



2021년 5월 18일 | Equity Research



전기전자/휴대폰 Overweight

섹터 점검: 인도 영향, MLCC 고점, 패키지판 가격 상승

- | 2021년 스마트폰 출하량은 6% 증가에 불과
- | MLCC: 정점을 논하기는 이른 시기
- | 패키지판: 공급 부족 심각해 가격 상승 가능성 농후
- | Top Picks: 삼성전기, LG전자, 심택, 해성디에스, 서울반도체

Industry In-depth

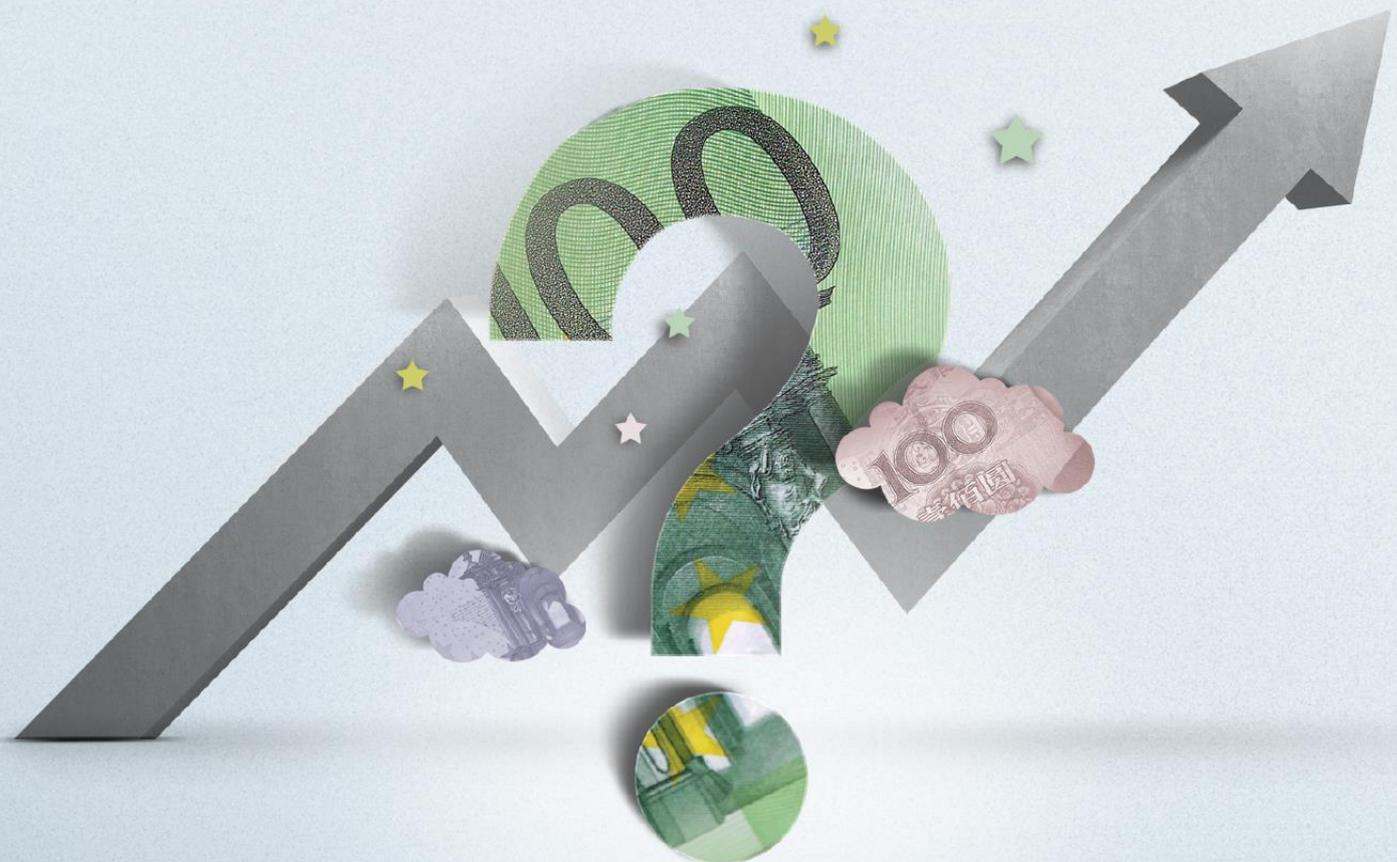
Top picks

삼성전기(009150) | BUY | TP 290,000원 | CP(5월17일) 164,500원
 LG전자(066570) | BUY | TP 225,000원 | CP(5월17일) 147,500원
 심택(222800) | BUY | TP 30,000원 | CP(5월17일) 22,200원
 해성디에스(195870) | BUY | TP 47,000원 | CP(5월17일) 31,950원
 서울반도체(046890) | BUY | TP 28,000원 | CP(5월17일) 20,150원



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

RA 김정현
 02-3771-7056
 junghyun.kim@hanafn.com



CONTENTS

Summary	3
1. 스마트폰 출하량 전망치 14.2억대로 하향 조정	5
1) 반도체 공급 부족으로 2분기 부진할 것으로 예상	5
2) 인도 코로나19 재확산이 미치는 영향 점검	6
3) 삼성전자: 전략 수립이 필요	9
4) Apple: 전작의 역기저가 부담	10
5) OVX: 인도는 부담이지만, 영역 확대중	11
2. MLCC: 주가의 방향은 무엇으로 결정될까?	13
1) MLCC 주가 하락: 2018년 사례와 비교 필요	13
2) 삼성전기의 주가 Factor는?	15
3) 일본 업체들의 수주 데이터 활용 방안	17
4) 결론: 한국 수출 데이터와 일본 수주잔고액의 방향 전환	19
3. 패키지기판: 공급 부족 심각. 가격 상승 가능성 농후	20
1) 고부가 패키지기판의 공급 부족 심화	20
2) 삼성전기와 LG이노텍: 공급 부족에 따른 판가 상승과 RF향 수요 증가 수혜	22
3) 중소형 패키지기판 업체: DDR5 전환 효과와 글로벌 비메모리 고객사 확보	24
4. 투자전략: 가격 상승 가능한 업종에 주목	26
대형주: 삼성전자, LG전자 / 중소형주: 심택, 해성디에스, 서울반도체	26
Top Picks 및 관심종목	28
삼성전기(009150)	29
LG전자(066570)	33
심택(222800)	37
해성디에스(195870)	41
서울반도체(046890)	45

2021년 5월 18일 | Equity Research

전기전자/휴대폰

섹터 점검: 인도 영향, MLCC 고점, 패키지기판 가격 상승

2021년 스마트폰 출하량은 6% 증가에 불과

2021년 스마트폰 출하량을 14.07억대로 전망한다. 이는 기존의 14.8억대에서 5% 하향 조정하는 것으로 반도체의 공급 부족과 인도의 코로나19 재확산에 따른 영향을 반영했다. 반도체 공급 부족은 텍사스 한파로 인해 4월 초~5월 중순까지 극대화되어 스마트폰 출하량을 제한할 것으로 추정된다. 동시에 인도의 코로나19 재확산으로 인해 4~5월 인도 스마트폰 시장도 예년의 절반 수준으로 위축될 것으로 가정한다.

MLCC: 정점을 논하기는 이른 시기

글로벌 MLCC 업체들의 주가가 1월 고점대비 24% 하락했다. 21년 2분기 스마트폰 시장의 부진과 하반기 수요 둔화에 대한 우려가 반영된 것으로 판단된다. 2017~2018년과 비교시에 한국의 수출 Data와 일본 업체의 수주 Data 모두 고점을 논하기는 이른 구간으로 판단된다.

패키지기판: 공급 부족 심각해 가격 상승 가능성 농후

패키지기판은 고기능/고부가 제품 중심으로 공급 부족이 심각한 상황이다. 업체들의 CAPA 증설에도 불구하고 패키지기판 자체의 면적이 커지고, 층수가 높아지며 기술 난이도가 상향되고 있기 때문이다. 가격 상승 가능성이 농후한 상황이라 글로벌 패키지기판 업체들 모두 기회가 있을 것으로 판단된다. 국내 중소형 업체들은 해당 이슈에 의한 수혜 강도는 약하지만, 글로벌 비메모리 고객사향 매출 확대와 2022년 DDR5 전환 효과가 기대된다.

Top Picks: 삼성전기, LG전자, 심텍, 해성디에스, 서울반도체

삼성전기는 MLCC와 패키지기판 호황, LG전자는 견조한 가전과 전장부품 모멘텀이 투자포인트로 유효하다는 판단이다. 중소형주에서는 심텍과 서울반도체를 추천한다. 심텍은 패키지기판 대장주로서 2분기 증익 모멘텀과 저평가가 투자포인트다. 해성디에스는 차량용 리드프레임의 가격 상승과 패키지기판 호황 속에서 구리 가격 상승으로 주가가 정체되었는데, 하반기에는 수익성 개선이 가능할 전망이다. 서울반도체는 업계 구조조정에 따른 시장점유율 확대로 20년 3분기부터 외형 성장세가 양호하고, 하반기 미니LED 모멘텀도 유효하다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(5월17일)
삼성전기(009150)	BUY	290,000원	164,500원
LG전자(066570)	BUY	225,000원	147,500원
심텍(222800)	BUY	30,000원	22,200원
해성디에스(195870)	BUY	47,000원	31,950원
서울반도체(046890)	BUY	28,000원	20,150원

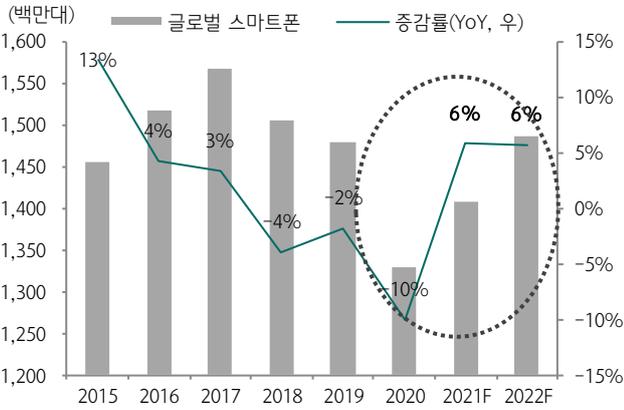


Analyst 김록호
02-3771-7523
roko.kim@hanafn.com

RA 김정현
02-3771-7056
Junghyun.kim@hanafn.com

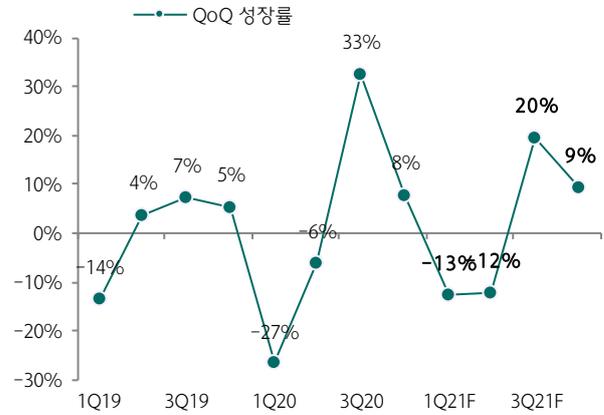
Summary

그림 1. 글로벌 스마트폰 연간 출하량과 전년대비 증감률 전망



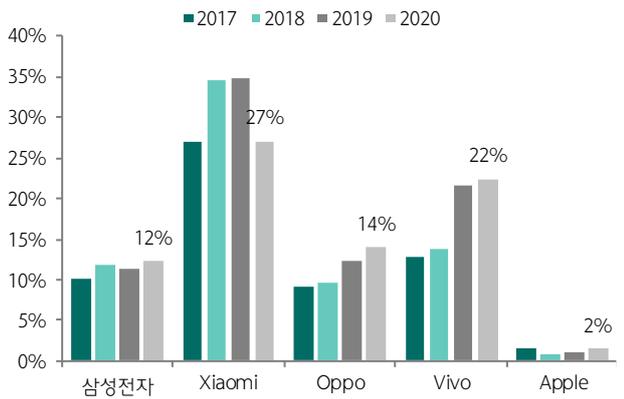
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 2. 글로벌 스마트폰의 분기 출하량과 전분기대비 증감률 전망



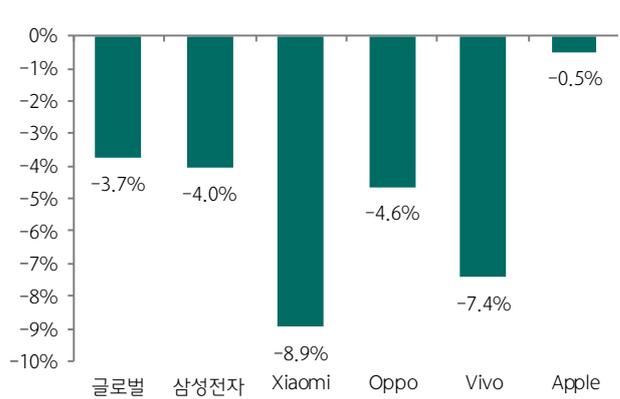
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 3. 글로벌 주요 업체들의 인도 비중



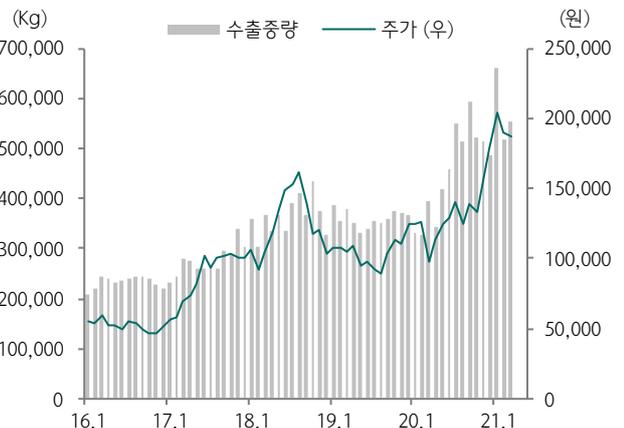
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 4. 인도 부진이 글로벌 및 각 업체의 2분기 출하량에 미치는 영향



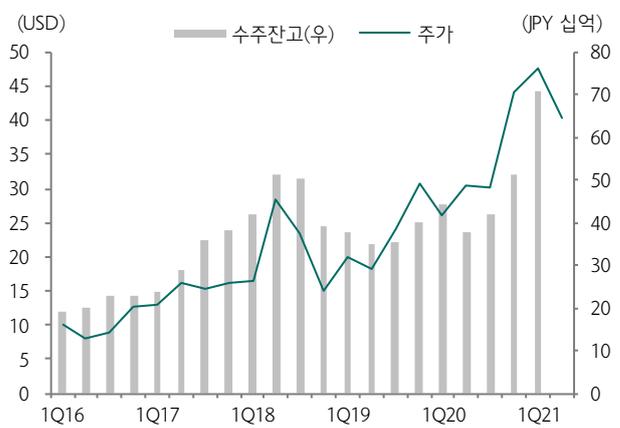
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 5. 삼성전기 주가 vs 한국 Ceramic Capacitor 수출증량



자료: 한국무역협회, 하나금융투자

그림 6. Taiyo yuden 주가 vs 수주잔고액



자료: Taiyo yuden, 하나금융투자

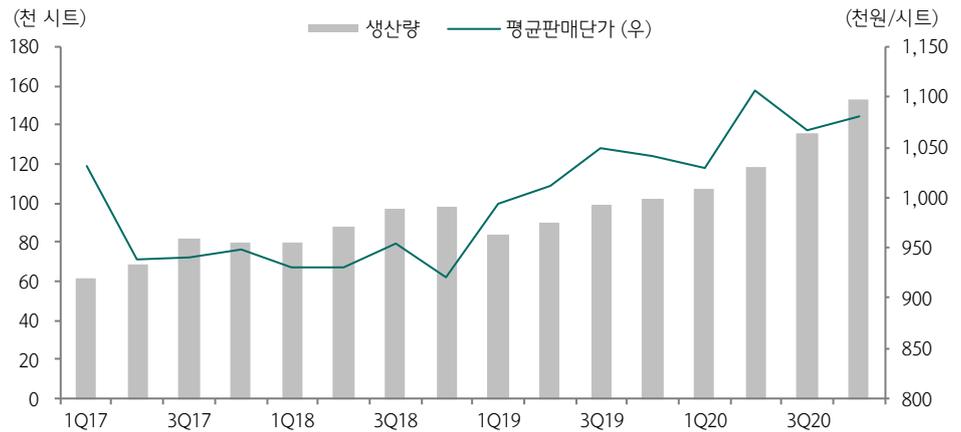
그림 7. 5G RF 반도체 칩 개념도



자료: Skyworks, 하나금융투자

그림 8. LG이노텍의 패키지기판 출하량과 ASP 추이

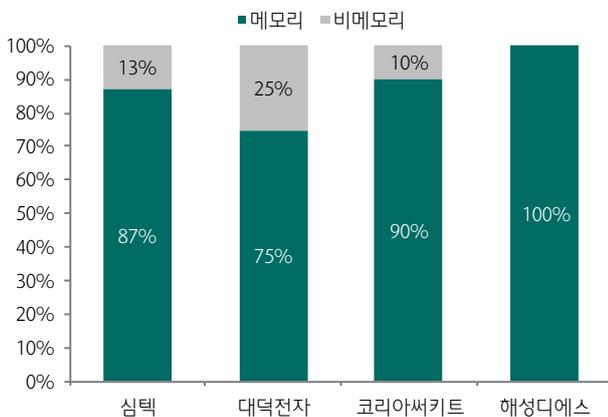
LG이노텍 패키지기판의 수익성 개선 원인



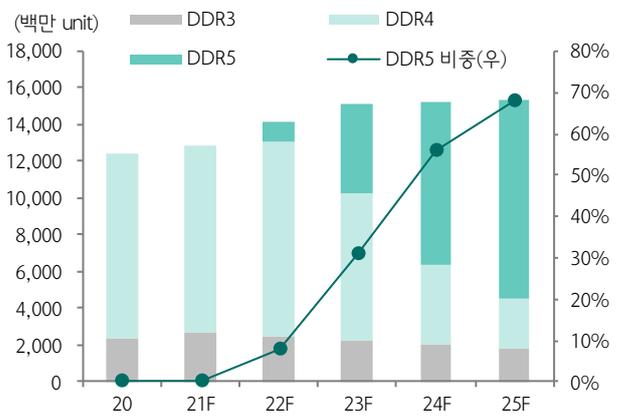
자료: LG이노텍, 하나금융투자

그림 9. 국내 패키지기판 주요 4사의 패키지기판 내 메모리 비중

그림 10. DDR5 전환 전망



자료: 각사, 하나금융투자



자료: 심텍, 하나금융투자

1. 스마트폰 출하량 전년대비 6% 증가로 하향 조정

1) 반도체 공급 부족으로 2분기 부진할 것으로 예상

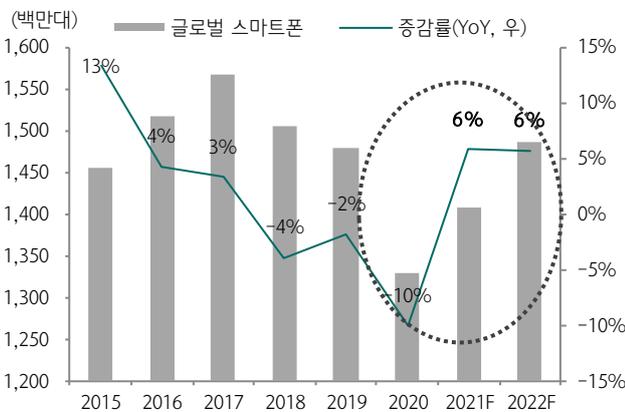
반도체 공급 부족과 인도의
코로나19 재확산을 반영해
하향 조정

2021년 글로벌 스마트폰 출하량 전망을 전년대비 6% 증가한 14.07억대로 하향한다. 작년 11월에는 코로나19 이후의 기저효과와 5G 인프라 구축 및 단말기 교체 수요를 기대해 14.8억대로 전망한 바 있다. 기존대비 출하량을 5% 하향하는 이유는 1) 반도체 공급 부족으로 인해 21년 2분기 출하량을 보수적으로 가정했고, 2) 인도 코로나19 재확산을 반영했기 때문이다. 21년 1분기 글로벌 스마트폰의 출하량은 Apple의 아이폰12 시리즈 호조와 중국 시장의 회복으로 예상보다 양호했다. 이를 기반으로 연간 출하량을 상향할 수도 있는 상황이었다.

코로나19 이연 수요 폭발 이후
예년 수준으로 회귀하는 과정에서
2분기 출하량 부진은 아쉬움

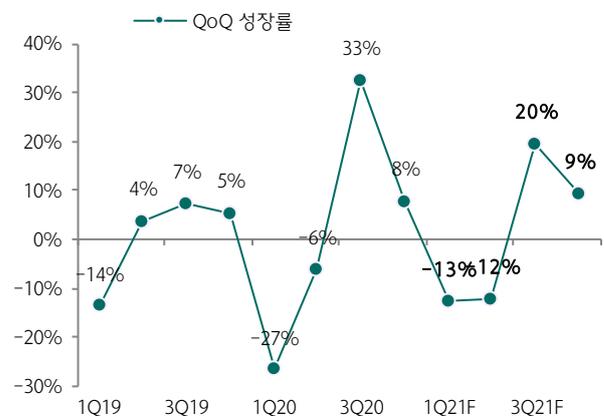
코로나19를 복기해 보면, 20년 상반기는 각국의 이동 제한 및 경제활동 제한으로 인해 급격한 출하량 감소를 보였다. 이후에 20년 하반기 이연 수요가 발생하며 20년 3분기와 4분기는 각각 전분기대비 33%, 8% 증가해 양호한 출하 흐름을 보였다. 1분기는 계절성으로 인해 예년과 마찬가지로 전분기대비 10% 초중반대의 감소를 시현했다. 그리고 2분기는 보통 한 자리 초중반대의 증가율을 시현해야 하는데, 21년 2분기는 전분기대비 12% 감소가 불가피할 것으로 판단된다.

그림 11. 글로벌 스마트폰 연간 출하량과 전년대비 증감률 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

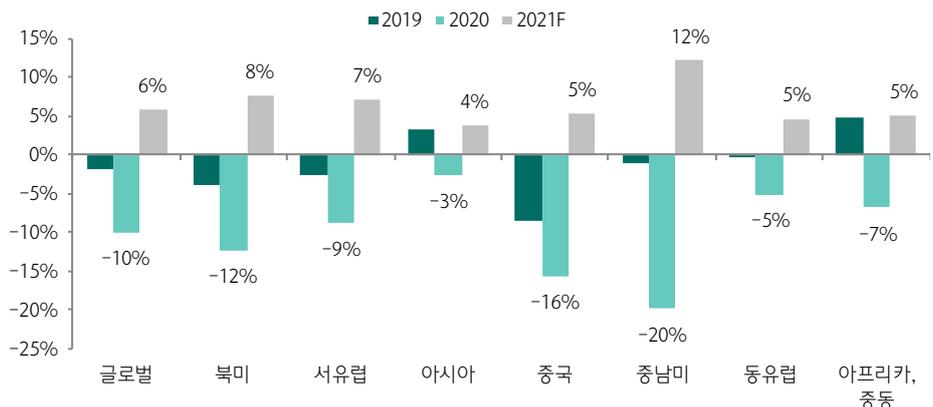
그림 12. 글로벌 스마트폰의 분기 출하량과 전분기대비 증감률 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 13. 반도체 공급 부족으로 두자릿수 이상의 성장률 기대는 어려움

반도체 공급 부족으로
두자릿수 이상 성장률 기대는 어려움



자료: Counterpoint, 하나금융투자

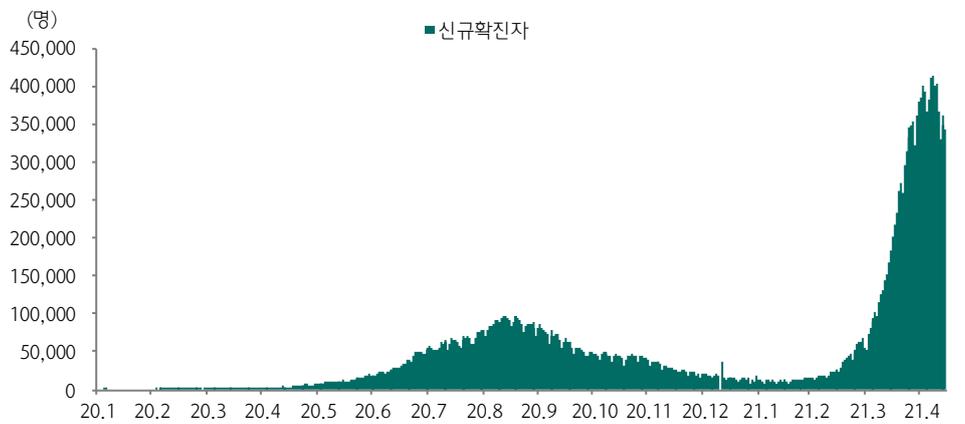
2) 인도 코로나19 재확산이 미치는 영향 점검

인도 코로나 재확산 영향 점검 필요

반도체 공급 부족과 더불어 인도의 코로나19 재확산이 스마트폰의 전망을 어렵게 하고 있다. 인도는 코로나19 재확산을 진화하기 위해 Maharashtra, Madhya Pradesh, Rajasthan, Delhi와 같은 큰 주에서 엄격한 봉쇄 조치를 취했다. 이로 인해 해당 지역에서는 스마트폰의 판매가 감소할 수밖에 없는 상황이다. 4~5월 판매량은 급감할 것으로 예상되며, 재확산 여부에 따라 6월도 낙관하기 쉬운 상황은 아니다. 이로 인해 인도의 스마트폰 출하량 및 판매량의 하향 조정은 불가피하다. 인도 시장의 하향 조정에 의한 글로벌 및 업체별 영향 점검이 필요하다.

