

엠케이전자 (033160)

본업 성장과 한토신 지분 가치에 주목하자



박양주
769-2582
guevara@daishin.com

투자의견 **Not Rated**

목표주가 **N/R**

현재주가 **9,480**
(15.06.16)

스몰캡

본딩와이어와 솔더볼 사업의 견조한 성장세

- 반도체 패키징 부품소재인 본딩와이어와 솔더볼 생산, 주 고객사는 삼성전자, SK하이닉스를 포함한 IDM업체와 Amkor, SPIL 등 패키징 업체에 공급
- 본딩와이어의 주 원재료는 금으로 원재료 가격 부담을 줄이기 위한 대체재 개발 진행, 구리에 팔라듐을 코팅한 PCC 본딩와이어 매출이 증가, 골드와이어와 PCC와이어의 매출비중은 6:4이며 영업이익 기여도는 PCC와이어가 41%로 큰 비중을 차지

실질 지배력을 행사하는 한국토지신탁 지분가치에 주목

- 한국토지신탁의 경영권 분쟁이 3월 주주총회를 통해 엠케이전자 승리로 마무리
- 한국토지신탁은 경영권 분쟁 노이즈에서 벗어나 디벨로퍼로의 영업가치에 주목할 필요가 있음. 저금리 및 부동산 경기 호조로 2015년 순이익 700억원을 전망하며 사상최고 실적을 기록할 것으로 판단됨
- 엠케이전자는 자회사 엠케이인베스트가 직접 보유한 3.49% 이외에 사모투자회사가 보유한 34.08%를 포함하여 한국토지신탁 지분 37.6%를 보유
- 2013년부터 한국토지신탁 실적이 지분법으로 반영되기 시작, 2015년 지분법이익은 263억원이 반영될 전망

실리콘 알로이(Si-alloy) 음극활물질 가시성도 높아

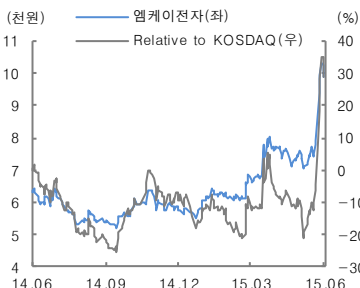
- 2010년 핵심소재(WPM) 국책사업에 선정되어 국내 이차전지 제조업체와 실리콘 합금계 음극활 물질 개발을 진행 중에 있으며 하반기 준양산 설비투자가 이루어질 전망
- 실리콘 합금계 음극소재는 기존 흑연 소재에 비해 이론 용량이 3~4배 정도 높아 양산 시 수요는 폭발적으로 증가할 것으로 판단됨
- 스마트폰 제조업체들의 메탈케이스 적용 확대로 배터리 용량 증가는 차별화 요인으로 작용할 가능성이 높은 것으로 보여 실리콘 합금계 음극활 물질 프리미엄은 높아질 것으로 판단됨

본업 성장 + 한국토지신탁 지분가치 감안 시 저평가 국면

- 반도체 업황호조에 따른 본업 성장과 한국토지신탁 지분가치를 감안 시 현 시가총액 2,067억원은 저평가된 것으로 판단됨

KOSDAQ	706.28
시가총액	207십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	9,900원 / 4,815원
120일 평균거래대금	21억원
외국인지분율	3.25%
주요주주	오션비홀딩스 외 1 인 26.93%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	31.3	48.4	78.2	60.7
상대수익률	31.1	33.5	34.8	21.9



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	568	470	481	492	504
영업이익	11	9	15	17	18
세전순이익	47	24	33	38	43
총당기순이익	42	19	27	31	35
지배지분순이익	16	11	19	22	25
EPS	735	498	894	1,023	1,158
PER	5.6	10.6	10.6	9.3	8.2
BPS	5,570	5,966	6,714	7,595	8,610
PBR	0.7	0.9	1.4	1.2	1.1
ROE	14.3	8.7	14.1	14.3	14.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 엠케이전자, 대신증권 리서치센터

I. 본업인 반도체 업황 호조로 본업 성장

본딩와이어와 솔더볼의 견조한 성장세 유지

엠케이전자는 반도체 업황 호조에 따른 성장과 한국토지신탁 경영권 분쟁 마무리에 따라 지분가치가 시장에 반영될 것으로 판단한다.

엠케이전자는 반도체 패키징(Packaging) 소재인 본딩와이어(Bonding Wire)와 솔더볼(Solder ball)을 생산하고 있다. 주 고객사는 삼성전자, SK하이닉스를 포함한 IDM 업체와 Amkor, SPIL 등 패키징업체에 공급하고 있다.

