

삼성전기 (009150)

IT 수요 변동성 확대

4Q18 Preview: 물량 급감으로 실적 하향 불가피

삼성전기의 18년 4분기 매출액은 2조 547억원(YoY +20%, QoQ -13%), 영업이익은 3,432억원(YoY +222%, QoQ -15%)으로 전망한다. 컨센서스인 3,748억원을 하회할 것으로 추정되는데, 이는 11~12월 물량이 급감하며 예상보다 컴포넌트솔루션 부문 매출액이 부진한 것이 주요인이다. 중국 스마트폰 업체들의 재고조정폭이 예년보다 큰 것으로 유추되며, 국내 고객사향 플래그십의 실적 반영도 이번 분기에는 미미할 것으로 예상된다.

수요 감소분 반영해 19년 실적 하향

중국을 중심으로 글로벌 스마트폰 수요 둔화를 반영해 MLCC 물량에 대한 가정을 하향 조정한다. 가격에 대한 우려도 상존하지만, 고사양 제품의 공급부족은 지속될 가능성이 높은 것으로 파악된다. 컴포넌트솔루션 부문의 매출액과 영업이익을 기존대비 각각 -11%, -11% 하향한다. 현재 추정치를 재차 상향하기 위해서는 19년 1분기의 전분기 대비 물량이 반등해야 한다. 18년 4분기는 예년보다 강도 높은 재고조정과 무역분쟁에 의한 세트 및 유통채널 단에서의 타이트한 재고 관리가 진행되는 것으로 파악되기 때문에 반등 여력도 상존한다는 판단이다.

주가가 선반영된 점은 위안거리

삼성전기에 대한 투자 의견 'BUY' 를 유지하고 목표주가를 185,000원으로 하향한다. 이는 2018년, 2019년 영업이익을 기존대비 각각 -4%, -12% 하향한 것에 기인한다. 글로벌 경기 및 스마트폰 수요 둔화가 우려되는 가운데 MLCC 업황이 상대적으로 양호하더라도 절대적 수준이 높게 유지되기는 어렵다. 다만, 수요에 대한 우려가 실적 수정에 반영되기 시작하고 있고 반영 시기보다 선제적으로 주가가 하락했다. 2019년 기준 역사적 PBR 밴드 평균인 1.83배를 하회하고 있어 주가 하락을 방어할 수 있다고 판단한다. 자동차향 중장기 수요에 대한 가시성은 여전히 확보되어 있는 점도 주목할 필요가 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 185,000원(하향) | CP(12월 17일): 103,500원

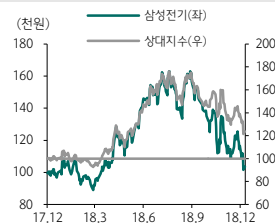
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,071.09
52주 최고/최저(원)	163,000/89,000
시가총액(십억원)	7,730.8
시가총액비중(%)	0.64
발행주식수(천주)	74,693.7
60일 평균 거래량(천주)	1,825.0
60일 평균 거래대금(십억원)	223.6
18년 배당금(예상, 원)	750
18년 배당수익률(예상, %)	0.72
외국인지분율(%)	20.09
주요주주 지분율(%)	삼성전자 외 4인 23.97
국민연금	12.01
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(8.0) (29.4) 3.0
상대	(7.1) (18.0) 23.4

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	8,382.0	9,694.1
영업이익(십억원)	1,144.1	1,648.0
순이익(십억원)	767.3	1,159.9
EPS(원)	9,394	14,212
BPS(원)	64,869	78,663