그림 14. 인도의 코로나19 재확산

2차 확산이 1차 확산을 초월



자료: 각사, 하나금융투자

인도 시장은 글로벌에서 11% 비중

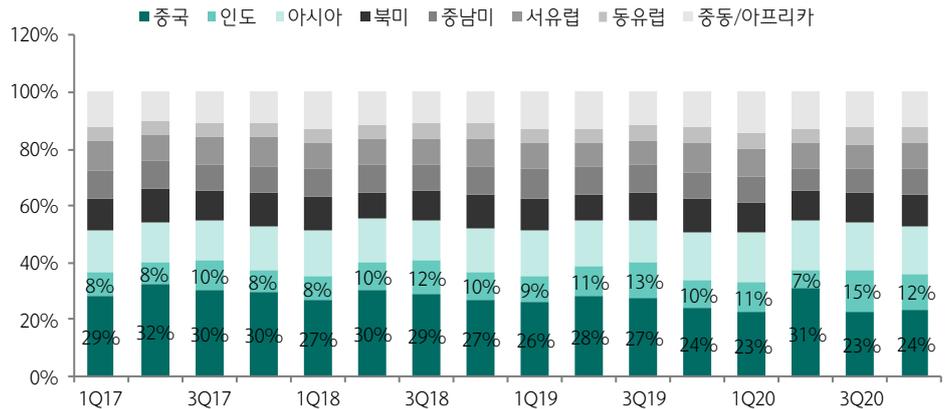
인도의 스마트폰 시장이 글로벌에서 차지하는 비중은 11%다. 최근 중국을 필두로 글로벌 스마트폰의 출하량이 둔화되고 있던 시기에 인도가 포함된 아시아 시장은 낮은 스마트폰 침투율을 기반으로 견조한 성장률을 시현해 왔다. 인도의 스마트폰 시장 비중은 2017년 9%에서 2020년 11%로 글로벌 수량에 미치는 영향이 확대되었다. 동기간 중국은 30%에서 25%로 축소되어 기존대비 영향력은 축소되었지만, 여전히 물량 측면에서 중요한 시장이라는 점은 변함 없다.

삼성전자는 중국 업체대비 인도의 불확실성 영향 제한적

글로벌 주요 업체들의 스마트폰 출하량에서 인도가 차지하는 비중도 크다. 2020년 연간 기준 주요 업체별로 인도가 차지하는 비중은 Apple 2%, 삼성전자 12%, Xiaomi 27%, Oppo 14%, Vivo 22%에 달한다. 이번 인도 시장의 불확실성으로 인해 변동성이 확대된 업체는 Xiaomi, Vivo, Oppo 순이다. 삼성전자도 인도가 중요한 시장이긴 하지만 글로벌 균형 잡힌 출하 비중으로 인해 중국 업체들보다 인도 시장의 영향은 덜 받을 것으로 판단된다.

그림 15. 글로벌 내 인도의 비중 추이

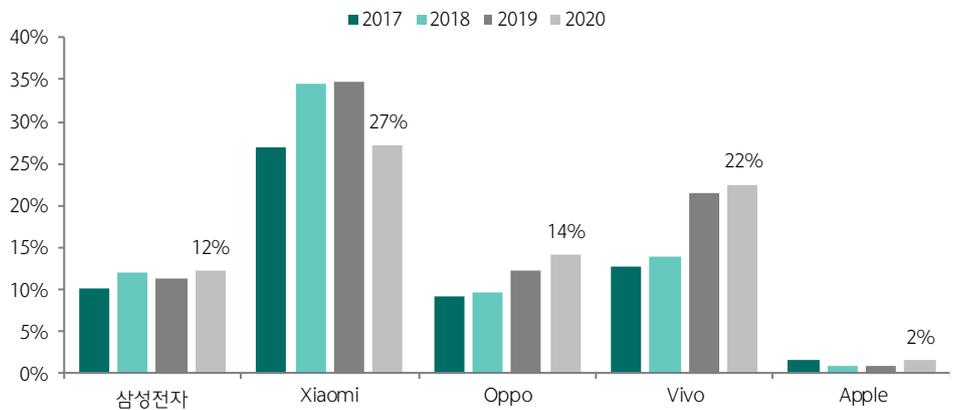
2017년 9%, 2020년 11%로 확대



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 16. 글로벌 주요 업체들의 인도 비중

중국 업체들의 인도 의존도 높음



자료: Counterpoint, 하나금융투자

인도 4~5월 출하량/판매량을
평소의 절반 수준으로 가정

인도는 코로나19 1차 확산 시기인 20년 4~5월 판매량이 급감한 바 있다. 4월 판매량은 29만대, 5월 판매량은 416만대에 불과했고, 2018년~2019년 월 평균 판매량은 1,271만대였다. 극단적인 경제 활동 및 이동 제한으로 인해 4월 판매량은 무의미한 수준이었다. 인도의 20년 2분기 스마트폰 출하량은 전년동기대비 51% 감소한 1,842만대였다. 2018~2019년 분기 평균인 3,809만대대비 48% 수준에 불과했다. 현재 재확산에 의한 조치가 1차 때처럼 전국 규모는 아니지만, 주요 지역 대부분이 이동 제한에 놓인 상황이기 때문에 4~5월은 평소보다 절반 수준으로 가정해서 영향을 점검해 보고자 한다.

인도 2분기 부진은
글로벌 스마트폰에 -4% 영향

인도의 21년 2분기 스마트폰 시장은 2018~2019년의 2분기 평균인 3,525만대보다 33% 감소한 2,350만대로 전망한다. 앞서 언급한 4~5월은 절반 수준, 6월은 다시 예년 수준으로 돌아온다는 가정이다. 글로벌에서 11%의 비중을 차지하는 인도 시장이 33% 감소하기 때문에 2분기 글로벌 스마트폰에 -4%의 영향을 미칠 것으로 추정된다. 스마트폰 업체별로 기존 2분기 글로벌 전체 출하량에 미치는 영향은 Xiaomi -9%, Vivo -7%, Oppo -5%, 삼성전자 -4%가 될 것으로 판단된다. Apple은 0.5%에 불과하다.

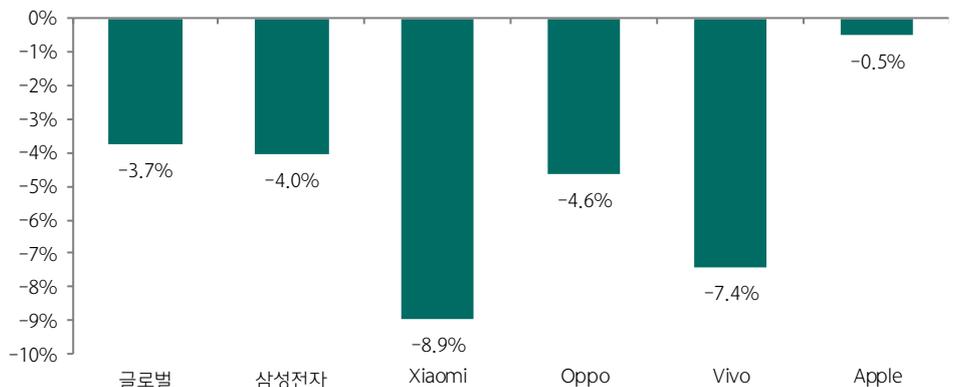
그림 17. 인도의 스마트폰 출하량 및 전년대비 증감률

인도 스마트폰 시장 하향조정 불가피



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 18. 인도의 2분기 부진이 글로벌 및 각 업체의 2분기 출하량에 미치는 영향 점검



자료: Counterpoint, 하나금융투자

3) 삼성전자: 전략 수립이 절실

플래그십 부활의 대책이 필요

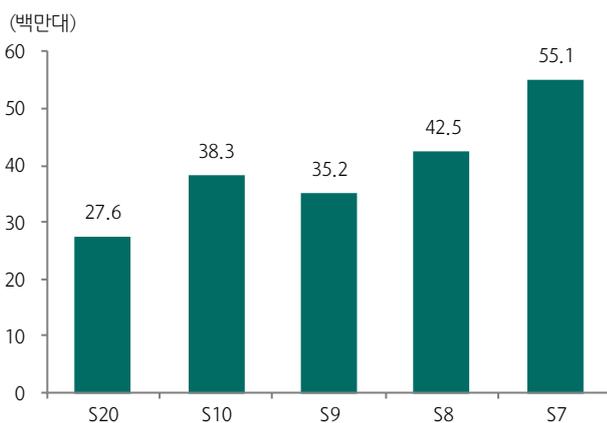
삼성전자의 플래그십 시리즈인 갤럭시 S 시리즈는 매년 판매량이 축소되고 있다. 갤럭시 S 시리즈의 출시 이후 12개월 판매량을 보면, 갤럭시 S8 4,249만대, 갤럭시 S9 3,523만대, S10 3,827만대, S20은 코로나19 직격탄으로 2,763만대에 불과했다. 5G로만 출시된 갤럭시 S21의 첫 3개월 판매량은 697만대에 불과해 코로나19로 부진했던 갤럭시 S20의 동기간 판매량 943만대보다 부진했다. 5G로만 출시되어 기존 시리즈와 동일선상 비교가 어렵지만, Apple은 5G로만 출시한 iPhone 12가 역대급 판매량을 기록 중이다. 그래도 미들엔드급에서 A 시리즈의 안착을 통해 전체 출하량과 수익성은 방어하고 있지만, 플래그십에서의 반전이 필요한 시점이다.

폴더블의 가격 정책: 양날의 검

삼성전자의 하반기 플래그십을 담당하는 노트 시리즈의 출시 불확실성 속에서 폴더블에 대한 당위성이 높아지고 있다. 노트의 공백을 폴더블로 채우기 위해 노력할 것이 자명하기 때문이다. 다만, 노트가 담당하던 1,000만대 수준의 물량은 결코 만만한 숫자가 아니다. 폴더블의 경우, 기존대비 고가의 가격대로 설정되어 있어 실제로 1,000만대를 판매한다면 더할 나위 없을 것이다. 3년차 폴더블 모델이 기존대비 확실한 차별화가 이루어지지 않았다면, 가격 정책이 중요할 것으로 판단된다. 다만, 제조원가 등의 원인으로 인한 가격 하락 가능 여부와 판가 인하시 실질 수요 촉발 여부가 불확실한 상황이다. 폴더블의 가격이 한번 하락한다면, 다시 상승시키기 어려운 상황에서 다음 단계의 전략에 대한 방향성이 있는지 점검이 필요하다.

하나금융투자는 삼성전자의 2021년 연간 출하량을 전년대비 9% 증가한 2.8억대로 전망하는데, 그 중 폴더블은 550만대로 전망한다. 금번 인도 시장의 불확실성을 감안해 기존대비 소폭 하향 조정할 전망이다.

그림 19. 갤럭시 S 시리즈 출시후 12개월 판매량 비교



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 20. 갤럭시 S 시리즈 출시후 12개월 판매량 추이



자료: Counterpoint, 하나금융투자

4) Apple: 전략의 역기저가 부담

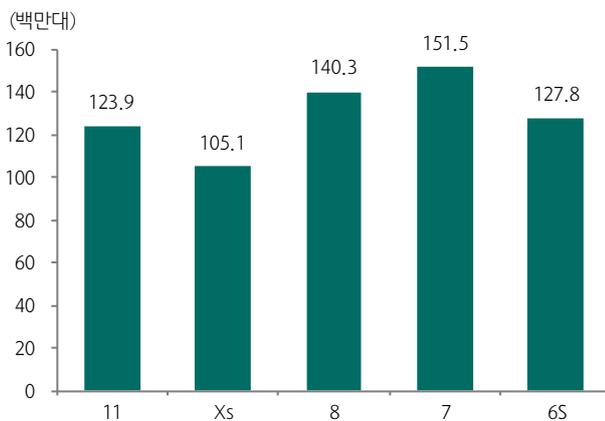
Apple은 자기와의 싸움

Apple의 2021년 출하량을 전망함에 있어 가장 큰 부담 요인은 전략의 대성공이다. iPhone 12 시리즈는 4개 모델이 10월과 11월에 각각 2개씩 출시되었다. 그래서 예년보다 더 늦은 시기까지 판매량이 유지될 상황이었는데, 시리즈 자체가 예년대비 양호한 판매 흐름을 보였다. iPhone 시리즈의 판매 호조를 수치로 설명하면, 11시리즈의 6개월차 판매량이 극성수기인 12월대비 49% 수준인 것에 비해, 12시리즈는 6개월차 판매량이 극성수기인 12월대비 61%에 달한다. 이처럼 21년 상반기는 예년대비 양호한 출하량을 시현중이고, 이로 인해 2021년 연간 출하량이 상향 조정되어야 하는 상황이다.

보수적으로 가정하는 것이 합리적

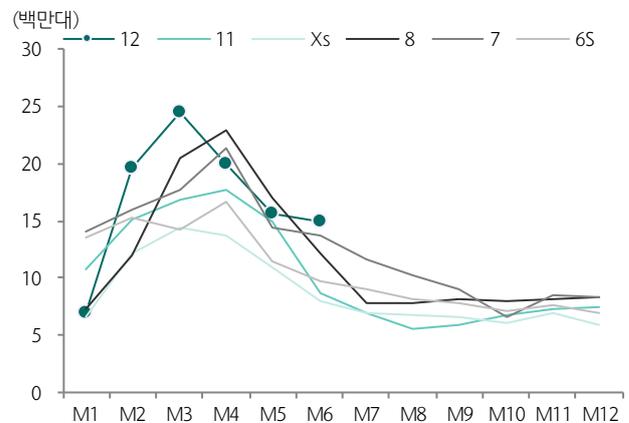
우리가 주의해야 할 점은 아무리 iPhone이라도 2년 연속 양호한 판매량을 시현하기가 쉽지 않다는 점이다. 역대 iPhone 시리즈의 출시 후 12개월 판매량을 비교해 보면, 2년 연속 양호한 판매량을 기록한 적이 없는 것을 확인할 수 있다. 신모델이 출시된 이후에도 기존 시리즈가 가격이 인하되어 판매되기 때문에 전체 출하량이 양호한 것으로 오인할 수 있지만 구분이 필요하다. 하나금융투자는 2021년 Apple의 스마트폰 출하량을 2.10억대로 전망중인데, 상반기는 전년동기대비 14% 증가하고, 하반기는 전년동기대비 2% 감소한다는 가정이다. 신모델의 출시월은 예년과 동일한 9월로 가정했다. 현재 전망치를 상향할 수 있는 근거는 Apple이 신모델 판매를 극대화하기 위해 보상 판매 시스템을 강화하고 있어 과거대비 환경이 달라졌다는 점이다.

그림 21. iPhone 시리즈 출시후 12개월 판매량 비교



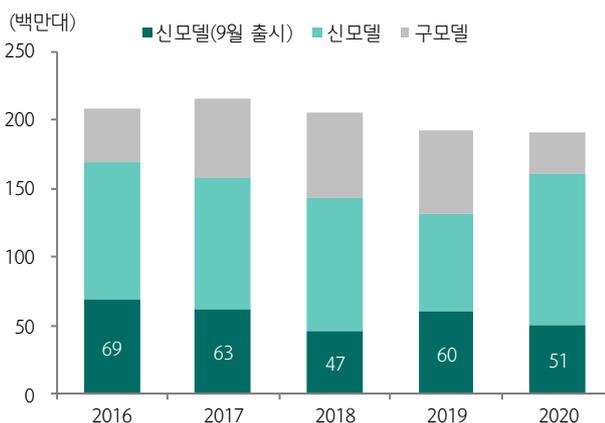
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 22. iPhone 시리즈 출시후 12개월 판매량 추이



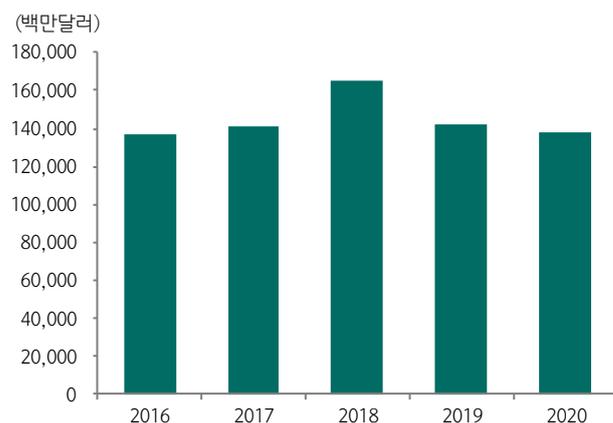
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 23. iPhone 전체 출하량과 신모델 출하량의 구분



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 24. Apple의 회계 연도 매출액 비교



자료: Apple, 하나금융투자

5) OVX: 인도는 부담이지만, 영역 확대중

20년 9월 Huawei 공백 이후에
21년 1월부터 OVX가 감소분 흡수중

Xiaomi, Oppo, Vivo는 Huawei의 공백을 기회로 중국에서의 판매량 증가가 두드러진다. Huawei의 공백이 본격화된 시점은 20년 9월인데, 해당월부터 Huawei는 전년동월대비 16~34% 수준의 강도 높은 역성장률을 시현중이다. 동기간 Huawei의 공백으로 수혜를 누릴 것으로 기대되었던 OVX도 중국 시장 전체의 침체와 대동소이했다. 21년 1월부터 기저효과와 함께 Huawei의 공백을 채워나가는 중이다. 2월이 유독 증가하긴 했지만, 1~3월 누적으로 OVX의 합산 증가분이 Huawei의 감소분보다 많아 Huawei 공백에 의한 중국 시장의 충격은 일정 부분 완화되는 것으로 판단된다.

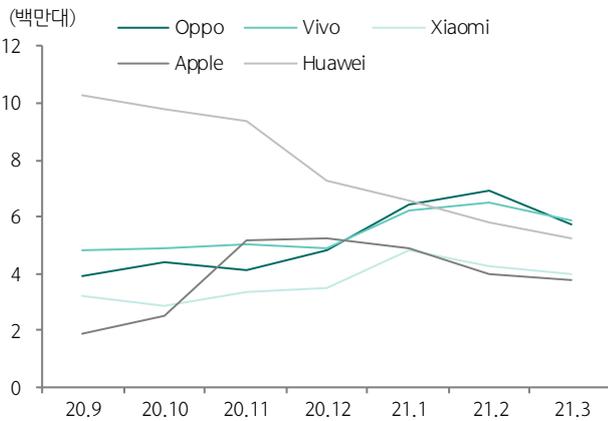
20년 4분기 적극적인 부품 조달 이후
21년 1분기 물량은 증가

점유율 40%를 초과했던 Huawei의 공백 이후, Oppo와 Vivo는 점유율 1위 경쟁을 하고 있다. Xiaomi는 아직 3위이지만, 전년동월대비 점유율 확대 속도가 가파르다. Huawei의 공백을 기회로 중국 업체들은 20년 하반기 적극적으로 부품을 조달했고, 그 결과 양호한 21년 1분기 출하량으로 연결되었다. 다만, 2분기에는 반도체 공급 부족 등의 이슈로 인해 전분기 대비 출하량 감소가 불가피한 상황이다. 실제로 중국 CAICT에서 발표하는 4월 스마트폰 출하량은 전월대비 24% 감소하며, 2018~2019년 월 평균 출하량 3,173만대를 하회했다. 중국 업체들은 반도체 공급이 완화되는 하반기에 재차 점유율 경쟁을 이어갈 가능성이 높으며, 이에 따라 하드웨어 상향을 도모할 것으로 예상된다. 한편, 중국 시장 자체의 수요도 향후 스마트폰 시장의 중요한 화두이다.

하반기에도 점유율 경쟁 치열

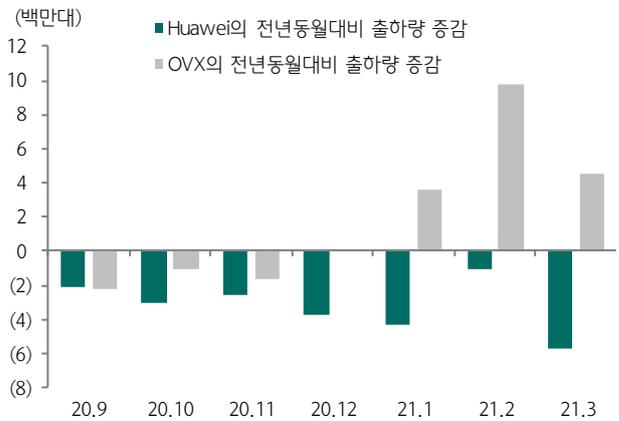
시장 자체의 수요에는 주목할 필요

그림 25. Huawei 제재 본격화 이후에 중국 상위 5개사 판매량 추이



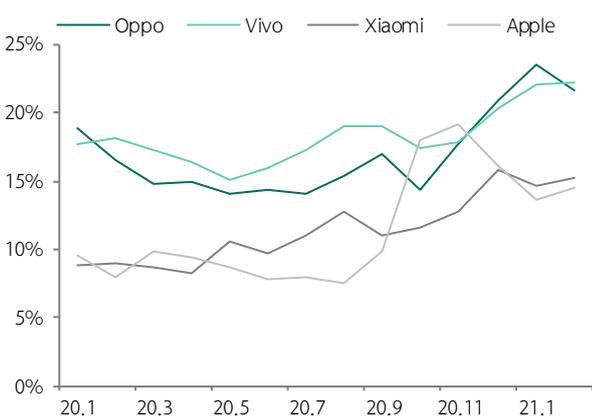
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 26. 21년 1월부터 Huawei의 감소분이 OVX의 증가분으로 치환



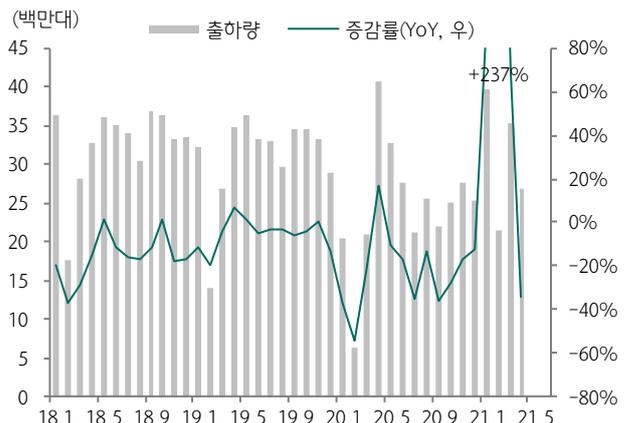
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 27. Huawei 제외한 상위 4개사 점유율 추이



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 28. 중국의 월별 출하량 및 전년동월대비 증감률 추이



자료: CAICT, 하나금융투자

중국 외 지역에서 영역 확대중

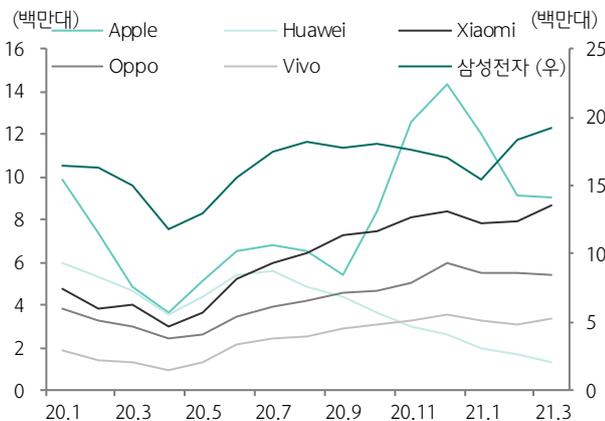
Huawei의 중국 외 지역에서의 출하량 감소는 삼성전자와 OVX에게는 기회다. 특히, Huawei가 유럽 비중이 높았는데, 해당 지역에서 OVX의 점유율이 미미해 삼성전자에 수혜가 집중될 것으로 기대했다. 국가별 월 판매량은 미국, 중국, 인도만 확인이 가능한데, 3개 국가를 제외한 여타 지역의 판매량 동향에서 OVX의 증가폭이 두드러진다. 기타 지역에서의 점유율 추이를 보면, 삼성전자는 20년 9월 28.2%에서 21년 3월 28.1%로 유사하고, 동기간 Xiaomi는 11.6%에서 12.7%, Oppo는 7.2%에서 8.0%, Vivo는 4.6%에서 5.0%로 확대되었다. 점유율의 급격하게 변동되고 있지는 않지만, Huawei의 점유율이 6.9%에서 2.0%로 축소되는 구간에서 삼성전자의 점유율 정체는 아쉬울 수밖에 없다. 반면에 OVX는 소폭이지만, 점유율이 확대되었다.

삼성전자의 전략:

플래그십 중장기 고민 필요한 시점
미들엔드 가격 프리미엄 활용
로엔드 물량 기반의 구매력 기반으로
하드웨어 차별화 필요

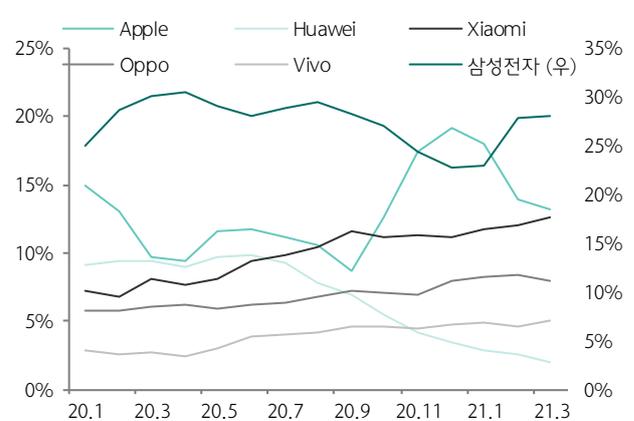
삼성전자 입장에서는 플래그십 라인업에서 Apple과 미들엔드급 이하에서 중국 업체와의 경쟁은 불가피하다. 현재 플래그십 라인업에서의 전략이 절실한 시점으로 중장기적 고민이 필요한 시점이다. 그와 동시에 현재를 수정할 수 있는 전략도 간과해서는 안 된다. 업체별 가격대 비중 및 800달러 이상에서의 점유율에서 확인되는 것처럼 중국 업체들 대비 브랜드 인지도가 우위에 있는 상황이다. 미들엔드 가격대에서는 동등하거나 소폭 높은 하드웨어로 가격 프리미엄을 유지해 수익성을 유지시킬 필요가 있다. 동시에 로엔드 가격대에서는 미들엔드에서의 높은 구매력을 기반으로 수익성이 소폭 낮더라도 양질의 하드웨어 경험을 제공할 필요가 있다. 향후에 해당 지역 및 해당 가격대 소비자들도 잠재적인 미들엔드급 구매자이기 때문이다.

