

삼성전기 (009150)

전자/부품



백길현 USCPA

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	250,000원 (I)
현재주가 (10/6)	161,000원
상승여력	55%

시가총액	122,809억원
총발행주식수	77,600,680주
60일 평균 거래대금	842억원
60일 평균 거래량	462,279주
52주 고	217,000원
52주 저	133,500원
외인지분율	32.73%
주요주주	삼성전자 외 5인 23.84%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.0)	(13.2)	14.6
상대	(3.1)	(1.4)	(6.8)
절대(달러환산)	(14.7)	(17.8)	11.6

고부가 사업 강화 모멘텀이 지속된다

삼성전기 SOTP(Sum of The Parts) 가치 산정

삼성전기에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 25만원으로 커버리지를 재개시한다. SOTP에 기반한 동사의 기업가치는 19조원(컴포넌트 12조원 + 기판 4조원 + 모듈 3조원)으로 추산된다.

최근 IT반도체 부품 수급, 하반기 전방 수요 둔화 및 동남아 지역의 코로나 재발로 인한 생산 차질 우려까지 복합적인 이슈로 동사의 주가는 21년 고점대비 38% 하락 후 횡보 국면에 있다. 당사는 2022년 동사의 1)반도체 패키지 사업 강화에 따른 기판사업부의 이익 성장과, 2)차량/XR 디바이스용 카메라모듈 시장성장에 따른 모듈사업부 모멘텀에 기반한 사업 가치 성장을 기대한다.

2021년 영업이익 1.4조원

전사 연결 매출액과 영업이익은 각각 9.6조원(YoY 17%), 1.4조원(OPM 15%, YoY 72%)을 기록할 것으로 전망한다. MLCC와 반도체 패키지가 실적 성장을 견인한다.

컴포넌트사업부 예상 영업이익 1.1조원(OPM 23%, YoY 91%). 하반기 MLCC 가격과 수요 둔화에 대한 우려는 말레이시아 중심의 코로나로 인한 경쟁사 수급 차질로 불식되고, MLCC 물동량은 하반기까지 다소 견조한 흐름을 보일 것으로 전망한다.

기판사업부 예상 영업이익 2,049억원(OPM 10%, YoY 105%). 기판 공급업체들의 기민한 Capex와 전방 사업 고루 견조한 수요에 기반해 반도체 패키지 기판 가격 환경이 동사에 우호적이며, 특히 PC 시장 내 Ultra Slim NB과 같은 고사양 제품 수요 증가에 따른 Capa 잠식으로 동사 FCBGA는 전년대비 25% 성장할 것으로 추정한다.

2022년 영업이익 1.5조원

전사 연결 매출액과 영업이익은 각각 10.6조원(YoY 11%), 1.5조원(OPM 14%, YoY 4%)을 기록할 것으로 전망한다. 반도체 패키지와 차량용카메라모듈에 기반한 성장을 기대한다.

기판사업부 예상 영업이익 2,634억원(OPM 11%, YoY 29%). 기존 저부가 RFPCB 사업 축소로 인한 연간 적자 규모가 축소되는 가운데, '고부가 반도체 패키지 기판 사업 강화'에 기반한 연간 영업이익 400억 수준이 Add Up 될것으로 추정했다. FCBGA 고객사 및 Application 다변화라는 중장기 모멘텀을 기대해본다.

모듈사업부 예상 영업이익 1,548억원(OPM 5%, YoY 25%)을 기록하며 전사 이익 기여도가 소폭 높아질 것으로 추정한다. 전장/자율주행 트렌드가 가속화되며 차량용 카메라모듈 시장이 향후 5년간(2021e~2025e) 연평균 30%를 육박하는 성장세를 보일 것으로 전망되는 가운데, 동사의 북미 고객사 중심의 수요가 차츰 늘어날 것으로 예상하기 때문이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	25,455	11.3	2.8	25,348	0.4
영업이익	4,218	39.5	24.3	4,136	2.0
세전계속사업이익	4,069	35.3	28.2	3,820	6.5
지배순이익	2,941	27.8	31.2	2,852	3.1
영업이익률 (%)	16.6	+3.4 %pt	+2.9 %pt	16.3	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	11.6	+1.5 %pt	+2.5 %pt	11.3	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	77,183	82,087	96,042	106,287
영업이익	7,409	8,291	14,228	14,749
지배순이익	5,143	6,040	9,774	10,170
PER	15.1	16.5	12.4	11.9
PBR	1.5	1.7	1.9	1.6
EV/EBITDA	5.7	6.3	5.4	5.0
ROE	10.2	10.9	15.9	14.5

자료: 유안타증권

I. 투자 의견 BUY, 목표주가 25만원으로 커버리지 재개시

삼성전기에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 25만원으로 커버리지를 재개시한다,

목표주가는 SOTP(Sum of The Parts) 방식으로 산출했다. 목표주가 25만원에 해당하는 적정 주주가치 규모는 19조원으로, 영업자산 가치를 주요 3개 사업부문으로 세분화했다.

컨포넌트솔루션 사업부 가치는 12조원으로, 2022년 예상 EBITDA X 글로벌 MLCC 공급업체들의 EV/EBITDA Multiple 7.9배를 적용했다. 글로벌 MLCC 공급업체는 일본 Murata/ TDK/Taiyo Yuden과 대만 Yageo를 포함했다.

기판솔루션 사업부 가치는 4조원으로, 2022년 예상 EBITDA X 글로벌 기판 공급업체들의 EV/EBITDA Multiple 8.0배를 적용했다. 글로벌 기판 공급업체는 일본 Ibiden/ Shinko, 대만 Nanya PCB/ Unimicro / Kinsus/ AT&S/ 국내 심텍을 포함했다.

모듈솔루션 사업부 가치는 3조원으로, 2022년 예상 EBITDA X 글로벌 카메라모듈 공급업체들의 EV/EBITDA Multiple 8.0배를 적용했다. 글로벌 카메라모듈 공급업체는 국내 LG이노텍/ 엠씨넥스/ 파트론/ 세코닉스, 대만 Foxcon / Largan, 중국 Sunny Optical/ O-Film을 포함했다.

최근 IT반도체 부품 수급, 하반기 전방 수요 둔화 및 동남아 지역의 코로나 재발로 인한 생산 차질 우려까지 복합적인 이슈로 동사의 주가는 21년 고점대비 18% 하락 후 횡보 국면에 있다. 하지만 당사 리서치센터는 2022년 삼성전기의 1)반도체패키지 사업 강화에 따른 기판솔루션 사업부의 중장기적 성장과, 2)차량용/XR 디바이스용 카메라모듈 시장성장에 따른 모듈솔루션 사업부 모멘텀 강화에 기반한 기업 가치 성장을 기대한다.

