Sample 대응.
Multi Chip Module Package 개발	제품 확대에 따른 경쟁력 확보	공정 평가 완료 및 양산 적용 중.
Cu pillar + Non-SOP Package 개발	130um 이하 Fine Pitch 경쟁력 확보	공정 평가 완료 및 양산 적용 중.
Hybrid Package 개발	제품 확대에 따른 경쟁력 확보	공정 평가 완료.
Exposed MUF Package 개발	제품 Line up 확대에 따른 경쟁력 확보	Qualification 완료 및 양산 중
7nm Silicon Node Package 개발	제품 Line up 확대에 따른 경쟁력 확보	Qualification 완료 및 양산 중
90um fine pitched BOF 제품 개발	미세 Bump pitched 제품 확대에 따른 경쟁력 확보 & 공정 수율 극대화	공정 평가 완료 및 양산 적용 중.
Dicing Saw Edge Die Uncut 개발	Wafer 최외곽 uncut 적용에 의한 edge die flying 문제 개선	공정 평가 완료 및 양산 적용 중.
Smartphone side key 지문 인식 제품	Slim/ narrow size 지문 인식 제품으로 smartphone의 측면 탑재	고객 신뢰도 평가 및 양산 적용 중
Ultrathin Optical 지문 센서 개발	Thin package 기술을 통해서 optical module 지문 센서의 두께를 낮춤	공정 개발 및 샘플 개발 완료
eFBGA Max0.5T 개발	Thin PKG Max 0.5T개발에 따른 이익 창출	내부 공정,신뢰성 평가 완료 및 양산 적용 중.
Ultra Thin Wafer Packaging	5um DAF(die attach film)적용 개발을 통해 경쟁력 확보	내부 공정,신뢰성 평가 완료 및 고객 Qualification pass.
Low Depth Mark 기술 개발	Max 35um Low Depth Mark 기술 개발을 통해 경쟁력 확보 및 이익 창출	내부 공정 평가 완료 및 양산 적용 중.

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

코리아씨티 (007810) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	5,434	9,021	13,787	15,464	17,784
매출원가	5,121	8,598	12,409	13,618	15,650
매출총이익	313	423	1,378	1,846	2,134
판매비	174	289	660	716	818
영업이익	139	134	718	1,130	1,316
EBITDA	371	418	1,108	1,620	1,852
영업외손익	-60	-100	122	392	474
외환관련손익	10	-74	136	184	184
이자손익	12	1	20	260	341
관계기업관련손익	-87	-71	-48	-54	-54
기타	5	44	14	2	2
법인세비용차감전순이익	78	34	840	1,522	1,790
법인세비용	57	152	188	304	358
계속사업순이익	21	-118	652	1,217	1,432
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	21	-118	652	1,217	1,432
지배지분순이익	7	116	515	852	1,002
포괄순이익	27	-217	780	1,272	1,486
지배지분포괄이익	14	66	210	-949	-1,109

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	472	188	9,313	10,674	6,865
당기순이익	21	-118	652	1,217	1,432
감가상각비	232	283	386	487	533
외환손익	9	15	-67	-184	-184
종속, 관계기업 관련손익	87	71	48	54	54
자산부채의 증감	79	-229	8,131	9,024	4,954
기타 현금흐름	44	167	163	77	76
투자활동 현금흐름	-207	-558	-509	-1,077	-577
투자자산	-91	-230	-48	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-29	-263	-489	-1,000	-500
유형자산 감소	1	12	0	0	0
기타 현금흐름	-87	-76	27	-77	-77
재무활동 현금흐름	-319	445	-493	-274	-274
단기차입금	-315	450	-350	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	-132	-264	-264
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타 현금흐름	-3	-5	-11	-11	-11
연결범위변동 등 기타	0	592	276	246	-422
현금의 증감	-53	668	8,587	9,569	5,592
기초 현금	281	227	895	9,482	19,051
기말 현금	227	895	9,482	19,051	24,643
NOPLAT	38	-467	557	904	1,053
FCF	443	-74	8,824	9,674	6,365