그림 29. 미국, 중국, 인도 외 지역에서의 월별 판매량 추이



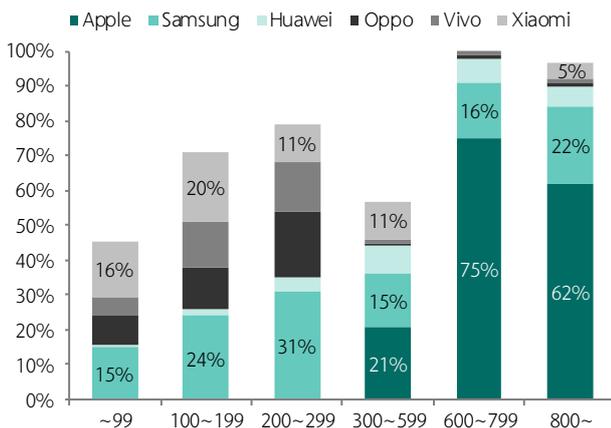
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 30. 미국, 중국, 인도 외 지역에서의 월별 점유율 추이



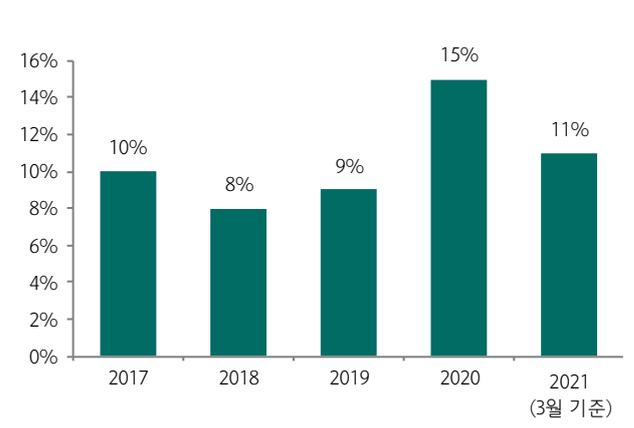
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 31. 상위 5개사의 가격대별 비중 비교



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 32. 800달러 이상 스마트폰에서의 점유율 추이



자료: Counterpoint, 하나금융투자

2. MLCC: 주가의 방향은 무엇으로 결정될까?

1) MLCC 주가 하락: 2018년 사례와 비교 필요

글로벌 MLCC 업체 동반 주가 하락

21년 5월 14일 종가 기준 삼성전기의 주가는 직전 고점인 1월 26일 217,000원대비 24% 하락했다. 동기간 21년 1분기 호실적을 발표했고, 21년 2분기 가이드선으로 전분기대비 감익을 제시했지만, 당시 컨센서스 수준에 부합하는 수준이었다. 또한 1분기 실적발표 이후에 연간 영업이익 전망치는 소폭이지만 상향 조정되었다. 일본 MLCC 업체인 Murata, Taiyo yuden도 양호한 실적과 회계 기준 2021년 연간 가이드선으로 매출액 11~12% 증가를 제시했다. 동기간 Murata와 Taiyo yuden의 주가도 직전 고점대비 24% 하락해 글로벌 MLCC 업체들의 주가 흐름은 유사하게 움직였다. 삼성전기의 실적 또는 글로벌 동종업체의 실적 및 가이드선을 감안했을 때, 이해하기 어려운 주가 흐름 및 낙폭을 시현했다.

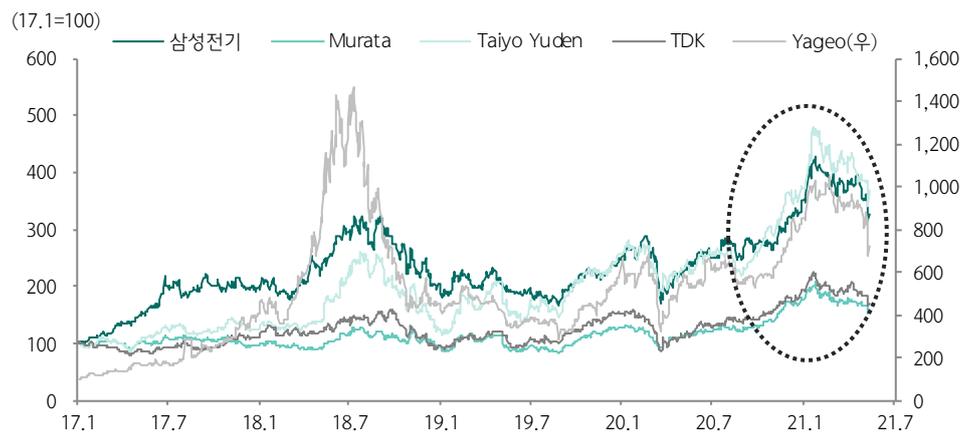
하반기 실적에 대한 우려가 선반영?

주가는 업황을 선반영하기 때문에 하반기 실적에 대한 불확실성이 주가에 반영되고 있을 가능성을 배제할 수 없다. 하반기 실적에 대한 불확실성을 야기하는 요인은 1) 반도체 공급 부족에 따른 생산 차질의 장기화 가능성, 2) 코로나19 이후 펜트업 수요가 마무리되면서 발생할 수요 절벽에 대한 우려라고 판단된다. 반도체 공급 부족 이슈는 연내 완전히 해소되기 쉬운 상황은 아니지만, 적어도 현재 체감하는 극심한 공급 부족은 완화될 것으로 전망된다. 텍사스 한파로 인해 2월 중순에서 3월 중순까지 반도체 공장들은 가동을 멈출 수밖에 없었다. 3월 말부터는 반도체 공장들이 재개된 것으로 파악되며, 웨이퍼 투입 이후 반도체 칩 출하까지 8~10주가 소요되는 것을 감안하면, 5월 말 또는 6월 초부터는 텍사스 한파로 인한 반도체 공급 부족은 완화될 가능성이 높을 것으로 예상된다.

반도체 공급 부족이 극대화되는 시기
4월초~5월 중순

그림 33. 글로벌 MLCC 업체들의 주가 일제히 하락

MLCC 업체 모두
기존 고점대비 24% 하락



자료: 각사, 하나금융투자

스마트폰은 펜트업 수요에 대한 수혜 미미하고, 3월 중국 스마트폰 판매량이 주춤 상대적으로 우려감 확대

하반기 수요에 대한 불확실성은 MLCC 뿐만 아니라 IT 모든 섹터에 해당되는 이슈일 것으로 판단되는데, 유독 MLCC 업체들의 주가 하락폭이 큰 이유는 스마트폰에 대한 불확실성이 가장 높기 때문으로 추정된다. 스마트폰은 코로나19 이후 펜트업 소비 구간에서 다른 IT 기기대비 수요 강도가 높지 않았고, 전체 시장에서 30% 이상을 차지하는 중국의 3월 판매량이 부진했기 때문에 우려를 확대시킨 것으로 생각된다. 아울러 인도에서 코로나19 신규 확진자가 확대되며 주요 지역의 인구 이동 제한이 시행된 것도 스마트폰의 불확실성을 확대시킨 것으로 보여진다.

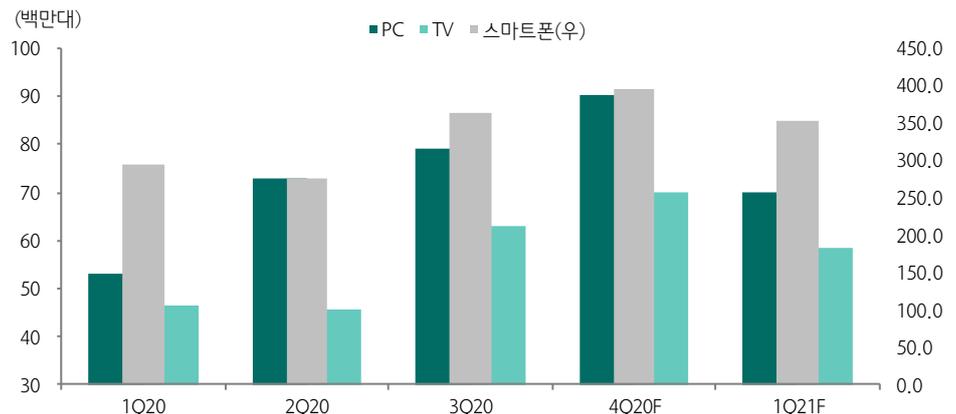
과거 주가의 흐름 파악 필요

현재 상황에서 하반기 수요에 대해 확신을 갖기란 쉽지 않다. 그렇기 때문에 과거 사례를 통해 현재 주가에 대한 재해석이 필요할 것으로 판단된다. 직전 MLCC의 호황 및 하락 반전은 2017~2018년 사이에 있었다. 당시 삼성전기의 주가 흐름은 17년 상반기와 18년 상반기 상승 이후에 18년 2분기 실적 발표 시점인 7월 말에 고점을 형성한 후 하락한 바 있다. 실적의 고점 또한 18년 3분기로 주가가 하락 반전과 동일한 시점이었다. 18년 3분기 실적이 10월 말에 발표하기 때문에 주가의 고점과 실적의 정점 확인 간의 시차는 3개월이었다.

실적과 주가의 흐름이 동일한 분기에 형성. 다만, 실적 확인까지의 시차가 있기 때문에 주가가 3개월 선행

그림 34. 코로나19 이후 스마트폰, PC, TV의 출하량 추이

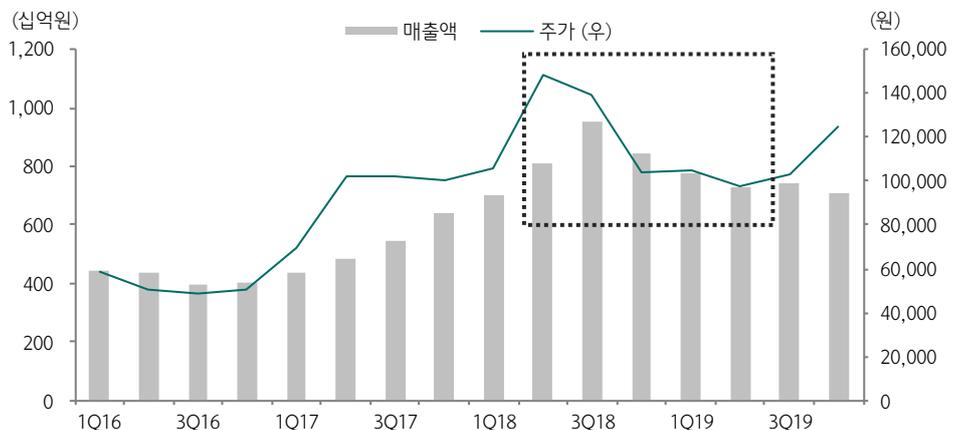
코로나19 이후 펜트업 수요 확인중



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 35. 삼성전기의 2016년~2019년 분기 실적 및 주가 추이

주가의 고점이 실적의 정점을 3개월 선행



자료: 삼성전기, 하나금융투자

2) 삼성전기의 주가 Factor는?

삼성전기의 주가는
컴포넌트솔루션의 매출액,
한국 Ceramic Capacitor 수출증량

삼성전기의 주가를 가장 잘 설명할 수 있는 데이터는 컴포넌트솔루션의 실적과 한국 Ceramic Capacitor 수출 데이터다. 2017년에서 2021년 4월까지의 데이터를 통해 삼성전기의 주가는 컴포넌트솔루션의 매출액, Ceramic Capacitor의 수출증량이 가장 직관적으로 동행한다. 일반적으로 MLCC의 가격 및 영업이익이 주가를 가장 잘 대변하는 것으로 생각되기 마련인데, 2017~2018년과 2020~2021년의 주가 흐름을 모두 설명할 수 있는 데이터는 외형이었다.

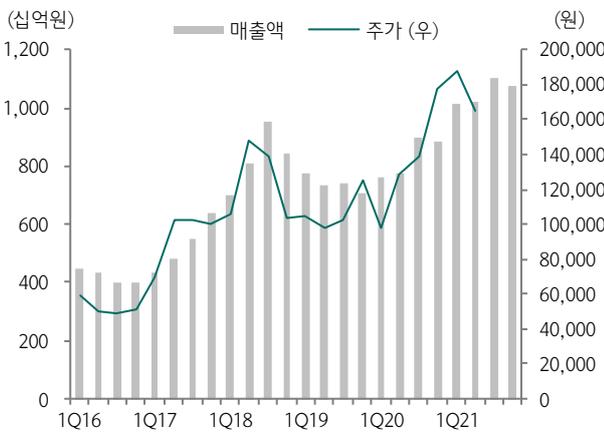
컴포넌트솔루션 매출액이 2018년을
초과하며 주가도 당시를 뛰어넘음

2018년에는 MLCC의 비정상적인 가격 상승으로 인해 영업이익률이 30%를 초과한 바 있기 때문에 2021년 영업이익은 2018년에 미치지 못 한다. 반면에 2021년은 정상적인 가격 흐름 속에서 수요 기반으로 매출액이 2018년 당시를 초과했고, 주가 역시 당시 영업이익보다 작은 규모이지만 주가는 당시를 뛰어 넘었다. 즉, 영업이익보다는 매출액이 주가를 잘 설명하는 상황이다.

수출증량이 주가와 동행

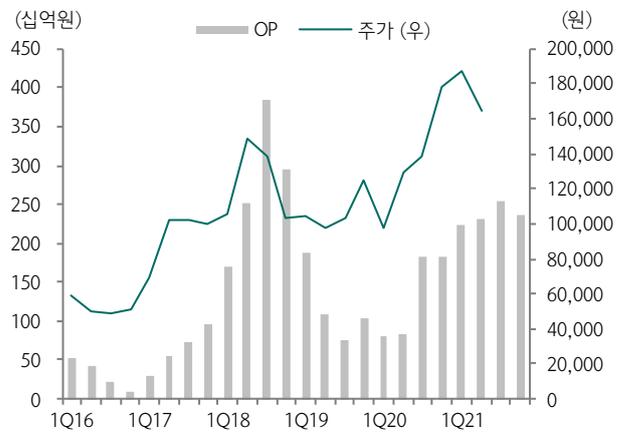
앞서 언급한 것처럼 2017~2018년 비정상적인 가격 상승 속에서 주가가 동행하는 것처럼 보였지만, 2021년에 수출 ASP가 당시보다 낮음에도 불구하고 주가는 당시를 뛰어 넘었다. 동기간 수출증량이 당시보다 높은 수준으로 유지되고 있다. 심지어 금번 주가 상승 구간에서는 당시를 뛰어넘는 수출증량이 확인된 후에 4개월이 지나고 주가가 상승하기 시작했다. 코로나19 이후 일시적인 팬트업 수요라고 생각했고, 가격 상승이 동반되지 않았기 때문으로 보여진다.

그림 36. 삼성전기 주가 vs 컴포넌트솔루션 매출액



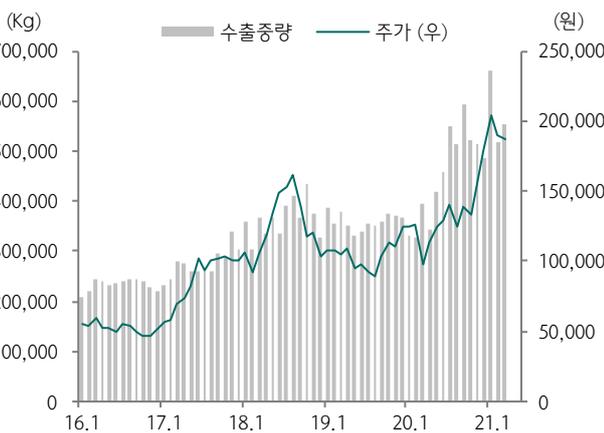
자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 37. 삼성전기 주가 vs 컴포넌트솔루션 영업이익



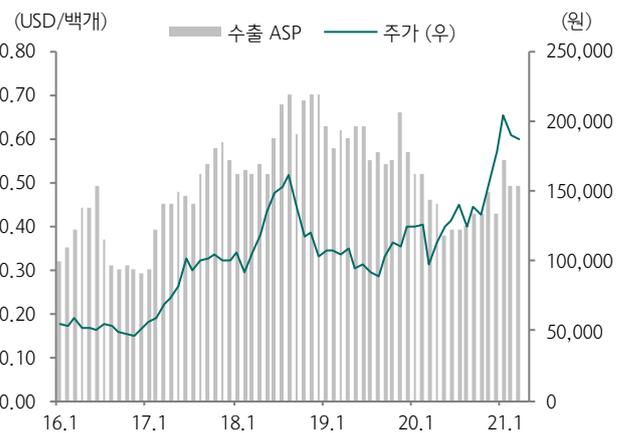
자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 38. 삼성전기 주가 vs 한국 Ceramic Capacitor 수출증량



자료: 한국무역협회, 하나금융투자

그림 39. 삼성전기 주가 vs 한국 Ceramic Capacitor ASP



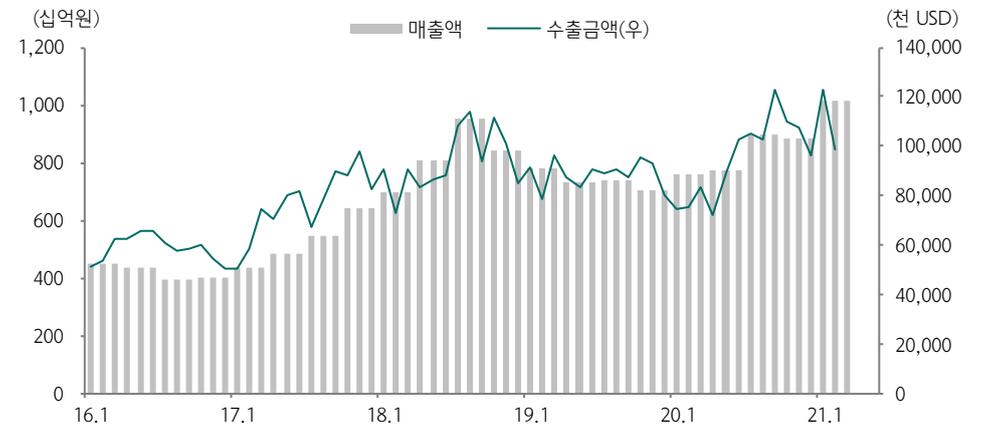
자료: 한국무역협회, 하나금융투자

한국 수출 데이터로
 월별 대응은 가능하지만,
 주가와 100% 동행이
 아니기 때문에
 즉각 대응은 부담

삼성전기의 컴포넌트솔루션 사업부 매출액과 한국 Ceramic Capacitor 수출금액의 상관계수는 지난 5년간 0.87에 달했다. 따라서 월별 수출금액을 잘 추종하면 삼성전기의 분기 매출액의 근사치가 추정 가능해진다. 뿐만 아니라 수출증량도 주가와 동행하기 때문에 월별 대응이 가능해지며, 수출금액 및 수출증량은 10일 단위로 잠정치가 발표되기 때문에 선행은 어렵지만, 한발 빠른 주가 대응도 가능할 것으로 판단된다. 다만, 월별 수출증량의 전월대비 증가와 감소가 주가의 흐름과 100% 동행하는 것이 아니기 때문에 유의미한 변동폭이 아니라면 즉각 대응하기가 부담스러운 것이 사실이다. 금번 주가 상승 또한 견조한 수출증량이 8개월 연속 지속되고 있는 상황이다. 즉, 수출증량 및 매출액은 주가에 동행 또는 후행할 수밖에 없어 현재의 주가 하락을 저가 매수의 기회로 활용할지 예단하기 쉽지 않다.

그림 40. 삼성전기의 컴포넌트솔루션 매출액과 한국 Ceramic Capacitor 수출금액 추이

상관계수 0.87



자료: 삼성전기, 한국무역협회, 하나금융투자

3) 일본 업체들의 수주 데이터 활용 방안

삼성전기와 Taiyo yuden의
주가 상관계수 0.93으로 높음

MLCC 업체인 삼성전기와 Taiyo Yuden의 주가는 2017년 이후 상관계수가 0.93에 달한다. 동일한 업황을 공유하고 있고, 전방산업 매출 비중이 그나마 유사하고, 고객과의 직접 계약을 통해 물량을 공급하는 비중이 절대적으로 높다는 공통점이 있다. Taiyo yuden과 Murata는 분기 실적발표 자료에서 Capacitor의 당분기 신규 수주액과 분기말 수주잔고액을 공유한다. 이를 통해서 수주 강도와 다음 분기 매출액 방향성에 대한 가시성을 높일 수 있다.

컴포넌트솔루션 매출액이 2018년을
초과하며 주가도 당시를 뛰어넘음

수주액과 수주잔고액이 동시에 증가했다는 것은 MLCC의 호황을 대변하기 때문에 다음 분기 실적 증가와 주가 상승이 동반될 가능성이 높아진다. 실제로 Taiyo Yuden은 2017년 이후 수주액과 수주잔고액이 동시에 전분기대비 증가한 분기 9번 중에 6번의 다음 분기 주가가 상승했다. 5월 13일 실적발표에서도 수주액과 수주잔고액 모두 전분기대비 증가하며 역대 최대치를 갱신했다. 하나금융투자는 다음 분기 실적 및 주가 모두 우상향할 가능성이 높을 것으로 전망한다.

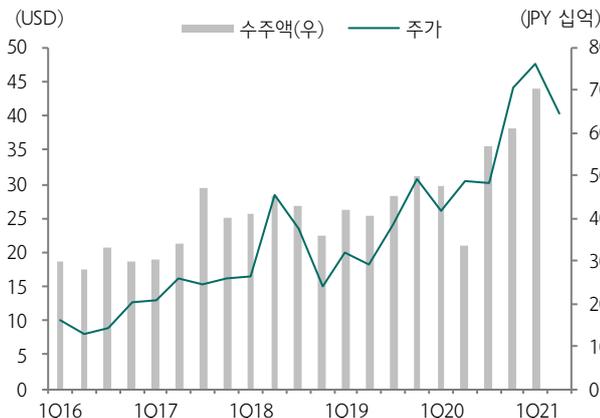
그림 41. 삼성전기의 컴포넌트솔루션 매출액과 한국 Ceramic Capacitor 수출금액 추이

상관계수 0.93



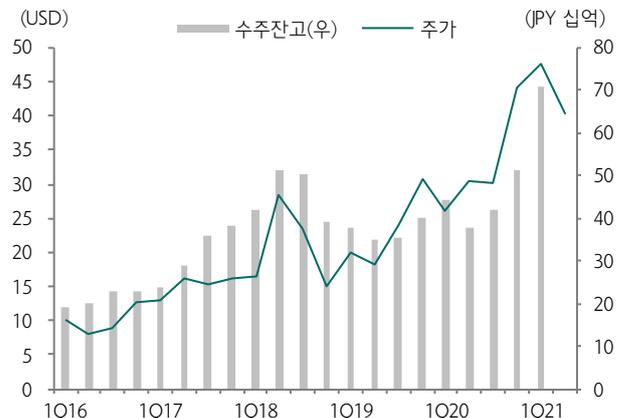
자료: 삼성전기, 한국무역협회, 하나금융투자

그림 42. Taiyo yuden 주가 vs 수주액



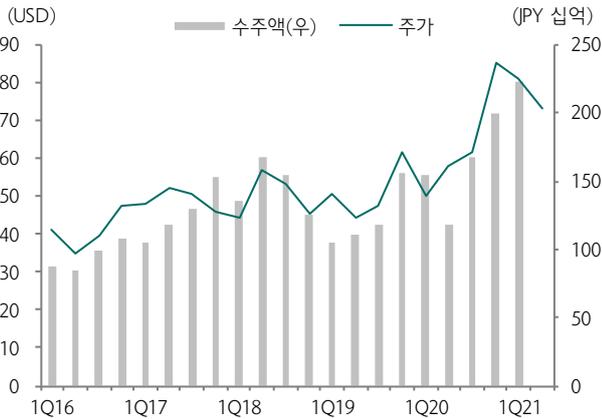
자료: Taiyo yuden, 하나금융투자

그림 43. Taiyo yuden 주가 vs 수주잔고액



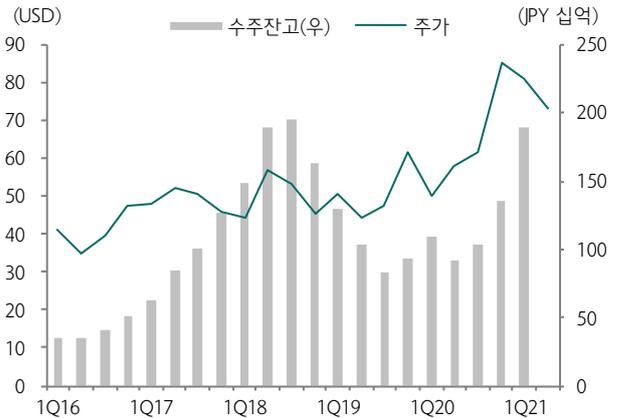
자료: Taiyo yuden, 하나금융투자

그림 44. Murata 주가 vs 수주액



자료: Taiyo yuden, 하나금융투자

그림 45. Murata 주가 vs 수주잔고액



자료: Taiyo yuden, 하나금융투자

표 1. 수주액과 수주잔고액이 동시에 전분기대비 증가한 경우 다음 분기 주가 상승 가능성 높음

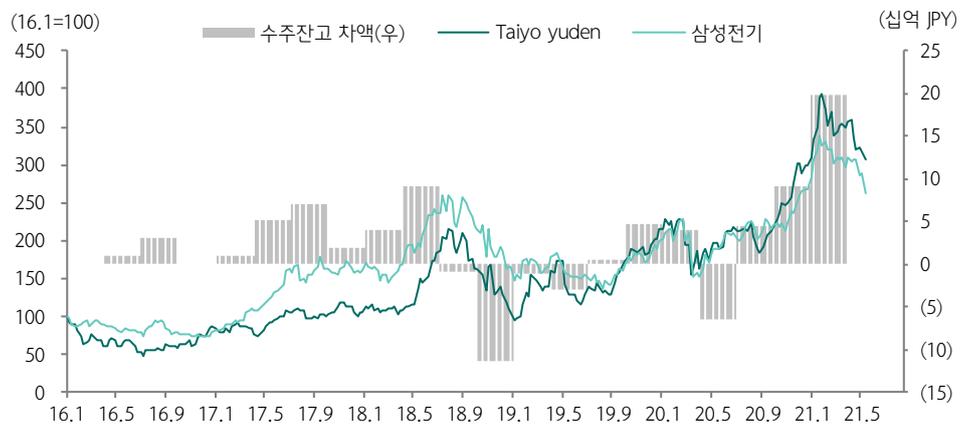
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
수주액	2%	11%	38%	-15%	2%	11%	-5%	-16%	17%	-4%	12%	10%	-4%	-30%	70%	7%	15%
수주잔고액	4%	22%	24%	6%	10%	22%	-2%	-22%	-3%	-8%	1%	14%	10%	-15%	12%	22%	39%
매출액	-4%	-6%	19%	3%	-9%	-1%	24%	0%	-10%	3%	7%	-1%	-5%	-11%	32%	2%	-2%
주가	0%	25%	-6%	5%	3%	72%	-17%	-36%	33%	-8%	31%	28%	-15%	17%	-2%	47%	8%

자료: Taiyo yuden, 하나금융투자

수주잔고액의 전분기대비 방향성이 전환되는 시점에서 주가 방향성 전환

수주잔고액은 다음 분기 실적에 대한 가시성이고, 다음 분기 실적이 좋다면 주가 역시 하락할 가능성은 낮을 것이다. 수주잔고액의 전분기대비 증가와 감소는 주가의 상승 반전과 하락 반전에 유용할 수 있다. 실례로 18년 3분기 삼성전기의 컴포넌트솔루션 실적이 최고에 도달할 때에 Taiyo yuden의 수주잔고액이 전분기대비 감소했고, 주가는 하락 반전 이후 그 폭이 확대되었다. 반대로 수주잔고액이 감소하다가 증가로 전환된 19년 3분기와 20년 3분기에는 주가의 상승 반전을 경험했다.