삼성전기 SOTP Valuation

(단위: 억원)

		2022F OP	2022F DA	2022F EBITDA	Target Multiple	적정 사업 가치
영업자산가치	MLCC	10,567	4,500	15,067	7.9	119,029
	기판	2,634	2,400	5,034	8.0	40,275
	카메라	1,548	1,900	3,448	8.0	27,584
(-) 순차입금						-2,000
주주가치						188,888
주식 수						74,693,696
보통주 1주당 가치						250,000
현재 주가						161,000
Upside %						55%

자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 MLCC 공급업체 실적 및 Valuation

(단위: mn USD, 배)

		Murata	TDK	Taiyo Yuden	Yageo	평균
2018	시가총액	55,806	15,852	6,490	10,438	-
	매출액	14,209	12,466	2,475	2,561	-
	영업이익	2,407	973	318	1,225	-
	순이익	1,867	742	214	1,123	-
	PER	14.8	11.4	8.4	3.2	9.4
	PBR	1.9	1.1	1.0	1.8	1.4
	ROE	13.5	9.7	12.6	74.7	27.6
	EV/EBITDA	8.6	6.0	4.4	3.1	5.6
	PSR	1.9	0.7	0.7	1.4	1.2
2019	매출액	14,111	12,538	2,597	1,337	-
	영업이익	2,330	900	342	260	-
	순이익	1,683	532	166	225	-
	PER	23.0	26.4	23.1	25.9	24.6
	PBR	2.5	1.8	2.0	3.9	2.5
	ROE	11.1	6.7	8.7	13.2	9.9
	EV/EBITDA	8.4	5.0	5.5	18.1	9.3
	PSR	2.7	1.1	1.5	4.3	2.4
2020	매출액	15,378	13,952	2,839	2,298	-
	영업이익	2,955	1,052	385	594	-
	순이익	2,236	748	270	441	-
	PER	25.0	24.6	21.1	18.8	22.4
	PBR	3.1	1.9	2.5	3.7	2.8
	ROE	13.1	8.6	12.6	22.4	14.2
	EV/EBITDA	11.6	7.7	9.2	13.6	10.5
	PSR	3.6	1.3	2.0	3.6	2.6
2021F	매출액	15,392	14,674	2,980	3,731	-
	영업이익	3,134	1,443	447	972	-
	순이익	2,372	1,014	315	771	-
	PER	22.3	15.2	19.9	13.4	17.7
	PBR	2.8	1.6	2.6	3.5	2.6
	ROE	13.2	10.9	14.0	28.0	16.5
	EV/EBITDA	11.7	5.6	8.6	9.6	8.9
	PSR	3.6	1.1	2.2	2.8	2.4
2022F	매출액	16,579	15,541	3,185	4,117	-
	영업이익	3,538	1,676	512	1,116	-
	순이익	2,682	1,184	365	868	-
	PER	19.8	13.0	17.1	12.0	15.5
	PBR	2.5	1.5	2.3	3.0	2.3
	ROE	13.7	11.9	14.5	25.7	16.4
	EV/EBITDA	10.2	5.0	7.6	8.9	7.9
	PSR	3.4	1.0	2.0	2.5	2.2

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 기반 공급업체 실적 및 Valuation

(단위: mn USD, 배)

		Ibiden	Shinko	Nanya PCB	Unimicron	Kinsus	AT&S	심텍	평균
2018	시가총액	7,748	4,887	9,874	7,548	3,034	1,797	635	-
	매출액	2,626	1,284	957	2,514	788	1,191	916	-
	영업이익	91	44	-39	46	26	136	28	-
	순이익	30	23	-19	57	12	93	5	-
	PER	63.2	35.6	-	18.6	52.9	7.0	31.7	34.8
	PBR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7	0.9	0.7	0.7
	ROE	1.2	1.8	-1.9	4.0	1.3	13.8	2.2	3.2
	EV/EBITDA	5.6	3.4	10.2	4.3	3.4	3.7	3.3	4.8
	PSR	0.7	0.6	0.7	0.4	0.8	0.5	0.1	0.6
2019	매출액	2,723	1,364	1,006	2,672	723	1,112	859	-
	영업이익	181	30	2	113	-53	53	-15	-
	순이익	104	25	10	106	-66	13	-31	-
	PER	31.6	63.2	95.0	18.4	65.6	65.9	58.7	56.9
	PBR	1.3	1.2	1.0	1.4	0.9	1.3	1.7	1.3
	ROE	4.2	1.9	1.0	7.6	-7.6	1.9	-19.6	-1.5
	EV/EBITDA	7.1	6.9	9.1	6.7	7.3	4.8	10.7	7.5
	PSR	1.2	1.1	0.9	0.7	1.0	0.8	0.3	0.9
2020	매출액	3,051	1,774	1,308	2,985	920	1,387	1,020	-
	영업이익	364	220	140	136	46	93	76	-
	순이익	242	170	125	186	18	46	48	-
	PER	26.1	17.6	32.1	23.4	66.9	25.8	11.6	29.1
	PBR	2.1	2.1	3.6	2.6	1.4	1.6	2.5	2.3
	ROE	8.8	12.4	11.9	11.8	2.1	6.4	25.1	11.2
	EV/EBITDA	10.0	10.9	16.1	11.3	5.7	7.6	5.2	9.5
	PSR	2.1	1.7	3.1	1.5	1.3	0.9	0.5	1.6
2021F	매출액	3,466	2,085	1,776	3,502	1,210	1,603	1,081	-
	영업이익	456	322	338	293	119	109	101	-
	순이익	312	224	295	317	82	59	71	-
	PER	24.5	21.6	33.0	23.5	36.8	31.7	9.4	25.8
	PBR	2.5	3.1	7.3	3.9	3.2	2.3	2.1	3.5
	ROE	10.5	14.8	23.4	16.4	7.4	6.9	24.8	14.9
	EV/EBITDA	8.0	7.6	20.2	12.2	10.7	7.6	4.6	10.1
	PSR	2.2	2.3	5.6	2.2	2.5	1.1	0.6	2.4
2022F	매출액	3,812	2,282	2,111	3,988	1,393	1,941	1,182	-
	영업이익	566	373	488	440	175	163	141	-
	순이익	389	258	421	375	115	79	90	-
	PER	19.5	18.6	23.2	19.4	25.5	23.3	7.4	19.6
	PBR	2.3	2.8	5.9	3.5	2.8	2.2	1.6	3.0
	ROE	11.7	15.5	27.2	17.1	10.3	9.9	25.2	16.7
	EV/EBITDA	6.5	6.4	14.4	9.3	8.9	5.8	3.7	8.0
	PSR	2.0	2.1	4.7	1.9	2.2	0.9	0.5	2.1

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 카메라모듈 공급업체 실적 및 Valuation

(단위: mn USD, 배)