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 현행 주가 기준, 전망치는 현재 주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,257	4,899	14,294	23,748	29,838
현금및현금성자산	227	895	9,482	19,051	24,643
매출채권 및 기타채권	949	1,855	2,262	2,170	2,462
재고자산	454	994	1,397	1,376	1,582
비유동자산	2,540	4,318	4,433	4,889	4,800
유형자산	1,630	3,812	3,958	4,471	4,438
관계기업 등 지분관련자산	755	319	301	247	193
기타투자자산	97	96	119	119	119
자산총계	4,797	9,217	18,726	28,637	34,638
유동부채	614	3,158	11,839	20,558	25,821
매입채무 및 기타채무	587	1,983	10,984	19,703	24,965
단기차입금	0	1,000	650	651	651
유동성장기부채	0	131	65	65	65
비유동부채	270	397	319	55	-209
장기차입금	0	0	-66	-330	-594
사채	0	0	0	0	0
부채총계	884	3,554	12,158	20,613	25,612
지배지분	3,403	3,430	4,020	4,927	5,929
자본금	137	137	137	137	137
자본잉여금	975	946	946	946	946
이익잉여금	2,294	2,378	2,894	3,746	4,748
비지배지분	510	2,233	2,548	3,097	3,097
자본총계	3,913	5,663	6,568	8,024	9,026
순차입금	-845	-880	-9,867	-19,699	-25,555
총차입금	4	1,139	658	395	131

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	29	490	2,182	3,608	4,243
BPS	12,434	12,532	14,688	18,002	21,664
EBITDAPS	1,355	1,528	4,049	5,919	6,767
SPS	19,855	32,961	50,375	56,503	64,978
DPS	0	0	0	0	0
PER	226.1	24.3	10.2	6.2	5.3
PBR	0.5	0.9	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	3.6	10.4	-1.6	-6.8	-9.1
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	1.4	66.0	52.8	12.2	15.0
영업이익 증가율 (%)	-177.5	-3.3	435.7	57.3	16.5
지배순이익 증가율 (%)	-101.9	1,581.0	345.5	65.3	17.6
매출총이익률 (%)	5.8	4.7	10.0	11.9	12.0
영업이익률 (%)	2.6	1.5	5.2	7.3	7.4
지배순이익률 (%)	0.1	1.3	3.7	5.5	5.6
EBITDA 마진 (%)	6.8	4.6	8.0	10.5	10.4
ROIC	1.4	-13.1	84.0	-12.0	-7.5
ROA	0.1	1.7	3.7	3.6	3.2
ROE	0.2	3.4	13.8	19.0	18.5
부채비율 (%)	22.6	62.8	185.1	256.9	283.8
순차입금/자기자본 (%)	-21.6	-15.5	-150.2	-245.5	-283.1
영업이익/금융비용 (배)	29.7	9.3	42.5	115.2	410.4

전기전자



백길현 USCPA

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	65,000원 (U)
현재주가 (11/23)	46,000원
상승여력	40%

시가총액	8,606 억원
총발행주식수	17,967,282 주
60일 평균 거래대금	55억원
60일 평균 거래량	125,367주
52주 고	64,700 원
52주 저	34,150 원
외인지분율	8.14 %
주요주주	민동욱 외 6 인 28.17

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.01	11.14	33.61
상대	10.75	12.88	13.23
절대(달러환산)	10.26	10.62	25.63