그림 46. Taiyo yuden의 전분기대비 수주잔고액 증감과 삼성전기와 Taiyo yuden의 주가 움직임



자료: 삼성전기, Taiyo yuden, 하나금융투자

4) 결론: 한국 수출 데이터와 일본 수주잔고액의 방향 전환

주가 중심으로 고민한 보고서

MLCC 업체들의 주가를 예상함에 있어 업체들의 실적 전망은 기본으로 하되, 다양한 데이터 활용 방안을 검토해 보았다. 주가에 정답이란 없지만, 최대한 가능성이 높은 의사 결정을 위해 주가 중심으로 보고서를 작성했다. 결론적으로 한국 수출 Data와 일본 업체의 수주잔고액의 방향 전환을 기반으로 주가의 상승, 하락 반전을 예상하는 것이 가능성을 높이는 방법이라는 판단이다. 매출액의 월 단위 점검과 직전 분기 수주잔고액의 방향 전환 등을 복합적으로 고려하면 주가 하락과 상승에 대응할 수 있을 것으로 기대된다.

최근의 주가 하락을 저가 매수로 활용

최근 삼성전기의 주가 하락은 반도체 공급 부족에 따른 중국 스마트폰의 출하 감소와 인도의 이동제한으로 스마트폰 수요에 대한 불확실성이 반영된 것으로 생각된다. 한국 Ceramic Capacitor의 4월 수출액은 전월대비 4% 증가했다. 일본 업체들의 수주잔고액 최대치 갱신과 전분기대비 유례 없이 큰 폭의 증가 규모는 다음 분기 하락 반전을 예상하기 쉽지 않다. 추세적인 하락보다는 단기 조정에 무게중심을 둔 투자전략을 추천한다.

표 2. 글로벌 MLCC 업체의 주요실적 및 밸류에이션 테이블

(단위: 백만달러,%,배)

		Murata	TDK	Taiyo Yuden	Yageo	삼성전기	삼화콘덴서
매출액	19년	14,044.0	12,590.6	2,577.7	1,337.1	6,902.3	218.5
	20년	14,863.7	13,019.7	2,717.9	2,298.5	6,969.7	205.9
	21년	15,342.5	13,691.0	2,873.4	3,532.3	8,287.1	250.0
영업이익	19년	2,227.5	1,124.5	353.3	259.8	636.0	32.0
	20년	2,751.2	912.9	354.7	593.5	704.0	23.0
	21년	2,893.2	1,098.2	384.8	901.8	1,058.5	37.1
순이익	19년	1,700.3	856.4	217.2	224.8	441.5	25.6
	20년	2,000.7	538.9	169.4	440.9	512.8	19.8
	21년	2,292.1	800.1	269.8	696.5	781.3	28.3
ROE	19년	11.7	7.5	9.6	13.2	9.8	21.2
	20년	12.1	8.9	10.8	22.4	10.5	14.3
	21년	13.4	11.7	13.6	28.6	14.1	17.0
PER	19년	31.6	22.6	29.9	39.0	29.2	24.4
	20년	26.8	35.9	38.2	22.0	25.1	31.8
	21년	19.8	16.3	18.8	14.7	16.7	22.3
PBR	19년	3.5	2.5	3.4	5.7	2.7	4.7
	20년	3.3	2.4	3.1	4.1	2.4	3.9
	21년	3.0	2.2	2.8	3.8	2.3	3.5
EV/EBITDA	19년	25.3	10.7	-	27.6	9.9	13.8
	20년	21.6	9.3	-	15.4	9.1	13.4
	21년	11.7	7.6	10.0	10.6	7.1	10.7

자료: Bloomberg, 하나금융투자

3. 패키지가판: 공급 부족 심각. 가격 상승 가능성 농후

1) 고부가 패키지가판의 공급 부족 심화

반도체의 고기능화/고집적화로 패키지가판 대면적화/고다층화 지속

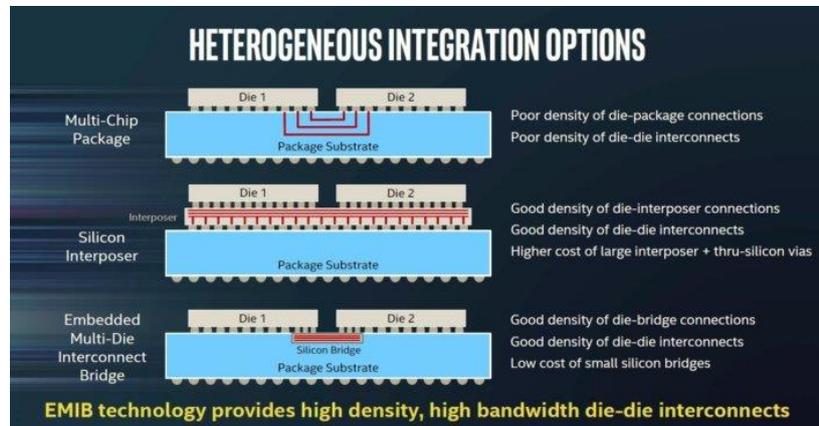
21년 하반기에도 패키지가판의 공급 부족이 지속될 전망이다. 패키지가판의 공급 능력이 증가하고 있음에도 불구하고, 타이트한 수급이 지속되는 이유는 반도체의 고기능화, 고집적화 때문이다. 이에 대응하기 위해 패키지가판은 대면적화, 고다층화가 지속되고 있다. 이는 기존 면적 기준의 생산 능력 잠식과 생산 시간 장기화를 야기한다. 뿐만 아니라 이중 칩을 조합하는 2.5D, 3D 패키지가기술의 접목으로 인해 기술 난이도가 올라가며 수율에 대한 변수도 상존하고 있다.

서버용 CPU는 면적과 층수는 PC용 CPU보다 넓고 높다

서버용 CPU는 노트북용 CPU보다 고성능이다. 실제로 서버용 CPU에 필요한 패키지가판을 공급할 수 있는 업체는 일본의 Ibiden, Shinko로 제한되어 있다. 반도체의 성능에 따른 패키지가판의 대면적화와 고다층화를 이해하기 쉽게 Intel의 CPU를 예로 들어 보겠다. 노트북용 i3 Processor의 FC-BGA 패키지가판 면적은 25 x 50mm이다. 층수는 4-2-4 구조로 총 10층이며, 입출력 단자를 위한 범핑 볼은 1,526개가 배치된다. 서버용 Xeon Silver Processor는 면적은 3배에 달하고, 층수는 8-2-8 구조로 18층이다. 범핑 볼 역시 5,000개로 노트북용 CPU대비 3배 넘게 필요하다. 이처럼 고성능, 고기능 제품용 패키지가판은 면적이 크고, 층수가 높기 때문에 기존 생산 능력을 잠식할 수밖에 없다.

그림 47. Intel의 2.5D 패키지가기술인 EMIB

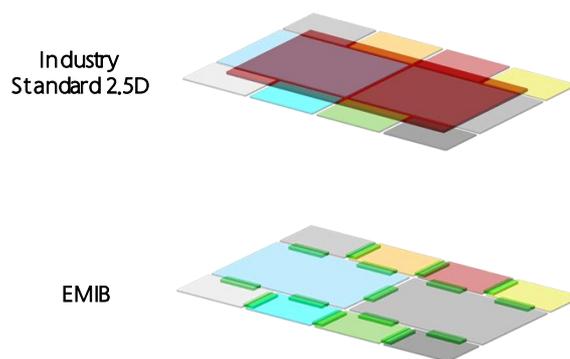
기존대비 우수한 연결성과 저비용



자료: Intel, 하나금융투자

그림 48. 표준 2.5D vs EMIB

기존대비 저비용인 이유

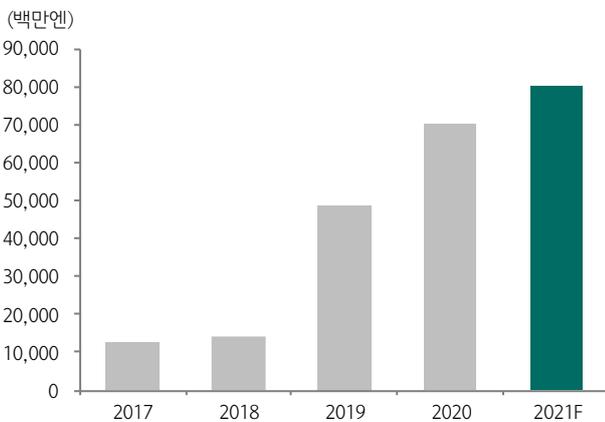


자료: Intel, 하나금융투자

Intel의 신규 CPU 대응을 위한
생산라인 전환과 창사 이래
최대 CAPEX

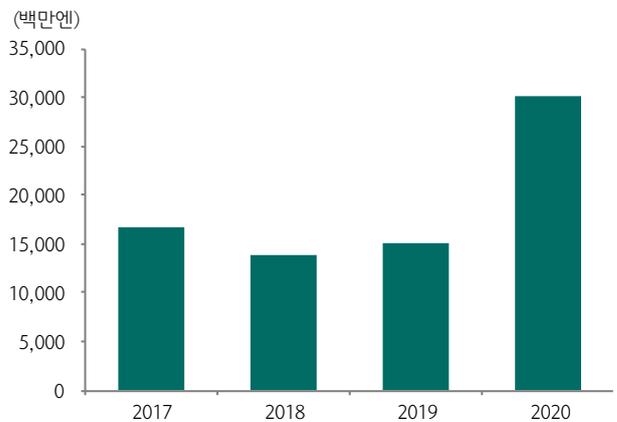
2019년 Ibiden과 Shinko가 Intel의 신규 CPU에 채용될 패키지기술에 대응하기 위해 FC-CSP 생산 라인을 FC-BGA 라인으로 전환했다. 그에 따라 FC-CSP 공급이 타이트해지면 서 삼성전기와 LG이노텍의 패키지기관 관련 수익성이 개선된 바 있다. Ibiden과 Shinko가 FC-BGA 생산능력에 집중한 이유는 신규 패키지기관이 기존대비 대면적화, 고다층화는 물론 칩과 칩 간의 연결을 위한 브릿지를 기관 안에 매립시켜야 하는 등 기술 난이도가 높았기 때문이다. 해당 패키지기관의 생산능력 확보를 위해 기존 라인의 전환과 창사 이래 최대 CAPEX 투자를 단행한 것이다. 해당 CAPA는 21년 1분기부터 일부 가동이 시작되었고, 새로운 서버 및 CPU용 패키지기관에 탑재될 것으로 추정된다. 추가로 2023년 양산을 목표로 투자를 집행하고 있어 Ibiden의 FC-BGA 집중 현상은 심화될 것으로 전망된다.

그림 49. Ibiden의 CAPEX 투자 계획



자료: Ibiden, 하나금융투자

그림 50. Shinko의 CAPEX 투자 계획



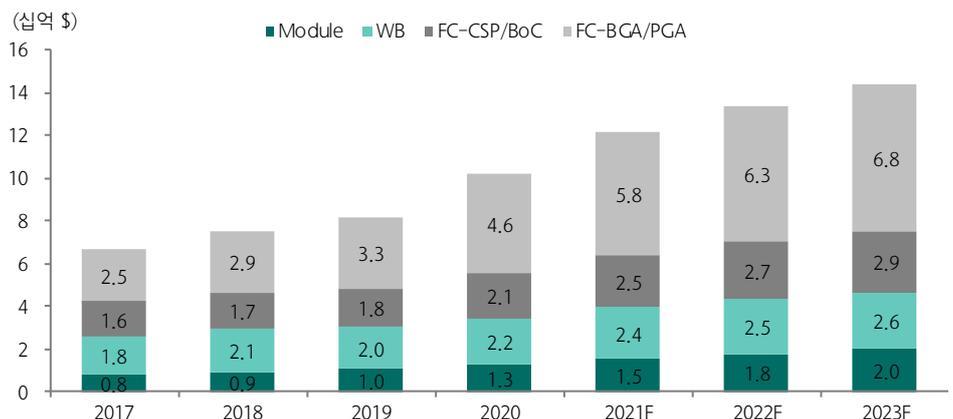
자료: Shinko, 하나금융투자

패키지기관 고성장 속에서도
FC-BGA 성장률이 양호

패키지기관 시장은 향후 수년간 외형성장 가시성이 높을 것으로 전망된다. 패키지기관 내에서도 CPU, GPU 등의 고성능 반도체에 필요한 FC-BGA의 성장률이 시장 전체 성장률을 상회할 것으로 예상된다. FC-BGA 시장은 2017년 25억 달러에서 2020년 46억 달러로 가파른 성장세를 시현했고, 2023년에는 68억 달러 시장으로 연평균 10% 이상의 성장률을 시현할 것으로 추정된다. 패키지기관 내에서의 비중도 2020년 45%에서 2023년 48%로 확대될 전망이다.

그림 51. 패키지기관 종류별 시장 전망

FC-BGA 시장 규모가 가장 크고
근 2~3년 외형 성장 가시성이 높다



자료: 업계 자료, 하나금융투자

2) 삼성전기와 LG이노텍: 공급 부족에 따른 판가 상승과 RF향 수요 증가 수혜

삼성전기: FC-CSP, FC-BGA, RF향 SiP 기판 등 다방면에서 호실적

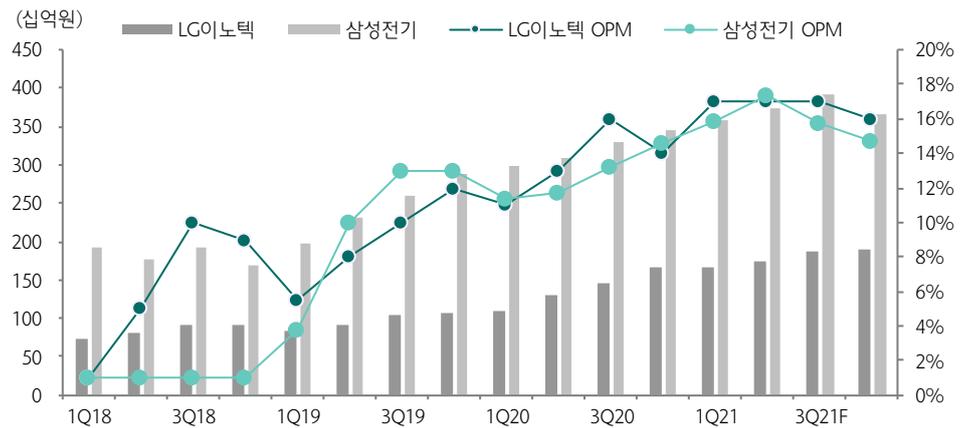
국내 패키지기판 업체들도 시장의 성장 수혜를 같이 누리고 있다. 삼성전기는 삼성전자향 AP로 공급하는 FC-CSP 시장에서 Ibiden의 반사 수혜를 누리고 있을 뿐만 아니라, PC용 CPU 시장에서도 성과를 내고 있다. 뿐만 아니라 LG이노텍과 함께 5G RF향 패키지기판을 선점하며 추가적인 외형 성장 가시성도 확보한 상황이다. 2021년 매출액은 전년대비 16% 증가할 것으로 전망되며, 영업이익률은 15% 이상의 고수익성이 유지될 것으로 전망된다.

LG이노텍: RF향 SiP 기판 글로벌 1위

LG이노텍의 패키지기판 성과도 양호하다. 출하량은 2018년부터 전년대비 증가세로 전환되었고, 일본 업체들이 FC-CSP를 축소시킨 이후인 2019년부터는 평균판매가격도 상승하기 시작했다. 이를 통해 매출액과 수익성이 동반 개선되기 시작했고, 2020년에는 RF향 SiP 기판을 중심으로 CAPA를 50% 증설했다. 2020년 연간 패키지기판 매출액은 전년대비 43% 증가한 5,513억원을 기록했고, 2021년은 30% 증가한 7,180억의 매출액이 전망된다. 동기간 영업이익률은 14%에서 17%로 개선될 것으로 추정된다.

그림 52. 삼성전기와 LG이노텍의 패키지기판 매출액과 수익성 전망

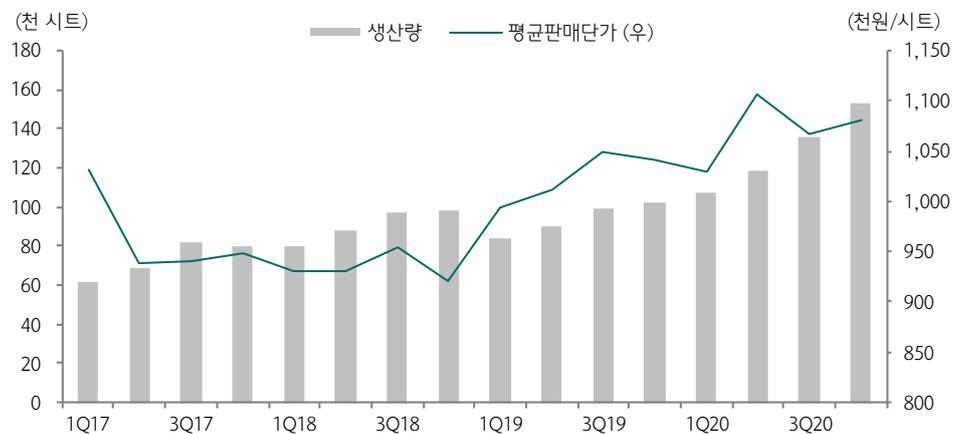
삼성전기, LG이노텍의 패키지기판 사업부는 확실하게 수익성 레벨업



자료: 각사, 하나금융투자

그림 53. LG이노텍의 패키지기판 출하량과 ASP 추이

LG이노텍 패키지기판의 수익성 개선 원인



자료: LG이노텍, 하나금융투자

RF향 SiP 패키지가 판은
통신기술의 진화로 대면적,
고다층화

RF 관련 SiP 패키지가 판은 증폭기, 필터, 스위치 외에도 관련된 다양한 부품들을 패키징한다. 통신기술의 진화로 인해 다양한 광역대의 주파수에 대응해야 하는데, 휴대폰 내에서의 실장 공간은 축소되기 때문에 RF용 패키지가 판도 BGA 방식으로 변경된다. 5G 스마트폰에 필요한 SiP 패키지가 판도 RF 관련된 반도체와 부품의 탑재가 많아지면서 면적이 커지고, 층수도 높아진다.

mmWave 5G에는 독자적 AiP 필요

mmWave 5G 스마트폰에는 24~39GHz라는 고대역 주파수에서 제대로 작동하기 위해 보다 정교한 AiP 설계 및 제작이 필요하다. mmWave는 트랜시버와 안테나 사이의 거리를 최소화해야 하기 때문에 고유의 AiP SiP가 필요하다. Apple의 iPhone 12에는 Qualcomm의 칩셋과 모듈로 구성된 mmWave AiP가 탑재되었다. AiP 패키지가 판은 16개의 층수로 구성되어 있으며 상대적으로 고밀도 8층은 트랜시버, 저밀도 8층은 안테나가 탑재된 것으로 파악된다.

외형 성장 가시성 높은 RF 영역에서
의 선점 효과는 일본과의 차별화

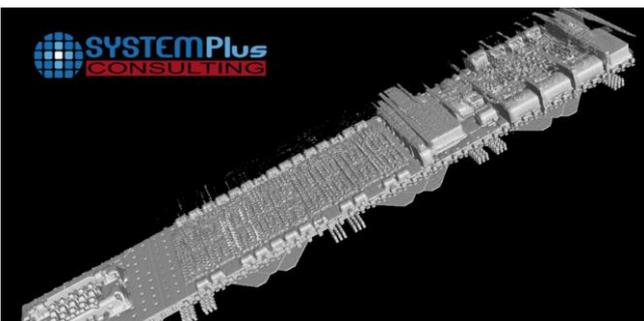
이처럼 국내 패키지가 판 선도 업체들의 실적은 RF향 선점 효과와 일본 업체들의 FC-BGA 집중으로 인해 단기간에 유의미한 성과를 거두었다. 패키지가 판은 공급 부족에 따른 판가 인상 가능성이 높아 현재 전망치를 상향할 가시성도 확보했다. 5G RF향 패키지가 판은 향후 외형성장 가시성이 높은 만큼 추가 투자를 통해 해당 시장에서의 경쟁력을 유지할 것으로 판단된다.

그림 54. 5G RF 반도체 칩 개념도



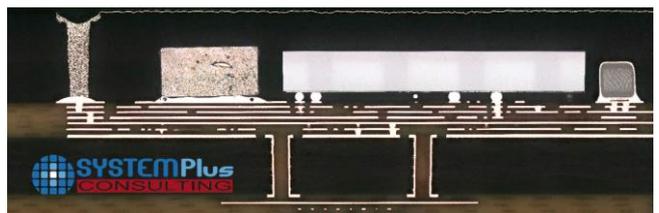
자료: Skyworks, 하나금융투자

그림 55. Qualcomm의 2세대 mmWave Chipset



자료: System Plus Consulting, 하나금융투자

그림 56. Qualcomm의 2세대 mmWave Chipset 단면도



자료: System Plus Consulting, 하나금융투자

3) 중소형 패키지기판 업체: DDR5 전환 효과와 글로벌 비메모리 고객사 확보

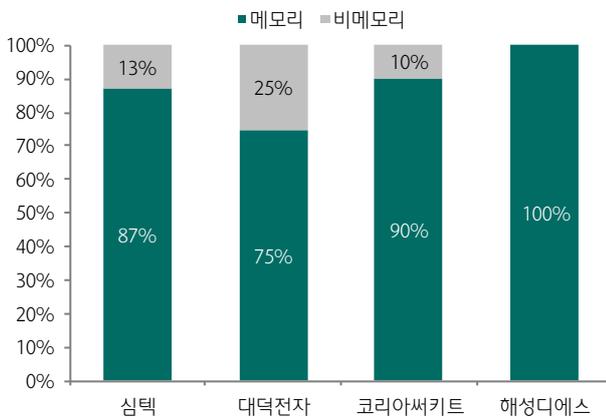
2022년부터 DDR5 전환 효과 본격화

국내 중소형 패키지기판 업체들은 메모리향 패키지기판이 주력이기 때문에 일본 업체들의 CAPA 전환과 최근의 극심한 공급 부족에 대한 수혜 강도가 낮다. 다만, 2020년부터 시작된 GDDR6 전환, 2021년 진행중인 LPDDR5 전환, 2022년 본격화될 DDR5 전환이라는 모멘텀이 존재한다. 각 DRAM의 사양 변경으로 인해 패키지기판의 면적이 커지고, 층수가 높아지면서 가격이 상승하는 것으로 파악된다. 글로벌 패키지기판 업체와는 다른 독자의 투자포인트를 확보하고 있다.

글로벌 비메모리 고객사 매출 확대로 밸류에이션 재평가 가능성 확보

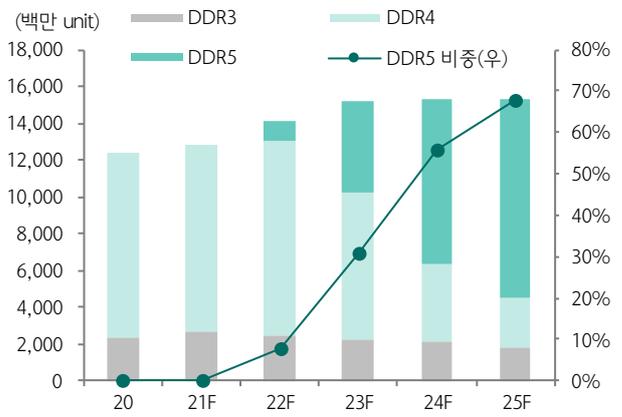
국내 중소형 패키지기판 업체들은 20년 하반기에서 21년 연초 사이에 글로벌 비메모리 고객사와의 계약을 통해 증설을 진행했다. 대덕전자는 20년 7월 900억원, 21년 3월 700억원의 FC-BGA 신규 시설 투자를 공시했다. 심텍은 21년 2월 400억원의 SiP 기판 시설 투자를 공시했다. 코리아씨키트는 20년 7월에 계약기간 6년, 월 수주량 최대 4,000㎡ 장기 공급 계약 체결을 공시했다. 이를 통해 21년 하반기 중에 해당 매출액이 개시될 것으로 예상되며, 2022년에 전망되는 매출액은 대덕전자가 1,000억원 내외, 심텍이 300억원 이상, 코리아씨키트가 2,000억원 이상이다. 비메모리향 매출 확대는 국내 패키지기판 업체들의 밸류에이션을 상향시킬 수 있을 것으로 판단한다.