		LGIT	Foxconn	Sunny	O-Film	Largan	엠씨넥스	파트론	세코닉스	평균
2018	시가총액	4,725	56,919	31,749	3,649	14,128	707	474	110	-
	매출액	7,258	175,720	3,923	6,513	1,658	634	724	380	-
	영업이익	240	4,519	490	72	983	37	27	8	-
	순이익	148	4,284	377	-79	809	27	8	-2	-
	PER	12.5	8.0	26.2	29.3	17.0	5.8	43.8	-	18.6
	PBR	1.0	0.7	7.1	2.9	3.9	1.4	1.3	0.7	3.1
	ROE	8.0	11.2	29.8	-5.9	24.4	26.2	3.1	-1.5	13.5
	EV/EBITDA	4.5	5.2	16.4	17.8	10.7	2.6	5.8	6.6	10.9
	PSR	0.3	0.2	2.5	0.6	8.3	0.2	0.5	0.2	2.4
2019	매출액	6,847	172,944	5,480	7,525	1,966	1,088	1,077	397	-
	영업이익	409	3,719	679	220	1,181	97	90	1	-
	순이익	88	3,732	578	74	915	73	52	-15	-
	PER	22.0	10.4	32.6	82.3	23.3	7.2	10.9	-	34.1
	PBR	1.5	1.0	10.4	4.5	5.2	2.9	1.9	0.7	4.5
	ROE	4.7	9.4	36.6	5.6	24.2	47.7	18.7	-14.8	16.1
	EV/EBITDA	4.2	6.7	22.0	15.5	14.4	4.3	4.7	6.8	12.6
	PSR	0.4	0.2	3.4	0.8	10.8	0.5	0.5	0.2	3.1
2020	매출액	8,100	181,983	5,513	7,015	1,900	1,113	1,001	329	-
	영업이익	578	3,764	779	-126	1,088	50	36	-9	-
	순이익	200	3,457	707	-282	833	33	19	-25	-
	PER	13.1	12.5	31.9	67.8	17.5	18.5	26.0	-	28.5
	PBR	1.8	1.0	9.4	4.8	3.0	2.8	1.6	1.1	4.0
	ROE	10.2	8.0	33.4	-23.0	18.4	16.1	6.2	-30.5	9.4
	EV/EBITDA	4.0	5.6	21.8	50.3	9.0	6.5	7.3	11.0	18.1
	PSR	0.5	0.2	4.1	0.7	7.7	0.5	0.5	0.2	2.6
2021F	매출액	10,147	213,288	6,927	6,367	1,883	1,144	1,181	358	-
	영업이익	835	5,496	990	306	999	61	64	14	-
	순이익	539	4,825	911	177	804	50	44	11	-
	PER	8.7	11.8	35.1	16.2	18.0	14.4	10.6	9.9	18.0
	PBR	1.8	1.1	9.6	2.3	2.6	2.6	1.3	1.2	3.5
	ROE	22.6	10.2	29.5	9.8	15.9	19.7	13.1	13.5	17.6
	EV/EBITDA	4.0	6.5	24.0	8.7	8.5	6.3	5.6	5.7	10.4
	PSR	0.5	0.3	4.6	0.6	7.5	0.6	0.4	0.3	2.7
2022F	매출액	10,730	218,322	8,329	6,797	2,079	1,272	1,297	413	-
	영업이익	856	6,594	1,214	407	1,109	84	75	18	-
	순이익	548	5,577	1,116	254	927	66	49	14	-
	PER	8.7	10.3	28.6	14.2	15.3	10.9	9.5	7.8	15.4
	PBR	1.5	1.1	7.4	2.0	2.4	2.2	1.2	1.1	2.9
	ROE	19.3	10.9	28.7	12.1	16.5	22.4	13.3	14.6	17.5
	EV/EBITDA	3.8	5.7	20.2	7.6	8.0	5.4	5.1	5.6	8.0
	PSR	0.4	0.3	3.8	0.5	6.8	0.6	0.4	0.3	2.4

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

II. 실적 전망

2021년 영업이익 1.4조원

동사의 2021년 연간 매출액과 영업이익은 각각 9.6조원(YoY 17%), 1.4조원(OPM 15%, YoY 72%)을 기록할 것으로 예상된다. 컴포넌트/기판솔루션 사업부가 성장을 견인한다.

컴포넌트솔루션 사업부 매출액과 영업이익은 각각 4.7조원(YoY 29%), 1.1조원(OPM 23%, YoY 91%)을 기록할 것으로 추정한다. MLCC 전방 수요가 고루 견조한 모습을 보이는 가운데, 말레이시아를 포함한 아시아 지역 내 코로나 재확산 영향으로 경쟁업체의 생산 차질이 동사의 하반기 실적에 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다.

기판솔루션 사업부 매출액과 영업이익은 각각 2.0조원(YoY 13%), 2049억원(OPM 10%, YoY 105%)을 기록하며 고성장을 이어나갈 것으로 예상된다. 기판 공급업체들의 기민한 Capex와 더불어 전방산업의 견조한 수요로 하반기 기판 가격은 우호적인 흐름을 이어나갈 것으로 전망하기 때문이다. 특히 Ultra Slim NB 및 Flagship 스마트폰 AP 같은 고사양 제품 수요증가에 따른 Capa 잠식으로 FCBGA 매출은 전년대비 25% 성장할 것으로 추정한다.

모듈솔루션 사업부 매출액과 영업이익은 각각 2.9조원(YoY 4%), 1239억원(OPM 4%, YoY -28%)을 기록할 것으로 예상된다. 저부가 통신모듈 사업 철수 효과 및 스마트폰 카메라모듈의 저조한 성장율을 감안하면 올해 연간 성장은 다소 제한적일 것으로 추정하기 때문이다.

2022년 영업이익 1.5조원

동사의 2022년 연간 매출액과 영업이익은 10.6조원(YoY 11%), 1.5조원(OPM 14%, YoY 4%)을 기록할 것으로 예상된다. 기판/모듈솔루션 사업부의 활약을 기대해본다.

컴포넌트솔루션 사업부 매출액과 영업이익은 각각 5.1조원(YoY 10%), 1.0조원(OPM 21%, YoY -1%)을 기록할 것으로 예상된다. 2020~2021년 글로벌 MLCC 공급업체들의 Capex가 고사양 IT/전장용 중심으로 진행되었다는 점을 감안하면 2022년 MLCC 가격은 YoY Soft Landing하는 모습을 보일 것으로 추정한다. 한편 5G 및 전기차/자율주행차 침투율 증가 트렌드는 MLCC 사업부 중장기 성장동력으로 작용하며 견조한 외형 성장 이끌 것으로 전망한다.

기판솔루션 사업부 매출액과 영업이익은 각각 2.3조원(YoY 17%), 2634억원(OPM 11%, YoY 29%)을 기록할 것으로 예상된다. 동사 FCBGA 중심의 고부가 기판사업 강화 기조로 보수적인 가정에도, 연간 영업이익 400억 이상의 성장이 향후 2~3년간 이어질 수 있을 것으로 추정하기 때문이다.

모듈솔루션 사업부의 매출액과 영업이익은 각각 3.1조원(YoY 8%), 1548억원(OPM 5%, YoY 25%)을 예상하며, 전장화/ADAS 트렌드로 차량용카메라모듈 수요 증가가 사업부 성장을 견인한다.