엠씨넥스 (097520) 22년 실적 추정치 상향 조정

- Automotive에 대한 노출도가 높은 업체가 차별적인 성장세를 보일 것
 - 내년에는 카메라 모듈 시장 수요의 80%이상을 차지했던 스마트폰 시장 회복세가 전망됨. 한편 내년 주력고객사의 중저가 스마트폰에는 OIS 채택율이 높아지기 시작하면서 동사 스마트폰용 카메라모듈 외형 성장을 가능하게 할 것으로 기대
 - 특히 차량용 카메라모듈은 연평균 40~50% 수준의 성장세를 보일 것으로 전망. 1)신차 한대당 탑재되는 카메라 개수가 평균 8~10개 수준으로 가파르게 높아지고 있고, 2)전장화/친환경 차량 출시 본격화로 자동차의 교체수요가 예상됨에 따른 시장 성장, 3) 스마트폰 대비 높은 판매 단가를 유지하고 있으며 당분간은 차량용 카메라 ASP는 우상향 트렌드를 보일 것으로 추정하기 때문
- 투자 의견 BUY, 목표주가 6.5만원으로 상향 조정
 - 2022년 실적 추정치 상향 조정에 따라, 기존 5.6만원에서 6.5만원으로 상향 조정
 - 카메라 업종에서는 'Automotive'향 매출 노출도가 높은 중소형주 엠씨넥스(097520 KS)를 주목. 동사는 국내 차량용 카메라모듈 선두업체로, 올해 연말 지나면서 차량용 반도체 시장 수급 안정화에 따라 차량용 카메라모듈 수주 잔고가 한층 더 높아질 것으로 전망됨. 내년 고객사 다변화에 따른 주가 모멘텀도 긍정적

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	12,677	13,113	9,907	12,250	13,931
증가율	81.9	3.4	-24.5	23.7	13.7
영업이익	1,131	592	221	672	906
영업이익률	8.9	4.5	2.2	5.5	6.5
EPS증가율	142.8	-57.6	-9.4	67.1	11.0
PER	4.3	15.9	24.6	14.7	13.2
PBR	1.7	2.4	2.9	2.3	2.0
EV/EBITDA	2.4	5.7	11.5	6.6	5.2
ROE	47.7	16.1	12.8	17.7	16.6