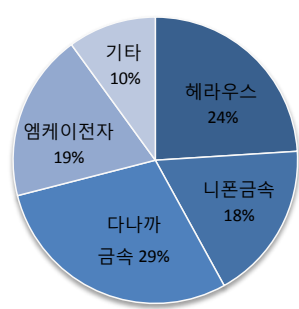
본딩와이어는 반도체 리드프레임과 실리콘칩을 연결하여 전기적 신호를 전달하는 부품이다. 2012년 일본의 스미토모 금속이 본딩와이어 시장에서 철수하면서 4개 업체가 경쟁하고 있으며 엠케이전자의 세계 시장점유율은 19%로 3위를 기록하고 있다.

본딩와이어의 주 원재료는 금(Gold)으로 원재료 가격에 대한 부담을 줄이기 위한 대체재 개발이 진행되었다. 이에 구리에 팔라듐을 코팅한 PCC 본딩와이어 매출이 증가하고 있으며 비중은 골드와이어 60%, PCC 본딩와이어 40%이다. 본딩와이어 매출액 감소는 금값 하락에 따른 평가하락이 주 요인이며 PCC 본딩와이어의 영업이익 기여도는 약 47%로 큰 비중을 차지하고 있다.

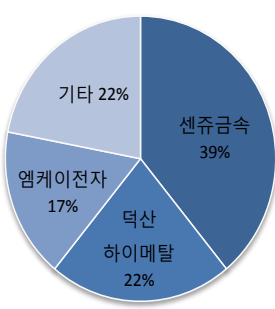
솔더볼은 반도체 패키지와 PCB 기판을 접착하거나 Flip chip에서 칩과 칩 사이를 연결해주는 재료로, 동사는 덕산하이메탈에 이어 국내 시장점유율 2위를 기록하고 있다. 솔더볼은 매출 둔화가 나타났으나 신제품인 CCSB(Copper Core Solder Ball) 매출 증가로 외형 성장이 나타날 것으로 전망된다.

그림 1. 글로벌 본딩와이어 점유율[2014]

그림 2. 글로벌 솔더볼 점유율[2014]



자료: 엠케이전자, 대신증권 리서치센터



자료: 엠케이전자, 대신증권 리서치센터

II. 한국토지신탁 지분가치 반영될 시점

실질 지배력을 행사하는 한토신 지분가치에 주목

한국토지신탁 경영권 분쟁은 주주총회를 통해 엠케이전자의 승리로 마무리되었다.

경영권 획득에 실패한 2대주주 아이스텀엔트러스트는 31.6%의 한국토지신탁 지분을 블록딜을 통해 매각하였다. 이로써 엠케이전자는 한국토지신탁의 실질적인 대주주로 경영권을 행사할 수 있을 것으로 판단한다.

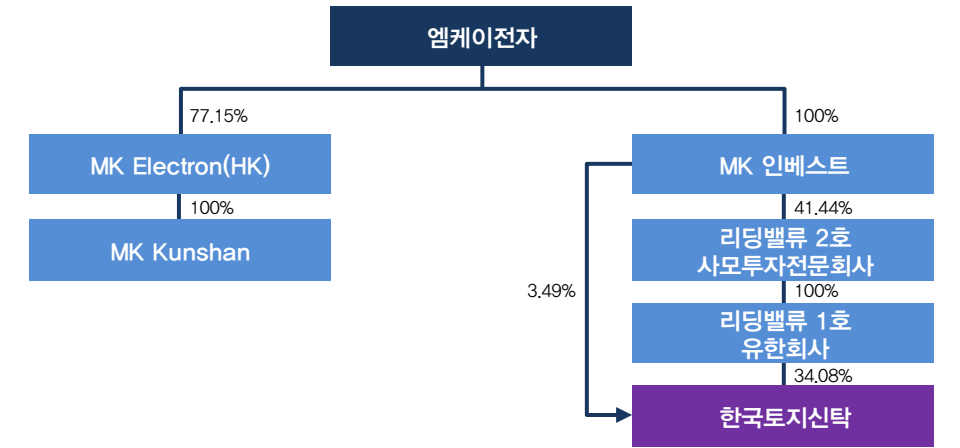
이제 한국토지신탁은 경영권 분쟁의 노이즈에 벗어나 디벨로퍼로의 영업가치에 주목할 필요가 있다. 저금리와 부동산 시장 호황으로 한국토지신탁의 실적 성장은 빠르게 나타나고 있다. 경영권 안정화에 따라 재건축 신탁사업과 신규사업인 리츠사업 성과 역시 빠른 속도를 낼 것으로 보인다.

엠케이전자가 보유한 한국토지신탁 지분가치에 대한 평가가 필요하다. 엠케이전자는 자회사 엠케이인베스트가 직접 보유한 한국토지신탁 지분 3.49% 이외에도 사모투자회사가 보유한 34.08%를 포함한 37.6%의 지분을 보유하고 있다.