삼성전기 연간 실적 추이 및 전망

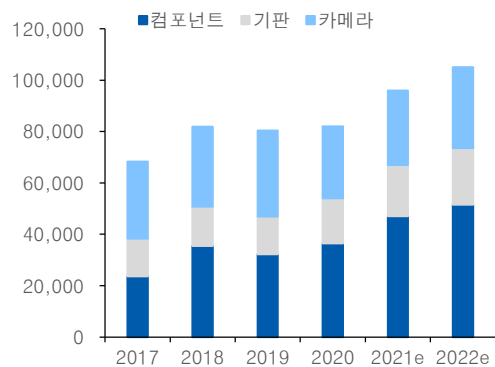
(단위: 억원)

		2017	2018	2019	2020	2021e	2022e
Sales	Total	68,385	80,020	77,183	82,087	96,042	106,287
	컴포넌트	23,571	35,501	32,198	36,450	47,020	51,496
	기판	14,694	15,291	14,703	17,613	19,903	23,296
	카메라	30,120	31,138	33,508	28,025	29,094	31,495
Sales Mix%	컴포넌트	34%	44%	42%	44%	49%	48%
	기판	21%	19%	19%	21%	21%	22%
	카메라	44%	39%	43%	34%	30%	30%
Sales YoY%	Total	13%	17%	-4%	6%	17%	11%
	컴포넌트	-	51%	-9%	13%	29%	10%
	기판	-	4%	-4%	20%	13%	17%
	카메라	-	3%	8%	-16%	4%	8%
OP	Total	3,062	8,270	7,409	8,291	14,228	14,749
	컴포넌트	2,904	11,171	5,049	5,577	10,646	10,567
	기판	(850)	(1,879)	146	1,000	2,049	2,634
	카메라	856	889	2,146	1,713	1,239	1,548
OPM%	Total	4%	10%	5%	10%	15%	14%
	컴포넌트	12%	31%	16%	15%	23%	21%
	기판	-6%	-12%	1%	6%	10%	11%
	카메라	3%	3%	6%	6%	4%	5%
OP YoY%	Total	0%	170%	-50%	102%	72%	4%
	컴포넌트	-	285%	-55%	10%	91%	-1%
	기판	-	적지	흑전	587%	105%	29%
	카메라	-	4%	141%	-20%	-28%	25%
이익 기여도	컴포넌트	95%	135%	123%	67%	75%	72%
	기판	-28%	-23%	4%	12%	14%	18%
	카메라	28%	11%	52%	21%	9%	10%

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전기 사업부별 매출 추이 및 전망

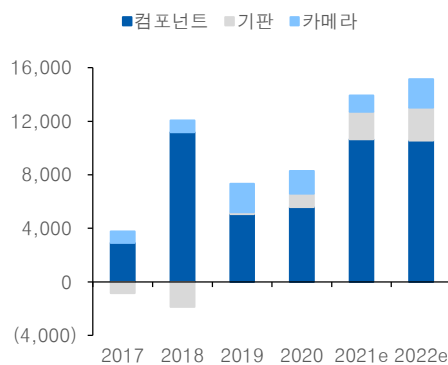
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전기 사업부별 영업이익 추이 및 전망

(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

3Q21 영업이익 4,218억원

3분기 매출액과 영업이익은 각각 2.5조원(YoY 11%, QoQ 3%), 4218억원(OPM 17%, YoY 39%, QoQ 24%)으로 컴포넌트와 기판사업부가 실적 성장을 견인한다.

컴포넌트솔루션 사업부의 매출액과 영업이익은 각각 1.3조원(YoY 32%, QoQ 8%), 3181억원(OPM 25%, YoY 67%, QoQ 20%)을 예상한다. 코로나 재확산 영향으로 경쟁업체의 주요 생산라인이 가동중단이 동사 MLCC 사업에 긍정적인 영향을 주는 한편, 당사 채널 체크와 글로벌 MLCC 공급업체 코멘트를 감안하면 3분기 MLCC 가격은 견조했을 것으로 예상한다.

기판솔루션 사업부 매출액과 영업이익은 각각 5396억원(YoY 19%, QoQ 16%), 788억원(OPM 15%, YoY 135%, QoQ 125%)을 예상한다. 고부가 Flip Chip 계열 기판 중심으로 생산라인이 풀가동되며 분기 영업이익률 15%로 역대 최고치를 갱신할 수 있을 것으로 추정한다.

삼성전기 분기 실적 추이 및 전망		(단위: 억원)							
		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21e	4Q21e
Sales	Total	22,245	18,122	22,879	18,842	23,719	24,755	25,455	22,113
	컴포넌트	8,576	8,396	9,832	9,646	10,884	11,953	12,930	11,252
	기판	3,837	3,678	4,520	5,579	4,422	4,667	5,396	5,440
	카메라	8,920	5,527	7,938	5,640	8,413	8,132	7,128	5,421
Sales Mix%	컴포넌트	39%	46%	43%	51%	46%	48%	51%	51%
	기판	17%	20%	20%	30%	19%	19%	21%	25%
	카메라	40%	30%	35%	30%	35%	33%	28%	25%
Sales YoY%	Total	4%	-7%	1%	38%	7%	37%	11%	17%
	컴포넌트	2%	7%	20%	24%	27%	42%	32%	17%
	기판	10%	8%	-12%	107%	15%	27%	19%	-2%
	카메라	-5%	-33%	-16%	-12%	-6%	47%	-10%	-4%
OP	Total	1,646	960	3,025	2,661	3,315	3,403	4,218	3,302
	컴포넌트	897	867	1,900	1,913	2,342	2,648	3,181	2,476
	기판	77	59	335	529	248	349	788	664
	카메라	690	101	838	85	421	407	249	163
OPM%	Total	7%	5%	13%	14%	14%	14%	17%	15%
	컴포넌트	10%	10%	19%	20%	22%	22%	25%	22%
	기판	2%	2%	7%	9%	6%	7%	15%	12%
	카메라	8%	2%	11%	2%	5%	5%	4%	3%
OP YoY%	Total	-14%	-51%	68%	-270%	101%	255%	39%	24%
	컴포넌트	-53%	-27%	135%	68%	161%	205%	67%	29%
	기판	-111%	-79%	7%	93%	222%	495%	135%	25%
	카메라	-4%	-80%	23%	-66%	-39%	303%	-70%	91%
이익 기여도	컴포넌트	54%	90%	63%	72%	71%	78%	75%	75%
	기판	5%	6%	11%	20%	7%	10%	19%	20%
	카메라	42%	11%	28%	3%	13%	12%	6%	5%

자료: 유안타증권 리서치센터

III. 반도체 패키지기판 사업 강화

삼성전기는 올해부터 본격적으로 고부가 반도체 패키지기판 사업 강화를 위한 준비할 것으로 예상된다. 이에 동사 사업 강화의 일환으로 **기판솔루션사업부의 2021년 Capex를 3500억원으로 추정하며, FCBGA 기판향으로 연간 400억 가까운 영업이익이 Add Up 되는 효과를 기대한다.** 고부가 반도체 패키지기판 공급이 여전히 타이트하고, 중장기적 수요는 지속 증가하는 추세를 보일 것으로 전망된다는 점은 동사의 기판솔루션 사업부가 이례적인 대규모 투자를 집행하는 배경이 될 것이다. 참고로 과거 3개년 기준 기판솔루션사업부의 연평균 Capex는 1000억 수준이었다.