자료: 유안타증권 리서치센터

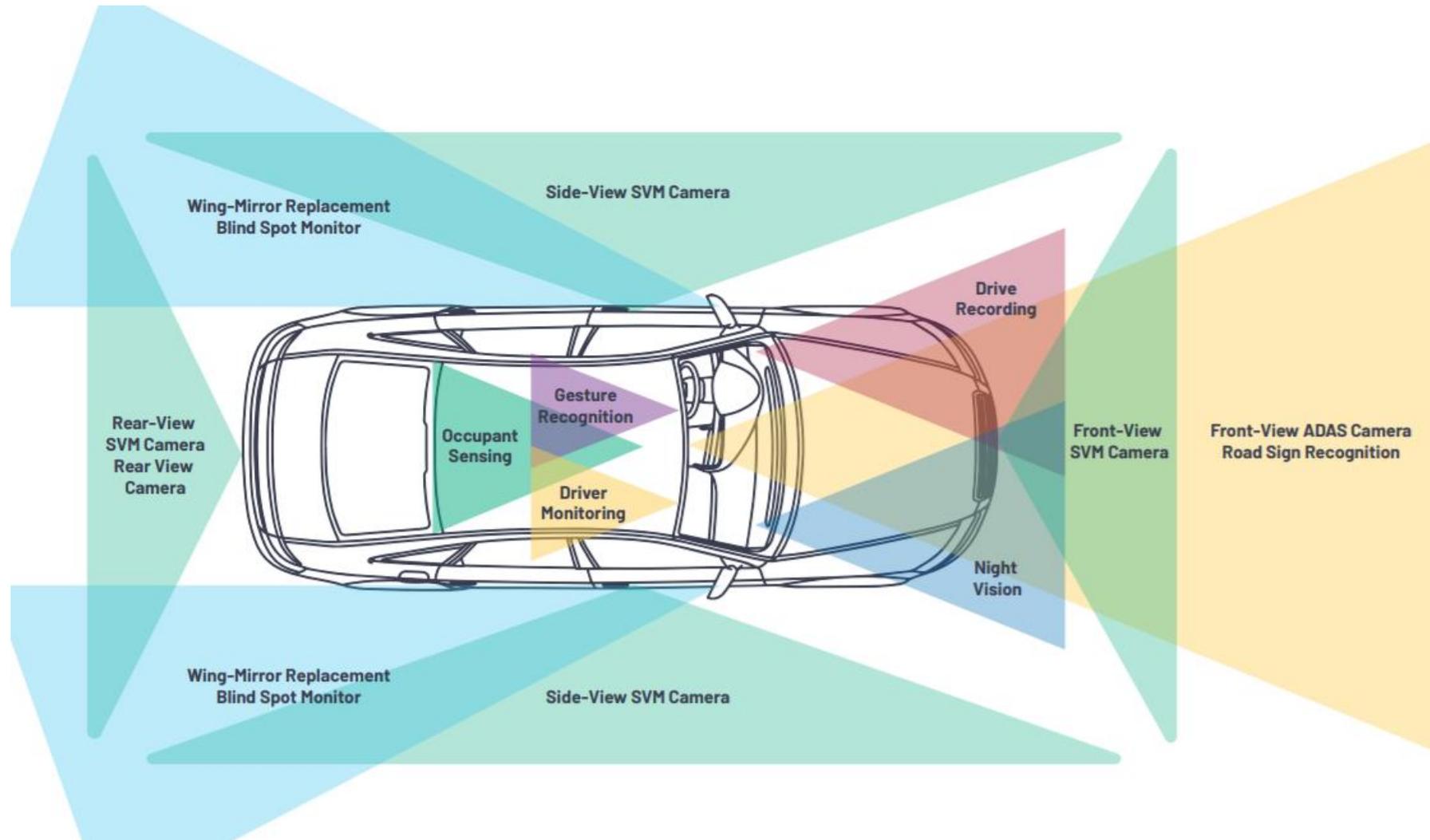
엠씨넥스 연간 실적 테이블

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021e	2022e	2023e
Sales	4,125	6,685	6,970	12,677	13,113	9,907	12,250	13,931
스마트폰	2,926	5,505	5,818	11,327	11,460	8,100	9,756	10,244
자동차	1,095	1,101	1,054	1,171	1,534	1,687	2,362	3,543
기타	104	78	97	179	119	119	131	145
Sales Mix								
스마트폰	71%	82%	83%	89%	87%	82%	80%	74%
자동차	27%	16%	15%	9%	12%	17%	19%	25%
기타	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
YoY%	-18%	62%	4%	82%	3%	-24%	24%	14%
스마트폰	-29%	88%	6%	95%	1%	-29%	20%	5%
자동차	22%	1%	-4%	11%	31%	10%	40%	50%
기타	190%	-25%	23%	85%	-33%	0%	10%	10%
OP	-239	197	411	1,131	592	221	672	906
OPM%	-6%	3%	6%	9%	5%	2%	5%	6%
YoY%	적전	흑전	109%	175%	-48%	-63%	204%	35%

엠씨넥스 분기 실적 테이블

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21e	1Q22e	2Q22e	3Q22e	4Q22e
Sales	3,690	2,454	4,125	2,843	2,551	1,888	2,447	3,021	3,060	2,958	3,405	2,826
YoY%	47%	-34%	18%	-4%	-31%	-23%	-41%	6%	20%	57%	39%	-6%
QoQ%	25%	-33%	68%	-31%	-10%	-26%	30%	23%	1%	-3%	15%	-17%
스마트폰	3,319	2,067	3,702	2,372	2,138	1,435	2,067	2,460	2,488	2,341	2,732	2,195
자동차	334	350	403	446	398	420	348	521	543	590	638	590
기타	37	37	21	24	15	34	32	40	29	26	35	41
Sales Mix%												
스마트폰	90%	84%	90%	83%	84%	76%	84%	81%	81%	79%	80%	78%
자동차	9%	14%	10%	16%	16%	22%	14%	17%	18%	20%	19%	21%
기타	1%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
OP	197	10	260	124	45	-7	75	109	110	148	272	141
OPM%	5%	0%	6%	4%	2%	0%	3%	4%	4%	5%	8%	5%
YoY%	1%	-97%	-25%	-56%	-77%	적전	-71%	-13%	146%	흑전	264%	30%
QoQ%	-31%	-95%	2381%	-52%	-64%	적전	흑전	45%	1%	34%	84%	-48%