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	6,033.0	6,838.5	8,249.6	9,403.6	10,663.7
영업이익	십억원	24.4	306.2	1,109.0	1,546.7	1,754.0
세전이익	십억원	32.1	253.5	1,009.4	1,399.8	1,587.4
순이익	십억원	14.7	161.7	689.6	994.4	1,124.6
EPS	원	190	2,084	8,887	12,814	14,492
증감률	%	31.9	996.8	326.4	44.2	13.1
PER	배	268.04	47.98	11.65	8.08	7.14
PBR	배	0.90	1.77	1.60	1.35	1.14
EV/EBITDA	배	8.39	10.36	5.20	3.90	3.28
ROE	%	0.35	3.82	15.13	18.58	17.70
BPS	원	56,531	56,421	64,799	76,881	90,641
DPS	원	500	750	750	750	750



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

RA 이준민
02-3771-7743
joonmin.lee@hanafn.com

표 1. 삼성전기의 Valuation

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고
	기판 솔루션	289	2.7	780	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	컴포넌트 솔루션	1,922	6.1	11,727	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	모듈 솔루션	346	6.0	2,077	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	Sub-Total (A)	2,557	5.4	14,584.0	
비영업가치(십억원)	구분	시가총액/장부가	지분율	Value	
	삼성물산	20,581	2.6%	543	
	삼성중공업	4,385	2.4%	104	
	아이마켓코리아	232	1.7%	4	
	비상장 주식	30		30	
	Sub-Total (B)	25,228		476.9	장부가 및 시가 대비 30% 할인
순현금(십억원)	구분	Value		Value	
	현금 등	1,269		1,269	
	차입금	2,516		2,516	
	Sub-Total (C)	-1,248		-1,248	
주주가치(십억원)	자사주제외	(A)+(B)+(C)		13,813.4	
주식수				주식수	
주식수	발행주식수			74,694	자기주식 포함
주식수(천주)	유통주식수			74,685	
목표주가(원)	자사주제외			184,955	

자료: 하나금융투자

표 2. MLCC 글로벌 피어 실적 및 주요 투자 지표

(단위: \$, 배, %)

		삼성전기	Murata	TDK	Taiyo Yuden	Yageo
종가(\$)		91.5	144.2	70.0	16.2	10.4
시가총액(\$십억)		6.8	32.5	9.1	2.1	4.4
매출액	17	6,051.0	11,617.9	11,053.5	2,155.8	1,060.5
	18F	7,369.7	14,202.2	12,678.5	2,404.1	2,709.8
	19F	8,650.1	15,456.3	13,065.3	2,594.5	3,149.5
영업이익	17	270.9	1,617.5	1,828.9	165.5	249.5
	18F	1,006.9	2,107.1	994.7	253.5	1,507.4
	19F	1,464.5	2,955.1	1,189.4	305.0	1,566.8
순이익	17	143.1	1,337.0	1,242.5	117.4	225.1
	18F	648.8	1,729.4	701.5	185.2	1,317.8
	19F	989.3	2,261.3	851.9	236.5	1,299.3
EPS	17	1.9	6.3	9.8	1.0	0.4
	18F	8.5	8.2	5.8	1.5	3.0
	19F	13.0	10.6	6.7	1.9	2.9
PER	17	47.8	23.0	7.1	16.3	24.3
	18F	10.8	17.7	12.1	10.6	3.5
	19F	7.1	13.7	10.4	8.5	3.6
BPS	17	54.4	62.5	60.2	13.1	2.5
	18F	56.3	66.3	62.3	13.8	5.2
	19F	68.4	73.2	66.8	15.3	7.4
PBR	17	1.7	2.3	1.2	1.2	4.2
	18F	1.6	2.2	1.1	1.2	2.0
	19F	1.3	2.0	1.0	1.1	1.4
EV/EBITDA	17	10.5	14.1	5.1	5.6	16.6
	18F	5.2	14.2	5.8	4.4	2.8
	19F	3.7	7.4	5.1	3.5	2.7
ROE(%)	17	3.7	10.8	10.8	8.4	24.6
	18F	15.9	13.1	9.3	11.3	69.1
	19F	20.2	15.3	10.7	13.7	43.8