또한 아래 그림처럼, 패키지기판 내 ‘박형화(Coreless)’, ‘부품내장화’, ‘대면적/고다층화’, 그리고 ‘미세화(Fine Line & Space)’라는 4개 큰 축의 트렌드 중심으로 기술적 진화가 진행되고 있다는 점에 주목해본다. 고객사들의 IT제품 성능 강화를 위해 기판을 더 얇게 만들고, 다양한 종류의 칩을 함께 실장하려는 Needs를 충족하는 과정에서 패키지기판 생산 기술난이도가 높아지고있다. 또한 차세대 반도체(서버 및 네트워크용 포함)의 경우 칩 사이즈가 두배 가까이 커지고있으며 패키지 기판 Layer 또한 PC용 대비 약 2배 가까이 높아져 20층에 육박하게 될 것으로 예상되기 때문에 패키지기판 공급업체들의 생산 Capa 잠식이 불가피하다는 판단이다.

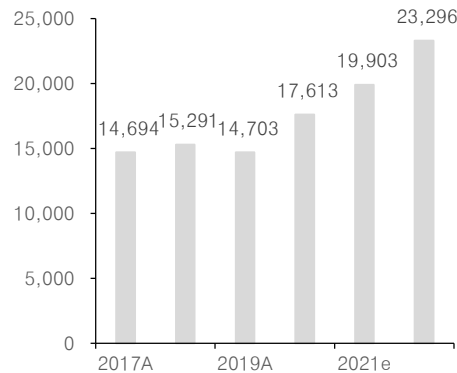
결론적으로 기판솔루션사업부는 올해처럼 2022년에도 전사 성장을 견인할 수 있을 것으로 전망한다. 2022년 기판솔루션 사업부 매출액과 영업이익은 각각 2.3조원(YoY 17%), 2634억원(OPM 11%, YoY 29%)을 기록할 것으로 추정하며, 그 중에서 FCBGA기판 매출액과 영업이익은 각각 8999억원(YoY 50%), 1327억원(OPM 15%, YoY 69%)로 사업부 이익 성장을 견인할 것으로 추정한다. 한편 기존 저부가 RFPCB 기판의 비중이 축소되면서 적자폭이 대폭 감소할 것으로 예상되는데 이는 2022년 기판솔루션 사업부의 이익 개선에 재차 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대되는 바이다.

삼성전기가 그리는 패키지기판 미래 Technology (2021)



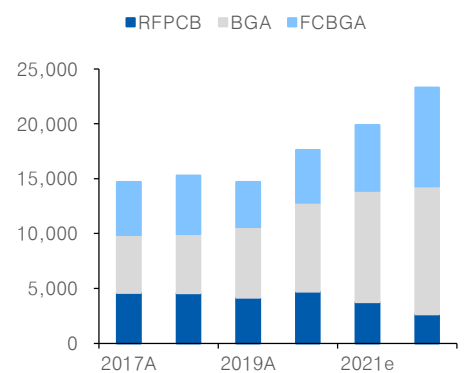
자료: 삼성전자, 유안타증권 리서치센터

기판솔루션사업부 매출액 추이 (단위: 억원)



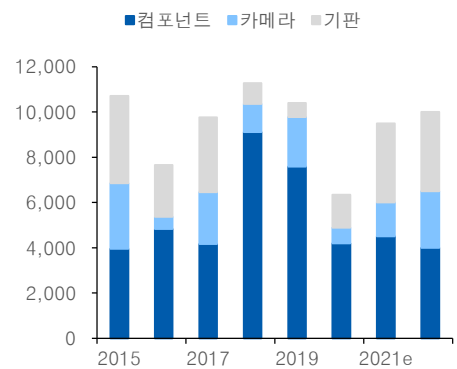
자료: 유안타증권 리서치센터

기판솔루션사업부 매출 Breakdown 추정 (단위: 억원)



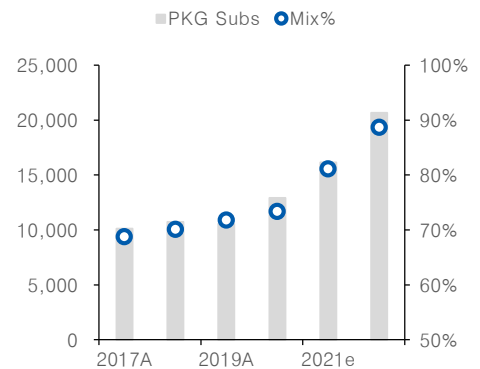
자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전기 Capex 추이 및 전망 (단위: 억원)



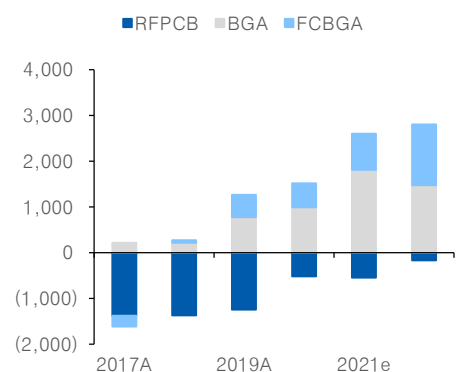
자료: 유안타증권 리서치센터

반도체 패키지기판 매출 및 Mix 증가 추이 (단위: 억원)



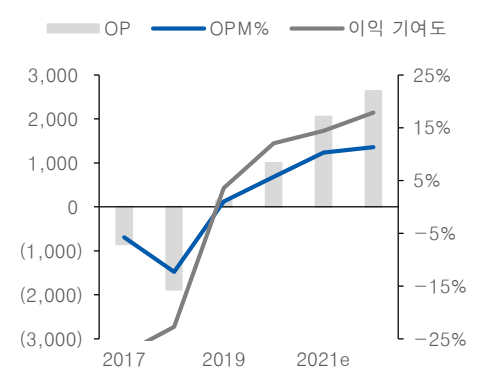
자료: 유안타증권 리서치센터

기판솔루션사업부 영업이익 Breakdown 추정 (단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

기판솔루션사업부 전사 이익 기여도 증가 추세 (단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

Ⅳ. 카메라모듈사업 2 가지 모멘텀

차량/XR 디바이스용 카메라 수요 증가가 동사 모듈사업부의 성장모멘텀으로 작용할 것으로 기대한다. 카메라모듈 시장은 전방 다변화가(기존 Handset 중심 → Automotive 및 XR) 가속화되면서 Paradigm Shift가 본격화되는 시대를 맞이할 것으로 전망한다. 이러한 구조적인 변화 속에 동사의 1) 2022년 Automotive용 카메라모듈 실적은 전년대비 70% 증가하며 고성장을 보일 것으로 추정하며, 2) 국내 주력고객사의 AR Glass 타입 디바이스 출시 모멘텀을 기대해본다.

현재 동사는 북미 주력 고객사 위주의 차량용 카메라모듈 비즈니스를 전개하고 있다. 2022년부터 주력고객사 내 점유율 강화 및 레퍼런스 기반의 글로벌 신규 고객사 유치를 위한 사업 확장을 순차적으로 이어나갈 가능성이 높다는 판단이다. 차량용 카메라모듈은 내구성과 신뢰성 기준이 높은 만큼 신규 고객사 유치까지 시간이 소요될 수 있기에 신규 파이프라인 추가는 다소 지연될 수 있으나, 2022년부터 ADAS 보편화와 전장화 트렌드가 재차 부각되는 모습을 보이고 차량 한대당 탑재되는 카메라모듈 개수 증가와 스펙 상향이 동시에 이루어질 것으로 전망된다는 점은 긍정적이다.