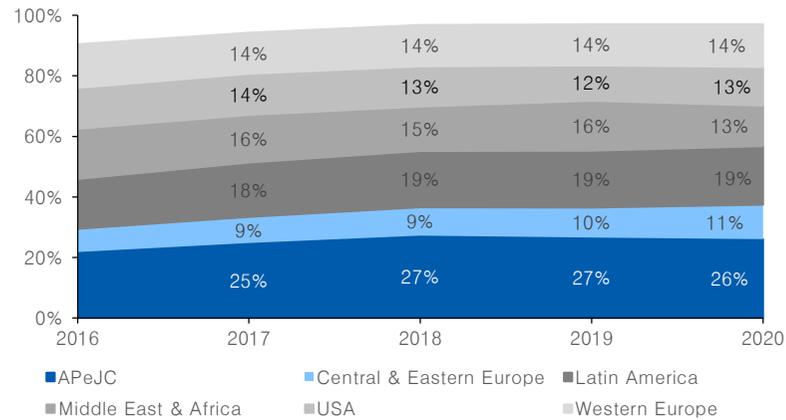
차량내 카메라모듈 적용처 증가 추세는 지속될 것



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

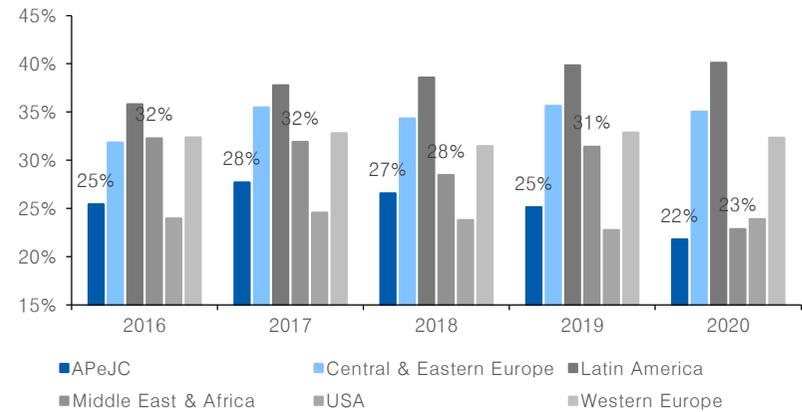
삼성전자 스마트폰 지역별 수요 비교

주요 지역별 삼성전자 판매량 비중 변화 추이



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

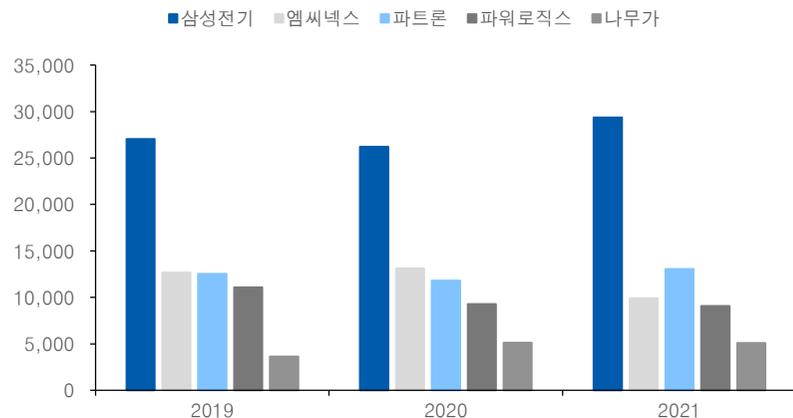
주요 지역별 삼성전자 점유율 변화 추이



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

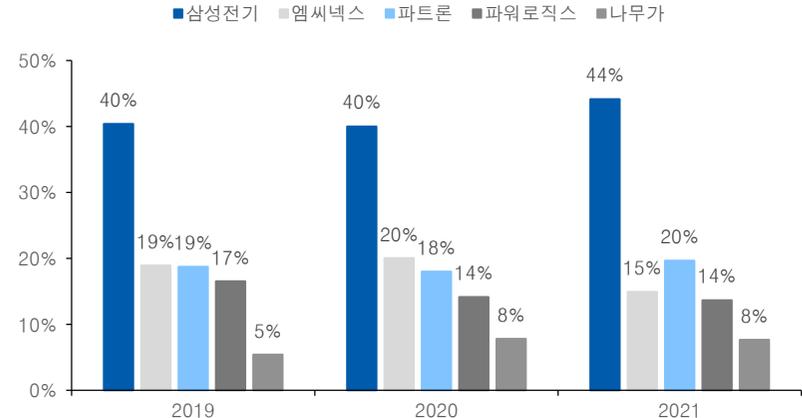
삼성전자 스마트폰 카메라모듈 업체 실적 변화 추이

(단위: 억원)