그림 57. 국내 패키지기판 주요 4사의 패키지기판 내 메모리 비중



자료: 각사, 하나금융투자

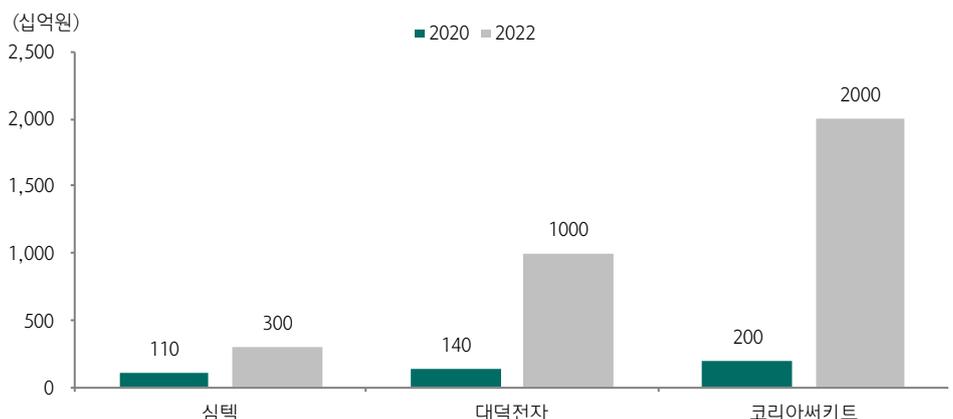
그림 58. DDR5 전환 전망



자료: 심텍, 하나금융투자

그림 59. 국내 중소형 패키지기판 업체들 비메모리향 매출액 전망 (20년 vs 22년)

글로벌 비메모리 고객사 확보로 해당 매출액 확대 예상



자료: 각사, 하나금융투자

표 3. 글로벌 패키징업체의 주요실적 및 밸류에이션 테이블

(단위: 백만달러,%,배)

		lbiden	Shinko	Unimicron	Kinsus	삼성전기	LG이노텍
매출액	19년	2,691.8	1,306.2	2,671.6	722.7	6,902.3	7,126.5
	20년	2,896.2	1,654.0	2,985.2	920.4	6,969.7	8,101.5
	21년	3,331.5	1,930.3	3,354.5	1,119.5	8,287.1	9,792.9
영업이익	19년	148.9	2.6	113.1	-53.4	636.0	408.9
	20년	318.7	170.1	136.4	45.5	704.0	578.2
	21년	409.0	255.4	243.4	104.8	1,058.5	749.3
순이익	19년	111.8	-4.6	105.5	-65.6	441.5	87.8
	20년	231.4	127.6	185.5	18.4	512.8	200.5
	21년	225.9	153.8	226.3	72.6	781.3	486.6
ROE	19년	3.5	1.9	7.6	-7.6	9.8	4.7
	20년	8.2	8.7	11.8	2.1	10.5	10.2
	21년	10.6	13.0	12.0	6.8	14.1	20.1
PER	19년	61.7	-	45.1	-	29.2	50.6
	20년	29.8	34.3	25.7	95.8	25.1	22.1
	21년	22.0	23.0	21.4	25.1	16.7	9.2
PBR	19년	2.8	3.4	3.2	2.1	2.7	2.3
	20년	2.6	3.2	2.8	1.9	2.4	2.0
	21년	2.4	2.9	2.7	1.8	2.3	1.7
EV/EBITDA	19년	18.4	20.8	13.4	19.2	9.9	6.5
	20년	11.3	14.8	12.2	8.4	9.1	4.9
	21년	7.5	8.4	9.2	6.6	7.1	3.8

자료: Bloomberg, 하나금융투자

4. 투자전략: 가격 상승 가능한 업종에 주목

대형주: 삼성전기, LG전자 / 중소형주: 심텍, 해성디에스, 서울반도체

21년 2분기 물량 제한 속에
가격 상승 가능한 업종군 찾기

공급 부족과 믹스 개선

21년 2분기는 IT 전반적으로 반도체 공급 부족에 따른 물량 제한이 불가피한 상황이다. 세트 업체들은 이를 타개하기 위해 최대한 제품 믹스를 개선시키려는 노력을 할 것으로 판단된다. 그에 따라 상대적으로 고가의 부품들을 확보하려는 하면 부품 업체들의 제품 믹스도 개선될 가능성이 높을 것으로 추정된다. 실제로 21년 1분기에 삼성전기의 MLCC와 해성디에스의 리드프레임은 Blended ASP가 상승했다. 2분기에 추가적인 상승이 없더라도 유지만 된다면, 양호한 실적이 지속될 것으로 전망된다. 또한, 해당 부품의 공급 부족에도 주목할 필요가 있다. MLCC와 패키지기판 모두 공급이 부족한 상황인데, 특히 고부가 패키지기판의 공급 부족이 심한 것으로 파악되어 가격 상승 가능성이 높후하다.

대형주는 삼성전기, LG전자

대형주 중에서 삼성전기와 LG전자를 추천한다.

삼성전기는 MLCC와 패키지기판 모두 공급 부족으로 인해 가격 상승 가능성에 상존한다. 최근의 주가 하락이 우려스러운 상황이지만, 월 수출 데이터의 흐름과 Taiyo yuden의 수주 잔고액을 감안했을 때 아직 고점을 논하기에는 이른 시점이라는 판단이다.

LG전자는 프리미엄 가전과 OLED TV로 제품 믹스를 개선하고 있어 해당 업황이 침체되더라도 동종업체대비 선방할 가능성이 높다. 또한 VS부문의 흑자전환 시점이 임박해 있어 밸류에이션 재평가가 언제든 가능하기 때문에 보유 전략이 필요하다.

중소형주는 전분기대비 증익하는
심텍, 해성디에스, 서울반도체

중소형주 중에서는 심텍, 해성디에스, 서울반도체를 추천한다.

심텍과 해성디에스는 패키지기판이라는 업황을 공유하고 있다. 21년 2분기 서버 수요가 양호한 것으로 파악되어, 전반적인 IT 세트의 출하 부진 속에서 전분기대비 실적이 증가할 것으로 전망된다. 심텍은 하반기에 글로벌 비메모리 고객사향 매출 확대 개시, 2022년에 DRAM 사양 변경 수혜가 기다리고 있고, 저평가 매력도 확보했다.

해성디에스는 상반기 구리 가격 상승으로 수익성 개선폭이 아쉬울 수 있지만, 하반기로 갈수록 평가 전가에 의한 수익성 개선 방향성은 확실하다. 구리 가격이 안정화된다면, 추가적인 개선 여력도 상존한다.

서울반도체는 미중 무역 분쟁 속에서 업계 구조조정 이후에 점유율이 확대된 것으로 추정된다. 이를 기반으로 전년 대비 외형 성장과 증익이 지속될 것으로 전망되는데, 하반기에는 미니LED 모멘텀도 기다리고 있다. 또한 2021년 영업이익 1,001억원으로 최대치를 갱신하는데, 주가는 2017년 981억원에 기록했던 32,450원보다 낮은 20,150원에 불과해 비중확대 전략을 추천한다.

표 10. Top Picks 및 관심종목 주요 실적 및 투자지표

		삼성전기	LG이노텍	LG전자	심텍	해성디에스	비에이치	와이솔	서울반도체
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
변경 여부		유지	유지	유지	신규	유지	유지	유지	유지
목표주가 (원)		290,000	235,000	225,000	28,000	47,000	23,000	21,000	28,000
변경 여부		유지	유지	유지	신규	유지	유지	유지	유지
매출액	19	6,902.3	7,126.5	53,483.6	858.6	363	562.1	317.9	967.5
(십억원)	20F	6,969.7	8,101.5	53,712.9	1,020.0	381	612.5	293.0	979.4
	21F	8,287.1	9,792.9	61,837.3	1,123.1	421	791.3	357.4	1,189.8
영업이익	19	636.0	408.9	2,091.2	-15.4	27	53.7	34.3	42.5
(십억원)	20F	704.0	578.2	2,712.7	76.2	27	28.9	15.7	50.7
	21F	1,058.5	749.3	3,539.3	106.0	39	69.0	38.9	83.7
순이익	19	441.5	87.8	26.9	-25.7	21	51.0	31.3	31.9
(십억원)	20F	512.8	200.5	1,671.2	60.5	18	18.1	16.1	24.1
	21F	781.3	486.6	2,217.3	80.2	29	61.1	28.6	56.8
EPS (원)	19	5.9	3.7	0.2	-1.2	1,226	1.5	0.9	0.5
	20F	6.9	8.5	10.2	2.0	1,078	0.5	0.6	0.4
	21F	10.3	20.3	12.5	2.4	1,696	1.8	1.0	1.0
BPS (원)	19	62.8	80.7	75.7	5.9	10.6	8.0	10.7	10.0
	20F	72.7	94.2	86.6	8.3	14.7	9.4	11.2	11.1
	21F	76.5	112.6	90.1	10.4	9.4	10.3	11.8	11.7
ROE (%)	19	9.8	4.7	0.2	-19.6	11,549	24.2	10.1	5.3
	20F	10.5	10.2	12.0	25.1	12,267	8.7	1.0	2.6
	21F	14.1	20.1	14.3	26.5	13,590	19.9	8.9	8.7
PER (x)	19	29.2	50.6	853.4	-	1.1	10.8	12.6	31.1
	20F	25.1	22.1	13.7	9.8	1.3	29.3	20.5	41.1
	21F	16.7	9.2	11.2	8.2	1.2	8.7	11.2	17.4
PBR (x)	19	2.7	2.3	1.9	3.4	11.0	2.0	1.1	1.7
	20F	2.4	2.0	1.6	2.4	9.1	1.7	1.0	1.5
	21F	2.3	1.7	1.6	1.9	13.1	1.6	1.0	1.5

자료: 각사, 하나금융투자

Top Picks

삼성전기 (009150)	29
LG전자 (066570)	33
심텍 (222800)	37
해성디에스 (195870)	41
서울반도체 (046890)	45

2021년 5월 18일

삼성전기(009150)

주가 낙폭 과대, 이성적으로 접근 필요

글로벌 MLCC 업체들과 함께 주가 약세

삼성전기는 2021년 MLCC의 펀더멘털 레벨업에 의한 역대 최대 영업이익 갱신에도 불구하고 21년 1월 고점대비 5월 14일 기준 주가가 24% 하락했다. 삼성전기뿐만 아니라 글로벌 MLCC 업체들의 주가가 모두 직전 고점대비 24% 내외 하락한 상황이다. 21년 2분기 스마트폰 시장의 둔화와 하반기 수요에 대한 불확실성이 주요인으로 판단된다.

2018년과 비교시에 아직 정점을 논하기는 어렵다고 판단

주가는 업황을 선반영하기 때문에 최근의 주가 하락은 업황의 부진을 미리 반영하고 있다고 해석할 수 있다. 주가가 선행하는 개월 수를 특정짓기는 어렵지만, 2018년 사례를 보면 주가의 고점이 실적의 정점과 거의 동행했다. 삼성전기의 분기 실적은 18년 3분기가 정점이었는데, 주가는 18년 7~8월에 고점을 형성했다. 다만, 분기 실적은 10월말에 확인되기 때문에 주가가 2~3개월 선행한 것이다. 해당 시점에 한국 수출 데이터도 고점을 형성했고, Taiyo yuden의 수주잔고액은 전분기대비 감소세로 전환되었다. 3분기 수요에 대한 불확실성이 있지만, 가격 상승이 동반되지 않은 현재 업황에서는 2분기대비 3분기 물량 감소 가능성이 낮기 때문에 실적 또한 증익할 가능성이 높다. 일본 수주잔고액의 전분기대비 차이도 너무 큰 규모라 1개 분기만에 감소로 전환되기 어려운 상황이다. 현재의 주가 하락은 단기 급등에 의한 조정 구간일 가능성이 높다고 판단되어 매수 기회로 활용할 것을 추천한다.

MLCC와 패키지가판은 중장기 구조적 성장의 초입

삼성전기에 대한 투자이견 'BUY', 목표주가 290,000원을 유지한다. MLCC는 펀더멘털 레벨업으로 영업이익률 20%에 안착하며 실적의 눈높이를 높여나가고 있다. 5G 스마트폰, 전장화 등으로 대당 탑재량이 증가하는 중장기 그림에도 이견의 여지가 없다. 패키지가판은 고부가제품 중심으로 공급 부족이 심한 상황인데, 수요 단에서 증가 추세가 구조적으로 발생하고 있다. 이를 기반으로 MLCC와 패키지가판 모두 향후 수년간 구조적 성장을 즐길 것으로 판단된다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 290,000원 | CP(5월17일): 164,500원

Key Data		Consensus Data	
		2021	2022
KOSPI 지수 (pt)	3,134.52		
52주 최고/최저(원)	217,000/119,000	매출액(십억원)	9,165.2 9,832.4
시가총액(십억원)	12,287.1	영업이익(십억원)	1,272.1 1,377.0
시가총액비중(%)	0.56	순이익(십억원)	957.8 1,042.0
발행주식수(천주)	74,693.7	EPS(원)	11,925 13,002
60일 평균 거래량(천주)	533.8	BPS(원)	86,858 98,754
60일 평균 거래대금(십억원)	99.4		
21년 배당금(예상, 원)	1,400	Stock Price	
21년 배당수익률(예상, %)	0.75		
외국인지분율(%)	32.24		
주요주주 지분율(%)			
삼성전자 외 5인	23.88		
국민연금공단	9.94		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(15.0) 7.5 37.7		
상대	(13.2) (12.9) (15.4)		

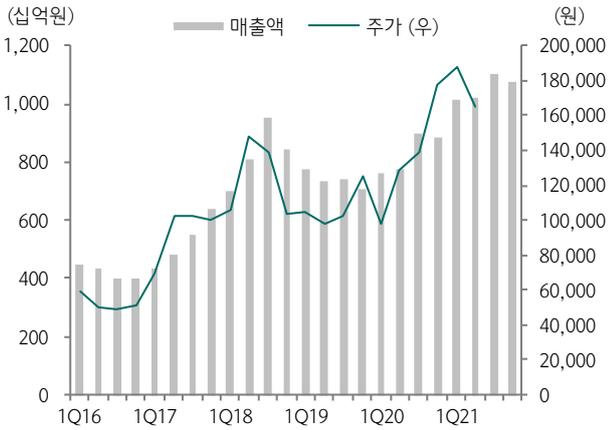
Financial Data						
투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	7,718.3	8,208.7	9,187.3	10,037.6	11,234.1
영업이익	십억원	740.9	829.1	1,342.2	1,537.5	1,699.0
세전이익	십억원	696.1	782.9	1,341.3	1,446.0	1,680.9
순이익	십억원	514.3	604.0	968.2	1,071.8	1,273.6
EPS	원	6,627	7,783	12,477	13,812	16,412
증감율	%	(21.64)	17.44	60.31	10.70	18.82
PER	배	18.86	22.87	13.18	11.91	10.02
PBR	배	1.79	2.33	1.88	1.65	1.43
EV/EBITDA	배	6.69	8.43	6.63	5.69	4.91
ROE	%	10.18	10.92	15.61	15.06	15.56
BPS	원	69,996	76,275	87,387	99,834	114,881
DPS	원	1,100	1,400	1,400	1,400	1,400



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

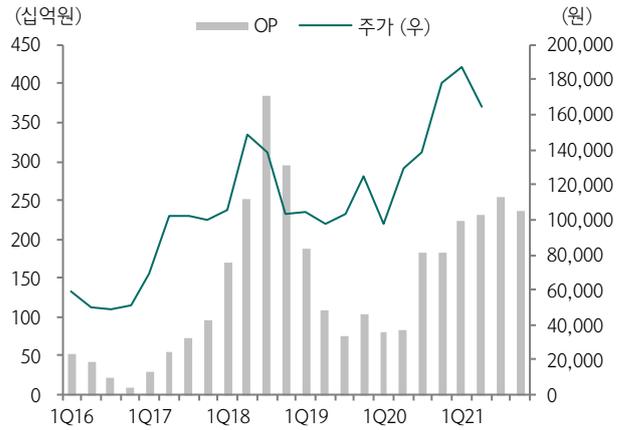
RA 김정현
02-3771-7056
Junghyun.kim@hanafn.com

그림 1. 삼성전기 주가 vs 컴포넌트솔루션 매출액



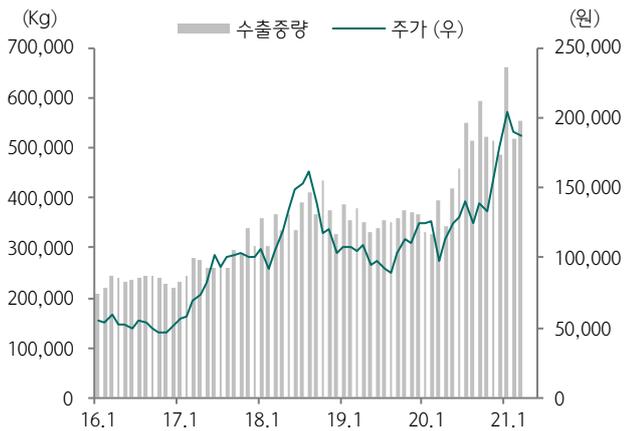
자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 2. 삼성전기 주가 vs 컴포넌트솔루션 영업이익



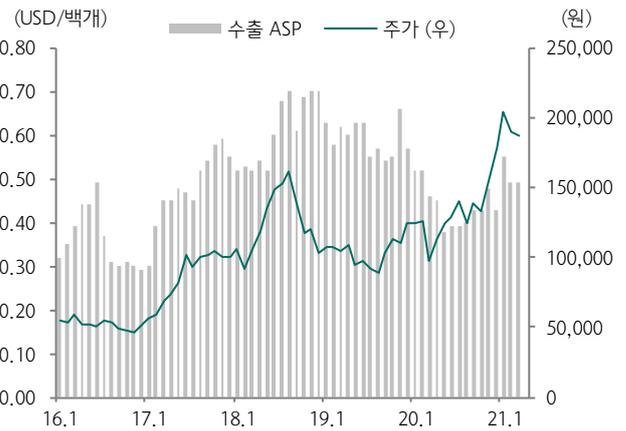
자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 3. 삼성전기 주가 vs 한국 Ceramic Capacitor 수출중량



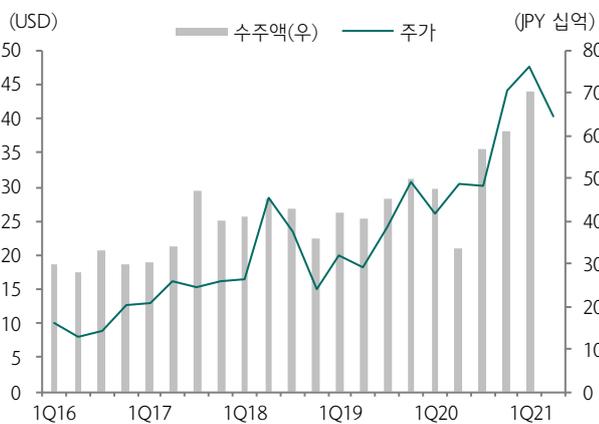
자료: 한국무역협회, 하나금융투자

그림 4. 삼성전기 주가 vs 한국 Ceramic Capacitor ASP



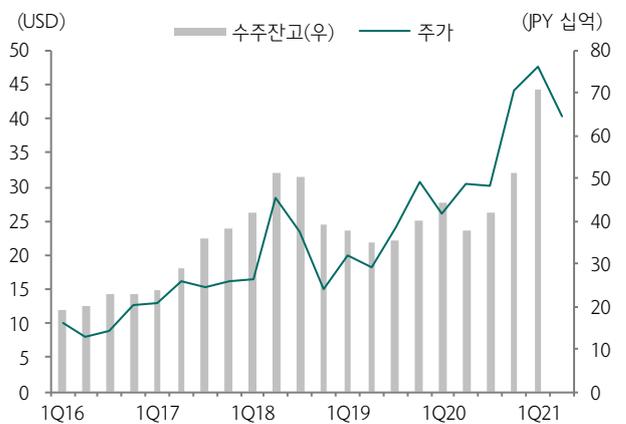
자료: 한국무역협회, 하나금융투자

그림 5. Taiyo yuden 주가 vs 수주액



자료: Taiyo yuden, 하나금융투자

그림 6. Taiyo yuden 주가 vs 수주잔고액



자료: Taiyo yuden, 하나금융투자

표 1. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망

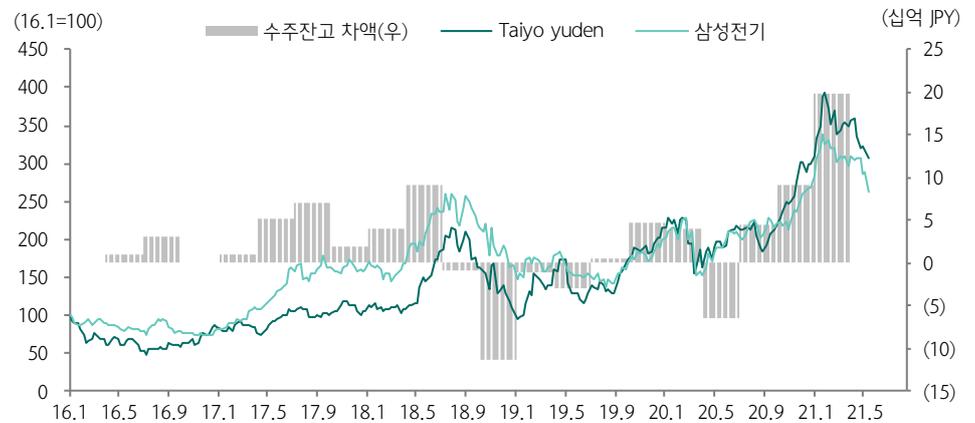
(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	2,135.8	1,757.6	2,228.9	2,086.4	2,371.9	2,129.0	2,409.6	2,276.8	8,208.7	9,187.3	10,037.6
증감률 (YoY)	9.6%	-4.2%	4.6%	16.6%	11.1%	21.1%	8.1%	9.1%	6.7%	11.9%	9.3%
증감률 (QoQ)	19.4%	-17.7%	26.8%	-6.4%	13.7%	-10.2%	13.2%	-5.5%			
컴포넌트 솔루션	857.6	839.6	983.1	964.5	1,088.4	1,093.3	1,179.8	1,147.8	3,644.8	4,509.3	5,050.4
모듈 솔루션	894.5	550.2	785.8	535.9	841.3	619.6	740.1	593.9	2,802.5	2,794.8	2,934.6
기판 솔루션	383.7	367.8	452.0	557.9	442.2	416.1	489.7	535.1	1,761.5	1,883.1	2,052.6
영업이익	163.6	105.4	307.4	252.7	331.5	295.9	379.6	335.2	829.1	1,342.2	1,542.3
증감률 (YoY)	-32.1%	-35.6%	62.8%	73.2%	102.6%	180.7%	23.5%	32.6%	11.9%	61.9%	14.9%
증감률 (QoQ)	12.1%	-35.6%	191.6%	-17.8%	31.2%	-10.7%	28.3%	-11.7%			
컴포넌트 솔루션	89.6	87.8	194.5	191.3	233.1	240.2	264.0	246.6	563.3	983.9	1,111.1
모듈 솔루션	65.3	3.5	74.1	5.9	71.0	15.5	51.1	29.7	149.6	167.4	205.4
기판 솔루션	8.6	14.1	38.8	54.7	27.4	40.1	64.4	59.0	116.2	190.9	225.8
영업이익률	7.7%	6.0%	13.8%	12.1%	14.0%	13.9%	15.8%	14.7%	10.1%	14.6%	15.4%
컴포넌트 솔루션	10.5%	10.5%	19.8%	19.8%	21.4%	22.0%	22.4%	21.5%	15.5%	21.8%	22.0%
모듈 솔루션	7.3%	0.6%	9.4%	1.1%	8.4%	2.5%	6.9%	5.0%	5.3%	6.0%	7.0%
기판 솔루션	2.3%	3.8%	8.6%	9.8%	6.2%	9.6%	13.2%	11.0%	6.6%	10.1%	11.0%

주: WiFi 모듈 매각으로 재무제표 불일치

자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 7. Taiyo yuden의 전분기대비 수주잔고액 증감과 삼성전기와 Taiyo yuden의 주가 움직임



자료: 삼성전기, Taiyo yuden, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	7,718.3	8,208.7	9,187.3	10,037.6	11,234.1
매출원가	5,730.0	6,269.0	6,840.8	7,415.4	8,299.3
매출총이익	1,988.3	1,939.7	2,346.5	2,622.2	2,934.8
판매비	1,247.4	1,110.6	1,004.3	1,084.7	1,235.8
영업이익	740.9	829.1	1,342.2	1,537.5	1,699.0
금융손익	(58.6)	(37.5)	(24.3)	(21.5)	(18.1)
종속/관계기업손익	11.9	9.9	23.5	(70.0)	0.0
기타영업외손익	1.8	(18.6)	0.0	0.0	0.0
세전이익	696.1	782.9	1,341.3	1,446.0	1,680.9
법인세	71.1	167.2	301.7	361.5	392.2
계속사업이익	625.0	615.8	1,039.6	1,084.5	1,288.7
중단사업이익	(96.9)	8.0	(59.9)	0.0	0.0
당기순이익	528.0	623.8	979.7	1,084.5	1,288.7
비지배주주지분 순이익	13.8	19.8	11.5	12.7	15.1
지배주주순이익	514.3	604.0	968.2	1,071.8	1,273.6
지배주주지분포괄이익	540.6	570.5	991.0	1,097.1	1,303.6
NOPAT	665.2	652.1	1,040.3	1,153.1	1,302.6
EBITDA	1,611.0	1,670.3	2,158.9	2,368.4	2,541.7
성장성(%)					
매출액증가율	(3.55)	6.35	11.92	9.26	11.92
NOPAT증가율	(22.00)	(1.97)	59.53	10.84	12.97
EBITDA증가율	(14.60)	3.68	29.25	9.70	7.32
영업이익증가율	(35.57)	11.90	61.89	14.55	10.50
(지배주주)순이익증가율	(21.62)	17.44	60.30	10.70	18.83
EPS증가율	(21.64)	17.44	60.31	10.70	18.82
수익성(%)					
매출총이익률	25.76	23.63	25.54	26.12	26.12
EBITDA이익률	20.87	20.35	23.50	23.60	22.62
영업이익률	9.60	10.10	14.61	15.32	15.12
계속사업이익률	8.10	7.50	11.32	10.80	11.47

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	3,507.5	4,150.3	5,201.5	6,031.6	7,353.9
금융자산	859.9	1,533.5	2,082.4	2,700.4	3,724.0
현금성자산	803.8	1,479.8	2,017.5	2,629.4	3,644.6
매출채권	976.0	943.8	1,140.5	1,246.0	1,394.6
재고자산	1,271.3	1,337.9	1,616.7	1,766.4	1,976.9
기타유동자산	400.3	335.1	361.9	318.8	258.4
비유동자산	5,166.7	5,075.2	5,178.0	5,257.6	5,329.7
투자자산	258.9	294.6	314.1	324.6	339.3
금융자산	190.6	222.1	226.6	228.9	232.3
유형자산	4,514.5	4,424.4	4,535.5	4,626.9	4,702.0
무형자산	141.2	138.3	110.4	88.1	70.4
기타비유동자산	252.1	217.9	218.0	218.0	218.0
자산총계	8,674.2	9,225.5	10,379.4	11,289.2	12,683.5
유동부채	1,850.4	1,914.9	2,170.2	2,088.1	2,280.9
금융부채	760.1	625.4	625.4	406.2	406.2
매입채무	263.0	434.5	525.1	573.7	642.0
기타유동부채	827.3	855.0	1,019.7	1,108.2	1,232.7
비유동부채	1,393.7	1,400.2	1,425.0	1,438.3	1,457.0
금융부채	1,251.3	1,281.3	1,281.3	1,281.3	1,281.3
기타비유동부채	142.4	118.9	143.7	157.0	175.7
부채총계	3,244.2	3,315.1	3,595.2	3,526.4	3,737.9
지배주주지분	5,285.0	5,772.3	6,634.6	7,600.5	8,768.2
자본금	388.0	388.0	388.0	388.0	388.0
자본잉여금	1,045.2	1,045.2	1,045.2	1,045.2	1,045.2
자본조정	(146.7)	(146.7)	(146.7)	(146.7)	(146.7)
기타포괄이익누계액	425.7	412.5	412.5	412.5	412.5
이익잉여금	3,572.9	4,073.3	4,935.6	5,901.5	7,069.1
비지배주주지분	145.1	138.1	149.6	162.3	177.4
자본총계	5,430.1	5,910.4	6,784.2	7,762.8	8,945.6
순금융부채	1,151.5	373.2	(175.7)	(1,012.9)	(2,036.5)