XR 디바이스용 카메라모듈은 동사 모듈 사업부의 중장기적 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 전망한다. 동사 주력 고객사인 삼성전자는 과거 AR/VR을 포함하는 XR 디바이스 사업을 철수했지만, 올해 연초 해외 언론에서 삼성전자의 AR 글래스 타입 XR 디바이스 제품 렌더링 영상을 공개한 것으로 파악된다. 아직 구체적인 스펙이나 프로토타입까지는 공개되지 않았으나, AR 디바이스의 자체 성장성이 높은데다가 기기 한대당 탑재되는 카메라가 최소 5개 이상일 것으로 추정되고 있기 때문에 그간 삼성전자의 주요 IT기기에 들어가는 카메라모듈 사업을 지속 맡아왔던 동사에 손해가 집중 될 가능성이 높다는 판단이다. 참고로 글로벌 XR 디바이스용 카메라모듈의 향후 5개년간(2021e~2025e) 연평균 성장률은 97%로 추정한다.

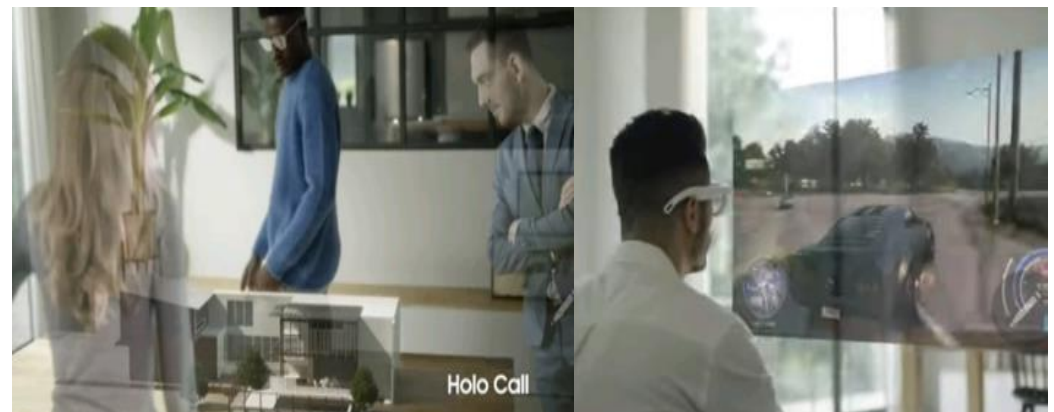
한편 모듈솔루션 사업부의 지배적인 부분을 차지하고 있는 스마트폰카메라모듈(2022e 모듈사업부내 매출 비중 92%)의 Q 성장은 제한적일 것으로 예상한다. 스마트폰 사업이 성숙기를 지나고 있을 뿐 아니라 대당 탑재되는 카메라모듈 개수에 유의미한 변화가 없을 것으로 예상됨에 따라 스마트폰 카메라모듈 출하량의 연평균 성장률은 4% 수준일 것으로 추정하기 때문이다. **다만 현재 스마트폰의 주요 Selling point가 고성능 카메라인 만큼 신기술 탑재 흐름은 이어질 수 있을 것으로 전망한다.** 이에 삼성전기는 그간 시장을 선도하는 기술력을 기반으로 고부가 폴디드줌(Folded Zoom) 중심으로 스마트폰 시장 내 차별화를 주도하고 있다는 점이 긍정적이다. 1)작년까지 주력고객사의 플래그십 스마트폰 중심으로 비즈니스를 하다가 올해부터 Mid-Range쪽으로 제품 커버리지를 늘리면서 발생한 마진 훼손에 대한 우려를 일부 불식시켜 줄 수 있을 것이며, 2)중화권 메인 스마트폰 업체들의 폴디드줌 채용률이 높아질 개연성이 높다.

삼성전기 차량용카메라 기술 발전 방향



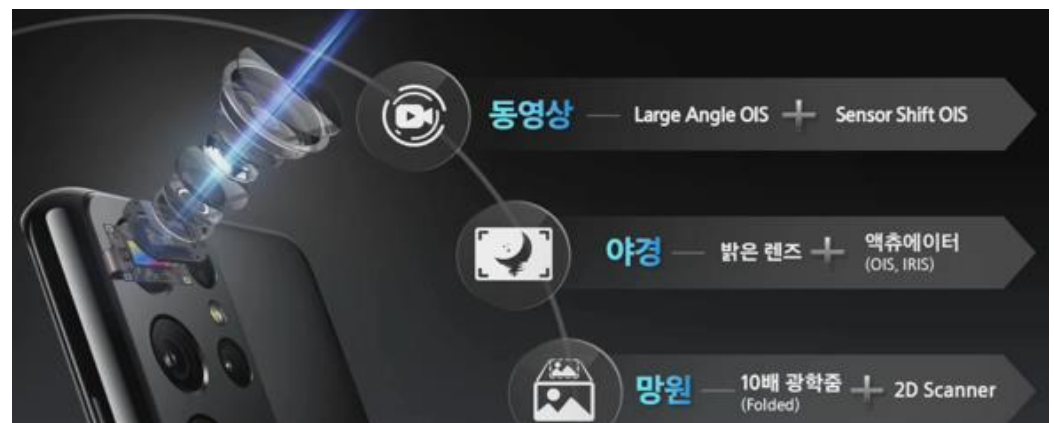
자료: 삼성전기, 유안타증권 리서치센터

해외 언론에 보도된 삼성전자 AR 글라스 및 Glass Lite 영상 사진



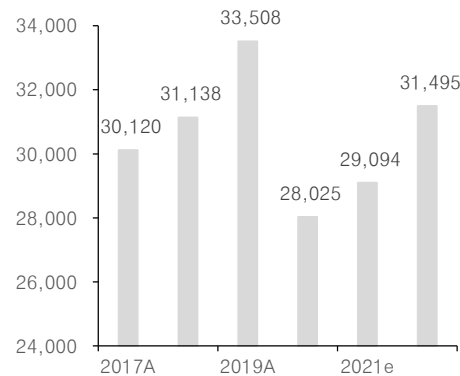
자료: 언론, 유안타증권 리서치센터

스마트폰 카메라 스펙 트렌드



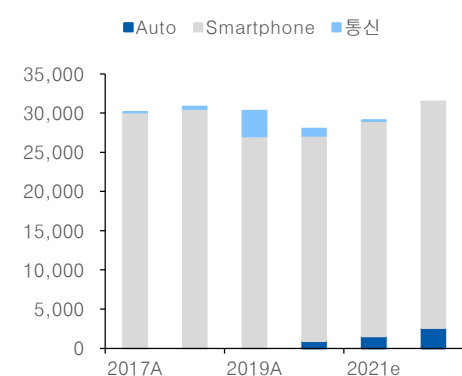
자료: 삼성전기, 유안타증권 리서치센터

모듈솔루션사업부 매출액 추이 (단위: 억원)