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 3. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	2,018.8	1,809.8	2,366.3	2,054.7	2,408.1	2,208.4	2,446.1	2,341.0	6,828.4	8,249.7	9,403.6
growth (YoY)	28.5%	6.5%	28.5%	19.7%	19.3%	22.0%	3.4%	13.9%	13.2%	20.8%	14.0%
growth (QoQ)	17.6%	-10.4%	30.8%	-13.2%	17.2%	-8.3%	10.8%	-4.3%			
모듈 솔루션 사업부	899.8	611.9	885.1	715.2	1,001.9	807.1	914.6	800.1	3,001.2	3,112.1	3,523.7
컴포넌트 솔루션 사업부	753.0	868.6	1,026.8	979.6	1,013.8	1,076.0	1,111.2	1,069.8	2,337.5	3,628.0	4,270.9
기판 솔루션 사업부	357.1	299.5	432.4	343.4	373.1	303.4	400.4	451.7	1,446.1	1,432.4	1,528.6
영업이익	154.0	206.8	405.0	343.2	378.4	373.6	410.6	384.1	306.5	1,109.0	1,546.7
growth (YoY)	484.4%	194.8%	292.4%	221.5%	145.7%	80.7%	1.4%	11.9%	874.1%	261.9%	39.5%
growth (QoQ)	44.3%	34.3%	95.8%	-15.3%	10.3%	-1.3%	9.9%	-6.5%			
모듈 솔루션 사업부	10.7	1.1	33.6	10.5	31.6	14.3	28.4	13.8	106.1	55.9	88.1
컴포넌트 솔루션 사업부	173.3	256.1	400.0	371.8	383.4	407.4	409.9	396.5	270.0	1,201.2	1,597.3
기판 솔루션 사업부	-30.0	-50.3	-28.6	-39.1	-36.7	-48.1	-27.7	-26.2	-69.6	-148.0	-138.7
영업이익률	7.6%	11.4%	17.1%	16.7%	15.7%	16.9%	16.8%	16.4%	4.5%	13.4%	16.4%
모듈 솔루션 사업부	1.2%	0.2%	3.8%	1.5%	3.2%	1.8%	3.1%	1.7%	3.5%	1.8%	2.5%
컴포넌트 솔루션 사업부	23.0%	29.5%	39.0%	38.0%	37.8%	37.9%	36.9%	37.1%	11.5%	33.1%	37.4%
기판 솔루션 사업부	-8.4%	-16.8%	-6.6%	-11.4%	-9.8%	-15.9%	-6.9%	-5.8%	-4.8%	-10.3%	-9.1%