자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터

삼성전자 카메라모듈 업체 점유율 추이 추정



자료: Fnguide.com, 유안타증권 리서치센터

엠씨넥스 (097520) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	12,677	13,113	9,907	12,250	13,931
매출원가	10,836	11,834	9,030	10,894	12,329
매출총이익	1,841	1,279	876	1,355	1,602
판매비	711	687	655	684	697
영업이익	1,131	592	221	672	906
EBITDA	1,616	1,180	766	1,166	1,319
영업외손익	84	-65	295	60	-94
외환관련손익	136	-58	294	64	-86
이자손익	-36	-30	-14	-16	-20
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-16	22	15	12	12
법인세비용차감전순이익	1,214	526	516	732	812
법인세비용	369	142	166	146	162
계속사업순이익	845	384	350	585	650
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	845	384	350	585	650
지배지분순이익	845	384	350	585	650
포괄순이익	873	364	472	773	837
지배지분포괄이익	873	364	472	773	837

주영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,160	195	702	1,135	1,216
당기순이익	845	384	350	585	650
감가상각비	479	583	541	491	409
외환손익	47	87	-130	-64	86
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-571	-628	-79	107	54
기타 현금흐름	360	-231	21	16	16
투자활동 현금흐름	-1,042	-373	-325	-222	-222
투자자산	-5	66	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,052	-441	-263	-160	-160
유형자산 감소	15	4	13	0	0
기타 현금흐름	0	-2	-75	-62	-62
재무활동 현금흐름	-286	-120	166	501	501
단기차입금	-188	51	48	105	105
사채 및 장기차입금	15	-50	162	420	420
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-51	-88	-88	-89	-89
기타 현금흐름	-62	-34	44	65	65
연결범위변동 등 기타	0	-9	90	175	-163
현금의 증감	-168	-306	633	1,590	1,333
기초 현금	652	484	178	811	2,400
기말 현금	484	178	811	2,400	3,733
NOPLAT	787	432	150	537	724
FCF	108	-245	439	975	1,056

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,353	2,382	3,384	4,901	6,554
현금및현금성자산	484	178	811	2,400	3,733
매출채권 및 기타채권	972	1,344	1,457	1,390	1,572
재고자산	775	792	1,009	1,003	1,140
비유동자산	2,413	2,152	2,025	1,691	1,438
유형자산	2,219	1,982	1,885	1,554	1,305
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	28	33	32	32	32
자산총계	4,766	4,534	5,409	6,592	7,991
유동부채	2,448	1,805	2,148	2,227	2,645
매입채무 및 기타채무	1,336	1,083	1,315	1,288	1,602
단기차입금	516	567	627	732	837
유동성장기부채	255	62	145	145	145
비유동부채	72	200	305	724	1,144
장기차입금	47	190	279	699	1,119
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,520	2,005	2,453	2,951	3,790
지배지분	2,246	2,529	2,956	3,640	4,201
자본금	89	89	90	90	90
자본잉여금	525	525	563	563	563
이익잉여금	1,664	1,966	2,227	2,723	3,284
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,246	2,529	2,956	3,640	4,201
순차입금	230	587	170	-895	-1,702
총차입금	827	824	1,062	1,587	2,112