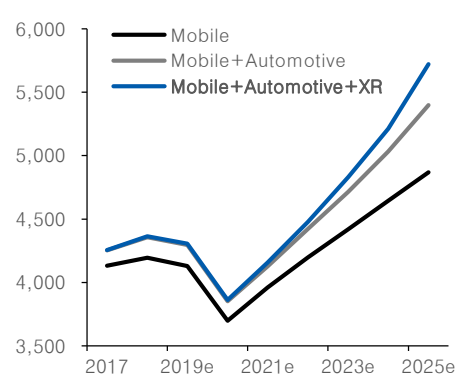
자료: 유안타증권 리서치센터

모듈솔루션사업부 매출 Breakdown 추정 (단위: 억원)



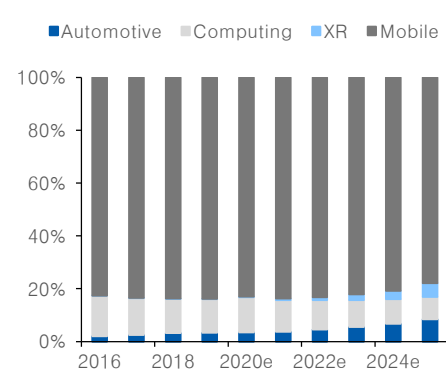
자료: 유안타증권 리서치센터

카메라모듈 시장 기술기 변화



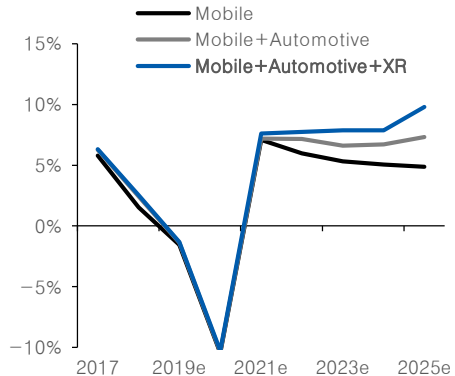
자료: 유안타증권 리서치센터

카메라모듈시장 주요 Application 별 비중



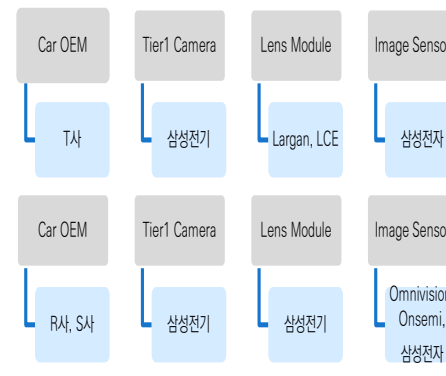
자료: 유안타증권 리서치센터

카메라모듈시장 주요 Application 연성장률 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

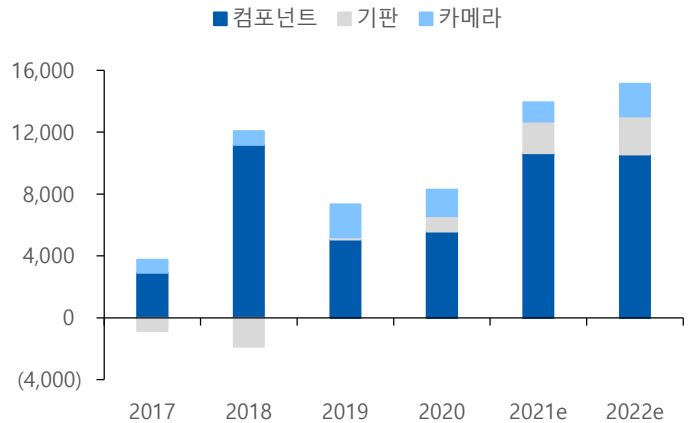
삼성전기 전장용카메라모듈 비즈니스 현황 추정



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

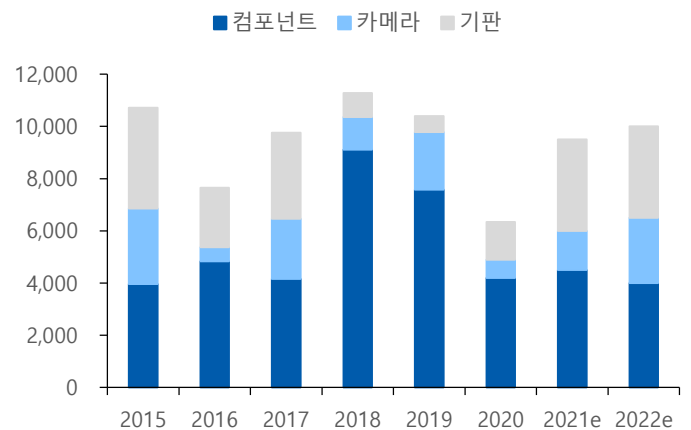
Key Chart

삼성전기 사업부별 이익 추이



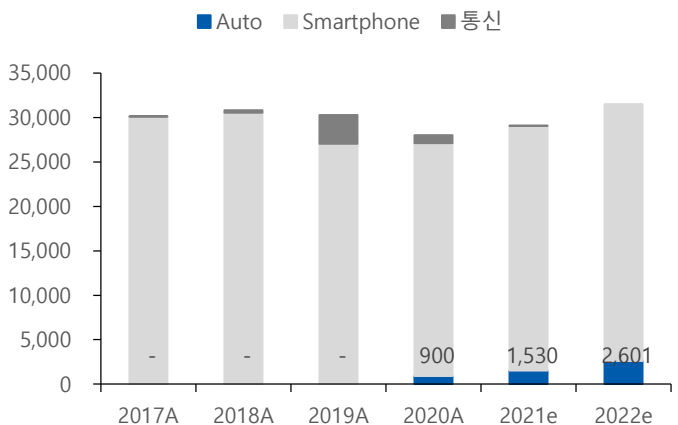
자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: 단위: 억원 기준

삼성전기 Capex 추이: 고부가 기판 FCBGA 중심 비즈니스 성장 기대



자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: 단위: 억원 기준

모듈 사업부 Application별: 2022년부 차량용 카메라모듈 성장 모멘텀이 재차 부각될 것



자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: 단위 억원 기준

삼성전기 (009150) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서			(단위: 억원)		
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	77,183	82,087	96,042	106,287	122,230
매출원가	57,300	62,690	71,774	79,593	91,062
매출총이익	19,883	19,397	24,268	26,694	31,169
판매비	12,474	11,106	10,040	11,945	13,592
영업이익	7,409	8,291	14,228	14,749	17,577
EBITDA	16,110	16,703	22,754	23,534	28,419
영업외손익	-448	-462	-492	-570	-501
외환관련손익	-148	-54	209	72	72
이자손익	-586	-375	-294	-247	-178
관계기업관련손익	119	99	-52	-38	-38
기타	166	-132	-354	-357	-357
법인세비용차감전순손익	6,961	7,829	13,737	14,180	17,076
법인세비용	711	1,672	3,298	3,273	3,942
계속사업순손익	6,250	6,158	10,439	10,906	13,134
중단사업순손익	-969	80	-287	-354	-354
당기순이익	5,280	6,238	10,152	10,552	12,779
지배지분순이익	5,143	6,040	9,774	10,170	12,317
포괄순이익	5,606	5,885	11,790	11,310	13,538
지배지분포괄이익	5,406	5,705	11,395	10,949	13,105