자료: 삼성전기, 하나금융투자

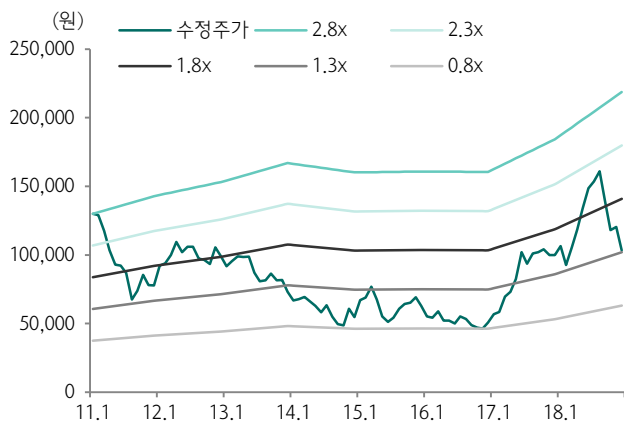
표 4. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	2,018.8	1,809.8	2,366.3	2,171.6	2,520.8	2,318.5	2,557.4	2,450.9	6,828.4	8,366.5	9,847.6
growth (YoY)	28.5%	6.5%	28.5%	26.5%	24.9%	28.1%	8.1%	12.9%	13.2%	22.5%	17.7%
growth (QoQ)	17.6%	-10.4%	30.8%	-8.2%	16.1%	-8.0%	10.3%	-4.2%			
모듈 솔루션 사업부	899.8	611.9	885.1	715.2	995.5	793.0	898.0	785.7	3,001.2	3,112.1	3,472.2
컴포넌트 솔루션 사업부	753.0	868.6	1,026.8	1,096.5	1,134.2	1,203.7	1,242.7	1,197.4	2,337.5	3,744.9	4,778.2
기판 솔루션 사업부	357.1	299.5	432.4	343.4	371.8	299.8	396.7	448.4	1,446.1	1,432.4	1,516.7
영업이익	154.0	206.8	405.0	389.9	426.8	426.0	462.6	435.0	306.5	1,155.7	1,750.5
growth (YoY)	484.4%	194.8%	292.4%	265.3%	177.1%	106.0%	14.2%	11.6%	874.1%	277.1%	51.5%
growth (QoQ)	44.3%	34.3%	95.8%	-3.7%	9.4%	-0.2%	8.6%	-6.0%			
모듈 솔루션 사업부	10.7	1.1	33.6	10.5	31.4	14.1	27.8	13.5	106.1	55.9	86.8
컴포넌트 솔루션 사업부	173.3	256.1	400.0	418.6	431.6	458.5	461.2	446.3	270.0	1,247.9	1,797.6
기판 솔루션 사업부	-30.0	-50.3	-28.6	-39.1	-36.2	-46.5	-26.4	-24.8	-69.6	-148.0	-133.9
영업이익률	7.6%	11.4%	17.1%	18.0%	16.9%	18.4%	18.1%	17.8%	4.5%	13.8%	17.8%
모듈 솔루션 사업부	1.2%	0.2%	3.8%	1.5%	3.2%	1.8%	3.1%	1.7%	3.5%	1.8%	2.5%
컴포넌트 솔루션 사업부	23.0%	29.5%	39.0%	38.2%	38.1%	38.1%	37.1%	37.3%	11.5%	33.3%	37.6%
기판 솔루션 사업부	-8.4%	-16.8%	-6.6%	-11.4%	-9.7%	-15.5%	-6.7%	-5.5%	-4.8%	-10.3%	-8.8%

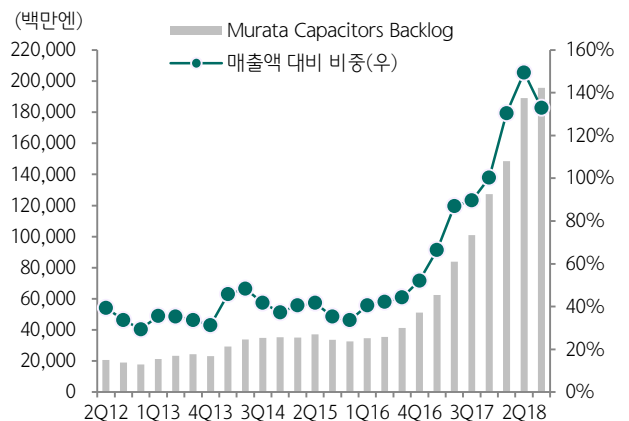
자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 1. 삼성전기의 PBR 밴드