2013년부터 한국토지신탁의 실적이 엠케이전자의 지분법이익으로 반영되고 있으며 2015년 지분법이익은 263억원이 반영될 전망이다.

지배주주순이익으로 반영되는 지배지분은 17.6%로 한국토지신탁 시가총액 1조원을 감안 시 1,700억원을 넘어서고 있다. 전일 엠케이전자의 시가총액(2,067억원) 70%에 이른다. 한국토지신탁의 실적개선을 감안 시 시가총액은 상승할 여지가 있어 지분가치는 더욱 더 커질 것으로 판단된다.

그림 3. 엠케이전자 지분구조



자료: 엠케이전자, 대신증권 리서치센터

실리콘 알로이(Si-alloy) 음극활물질의 가시성이 높아지고 있다

엠케이전자는 지경부가 주관하는 ‘세계시장 선점 10대 핵심소재(WPM)사업’ 국책과제에 선정되어 2010년부터 차세대 음극활물질 소재를 개발하고 있다.

현재까지 2차전지 음극활물질은 흑연이 주 원재료로 사용되고 있으나 용량의 한계로 비흑연계 소재에 대한 연구개발이 진행되고 있다.

엠케이전자가 개발하는 음극활물질은 실리콘 합금(Si-alloy)으로 기존 흑연에 비해 이론 용량이 3~4배 더 큰 소재이다. 국내 이차전지 업체와 연구개발을 통해 현재 품질 테스트는 완료된 것으로 파악되며 하반기에 준양산을 위한 라인 설비투자가 이루어질 전망이다.

고객사인 이차전지 업체와의 양산 테스트가 완료되면 2016년부터 매출 발생도 가능할 전망이다.

스마트폰 시장은 업체간 경쟁이 치열해지고 있으며 카메라 성능 등으로 차별화 시도를 이어가고 있다. 하지만 스마트 제조업체간 차별화 요소로 배터리 용량의 중요성도 커질 것으로 판단한다. 배터리 교체가 안되는 메탈케이스 적용 모델이 증가하면서 배터리 용량의 중요성은 더더욱 커질 전망이다.

실리콘 알로이 음극활물질이 양산화되면 기존 배터리에 비해 3~4배 용량이 커지기 때문에 수요는 폭발적으로 증가할 것으로 판단한다.

엠케이전자의 음극활물질 양산은 새로운 성장동력으로 작용할 전망이며 프리미엄을 충분히 줄 수 있는 요소로 판단한다.

표 1. 이차전지용 음극 소재별 비교

	인조흑연	천연흑연	저결정탄소	실리콘합금
용량(mAh/g)	280~360	360~370	235~315	700~1,000
수명	높음	낮음	중간	중간
가격	\$15/kg 이상	\$10/kg	\$12/kg	\$75~80/kg
국내업체	포스코켄텍	애경유화	GS칼텍스	엠케이전자
해외업체	히타치화학 JFE Chemical	Shanghai shanshan BTR Energy	Nippon Carbon JFE Chemical	3M

자료: Argonne National Laboratory, 2011, 대신증권 리서치센터

본업 성장 + 한토신 지분가치 감안 시 저평가 국면

반도체 업황 호조로 장비 및 재료업체의 실적 개선세가 뚜렷히 나타나고 있다.

엠케이전자의 본업인 본딩와이어 및 솔더볼 사업 역시 2015년 실적 성장세를 보일 것으로 판단된다. 본딩와이어의 성장 둔화에 대한 우려가 있지만 비메모리 부문의 성장이 상쇄할 것으로 보인다. 현재 매출이 발생하지는 않지만 2010년부터 연구개발을 진행했던 2차전지 실리콘 합금(Si-alloy)계 음극활물질이 준양산 설비를 갖추는 등 가시적인 성과가 나오고 있는 점은 프리미엄으로 작용할 전망이다.

무엇보다 한국토지신탁에 대한 경영권 분쟁이 마무리되고 실질적인 경영권을 확보하게 된 시점에 한국토지신탁 지분가치에 대한 평가가 이루어져야 한다고 판단한다.

한국토지신탁은 경영권 안정과 더불어 저금리와 부동산 경기 호황으로 사상 초유의 실적을 기록할 것으로 전망된다. 지배지분 기준으로 지분가치가 1,700억원이 넘지만 한국토지신탁의 시가총액은 추가적으로 상승할 여지가 있기 때문에 지분가치는 더 상승할 전망이다. 이에 반해 엠케이전자의 현 시가총액 2,067억원은 저평가 된 것으로 판단한다.

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박양주)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

엠케이전자(033160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 (기준일자:20150614)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	86.0%	14.0%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상