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	6,627	7,783	12,477	13,812	16,412
BPS	69,996	76,275	87,387	99,834	114,881
CFPS	20,672	23,178	27,128	29,618	32,753
EBITDAPS	20,759	21,524	27,821	30,520	32,753
SPS	99,462	105,782	118,392	129,349	144,768
DPS	1,100	1,400	1,400	1,400	1,400
주기지표(배)					
PER	18.86	22.87	13.18	11.91	10.02
PBR	1.79	2.33	1.88	1.65	1.43
PCFR	6.05	7.68	6.06	5.55	5.02
EV/EBITDA	6.69	8.43	6.63	5.69	4.91
PSR	1.26	1.68	1.39	1.27	1.14
재무비율(%)					
ROE	10.18	10.92	15.61	15.06	15.56
ROA	5.94	6.75	9.88	9.89	10.63
ROIC	12.20	11.99	20.15	23.03	25.58
부채비율	59.74	56.09	52.99	45.43	41.79
순부채비율	21.21	6.31	(2.59)	(13.05)	(22.77)
이자보상배율(배)	9.54	17.35	47.66	57.93	68.18

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,021.3	1,588.1	1,708.6	1,937.0	2,149.3
당기순이익	528.0	623.8	979.7	1,084.5	1,288.7
조정	81	102	84	86	87
감가상각비	870.0	841.2	816.8	830.9	842.6
외환거래손익	11.3	1.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(11.9)	(9.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(788.4)	(730.3)	(732.8)	(744.9)	(755.6)
영업활동 자산부채변동	(319.1)	(51.5)	(116.0)	(4.9)	(6.9)
투자활동 현금흐름	(517.0)	(732.4)	(930.7)	(916.5)	(923.2)
투자자산감소(증가)	3.0	(25.5)	(19.5)	(10.5)	(14.7)
자본증가(감소)	(1,511.7)	(709.7)	(900.0)	(900.0)	(900.0)
기타	991.7	2.8	(11.2)	(6.0)	(8.5)
재무활동 현금흐름	(619.5)	(209.5)	(134.1)	(351.7)	(130.8)
금융부채증가(감소)	(442.7)	(104.7)	0.0	(219.2)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(100.8)	(21.6)	(28.2)	(26.6)	(24.9)
배당지급	(76.0)	(83.2)	(105.9)	(105.9)	(105.9)
현금의 증감	(146.9)	630.0	515.8	611.9	1,015.2
Unlevered CFO	1,604.1	1,798.6	2,105.2	2,298.4	2,541.7
Free Cash Flow	(526.7)	831.4	808.6	1,037.0	1,249.3

자료: 하나금융투자

2021년 5월 18일

LG전자(066570)

전장 부품의 재평가

VS의 영업이익 기여가 시가총액 레벨업의 조건

LG전자의 가장 중요한 사업부는 VS부문이라고 생각된다. 가전과 TV는 이미 글로벌 업체들 중에서도 돋보이는 실적을 수년간 기록해 왔다. 시가총액이 레벨업되고, 밸류에이션이 재평가 받은 것은 VS부문 내의 전기차 관련 사업이 Magna와 JV를 설립하기로 공시한 이후였다. 전기차는 향후 외형성장 가능성이 가장 높은 전장 산업이기 때문에 기대감이 높게 형성되었고, 글로벌 업체와 협업을 넘어 JV를 설립할 수 있을 정도의 경쟁력과 역량을 확보하고 있다는 믿음을 주었다. 결국 LG전자의 시가총액이 다시 한단계 올라가기 위해서는 VS부문이 실적에 기여하기 시작해야 할 것으로 판단된다. 이는 2차전지 업체들을 통해서도 확인된 바 있다.

가전과 TV는 믹스 개선으로 견고한 실적 달성

LG전자의 2021년 영업이익 4.46조원 중에 가전이 2.29조원, TV가 1조원을 담당한다. 가전과 TV가 주가의 상단을 돌파하는 역할은 못 하지만, 하방을 단단하게 받쳐주는 역할을 해야 한다. 다만, 코로나19로 재택시간이 증가하면서 가전과 TV의 수요가 증가했기 때문에 해당 수요가 없어진 이후를 우려하는 시각이 많다. 하나금융투자는 가전과 TV의 수요는 언젠가 전년대비 부진하거나 감소할 수 있다고 생각한다. 모든 업황이 매년 증가할 수 없다. 다만, 가전과 TV 수요가 부진하더라도 LG전자가 동종업체들대비 선방할 가능성은 높을 것으로 판단된다. 이는 지난 수년간 실적으로 입증해 왔는데, 가전은 프리미엄에서의 브랜드 인지도가 굳건하게 구축되어 있고, TV는 OLED를 통해 차별화된 라인업과 수익성이 가능하기 때문이다.

여전히 낮은 밸류에이션

LG전자에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 225,000원을 유지한다. VS부문의 영업이익 기여, MC부문 사업 철수 등으로 지난 수년간 밸류에이션 할인 요소가 제거되었다. 2021년, 2022년 ROE 20%, 17%에 PBR 1.43, 1.22배로 밸류에이션이 부담스러운 구간은 아니다. 가전이 연결기준 영업이익의 51%를 차지하고 있기 때문에 Whirlpool, Electrolux와 비교가 불가피한데, 글로벌 동종업체들의 평균 PBR은 2020년 2.99배, 2021년 3.01배에 불과하다. 명실상부한 가전 업체 1위 업체로서 여전히 재평가 여력이 남아 있다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 225,000원 | CP(5월17일): 147,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,134.52		
52주 최고/최저(원)	185,000/54,400		
시가총액(십억원)	24,138.1		
시가총액비중(%)	1.10		
발행주식수(천주)	163,647.8		
60일 평균 거래량(천주)	1,755.2		
60일 평균 거래대금(십억원)	275.1		
21년 배당금(예상, 원)	1,200		
21년 배당수익률(예상, %)	0.75		
외국인지분율(%)	30.41		
주요주주 지분율(%)			
LG 외 1인	33.67		
국민연금공단	9.56		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(12.5)	73.5	171.1
상대	(10.7)	40.6	66.7

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	70,817.8	73,519.2
영업이익(십억원)	4,494.9	4,813.4
순이익(십억원)	3,193.6	3,608.1
EPS(원)	16,581	18,843
BPS(원)	100,167	117,170

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	62,306.2	63,262.0	71,034.3	73,812.5	82,881.0
영업이익	십억원	2,436.1	3,195.0	4,457.2	4,839.1	5,357.3
세전이익	십억원	528.6	2,455.6	4,106.9	3,844.8	5,212.5
순이익	십억원	31.3	1,968.3	3,375.4	3,406.2	3,657.6
EPS	원	173	10,885	18,666	18,836	20,227
증감율	%	(97.48)	6,191.91	71.48	0.91	7.38
PER	배	416.76	12.40	7.90	7.83	7.29
PBR	배	0.91	1.58	1.43	1.22	1.06
EV/EBITDA	배	4.23	5.19	4.35	3.70	3.03
ROE	%	0.22	13.22	19.84	16.87	15.56
BPS	원	79,493	85,617	103,083	120,720	139,747
DPS	원	750	1,200	1,200	1,200	1,200



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

RA 김정연
02-3771-7056
Jungyun.kim@hanafn.com

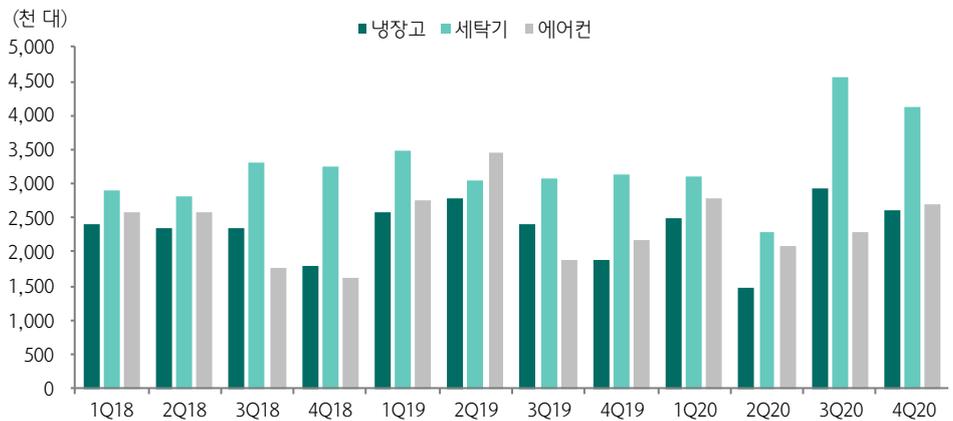
표 1. LG전자의 사업부별 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F
매출액	14,727.8	12,833.8	16,919.6	18,780.8	18,809.5	17,115.7	16,850.0	18,259.2	62,306.5	63,261.9	71,034.3
<i>growth (YoY)</i>	-1.3%	-17.9%	7.8%	16.9%	27.7%	33.4%	-0.4%	-2.8%	1.6%	1.5%	12.3%
<i>growth (QoQ)</i>	-8.3%	-12.9%	31.8%	11.0%	0.2%	-9.0%	-1.6%	8.4%			
HA&AE	5,418.0	5,155.1	6,155.8	5,540.2	6,708.1	6,910.6	6,388.2	5,667.5	21,515.5	22,269.1	25,674.4
HE	2,970.7	2,256.7	3,669.4	4,283.0	4,008.2	4,161.5	3,989.9	4,761.3	13,286.1	13,179.8	16,920.9
MC	998.6	1,308.7	1,524.8	1,385.0	998.7				5,966.9	5,217.2	998.7
VS	1,319.3	912.2	1,655.4	1,914.6	1,893.5	1,950.4	2,008.9	2,069.1	5,465.4	5,801.4	7,921.9
BS	1,709.1	1,307.1	1,482.8	1,508.5	1,864.3	1,634.3	1,572.8	1,556.6	6,096.4	6,007.5	6,628.0
독립사업부 및 기타	444.7	502.0	428.1	480.8	430.6	506.7	431.4	482.8	2,392.9	1,855.6	1,851.5
LG이노텍	1,867.4	1,392.0	2,003.3	3,668.6	2,906.1	1,952.2	2,458.7	3,721.9	7,583.3	8,931.3	11,039.0
영업이익	1,090.4	495.4	959.0	650.2	1,516.6	1,144.3	1,022.3	774.0	2,556.8	3,195.1	4,457.2
<i>growth (YoY)</i>	22.2%	-25.5%	15.8%	279.9%	39.1%	131.0%	6.6%	19.0%	-5.4%	25.0%	39.5%
<i>growth (QoQ)</i>	537.1%	-54.6%	93.6%	-32.2%	133.2%	-24.5%	-10.7%	-24.3%			
HA&AE	753.5	628.0	671.5	299.6	919.9	685.3	496.4	192.8	1,996.1	2,352.6	2,294.3
HE	325.8	112.8	326.6	204.5	403.8	222.5	204.0	171.9	789.1	969.7	1,002.3
MC	-237.8	-206.5	-148.4	-248.5	-280.1				-1,009.8	-841.1	-280.1
VS	-96.8	-202.5	-66.2	-0.2	-0.1	-3.9	-1.7	7.1	-195.0	-365.7	1.5
BS	212.2	98.3	77.0	70.3	134.0	103.5	92.1	73.3	561.5	457.7	403.0
독립사업부 및 기타	-5.7	23.7	11.6	-15.1	-5.5	29.6	16.9	-2.6	18.1	14.4	38.4
LG이노텍	139.2	41.6	86.9	339.7	344.6	107.1	214.5	331.4	396.8	607.4	997.7
영업이익률	7.4%	3.9%	5.7%	3.5%	8.1%	6.7%	6.1%	4.2%	4.1%	5.1%	6.3%

주: IT사업 및 CEM사업이 각각 HE부문 및 기타부문에서 BS부문으로 이관되어 2019년 기준 실적 변경
 자료: LG전자, 하나금융투자

그림 1. LG전자의 냉장고, 세탁기, 에어컨 생산 실적



자료: LG전자, 하나금융투자

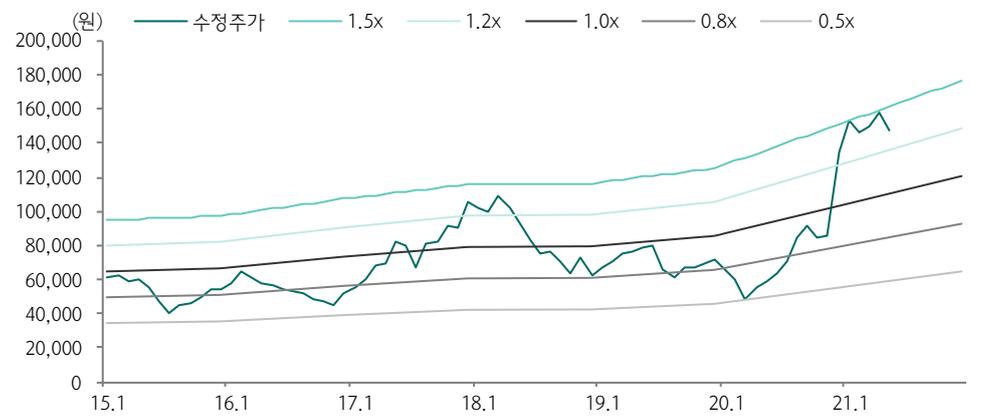
표 2. LG전자의 사업부별 분기 실적 전망

(단위: 백만달러,%,배)

		LG전자	Whirlpool	Electrolux	HAIER	Hisense
매출액	19년	53,483.6	20,419.0	12,588.2	29,068.2	5,422.8
	20년	53,712.9	19,456.0	12,641.4	30,427.2	7,020.9
	21년	61,837.3	20,498.5	13,306.4	35,670.4	8,221.3
영업이익	19년	2,091.2	1,571.0	337.4	1,428.0	133.8
	20년	2,712.7	1,623.0	629.9	1,557.3	419.3
	21년	3,539.3	1,911.3	718.4	2,244.2	398.6
순이익	19년	26.9	1,113.3	407.6	1,188.2	244.7
	20년	1,671.2	1,186.4	434.8	1,287.8	223.6
	21년	2,217.3	1,277.0	506.0	1,872.3	277.3
ROE	19년	0.2	43.2	11.3	18.7	22.3
	20년	12.0	30.9	31.9	15.5	17.1
	21년	14.3	27.3	22.2	18.0	18.2
PER	19년	853.4	14.6	20.4	23.7	10.3
	20년	13.7	12.6	19.1	22.7	11.3
	21년	11.2	11.7	16.5	21.6	9.0
PBR	19년	1.9	4.6	3.4	4.2	2.0
	20년	1.6	3.9	3.6	2.8	1.7
	21년	1.6	3.3	3.5	3.7	1.5
EV/EBITDA	19년	7.2	9.3	9.7	-	-
	20년	5.6	7.8	8.3	15.7	-
	21년	4.8	7.1	7.1	14.2	-

자료: 하나금융투자

그림 2. 12M Fwd PBR Band



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	62,306.2	63,262.0	71,034.3	73,812.5	82,881.0
매출원가	46,970.6	46,945.1	53,282.6	54,881.1	61,623.7
매출총이익	15,335.6	16,316.9	17,751.7	18,931.4	21,257.3
판매비	12,899.4	13,122.0	13,294.6	14,092.3	15,900.0
영업이익	2,436.1	3,195.0	4,457.2	4,839.1	5,357.3
금융손익	(287.8)	(457.9)	(319.0)	(194.3)	(144.8)
종속/관계기업손익	(1,052.1)	(24.2)	314.9	(300.0)	0.0
기타영업외손익	(567.7)	(257.3)	(346.1)	(500.0)	0.0
세전이익	528.6	2,455.6	4,106.9	3,844.8	5,212.5
법인세	348.7	391.9	892.2	1,313.0	1,227.5
계속사업이익	179.9	2,063.8	3,214.7	2,531.7	3,985.0
중단사업이익	0.0	0.0	186.0	900.0	(300.0)
당기순이익	179.9	2,063.8	3,400.7	3,431.7	3,685.0
비배주주지분 순이익	148.7	95.5	25.3	25.5	27.4
지배주주순이익	31.3	1,968.3	3,375.4	3,406.2	3,657.6
지배주주지분포괄이익	221.1	1,243.3	3,040.1	3,067.9	3,294.3
NOPAT	829.3	2,685.2	3,488.8	3,186.5	4,095.7
EBITDA	4,942.5	5,837.9	7,132.1	7,491.0	8,024.0
성장성(%)					
매출액증가율	1.57	1.53	12.29	3.91	12.29
NOPAT증가율	(58.16)	223.79	29.93	(8.66)	28.53
EBITDA증가율	5.08	18.12	22.17	5.03	7.12
영업이익증가율	(9.88)	31.15	39.51	8.57	10.71
(지배주주)순이익증가율	(97.48)	6,188.50	71.49	0.91	7.38
EPS증가율	(97.48)	6,191.91	71.48	0.91	7.38
수익성(%)					
매출총이익률	24.61	25.79	24.99	25.65	25.65
EBITDA이익률	7.93	9.23	10.04	10.15	9.68
영업이익률	3.91	5.05	6.27	6.56	6.46
계속사업이익률	0.29	3.26	4.53	3.43	4.81

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	19,753.5	23,239.4	26,297.8	28,986.5	34,299.6
금융자산	4,862.5	5,993.2	9,515.9	11,630.8	15,070.6
현금성자산	4,777.4	5,896.3	9,421.7	11,532.9	14,960.7
매출채권	6,360.3	7,154.9	6,956.2	7,228.2	8,116.3
재고자산	5,863.4	7,447.2	7,240.3	7,523.5	8,447.8
기타유동자산	2,667.3	2,644.1	2,585.4	2,604.0	2,664.9
비유동자산	25,106.4	24,964.8	24,540.9	24,565.6	25,175.2
투자자산	4,769.1	4,799.7	4,670.8	4,847.3	5,423.6
금융자산	224.6	328.2	323.4	329.9	351.2
유형자산	14,505.4	13,974.0	14,094.3	14,292.5	14,621.2
무형자산	2,692.0	3,139.1	2,723.9	2,373.7	2,078.4
기타비유동자산	3,139.9	3,052.0	3,051.9	3,052.1	3,052.0
자산총계	44,859.9	48,204.2	50,838.7	53,552.1	59,474.8
유동부채	17,657.9	20,207.5	19,692.1	19,144.3	21,447.2
금융부채	1,925.1	1,746.7	1,738.5	496.4	533.2
매입채무	6,820.6	8,728.2	8,485.7	8,817.6	9,900.9
기타유동부채	8,912.2	9,732.6	9,467.9	9,830.3	11,013.1
비유동부채	10,776.8	10,454.6	10,420.7	10,467.1	10,618.8
금융부채	9,448.8	9,232.5	9,232.5	9,232.5	9,232.5
기타비유동부채	1,328.0	1,222.1	1,188.2	1,234.6	1,386.3
부채총계	28,434.7	30,662.1	30,112.8	29,611.4	32,066.0
지배주주지분	14,330.0	15,437.5	18,596.0	21,785.3	25,226.0
자본금	904.2	904.2	904.2	904.2	904.2
자본잉여금	2,923.3	2,923.3	2,923.3	2,923.3	2,923.3
자본조정	(44.9)	(44.9)	(44.9)	(44.9)	(44.9)
기타포괄이익누계액	(1,309.8)	(1,997.9)	(1,997.9)	(1,997.9)	(1,997.9)
이익잉여금	11,857.3	13,652.8	16,811.3	20,000.6	23,441.3
비지배주주지분	2,095.1	2,104.6	2,129.9	2,155.4	2,182.7
자본총계	16,425.1	17,542.1	20,725.9	23,940.7	27,408.7
순금융부채	6,511.4	4,986.1	1,455.1	(1,901.9)	(5,304.9)

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	173	10,885	18,666	18,836	20,227
BPS	79,493	85,617	103,083	120,720	139,747
CFPS	36,494	39,197	38,431	43,453	42,202
EBITDAPS	27,332	32,283	39,440	41,425	44,372
SPS	344,549	349,835	392,816	408,178	458,327
DPS	750	1,200	1,200	1,200	1,200
주기지표(배)					
PER	416.76	12.40	7.90	7.83	7.29
PBR	0.91	1.58	1.43	1.22	1.06
PCFR	1.98	3.44	3.84	3.39	3.50
EV/EBITDA	4.23	5.19	4.35	3.70	3.03
PSR	0.21	0.39	0.38	0.36	0.32
재무비율(%)					
ROE	0.22	13.22	19.84	16.87	15.56
ROA	0.07	4.23	6.82	6.53	6.47
ROIC	4.42	14.02	19.12	18.52	23.97
부채비율	173.12	174.79	145.29	123.69	116.99
순부채비율	39.64	28.42	7.02	(7.94)	(19.35)
이자보상배율(배)	5.98	8.70	13.41	15.44	18.15

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	3,689.2	4,628.6	5,727.7	5,990.6	6,701.0
당기순이익	179.9	2,063.8	3,400.7	3,431.7	3,685.0
조정	557	410	236	245	267
감가상각비	2,506.4	2,642.9	2,674.9	2,651.9	2,666.7
외환거래손익	(32.6)	11.5	0.0	(200.0)	0.0
지분법손익	1,051.2	(614.6)	(314.9)	0.0	0.0
기타	(2,968.0)	(1,629.8)	(2,124.0)	(2,206.9)	(2,399.7)
영업활동 자산부채변동	(2,060.3)	(1,537.4)	(33.0)	107.0	349.3
투자활동 현금흐름	(2,083.3)	(2,314.5)	(1,933.4)	(2,480.2)	(3,288.3)
투자자산감소(증가)	2,030.9	(6.5)	443.9	(176.6)	(576.3)
자본증가(감소)	(1,848.7)	(2,146.5)	(2,380.0)	(2,500.0)	(2,700.0)
기타	(2,265.5)	(161.5)	2.7	196.4	(12.0)
재무활동 현금흐름	(1,117.0)	(993.9)	(225.2)	(1,459.0)	(180.1)
금융부채증가(감소)	380.1	(394.7)	(8.2)	(1,242.1)	36.8
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,266.2)	(364.0)	(0.1)	(0.0)	0.0
배당지급	(230.9)	(235.2)	(216.9)	(216.9)	(216.9)
현금의 증감	507.0	1,118.9	3,275.8	2,111.2	3,427.8
Unlevered CFO	6,599.3	7,088.1	6,949.6	7,857.8	7,631.6
Free Cash Flow	1,617.0	2,346.7	3,347.7	3,490.6	4,001.0

2021년 5월 18일

심텍(222800)

비메모리 확대중, 저평가도 매력

21년 2분기 실적 모멘텀이 단기 매력

심텍의 21년 2분기 매출액은 3,039억원(YoY -6%, QoQ +7%), 영업이익은 307억원(YoY -0.1%, QoQ +101%)으로 전망한다. 전년동기대비 실적이 주춤한 것으로 보이는데, 작년에는 코로나19로 인해 경쟁사의 공장이 폐쇄되며 그에 따른 반사수혜가 집중되었기 때문이다. 모듈PCB 부문의 20년 상반기 매출액은 1,820억원으로 과거 4년간 평균인 1,300억원대를 상회했다. 21년 상반기는 1,299억원으로 평년 수준의 매출액으로 회귀할 것으로 추정된다. 심텍의 투자포인트인 패키지 기판의 경우, 전년동기대비 4%로 견조한 성장률 시현할 것으로 전망되는데, 그 안에서 상대적으로 고부가제품인 MSAP 기판의 확대에 의해 유의미한 수익성 시현이 가능할 것으로 추정된다. 그에 따라 전분기대비 매출액 증가에 비해 영업이익이 대폭 증가할 것으로 기대된다.

비메모리의 글로벌 고객사향 매출 확대와 메모리 사양 변경

심텍은 단기 실적 모멘텀 외에도 21년 하반기 및 2022년 이후의 중장기 모멘텀도 확보하고 있다. 21년 2월 발표한 투자는 글로벌 RF관련 반도체 업체에게 패키지 기판을 공급하기 위한 공시였다. 5G 단말기 보급 확대에 의해 RF 관련 패키지 기판의 수요가 급증하고 있는데, 이에 대응하기 위한 증설이다. 비메모리 매출 확대는 고객사와 전방산업 다변화라는 두마리 토끼를 잡을 수 있는 긍정적 이벤트다. 또한, DRAM의 사양 변경으로 인해 GDDR6, LPDDR5는 현재진행형 DDR5는 2022년에 물량 본격화 예상된다.