자료: Wisefn, 하나금융투자

그림 2. Murata 캐패시터 부문 매출액 대비 수주잔고 추이



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

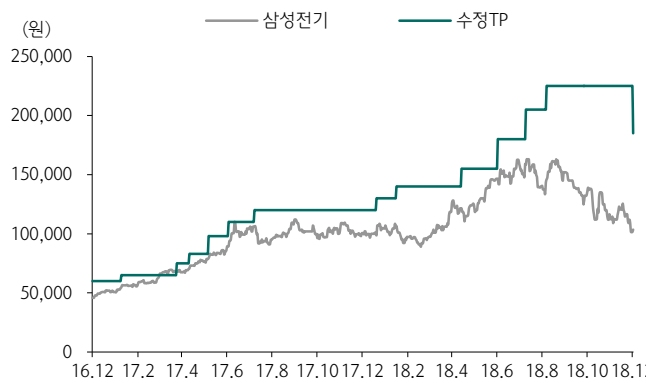
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	6,033.0	6,838.5	8,249.6	9,403.6	10,663.7
매출원가	5,006.3	5,430.1	5,779.7	6,561.1	7,440.3
매출총이익	1,026.7	1,408.4	2,469.9	2,842.5	3,223.4
판매비	1,002.4	1,102.2	1,360.9	1,295.7	1,469.3
영업이익	24.4	306.2	1,109.0	1,546.7	1,754.0
금융손익	(31.1)	(55.1)	(78.6)	(71.5)	(74.8)
중속/관계기업손익	8.5	8.0	(2.1)	(8.1)	(12.7)
기타영업외손익	30.2	(5.6)	(18.9)	(67.3)	(79.1)
세전이익	32.1	253.5	1,009.4	1,399.8	1,587.4
법인세	9.2	76.3	282.9	350.0	400.0
계속사업이익	22.9	177.3	726.5	1,049.9	1,187.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	22.9	177.3	726.5	1,049.9	1,187.4
비지배주주지분 순이익	8.2	15.5	36.9	55.5	62.7
지배주주순이익	14.7	161.7	689.6	994.4	1,124.6
지배주주지분포괄이익	55.9	29.4	692.2	999.0	1,129.9
NOPAT	17.4	214.1	798.1	1,160.1	1,312.0
EBITDA	632.7	936.8	1,841.8	2,320.2	2,532.2
성장성(%)					
매출액증가율	(2.3)	13.4	20.6	14.0	13.4
NOPAT증가율	(93.4)	1,130.5	272.8	45.4	13.1
EBITDA증가율	(20.5)	48.1	96.6	26.0	9.1
영업이익증가율	(91.9)	1,154.9	262.2	39.5	13.4
(지배주주)순이익증가율	31.3	1,000.0	326.5	44.2	13.1
EPS증가율	31.9	996.8	326.4	44.2	13.1
수익성(%)					
매출총이익률	17.0	20.6	29.9	30.2	30.2
EBITDA이익률	10.5	13.7	22.3	24.7	23.7
영업이익률	0.4	4.5	13.4	16.4	16.4
계속사업이익률	0.4	2.6	8.8	11.2	11.1
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	190	2,084	8,887	12,814	14,492
BPS	56,531	56,421	64,799	76,881	90,641
CFPS	9,671	13,415	25,602	29,072	31,833
EBITDAPS	8,154	12,072	23,734	29,900	32,631
SPS	77,745	88,124	106,308	121,179	137,417
DPS	500	750	750	750	750
주가지표(배)					
PER	268.0	48.0	11.6	8.1	7.1
PBR	0.9	1.8	1.6	1.3	1.1
PCFR	5.3	7.5	4.0	3.6	3.3
EV/EBITDA	8.4	10.4	5.2	3.9	3.3
PSR	0.7	1.1	1.0	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	0.3	3.8	15.1	18.6	17.7
ROA	0.2	2.1	8.5	11.0	10.9
ROIC	0.4	4.2	14.3	19.7	21.3
부채비율	76.7	79.3	68.1	60.7	55.2
순부채비율	30.8	46.2	31.8	17.0	2.8
이자보상배율(배)	0.5	4.6	12.5	17.9	19.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,812.4	2,478.8	2,706.3	3,639.8	4,890.6
금융자산	1,106.1	567.7	765.3	1,441.0	2,410.3
현금성자산	795.8	444.6	618.0	1,273.0	2,219.9
매출채권 등	784.4	913.5	1,007.5	1,148.5	1,302.4
재고자산	827.2	918.9	864.8	985.8	1,117.9
기타유동자산	94.7	78.7	68.7	64.5	60.0
비유동자산	4,850.2	5,288.6	5,717.8	6,002.8	6,165.8
투자자산	847.9	823.2	985.1	1,053.5	1,194.7
금융자산	800.6	769.9	921.3	980.9	1,112.3
유형자산	3,714.4	4,154.7	4,455.9	4,693.5	4,733.6
무형자산	92.2	149.5	161.1	140.0	121.7
기타비유동자산	195.7	161.2	115.7	115.8	115.8