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	5,079	2,152	1,949	3,258	3,615
BPS	12,735	14,344	16,667	20,524	23,687
EBITDAPS	9,155	6,606	4,265	6,491	7,338
SPS	71,817	73,409	55,138	68,177	77,538
DPS	500	500	500	500	500
PER	4.3	15.9	24.6	14.7	13.2
PBR	1.7	2.4	2.9	2.3	2.0
EV/EBITDA	2.4	5.7	11.5	6.6	5.2
PSR	0.3	0.5	0.9	0.7	0.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	81.9	3.4	-24.5	23.7	13.7
영업이익 증가율 (%)	175.0	-47.7	-62.6	203.7	34.8
지배순이익 증가율 (%)	183.4	-54.5	-8.9	67.1	11.0
매출총이익률 (%)	14.5	9.8	8.8	11.1	11.5
영업이익률 (%)	8.9	4.5	2.2	5.5	6.5
지배순이익률 (%)	6.7	2.9	3.5	4.8	4.7
EBITDA 마진 (%)	12.7	9.0	7.7	9.5	9.5
ROIC	40.0	16.2	5.0	18.8	28.5
ROA	19.5	8.3	7.0	9.8	8.9
ROE	47.7	16.1	12.8	17.7	16.6
부채비율 (%)	112.2	79.3	83.0	81.1	90.2
순차입금/자기자본 (%)	10.3	23.2	5.7	-24.6	-40.5
영업이익/금융비용 (배)	25.2	16.2	13.4	27.4	27.7