중소형 패키지 기판 대장주, 밸류에이션 매력도 확보

심텍에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 30,000원을 유지한다. 21년 2분기 반도체 공급부족에 따른 생산 차질로 인해 전분기대비 실적 증가하는 업체의 희소성이 돋보일 것으로 판단된다. 심텍은 패키지 기판 대장주로서 글로벌 비메모리 고객사향 매출 확대 모멘텀도 확보하고 있는데, PER은 12개월 선행 기준 11.24배에 불과해 저평가 매력도 확보하고 있다. 단기적은 물론 중장기적으로도 보유해나갈 수 있는 종목이라고 판단된다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 30,000원 | CP(5월17일): 22,200원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	962.50
52주 최고/최저(원)	26,100/9,720
시가총액(십억원)	707.2
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	31,854.1
60일 평균 거래량(천주)	410.6
60일 평균 거래대금(십억원)	9.7
21년 배당금(예상, 원)	320
21년 배당수익률(예상, %)	1.40
외국인지분율(%)	4.66
주요주주 지분율(%)	
심텍홀딩스 외 8인	35.66
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(6.3) 23.3 128.4
상대	(0.6) 7.6 64.2

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,233.9	1,334.2
영업이익(십억원)	114.6	134.2
순이익(십억원)	81.4	96.4
EPS(원)	2,429	2,876
BPS(원)	10,426	12,997

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,000.2	1,201.4	1,237.6	1,317.5	1,357.2
영업이익	십억원	(17.9)	89.7	111.1	129.1	135.7
세전이익	십억원	(42.4)	74.9	97.2	112.2	120.6
순이익	십억원	(36.6)	56.6	63.4	65.2	70.5
EPS	원	(1,483)	1,943	1,947	2,003	2,166
증감율	%	적전	흑전	0.21	2.88	8.14
PER	배	(7.96)	11.76	11.40	11.08	10.25
PBR	배	1.77	2.58	2.12	1.83	1.58
EV/EBITDA	배	10.96	5.27	4.28	3.62	3.24
ROE	%	(19.50)	25.12	20.17	17.70	16.55
BPS	원	6,680	8,843	10,471	12,161	14,013
DPS	원	152	320	320	320	320



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

RA 김정현
02-3771-7056
Junghyun.kim@hanafn.com

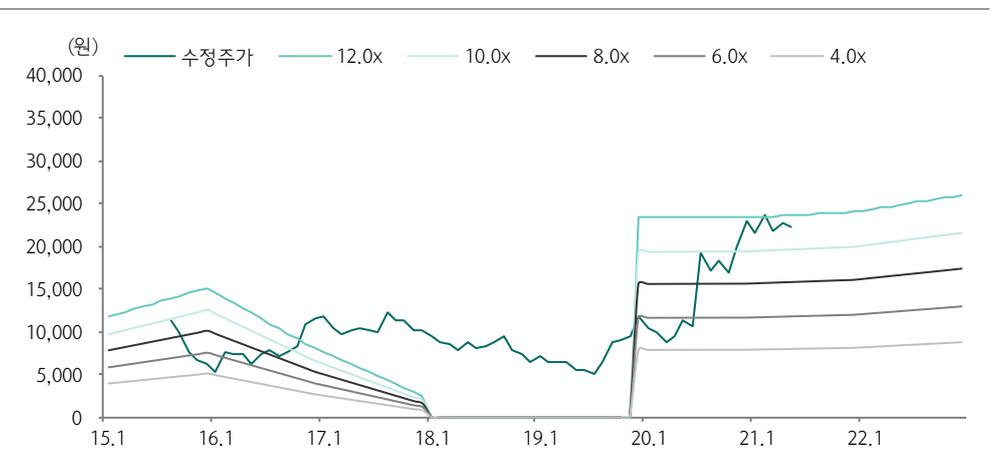
표 1. 심택의 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F
매출액	290.2	321.8	310.6	278.8	283.1	303.9	324.3	326.4	1,000.2	1,201.5	1,237.6
YoY	41.3%	37.9%	15.8%	-4.9%	-2.5%	-5.6%	4.4%	17.1%	-0.7%	20.1%	3.0%
QoQ	-1.0%	10.9%	-3.5%	-10.2%	1.5%	7.4%	6.7%	0.6%			
Module PCB	87.2	94.8	93.0	64.2	60.7	69.1	74.8	63.6	282.5	339.2	268.3
- PC	16.4	16.7	16.4	12.7	12.4	13.8	13.8	12.6	66.5	62.2	52.6
- Server	49.0	58.7	54.4	34.1	30.3	38.6	43.5	33.6	141.7	196.2	146.0
- SSD	21.5	18.3	22.1	16.0	13.9	13.9	14.5	14.5	67.6	78.0	56.8
- 기타	0.3	1.0	0.1	1.4	4.2	2.9	2.9	2.9	6.7	2.8	12.9
Substrate	200.3	224.5	215.1	212.6	221.0	233.4	248.1	261.4	706.4	852.4	963.8
- MCP	126.5	139.8	114.8	129.0	143.5	152.1	161.2	170.9	426.8	510.0	627.8
- FC-CSP	28.5	22.2	31.0	28.4	29.6	31.0	32.6	32.6	118.8	110.1	125.8
- BOC	41.3	56.9	54.7	47.2	46.7	49.1	53.0	56.7	138.6	200.0	205.5
- 기타	4.0	5.6	14.7	8.0	1.2	1.2	1.3	1.2	22.0	32.3	4.9
Burn-in-board	2.6	2.6	2.5	2.0	2.1	2.1	2.2	2.1	11.4	9.7	8.5
본사	38.2	41.9	38.4	34.9	245.6	263.8	280.3	278.3	111.7	153.4	1,067.9
자회사	290.2	321.8	310.6	278.8	40.6	43.2	45.5	49.6	1,000.2	1,201.5	178.8
영업이익	13.66	30.7	30.7	14.8	15.3	30.7	34.0	31.1	-17.9	89.8	111.1
YoY	흑전	흑전	4551.7%	49.5%	11.8%	-0.1%	10.8%	110.9%	-158.3%	-601.4%	23.7%
QoQ	38.3%	125.0%	-0.1%	-51.9%	3.4%	101.1%	10.9%	-8.6%			
본사	13.1	30.4	30.1	14.3	13.8	28.0	30.9	27.3	28.1	87.9	100.1
자회사	0.6	0.4	0.6	0.5	1.5	2.7	3.1	3.8	-46.0	2.0	11.0
영업이익률	4.7%	9.5%	9.9%	5.3%	5.4%	10.1%	10.5%	9.5%	-1.8%	7.5%	9.0%
본사	5.2%	10.8%	11.1%	5.8%	5.6%	10.6%	11.0%	9.8%	3.2%	8.4%	9.4%
자회사	1.5%	0.9%	1.5%	1.4%	3.7%	6.2%	6.9%	7.6%	-41.2%	1.3%	6.2%
매출비중											
본사	87%	87%	88%	87%	87%	87%	86%	85%	89%	87%	86%
자회사	13%	13%	12%	13%	14%	14%	14%	15%	11%	13%	14%

자료: 심택, 하나금융투자

그림 1. PER 밴드



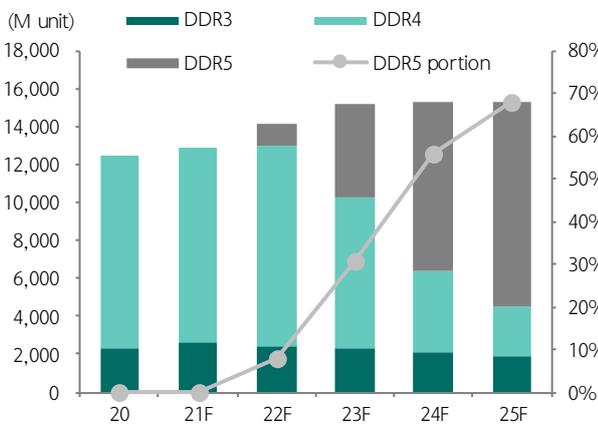
자료: 심택, 하나금융투자

표 2. 글로벌 패키지가판 업체의 주요실적 및 밸류에이션 테이블(단위: 백만달러,%,배)

		lbiden	Shinko	Unimicron	Kinsus	삼성전기	LG이노텍	심텍
매출액	19년	2,691.8	1,306.2	2,671.6	722.7	6,902.3	7,126.5	858.6
	20년	2,896.2	1,654.0	2,985.2	920.4	6,969.7	8,101.5	1,020.0
	21년	3,331.5	1,930.3	3,354.5	1,119.5	8,287.1	9,792.9	1,123.1
영업이익	19년	148.9	2.6	113.1	-53.4	636.0	408.9	-15.4
	20년	318.7	170.1	136.4	45.5	704.0	578.2	76.2
	21년	409.0	255.4	243.4	104.8	1,058.5	749.3	106.0
순이익	19년	111.8	-4.6	105.5	-65.6	441.5	87.8	-25.7
	20년	231.4	127.6	185.5	18.4	512.8	200.5	60.5
	21년	225.9	153.8	226.3	72.6	781.3	486.6	80.2
ROE	19년	3.5	1.9	7.6	-7.6	9.8	4.7	-19.6
	20년	8.2	8.7	11.8	2.1	10.5	10.2	25.1
	21년	10.6	13.0	12.0	6.8	14.1	20.1	26.5
PER	19년	61.7	-	45.1	-	29.2	50.6	-
	20년	29.8	34.3	25.7	95.8	25.1	22.1	9.8
	21년	22.0	23.0	21.4	25.1	16.7	9.2	8.2
PBR	19년	2.8	3.4	3.2	2.1	2.7	2.3	3.4
	20년	2.6	3.2	2.8	1.9	2.4	2.0	2.4
	21년	2.4	2.9	2.7	1.8	2.3	1.7	1.9
EV/EBITDA	19년	18.4	20.8	13.4	19.2	9.9	6.5	17.2
	20년	11.3	14.8	12.2	8.4	9.1	4.9	4.8
	21년	7.5	8.4	9.2	6.6	7.1	3.8	4.2

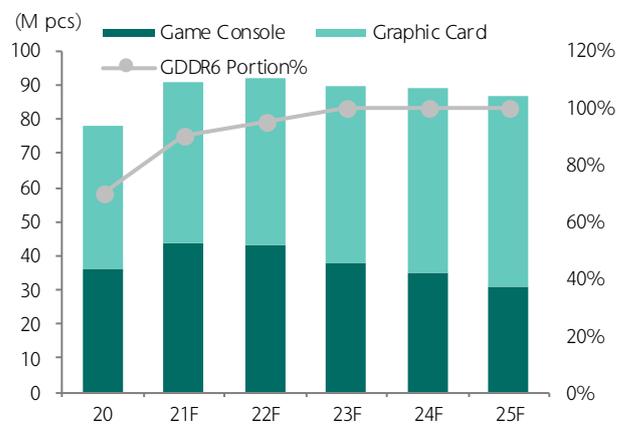
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. DDR5 출하량 전망



자료: 심텍, 하나금융투자

그림 3. GDDR6 Application 전망



자료: 심텍, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,000.2	1,201.4	1,237.6	1,317.5	1,357.2
매출원가	912.2	1,005.0	1,015.3	1,071.1	1,103.4
매출총이익	88.0	196.4	222.3	246.4	253.8
판매비	105.9	106.7	111.2	117.3	118.1
영업이익	(17.9)	89.7	111.1	129.1	135.7
금융손익	(13.9)	(15.1)	(13.9)	(16.9)	(15.1)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(10.6)	0.3	0.0	0.0	0.0
세전이익	(42.4)	74.9	97.2	112.2	120.6
법인세	(3.0)	18.4	37.9	23.8	31.3
계속사업이익	(39.4)	56.5	59.3	88.4	89.3
중단사업이익	0.0	0.0	12.0	(15.0)	(10.0)
당기순이익	(39.4)	56.5	71.3	73.4	79.3
비배주주지분 순이익	(2.8)	(0.1)	7.9	8.1	8.8
지배주주순이익	(36.6)	56.6	63.4	65.2	70.5
지배주주지분포괄이익	(37.2)	60.6	72.6	74.6	80.7
NOPAT	(16.7)	67.7	67.8	101.7	100.5
EBITDA	56.3	165.4	188.9	207.7	216.1
성장성(%)					
매출액증가율	(0.72)	20.12	3.01	6.46	3.01
NOPAT증가율	적전	흑전	0.15	50.00	(1.18)
EBITDA증가율	(43.07)	193.78	14.21	9.95	4.04
영업이익증가율	적전	흑전	23.86	16.20	5.11
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	12.01	2.84	8.13
EPS증가율	적전	흑전	0.21	2.88	8.14
수익성(%)					
매출총이익률	8.80	16.35	17.96	18.70	18.70
EBITDA이익률	5.63	13.77	15.26	15.76	15.92
영업이익률	(1.79)	7.47	8.98	9.80	10.00
계속사업이익률	(3.94)	4.70	4.79	6.71	6.58

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	254.2	198.8	491.0	519.3	587.8
금융자산	11.7	17.1	278.5	293.5	355.4
현금성자산	9.7	17.1	278.5	293.5	355.4
매출채권	78.9	47.4	55.5	59.1	60.9
재고자산	147.1	123.8	144.9	154.3	159.0
기타유동자산	16.5	10.5	12.1	12.4	12.5
비유동자산	585.8	581.0	595.0	604.7	617.5
투자자산	2.1	4.5	5.2	5.6	5.7
금융자산	2.1	4.5	5.2	5.6	5.7
유형자산	513.6	512.5	527.0	536.9	549.8
무형자산	24.7	22.1	20.8	20.2	20.0
기타비유동자산	45.4	41.9	42.0	42.0	42.0
자산총계	839.9	779.8	1,085.9	1,124.0	1,205.3
유동부채	551.7	350.1	578.5	546.0	554.4
금융부채	288.9	117.8	309.1	260.2	260.5
매입채무	79.9	70.5	82.5	87.9	90.5
기타유동부채	182.9	161.8	186.9	197.9	203.4
비유동부채	126.7	141.4	158.2	165.7	169.4
금융부채	58.8	42.8	42.8	42.8	42.8
기타비유동부채	67.9	98.6	115.4	122.9	126.6
부채총계	678.4	491.5	736.7	711.6	723.8
지배주주지분	162.5	287.9	349.9	395.9	456.2
자본금	12.2	17.1	17.1	17.1	17.1
자본잉여금	49.7	118.4	118.4	118.4	118.4
자본조정	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	(3.1)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
이익잉여금	103.9	154.5	207.5	262.5	322.8
비지배주주지분	(1.0)	0.4	8.3	16.5	25.3
자본총계	161.5	288.3	349.2	412.4	481.5
순금융부채	336.0	143.5	73.4	9.4	(52.1)

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(1,483)	1,943	1,947	2,003	2,166
BPS	6,680	8,843	10,471	12,161	14,013
CFPS	2,557	6,144	6,445	5,793	6,221
EBITDAPS	2,284	5,680	5,801	6,377	6,635
SPS	40,559	41,249	38,004	40,457	41,677
DPS	152	320	320	320	320
주기지표(배)					
PER	(7.96)	11.76	11.40	11.08	10.25
PBR	1.77	2.58	2.12	1.83	1.58
PCFR	4.61	3.72	3.44	3.83	3.57
EV/EBITDA	10.96	5.27	4.28	3.62	3.24
PSR	0.29	0.55	0.58	0.55	0.53
재무비율(%)					
ROE	(19.50)	25.12	20.17	17.70	16.55
ROA	(4.42)	6.99	6.80	5.90	6.05
ROIC	(3.44)	12.67	12.64	18.69	18.15
부채비율	420.02	170.48	210.97	172.57	150.32
순부채비율	208.02	49.79	21.02	2.29	(10.82)
이자보상배율(배)	(1.35)	8.30	7.32	6.66	7.57

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	(31.6)	215.5	168.4	160.8	164.0
당기순이익	(39.4)	56.5	71.3	73.4	79.3
조정	8	11	8	8	8
감가상각비	74.3	75.7	77.8	78.6	80.3
외환거래손익	(3.3)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(63.0)	(64.6)	(69.8)	(70.6)	(72.3)
영업활동자산부채변동	(74.5)	50.5	19.2	8.8	4.4
투자활동 현금흐름	(73.7)	(82.9)	(91.7)	(88.3)	(93.2)
투자자산감소(증가)	1.7	(2.4)	(0.7)	(0.3)	(0.2)
자본증가(감소)	(72.8)	(82.1)	(91.0)	(88.0)	(93.0)
기타	(2.6)	1.6	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	87.1	(124.9)	180.9	(59.2)	(9.9)
금융부채증가(감소)	123.8	(187.1)	191.3	(49.0)	0.3
자본증가(감소)	6.0	73.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(38.8)	(7.7)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
배당지급	(3.9)	(3.7)	(10.4)	(10.2)	(10.2)
현금의 증감	(17.5)	7.4	260.6	15.0	61.8
Unlevered CFO	63.0	178.9	209.9	188.6	202.6
Free Cash Flow	(106.7)	129.5	77.4	72.8	71.0

자료: 하나금융투자

2021년 5월 18일

해성디에스(195870)

상반기 외부변수 아쉽지만, 하반기 수익성 개선

물량이 제한되는 시기에 가격 상승으로 매출액 최대치 갱신

해성디에스의 21년 1분기 실적이 주는 시사점은 컸다. 기존의 CAPA에서 발생할 수 있는 분기 최대 매출액 1,200억원을 초과한 1,375억원을 달성했다. 현재 증설중이긴 하지만, 이는 2분기말에 완료되어 3분기부터 매출에 기여할 예정이었다. 동일 CAPA에서 10% 이상의 매출액을 기록할 수 있었던 이유는 Blended ASP가 상승했기 때문이다. 21년 2분기 및 2021년 연간으로 지속될 반도체 공급 부족으로 IT 전반적인 물량이 제한될 수 있는 상황에서 가격 상승이 가능하다는 것은 실적 차별화의 핵심일 것으로 판단된다.

구리 가격 상승으로 기대보다 낮은 수익성 시현

해성디에스가 Blended ASP 상승을 기반으로 외형 성장이 둔보임에도 불구하고 주가는 2월 18일 고점 이후 20% 조정을 받고 있다. 해성디에스의 주가 약세는 전반적으로 IT 업체들이 대부분 주가가 약한 것도 있지만, 핵심 원재료인 구리 가격이 계속 상승중이기 때문인 것으로 판단된다. 20년 4분기와 21년 1분기 영업이익률이 5.4%, 7.4%로 매출액대비 부진했던 이유도 원가 부담이 확대되었기 때문이다. 원재료 가격의 상승이 판가로 전가되기는 하지만, 5~6개월 정도의 시차가 있기 때문에 급작스런 변동에는 수익성이 악화될 수밖에 없는 구도다. 21년 하반기부터는 수익성이 개선될 것으로 기대되고 있지만, 그 전제 가정은 구리 가격의 안정화다.

중소형 패키지기판 대장주, 밸류에이션 매력도 확보

해성디에스에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 47,000원을 유지한다. 해성디에스는 양호한 업황과 호실적, 향후 성장 가치성 높은 자동차용 리드프레임의 매출 확대 등 중장기적으로 매우 견조한 실적이 예상되는 상황이다. 장 전체적인 조정과 구리 가격 상승에 의한 수익성 악화가 아쉽지만, 기본적으로 연말로 가면 갈수록 판가 전가에 의한 수익성이 개선되는 방향성에는 변함이 없다. 가격이 안정화된다면 추가적인 수익성 개선 가능성도 상존한다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 47,000원 | CP(5월17일): 31,950원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,134.52		
52주 최고/최저(원)	39,100/14,450		
시가총액(십억원)	543.2		
시가총액비중(%)	0.02		
발행주식수(천주)	17,000.0		
60일 평균 거래량(천주)	306.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	10.5		
20년 배당금(예상, 원)	450		
20년 배당수익률(예상, %)	1.84		
외국인지분율(%)	1.70		
주요주주 지분율(%)			
해성산업 외 4인	36.31		
국민연금공단	5.95		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(6.4)	69.9	97.8
상대	(4.5)	37.7	21.6

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)		574.2
영업이익(십억원)		52.8
순이익(십억원)		39.4
EPS(원)		2,312
BPS(원)		15,449

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	363.3	381.4	458.7	570.4	617.6
영업이익	십억원	26.8	27.0	43.5	53.0	57.1
세전이익	십억원	24.5	21.9	37.8	53.9	51.6
순이익	십억원	20.8	18.3	30.0	38.8	40.4
EPS	원	1,226	1,078	1,764	2,283	2,377
증감율	%	(13.05)	(12.07)	63.64	29.42	4.12
PER	배	10.56	14.66	13.83	13.99	13.44
PBR	배	1.12	1.29	1.79	2.07	1.84
EV/EBITDA	배	6.32	6.60	6.68	7.58	6.96
ROE	%	11.05	9.06	13.62	15.68	14.46
BPS	원	11,549	12,267	13,638	15,470	17,397
DPS	원	300	350	450	450	450



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

RA 김정현
02-3771-7056
Junghyun.kim@hanafn.com

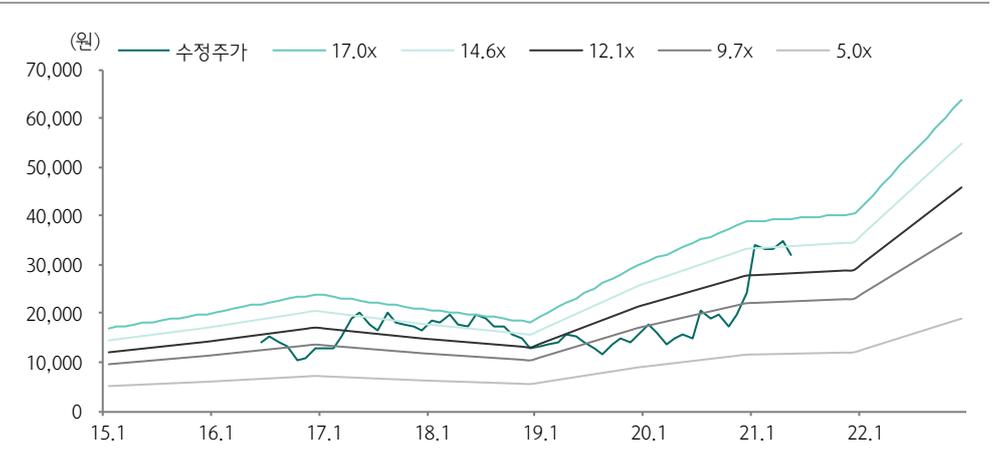
표 1. 해성디에스의 실적 추이 및 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	107.2	119.0	119.0	113.5	137.5	143.3	151.2	138.4	458.7	570.4	617.6
YoY	38.8%	26.6%	15.0%	6.5%	28.2%	20.4%	27.1%	22.0%	20.3%	24.3%	8.3%
QoQ	0.6%	10.9%	0.0%	-4.6%	21.1%	4.2%	5.6%	-8.4%			
패키지	31.8	39.1	41.3	34.5	38.8	47.3	49.6	40.7	146.7	176.4	192.3
리드프레임(전장)	35.5	37.1	40.6	40.4	49.1	50.9	53.5	55.5	153.7	208.9	240.3
리드프레임(IT)	40.0	42.7	37.0	38.5	49.7	45.0	48.2	42.2	158.3	185.1	185.1
영업이익	10.4	14.6	12.5	6.1	10.2	12.6	16.7	13.6	43.6	53.0	57.1
YoY	2193.4%	151.4%	38.7%	-48.1%	-2.2%	-13.9%	33.8%	123.1%	61.4%	21.7%	7.7%
QoQ	-11.6%	40.9%	-14.9%	-51.1%	66.7%	24.0%	32.3%	-18.4%			
영업이익률	9.7%	12.3%	10.5%	5.4%	7.4%	8.8%	11.0%	9.8%	9.5%	9.3%	9.2%

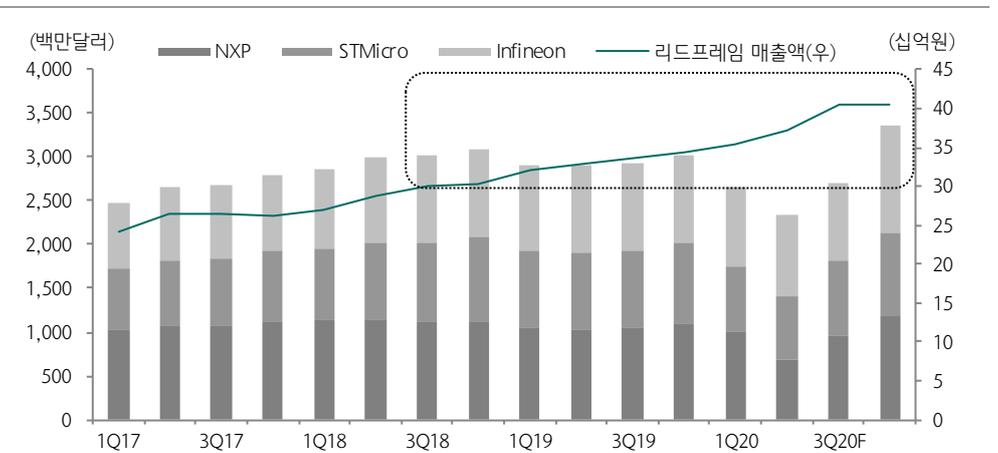
자료: 해성디에스, 하나금융투자

그림 1. PER 밴드



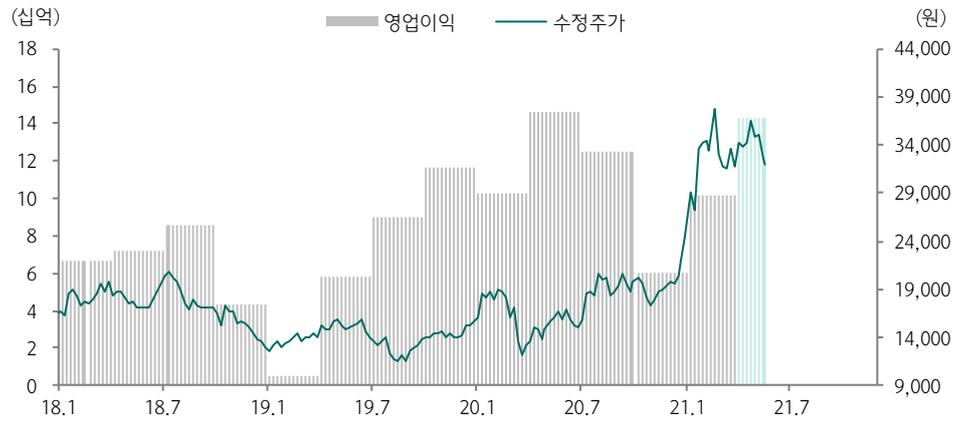
자료: 해성디에스, 하나금융투자

그림 2. 고객사 차량용 매출액 vs 해성디에스 차량용 리드프레임 매출액



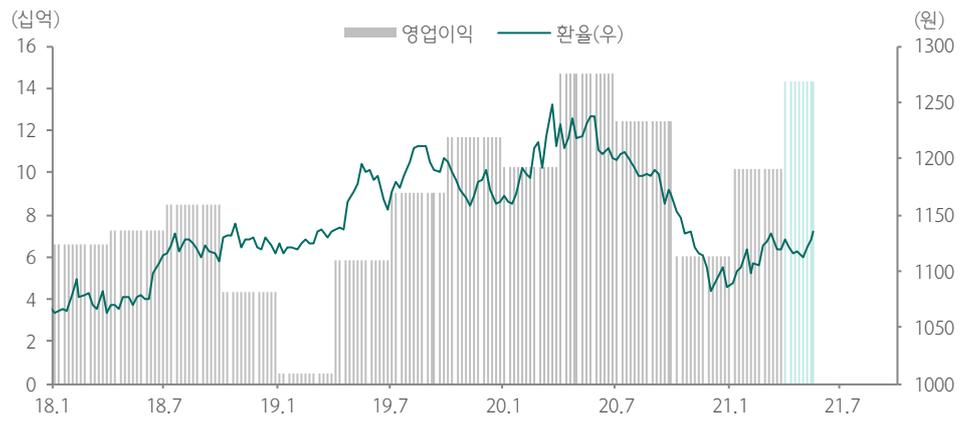
자료: 각사, 하나금융투자

그림 3. 해성디에스 영업이익 vs 주가



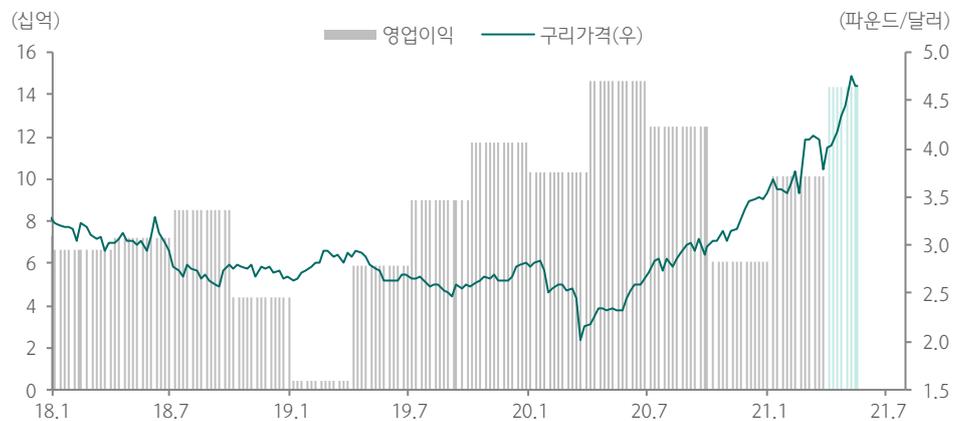
자료: 해성디에스, 하나금융투자

그림 4. 해성디에스 영업이익 및 환율 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 5. 해성디에스 영업이익 및 구리 가격 추이