자산총계	7,662.6	7,767.4	8,424.1	9,642.5	11,056.4
유동부채	2,043.2	2,454.1	2,390.8	2,606.2	2,878.3
금융부채	1,165.9	1,671.3	1,437.6	1,539.8	1,688.3
매입채무 등	850.2	752.1	776.5	885.2	1,003.8
기타유동부채	27.1	30.7	176.7	181.2	186.2
비유동부채	1,281.9	981.8	1,023.0	1,037.1	1,052.5
금융부채	1,277.7	897.6	922.3	922.3	922.3
기타비유동부채	4.2	84.2	100.7	114.8	130.2
부채총계	3,325.0	3,435.9	3,413.8	3,643.3	3,930.7
지배주주지분	4,240.1	4,231.7	4,881.7	5,819.3	6,887.2
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	419.9	335.3	355.6	355.6	355.6
이익잉여금	2,533.8	2,609.8	3,239.7	4,177.2	5,245.0
비지배주주지분	97.5	99.8	128.5	179.9	238.5
자본총계	4,337.6	4,331.5	5,010.2	5,999.2	7,125.7
순금융부채	1,337.6	2,001.2	1,594.6	1,021.1	200.2
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	679.6	717.7	1,765.8	1,790.5	1,953.9
당기순이익	22.9	177.3	726.5	1,049.9	1,187.4
조정	704.9	805.7	1,133.2	871.2	909.0
감가상각비	608.3	630.6	732.8	773.5	778.2
외환거래손익	3.6	(7.0)	10.4	12.9	12.9
지분법손익	(8.5)	(8.0)	(3.5)	0.0	0.0
기타	101.5	190.1	393.5	84.8	117.9
영업활동 자산부채 변동	(48.2)	(265.3)	(93.9)	(130.6)	(142.5)
투자활동 현금흐름	(1,186.3)	(1,232.3)	(1,196.3)	(1,083.3)	(978.0)
투자자산감소(증가)	69.8	32.7	(154.3)	(72.5)	(145.3)
유형자산감소(증가)	(984.0)	(1,384.7)	(1,027.3)	(990.0)	(800.0)
기타	(272.1)	119.7	(14.7)	(20.8)	(32.7)
재무활동 현금흐름	281.3	196.1	(259.7)	(41.1)	0.7
금융부채증가(감소)	402.0	125.3	(209.1)	102.2	148.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(79.7)	118.7	10.3	(86.5)	(91.0)
배당지급	(41.0)	(47.9)	(60.9)	(56.8)	(56.8)
현금의 증감	(239.4)	(351.2)	173.4	655.1	946.9
Unlevered CFO	750.5	1,041.0	1,986.7	2,256.0	2,470.3
Free Cash Flow	(372.2)	(758.6)	715.5	800.5	1,153.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성전기



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.12.18	BUY	185,000		
18.8.23	BUY	225,000	-41.41%	-27.56%
18.7.26	BUY	205,000	-27.40%	-20.49%
18.6.18	BUY	180,000	-15.90%	-9.72%
18.4.30	BUY	155,000	-16.49%	-5.48%
18.2.1	BUY	140,000	-26.01%	-8.57%
18.1.5	BUY	130,000	-19.75%	-16.54%
17.7.24	BUY	120,000	-16.01%	-6.67%
17.6.19	BUY	110,000	-7.77%	0.00%
17.5.23	BUY	98,000	-14.48%	-8.78%
17.4.27	BUY	83,000	-8.64%	-5.30%
17.4.10	BUY	75,000	-8.66%	-6.13%
17.1.25	BUY	65,000	-5.54%	6.92%
17.1.2	BUY	60,000	-13.88%	-9.67%

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	94.8%	4.3%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 12월 17일

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 2018년 12월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2018년 12월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.