네투스 (033640) 투자등급 및 목표주가 추이



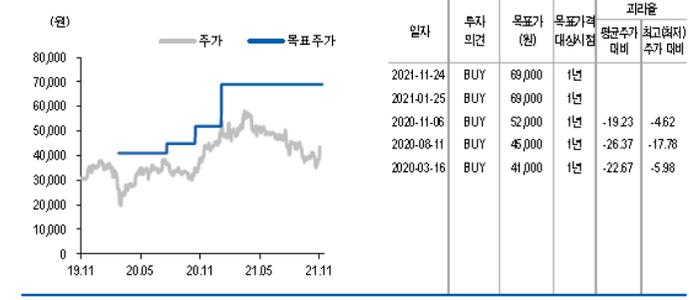
자료: 유안타증권

삼성전자 (005930) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

원익 IPS (240810) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

원익 QnC (074600) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

테스 (095610) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

DB 하이텍 (000990) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

SK 하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

해나머티리얼즈 (166090) 투자등급 및 목표주가 추이



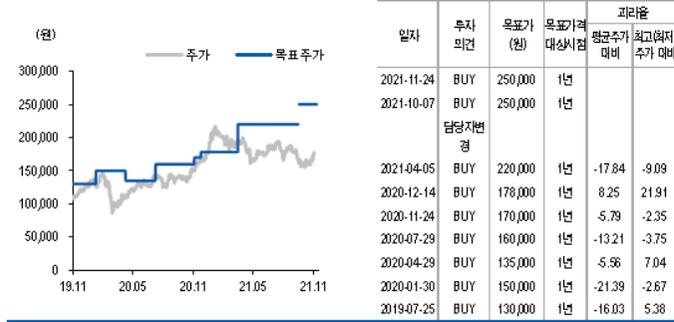
자료: 유안타증권

LG 이노텍 (011070) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

삼성전기 (009150) 투자등급 및 목표주가 추이



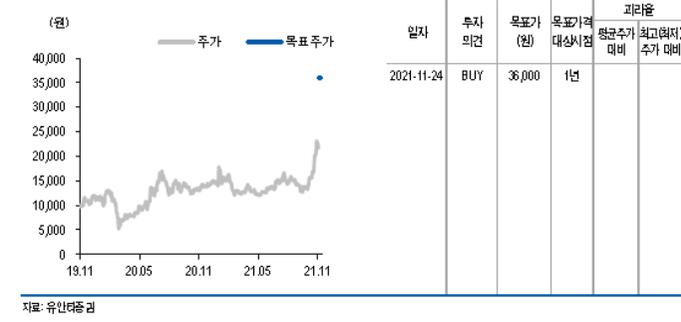
자료: 유안타증권

대덕전자 (3653200) 투자등급 및 목표주가 추이



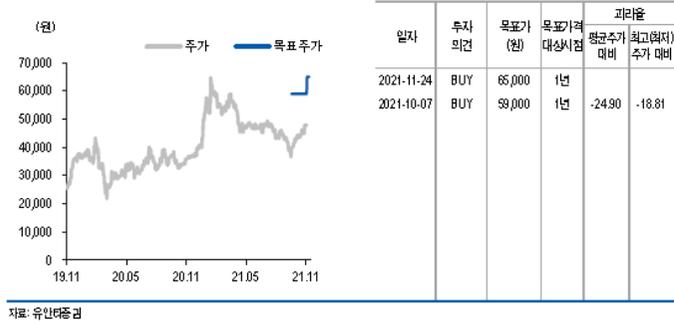
자료: 유안타증권

코리아씨커트 (007810) 투자등급 및 목표주가 추이



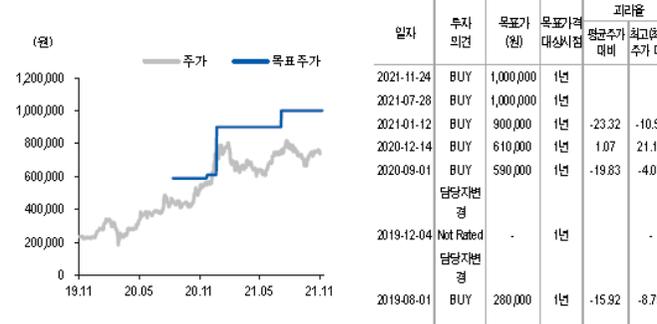
자료: 유안타증권

웹씨넥스 (097520) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

삼성 SDI (006400) 투자등급 및 목표주가 추이



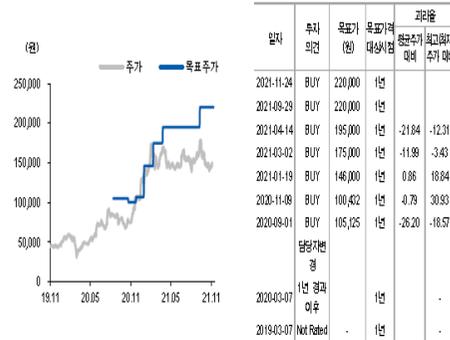
자료: 유안타증권

메코프로비엔 (247540) 투자등급 및 목표주가 추이



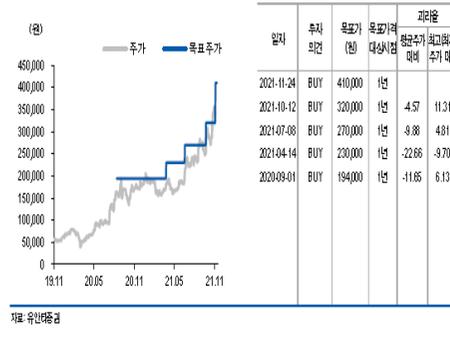
자료: 유안타증권

포스케미칼 (003670) 투자등급 및 목표주가 추이



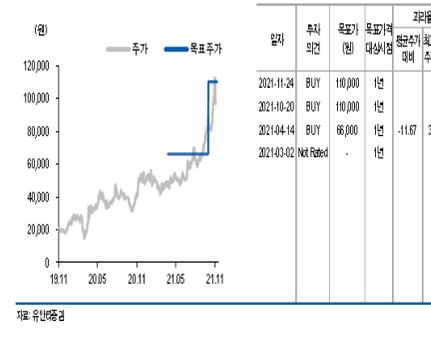
자료: 유안타증권

천보 (278280) 투자등급 및 목표주가 추이



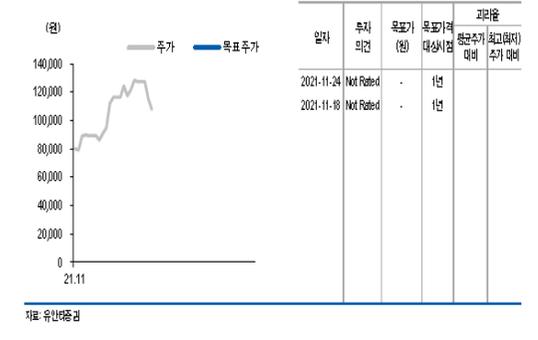
자료: 유안타증권

옵투스첨단소재 (336370) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

엔엠 (348370) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤, 김광진, 백길현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자이사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

유안타 Tech

2022년 연간전망