자료: 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	363.3	381.4	458.7	570.4	617.6
매출원가	306.9	324.3	383.0	475.5	514.5
매출총이익	56.4	57.1	75.7	94.9	103.1
판매비	29.6	30.0	32.2	41.8	46.0
영업이익	26.8	27.0	43.5	53.0	57.1
금융손익	(2.3)	(2.0)	(1.4)	(6.3)	(5.5)
종속/관계기업손익	(0.8)	(1.0)	(1.9)	7.2	0.0
기타영업외손익	0.8	(2.2)	(2.5)	0.0	0.0
세전이익	24.5	21.9	37.8	53.9	51.6
법인세	3.8	3.6	7.8	6.8	9.0
계속사업이익	20.7	18.2	30.0	47.1	42.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	(8.3)	(2.2)
당기순이익	20.7	18.2	30.0	38.8	40.4
비배주주지분 순이익	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	20.8	18.3	30.0	38.8	40.4
지배주주지분포괄이익	20.5	17.4	29.3	38.8	40.4
NOPAT	22.6	22.5	34.6	46.4	47.1
EBITDA	44.1	50.3	71.3	85.4	89.9
성장성(%)					
매출액증가율	11.75	4.98	20.27	24.35	8.27
NOPAT증가율	(17.82)	(0.44)	53.78	34.10	1.51
EBITDA증가율	0.00	14.06	41.75	19.78	5.27
영업이익증가율	(20.94)	0.75	61.11	21.84	7.74
(지배주주)순이익증가율	(13.33)	(12.02)	63.93	29.33	4.12
EPS증가율	(13.05)	(12.07)	63.64	29.42	4.12
수익성(%)					
매출총이익률	15.52	14.97	16.50	16.64	16.69
EBITDA이익률	12.14	13.19	15.54	14.97	14.56
영업이익률	7.38	7.08	9.48	9.29	9.25
계속사업이익률	5.70	4.77	6.54	8.26	6.90

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	111.7	127.5	174.0	210.7	227.7
금융자산	9.4	8.0	24.9	28.7	30.6
현금성자산	9.4	8.0	23.4	26.9	28.6
매출채권	55.4	65.4	78.8	96.1	104.1
재고자산	42.9	48.4	64.7	79.0	85.5
기타유동자산	4.0	5.7	5.6	6.9	7.5
비유동자산	194.5	199.1	209.2	216.6	218.9
투자자산	6.2	4.4	1.6	2.0	2.1
금융자산	0.0	1.5	0.0	0.0	0.0
유형자산	183.7	190.1	201.1	208.7	211.2
무형자산	2.6	2.5	3.2	2.6	2.2
기타비유동자산	2.0	2.1	3.3	3.3	3.4
자산총계	306.2	326.6	383.2	427.3	446.5
유동부채	64.9	88.5	120.0	132.3	118.4
금융부채	28.4	45.1	57.9	57.9	38.4
매입채무	14.6	17.2	26.7	32.6	35.3
기타유동부채	21.9	26.2	35.4	41.8	44.7
비유동부채	44.9	29.6	31.3	32.1	32.4
금융부채	39.6	25.9	28.1	28.1	28.1
기타비유동부채	5.3	3.7	3.2	4.0	4.3
부채총계	109.9	118.0	151.4	164.4	150.8
지배주주지분	196.4	208.5	231.8	263.0	295.7
자본금	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
자본잉여금	21.9	21.8	21.8	21.8	21.8
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	89.4	101.7	125.0	156.2	189.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	196.4	208.5	231.8	263.0	295.7
순금융부채	58.6	63.0	61.2	57.3	35.9

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,226	1,078	1,764	2,283	2,377
BPS	11,549	12,267	13,638	15,470	17,397
CFPS	3,014	3,331	4,491	4,889	5,134
EBITDAPS	2,594	2,957	4,192	5,021	5,291
SPS	21,370	22,435	26,985	33,553	36,330
DPS	300	350	450	450	450
주기지표(배)					
PER	10.56	14.66	13.83	13.99	13.44
PBR	1.12	1.29	1.79	2.07	1.84
PCFR	4.30	4.74	5.43	6.54	6.22
EV/EBITDA	6.32	6.60	6.68	7.58	6.96
PSR	0.61	0.70	0.90	0.95	0.88
재무비율(%)					
ROE	11.05	9.06	13.62	15.68	14.46
ROA	6.99	5.79	8.45	9.57	9.25
ROIC	10.94	10.26	14.69	18.24	17.76
부채비율	55.96	56.61	65.29	62.49	50.99
순부채비율	29.85	30.20	26.38	21.80	12.15
이자보상배율(배)	11.00	11.96	27.60	7.62	9.25

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	36.8	33.5	44.4	62.7	69.4
당기순이익	20.7	18.2	30.0	38.8	40.4
조정	2	3	4	3	3
감가상각비	17.3	23.2	27.7	32.3	32.8
외환거래손익	0.1	0.6	0.9	0.0	0.0
지분법손익	0.8	3.6	1.2	0.0	0.0
기타	(16.2)	(24.4)	(25.8)	(29.3)	(29.8)
영업활동자산부채변동	(5.6)	(18.0)	(24.7)	(8.4)	(3.9)
투자활동 현금흐름	(29.6)	(31.9)	(38.8)	(40.1)	(35.2)
투자자산감소(증가)	1.3	2.9	4.6	(0.4)	(0.2)
자본증가(감소)	(29.8)	(28.5)	(36.7)	(39.4)	(34.9)
기타	(1.1)	(6.3)	(6.7)	(0.3)	(0.1)
재무활동 현금흐름	(10.5)	(3.1)	9.8	(7.6)	(27.2)
금융부채증가(감소)	(4.6)	3.0	15.1	0.0	(19.5)
자본증가(감소)	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.8)	(0.9)	0.7	0.1	0.0
배당지급	(5.1)	(5.1)	(6.0)	(7.7)	(7.7)
현금의 증감	(3.7)	(1.4)	15.4	3.5	1.7
Unlevered CFO	51.2	56.6	76.3	83.1	87.3
Free Cash Flow	6.9	5.0	7.6	23.3	34.5

자료: 하나금융투자

2021년 5월 18일

서울반도체(046890)

안정적인 실적과 미니LED 모멘텀

업계 구조조정 이후에 외형 성장세 확인

서울반도체의 매출액이 전년동기대비 성장세로 전환된 것은 20년 3분기, 영업이익이 전년동기대비 증익으로 전환된 것은 20년 2분기였다. 특히, 20년 2분기는 코로나19가 극대화되던 시기였는데, 유의미한 실적을 시현했다. 뿐만 아니라 전분기대비 매출액이 증가했는데, 이는 전방산업의 수요가 양호했던 것이 아니라 시장점유율이 확대되었기 때문으로 추정된다. 수요가 급감했던 자동차를 제외한 TV/모니터, 휴대폰 포함 IT, 일반 조명에서 전분기대비 매출액이 증가했다. 중국 군소업체들의 구조조정과 기존 상위권 업체들의 자체적인 구조조정이 진행되는 사이에 서울반도체에게 기회가 도래했던 시기로 추정된다. 이후에 3분기 연속 전년동기대비 성장과 증익이 지속중이다.

미니, 마이크로LED는 오랜만에 찾아온 반가운 손님

서울반도체의 핵심 투자포인트는 미중 무역분쟁 속에서 기존대 비저적재산권이 중요시되는 환경에서 업계 구조조정이 진행되어 점유율 확대를 통해 성장 가능성을 높인 것이다. 이와 더불어 LED 업계의 새로운 화두인 미니LED와 마이크로LED도 지원사격을 해줄 것으로 기대된다. Wicop 기술을 기반으로 하고 있는 미니 LED는 주요 TV 업체의 공급업체로 선정되어 2분기부터 공급이 개시될 것으로 추정된다. 미니LED는 TV 대당 매출이 기존대비 3배 이상 증가하기 때문에 적은 대수로도 실적 기여도가 높을 것으로 기대된다. 마이크로LED는 초대형 사이니지용으로 기회가 올 것으로 예상된다. 모멘텀이 지지부진했던 LED 업계 측면에서 해당 아이템은 단비와 같은 존재이다.

최대 실적에도 불구하고 주가는 낮은 상황

서울반도체에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 28,000원을 유지한다. 2017년에 매출액과 영업이익이 각각 전년대비 15%, 72% 증가한 1.11조원, 981억원을 기록했다. 2021년에는 시장점유율 확대를 통해 역대 최고 실적을 갱신할 전망이다. 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 19%, 68% 증가한 1.37조원, 1,001억원이 전망된다. 2017년 최고 주가는 32,450원, 현재 주가는 20,150원에 불과해 업계 구조조정, 최대 실적, 미니/마이크로LED를 고려하면 비중을 확대할 수 있는 절호의 기회라는 판단이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 28,000원 | CP(5월17일): 20,150원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	962.50
52주 최고/최저(원)	22,100/12,700
시가총액(십억원)	1,174.9
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	58,305.4
60일 평균 거래량(천주)	547.3
60일 평균 거래대금(십억원)	10.7
21년 배당금(예상, 원)	409
21년 배당수익률(예상, %)	2.18
외국인지분율(%)	12.42
주요주주 지분율(%)	
이정훈 외 2인	31.00
국민연금공단	5.28
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.6 11.0 56.2
상대	10.0 (3.2) 12.3

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,356.7	1,451.2
영업이익(십억원)	96.8	108.3
순이익(십억원)	70.0	76.5
EPS(원)	1,078	1,187
BPS(원)	12,954	13,777

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,129.9	1,153.1	1,370.5	1,493.3	1,774.9
영업이익	십억원	49.5	59.7	100.1	114.8	128.7
세전이익	십억원	47.7	35.7	116.0	113.4	127.9
순이익	십억원	34.5	17.8	72.7	84.2	89.1
EPS	원	592	305	1,246	1,444	1,528
증감율	%	(45.03)	(48.48)	308.52	15.89	5.82
PER	배	27.45	67.38	16.17	13.95	13.19
PBR	배	1.40	1.68	1.51	1.40	1.28
EV/EBITDA	배	9.40	10.28	7.41	6.70	6.15
ROE	%	5.27	2.64	10.15	10.82	10.50
BPS	원	11,644	12,246	13,340	14,387	15,775
DPS	원	156	157	409	145	204



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

RA 김정현
02-3771-7056
Jungghyun.kim@hanafn.com

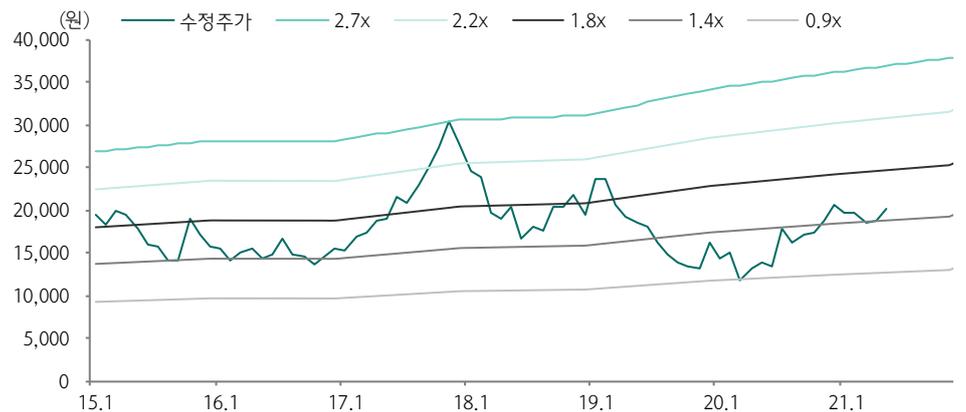
표 1. 서울반도체의 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	243.2	268.1	331.2	310.5	310.4	327.6	369.1	363.4	1,153.0	1,370.5	1,493.3
YoY	-13.7%	-5.4%	16.9%	10.4%	27.6%	22.2%	11.4%	17.1%	2.1%	18.9%	9.0%
QoQ	-13.5%	10.2%	23.6%	-6.3%	0.0%	5.6%	12.7%	-1.5%			
TV & Monitor	71.9	85.7	137.7	111.3	94.8	98.7	138.1	134.0	406.6	465.6	512.1
휴대폰, 가전, UV	69.4	74.7	87.3	76.3	86.8	88.1	85.0	83.3	307.7	343.2	343.2
일반조명	64.7	82.7	72.0	80.9	83.8	92.8	94.4	91.0	300.3	362.0	398.2
자동차	37.3	25.0	34.2	42.0	45.0	48.2	51.5	55.1	138.5	199.8	239.8
매출비중											
TV & Monitor	29.6%	32.0%	41.6%	35.8%	30.6%	30.1%	37.4%	36.9%	35.3%	34.0%	34.3%
휴대폰, 가전, UV	28.5%	27.9%	26.3%	24.6%	28.0%	26.9%	23.0%	22.9%	26.7%	25.0%	23.0%
일반조명	26.6%	30.8%	21.7%	26.1%	27.0%	28.3%	25.6%	25.0%	26.0%	26.4%	26.7%
자동차	15.3%	9.3%	10.3%	13.5%	14.5%	14.7%	14.0%	15.2%	12.0%	14.6%	16.1%
영업이익	6.0	13.7	25.4	14.6	20.5	22.7	31.4	25.5	59.7	100.1	114.8
영업이익률	2.5%	5.1%	7.7%	4.7%	6.6%	6.9%	8.5%	7.0%	5.2%	7.3%	7.7%

자료: 서울반도체, 하나금융투자

그림 1. PBR 밴드



자료: 서울반도체, 하나금융투자

그림 2. LED의 전방산업별 미래 방향



자료: 서울반도체, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	363.3	381.4	458.7	570.4	617.6
매출원가	306.9	324.3	383.0	475.5	514.5
매출총이익	56.4	57.1	75.7	94.9	103.1
판매비	29.6	30.0	32.2	41.8	46.0
영업이익	26.8	27.0	43.5	53.0	57.1
금융손익	(2.3)	(2.0)	(1.4)	(6.3)	(5.5)
종속/관계기업손익	(0.8)	(1.0)	(1.9)	7.2	0.0
기타영업외손익	0.8	(2.2)	(2.5)	0.0	0.0
세전이익	24.5	21.9	37.8	53.9	51.6
법인세	3.8	3.6	7.8	6.8	9.0
계속사업이익	20.7	18.2	30.0	47.1	42.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	(8.3)	(2.2)
당기순이익	20.7	18.2	30.0	38.8	40.4
비배주주지분 순이익	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	20.8	18.3	30.0	38.8	40.4
지배주주지분포괄이익	20.5	17.4	29.3	38.8	40.4
NOPAT	22.6	22.5	34.6	46.4	47.1
EBITDA	44.1	50.3	71.3	85.4	89.9
성장성(%)					
매출액증가율	11.75	4.98	20.27	24.35	8.27
NOPAT증가율	(17.82)	(0.44)	53.78	34.10	1.51
EBITDA증가율	0.00	14.06	41.75	19.78	5.27
영업이익증가율	(20.94)	0.75	61.11	21.84	7.74
(지배주주)순이익증가율	(13.33)	(12.02)	63.93	29.33	4.12
EPS증가율	(13.05)	(12.07)	63.64	29.42	4.12
수익성(%)					
매출총이익률	15.52	14.97	16.50	16.64	16.69
EBITDA이익률	12.14	13.19	15.54	14.97	14.56
영업이익률	7.38	7.08	9.48	9.29	9.25
계속사업이익률	5.70	4.77	6.54	8.26	6.90

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	111.7	127.5	174.0	210.7	227.7
금융자산	9.4	8.0	24.9	28.7	30.6
현금성자산	9.4	8.0	23.4	26.9	28.6
매출채권	55.4	65.4	78.8	96.1	104.1
재고자산	42.9	48.4	64.7	79.0	85.5
기타유동자산	4.0	5.7	5.6	6.9	7.5
비유동자산	194.5	199.1	209.2	216.6	218.9
투자자산	6.2	4.4	1.6	2.0	2.1
금융자산	0.0	1.5	0.0	0.0	0.0
유형자산	183.7	190.1	201.1	208.7	211.2
무형자산	2.6	2.5	3.2	2.6	2.2
기타비유동자산	2.0	2.1	3.3	3.3	3.4
자산총계	306.2	326.6	383.2	427.3	446.5
유동부채	64.9	88.5	120.0	132.3	118.4
금융부채	28.4	45.1	57.9	57.9	38.4
매입채무	14.6	17.2	26.7	32.6	35.3
기타유동부채	21.9	26.2	35.4	41.8	44.7
비유동부채	44.9	29.6	31.3	32.1	32.4
금융부채	39.6	25.9	28.1	28.1	28.1
기타비유동부채	5.3	3.7	3.2	4.0	4.3
부채총계	109.9	118.0	151.4	164.4	150.8
지배주주지분	196.4	208.5	231.8	263.0	295.7
자본금	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
자본잉여금	21.9	21.8	21.8	21.8	21.8
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	89.4	101.7	125.0	156.2	189.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	196.4	208.5	231.8	263.0	295.7
순금융부채	58.6	63.0	61.2	57.3	35.9

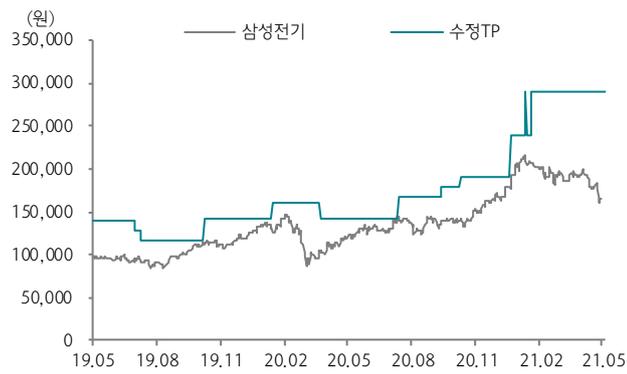
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,226	1,078	1,764	2,283	2,377
BPS	11,549	12,267	13,638	15,470	17,397
CFPS	3,014	3,331	4,491	4,889	5,134
EBITDAPS	2,594	2,957	4,192	5,021	5,291
SPS	21,370	22,435	26,985	33,553	36,330
DPS	300	350	450	450	450
주기지표(배)					
PER	10.56	14.66	13.83	13.99	13.44
PBR	1.12	1.29	1.79	2.07	1.84
PCFR	4.30	4.74	5.43	6.54	6.22
EV/EBITDA	6.32	6.60	6.68	7.58	6.96
PSR	0.61	0.70	0.90	0.95	0.88
재무비율(%)					
ROE	11.05	9.06	13.62	15.68	14.46
ROA	6.99	5.79	8.45	9.57	9.25
ROIC	10.94	10.26	14.69	18.24	17.76
부채비율	55.96	56.61	65.29	62.49	50.99
순부채비율	29.85	30.20	26.38	21.80	12.15
이자보상배율(배)	11.00	11.96	27.60	7.62	9.25

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	36.8	33.5	44.4	62.7	69.4
당기순이익	20.7	18.2	30.0	38.8	40.4
조정	2	3	4	3	3
감가상각비	17.3	23.2	27.7	32.3	32.8
외환거래손익	0.1	0.6	0.9	0.0	0.0
지분법손익	0.8	3.6	1.2	0.0	0.0
기타	(16.2)	(24.4)	(25.8)	(29.3)	(29.8)
영업활동자산부채변동	(5.6)	(18.0)	(24.7)	(8.4)	(3.9)
투자활동 현금흐름	(29.6)	(31.9)	(38.8)	(40.1)	(35.2)
투자자산감소(증가)	1.3	2.9	4.6	(0.4)	(0.2)
자본증가(감소)	(29.8)	(28.5)	(36.7)	(39.4)	(34.9)
기타	(1.1)	(6.3)	(6.7)	(0.3)	(0.1)
재무활동 현금흐름	(10.5)	(3.1)	9.8	(7.6)	(27.2)
금융부채증가(감소)	(4.6)	3.0	15.1	0.0	(19.5)
자본증가(감소)	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.8)	(0.9)	0.7	0.1	0.0
배당지급	(5.1)	(5.1)	(6.0)	(7.7)	(7.7)
현금의 증감	(3.7)	(1.4)	15.4	3.5	1.7
Unlevered CFO	51.2	56.6	76.3	83.1	87.3
Free Cash Flow	6.9	5.0	7.6	23.3	34.5

자료: 하나금융투자

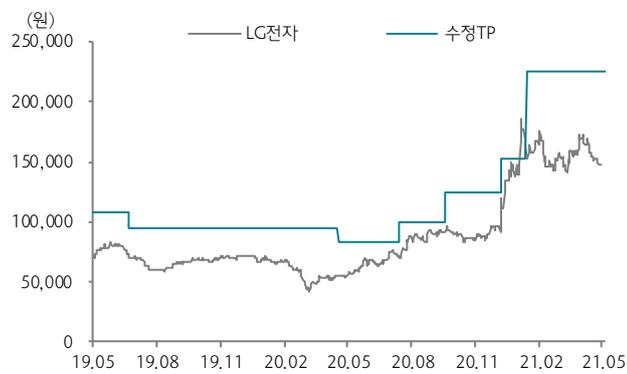
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성전기



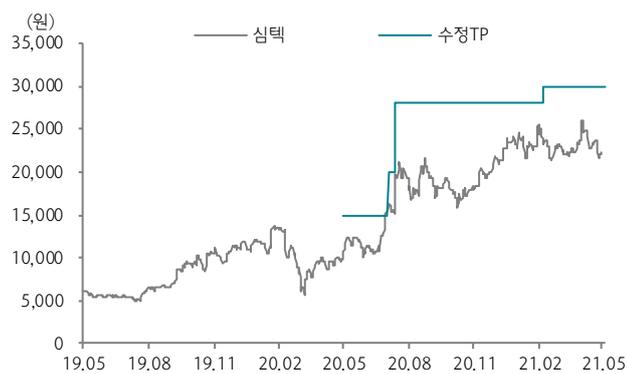
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.2.5	BUY	290,000		
21.1.29	BUY	240,000	-13.33%	-12.71%
21.1.27	BUY	290,000	-27.76%	-27.76%
21.1.6	BUY	240,000	-15.42%	-9.58%
20.10.26	BUY	190,000	-17.93%	-5.26%
20.9.28	BUY	178,000	-21.18%	-19.66%
20.7.29	BUY	167,000	-18.44%	-13.47%
20.4.8	BUY	141,000	-12.16%	2.48%
20.1.30	BUY	160,000	-24.36%	-8.75%
19.10.24	BUY	143,000	-16.11%	-4.20%
19.7.25	BUY	117,000	-16.78%	-2.56%
19.7.17	BUY	129,000	-25.95%	-24.88%
19.5.2	BUY	140,000	-31.19%	-25.71%

LG전자



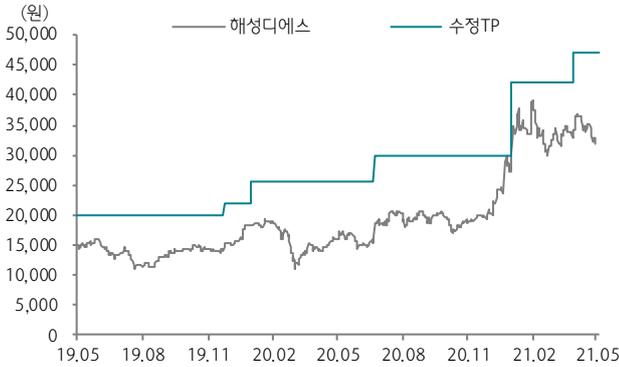
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.29	BUY	225,000		
20.12.23	BUY	153,000	-2.71%	20.92%
20.10.5	BUY	125,000	-28.08%	-22.16%
20.7.31	BUY	100,000	-13.01%	-6.80%
20.5.4	BUY	83,000	-22.13%	-8.43%
19.7.8	BUY	95,000	-32.35%	-23.68%
18.10.26	BUY	108,000	-33.20%	-23.52%

심텍



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.2.24	BUY	30,000		
20.7.30	BUY	28,000	-27.94%	-8.93%
20.7.20	BUY	20,000	-21.36%	-18.50%
20.5.18	BUY	15,000	-21.40%	2.33%

해성디에스



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
21.4.15	BUY	47,000		
21.1.19	BUY	42,000	-18.98%	-6.90%
21.1.18	BUY	35,000		
20.7.9	BUY	30,000	-33.09%	0.00%
20.1.17	BUY	25,500	-37.60%	-24.71%
19.12.10	BUY	22,000	-25.41%	-16.14%
19.1.21	BUY	20,000	-29.98%	-18.75%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

서울반도체



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
21.2.8	BUY	28,000		
20.10.26	BUY	25,000	-21.63%	-11.60%
20.7.30	BUY	22,000	-19.53%	-8.41%
20.4.29	BUY	18,000	-22.48%	-9.72%
19.8.1	BUY	24,000	-40.49%	-21.04%
19.6.26	BUY	29,000	-39.81%	-36.55%
19.1.22	BUY	32,000	-34.97%	-21.72%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.06%	4.94%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 05월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 5월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2021년 5월 17일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.