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	10,213	15,881	19,468	18,310	23,321
당기순이익	5,280	6,238	10,152	10,552	12,779
감가상각비	8,445	8,075	8,181	8,513	10,644
외환손익	113	10	-58	-72	-72
종속, 관계기업관련손익	-119	-99	52	38	38
자산부채의 증감	-3,191	-515	-2,178	-2,886	-2,161
기타현금흐름	-315	2,172	3,319	2,166	2,092
투자활동 현금흐름	-5,170	-7,324	-9,377	-9,898	-9,898
투자자산	2,175	-24	-10	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-15,480	-7,567	-9,500	-10,000	-10,000
유형자산 감소	362	470	90	0	0
기타현금흐름	7,772	-203	43	102	102
재무활동 현금흐름	-6,195	-2,095	-3,628	-3,185	-3,185
단기차입금	-2,820	-1,599	-1,105	-1,701	-1,701
사채 및 장기차입금	-1,388	1,005	-848	6	6
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-760	-832	-1,307	-1,307	-1,307
기타현금흐름	-1,227	-669	-368	-183	-183
연결범위변동 등 기타	-316	-162	-2,886	-57	-1,168
현금의 증감	-1,469	6,300	3,578	5,170	9,070
기초 현금	10,024	8,555	14,855	18,433	23,603
기말 현금	8,555	14,855	18,433	23,603	32,673
NOPLAT	7,409	8,291	14,228	14,749	17,577
FCF	-5,267	8,314	9,969	8,310	13,321

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

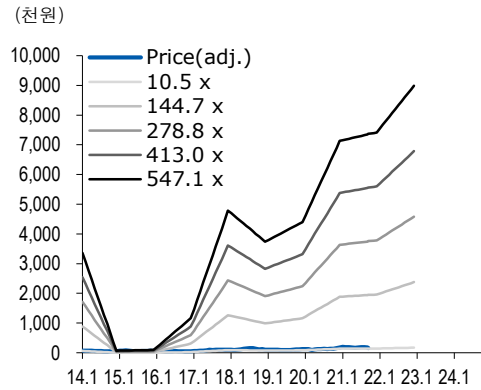
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	35,075	41,503	45,925	53,599	66,586	
현금및현금성자산	8,038	14,798	18,433	23,603	32,673	
매출채권 및 기타채권	10,963	9,962	10,717	11,910	13,626	
재고자산	12,713	13,379	13,369	14,680	16,882	
비유동자산	51,667	50,752	53,317	54,495	53,615	
유형자산	45,145	44,244	46,335	47,822	47,178	
관계기업등 지분관련자산	683	725	633	595	557	
기타투자자산	1,906	2,221	2,887	2,887	2,887	
자산총계	86,742	92,255	99,242	108,093	120,201	
유동부채	18,504	19,149	19,262	17,966	18,809	
매입채무 및 기타채무	9,194	11,652	11,399	11,805	14,350	
단기차입금	5,692	4,062	3,004	1,303	-399	
유동성장기부채	1,909	2,192	3,192	3,192	3,192	
비유동부채	13,937	14,002	13,245	13,251	13,258	
장기차입금	12,197	12,332	11,118	11,124	11,131	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	32,442	33,151	32,507	31,217	32,067	
지배지분	52,850	57,723	65,093	74,962	86,220	
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	46,507	55,618	66,876	
비지배지분	1,451	1,381	1,643	1,915	1,915	
자본총계	54,301	59,104	66,735	76,876	88,134	
순차입금	11,515	3,732	-1,032	-7,897	-18,662	
총차입금	20,114	19,067	17,946	16,250	14,555	

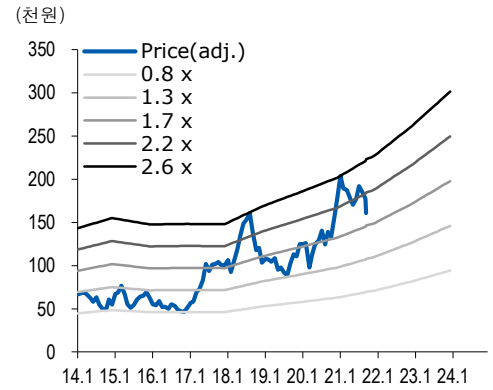
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	6,841	8,030	13,031	13,560	16,434	
BPS	69,957	76,406	86,161	99,225	114,127	
EBITDAPS	20,759	21,524	29,322	30,327	36,623	
SPS	99,462	105,782	123,765	136,967	157,512	
DPS	1,100	1,400	1,400	1,400	1,400	
PER	15.1	16.5	12.4	11.9	9.8	
PBR	1.5	1.7	1.9	1.6	1.4	
EV/EBITDA	5.7	6.3	5.4	5.0	3.7	
PSR	1.0	1.3	1.3	1.2	1.0	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	-3.5	6.4	17.0	10.7	15.0	
영업이익 증가율 (%)	-35.6	11.9	71.6	3.7	19.2	
지배순이익 증가율 (%)	-21.6	17.4	61.8	4.0	21.1	
매출총이익률 (%)	25.8	23.6	25.3	25.1	25.5	
영업이익률 (%)	9.6	10.1	14.8	13.9	14.4	
지배순이익률 (%)	6.7	7.4	10.2	9.6	10.1	
EBITDA 마진 (%)	20.9	20.3	23.7	22.1	23.3	
ROIC	11.0	10.8	18.0	18.0	20.8	
ROA	5.9	6.7	10.2	9.8	10.8	
ROE	10.2	10.9	15.9	14.5	15.3	
부채비율 (%)	59.7	56.1	48.7	40.6	36.4	
순차입금/자기자본 (%)	21.8	6.5	-1.6	-10.5	-21.6	
영업이익/금융비용 (배)	9.5	17.3	38.3	44.0	58.6	

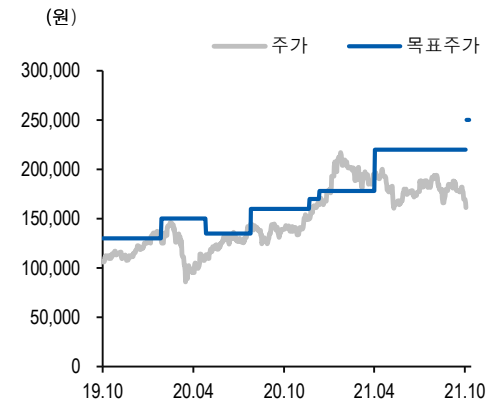
P/E band chart



P/B band chart



삼성전기 (009150) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-10-07	BUY 담당자변경	250,000	1년		
2021-04-05	BUY	220,000	1년	-17.84	-9.09
2020-12-14	BUY	178,000	1년	8.25	21.91
2020-11-24	BUY	170,000	1년	-5.79	-2.35
2020-07-29	BUY	160,000	1년	-13.21	-3.75
2020-04-29	BUY	135,000	1년	-5.56	7.04
2020-01-30	BUY	150,000	1년	-21.39	-2.67
2019-07-25	BUY	130,000	1년	-16.03	5.38

자료: 유안타증권

주: $\text{과리율} = (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.4
Hold(중립)	8.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-10-04

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 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 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 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 투자의사결정은 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.

