

Company Brief

2019-01-02

삼성전기(009150)

재고조정 한파

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	160,000 원(하향)
증가(2018/12/28)	103,500 원

Stock Indicator	
자본금	388 십억원
발행주식수	7,760 만주
시가총액	7,855 십억원
외국인지분율	20.9%
52 주 주가	89,000~163,000 원
60 일평균거래량	1,865,381 주
60 일평균거래대금	225.2 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.0	-27.1	-30.5	5.1
상대수익률	-11.2	-14.6	-18.6	20.5



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	6,838	8,249	9,227	10,167
영업이익(십억원)	306	1,091	1,651	2,000
순이익(십억원)	162	721	1,112	1,364
EPS(원)	2,084	9,291	14,329	17,574
BPS(원)	54,531	61,324	73,156	88,232
PER(배)	48.0	11.1	7.2	5.9
PBR(배)	1.8	1.7	1.4	1.2
ROE(%)	3.8	16.0	21.3	21.8
배당수익률(%)	1.6	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	10.3	5.4	3.9	3.0

주-K-IFRS 연결 요약 재무제표

모바일 세트 수요 부진의 한파

연결기준 4 분기 실적은 매출액 2.05 조원 (+19.6%YoY, -13.2%QoQ), 영업이익 3,250 억원 (영업이익률 15.8%)으로 추정된다. 이는 기존 영업이익 추정치인 3,730 억원 대비 -12.8% 조정된 수치다. MLCC 의 ASP 는 전장 및 초소형/고용량 MLCC 위주 제품 믹스 개선으로 +5%QoQ 개선될 것으로 추정하고 있으나, 모바일 세트 수요 부진에 따른 공급 감소폭이 ASP 개선폭 대비 큰 것으로 보인다. 특히 중화향 수요가 부진하다. 중국의 스마트폰 출하량은 10 월 +1.3%yoy 성장하며 회복하는 모습을 보이는 듯 했으나 11 월 들어 -17.4%yoy로 다시 큰 폭의 부진을 보였다. 즉, Sell-in 이 Sell-through 로 이어지지 않으며 연말 재고조정 강도가 거세지고 있는 상황이다. 동사 MLCC 매출의 40~50%, 카메라모듈 매출의 30~40%가 중국 스마트폰 업체향으로 발생하고 있으므로 이 같은 수요 부진 영향에 대한 반영이 불가피한 것으로 판단된다.

다만 ASP 개선세가 지속되고 있음을 주목할 필요가 있다. 특히 1 분기에는 부산 전장용 MLCC 라인이 풀가동 되는 시기이므로 사업부 기준 Blended ASP 는 한 차례 더 개선될 수 있을 것으로 보인다. 전장용 MLCC 가 모바일 MLCC 대비 판가가 최소 2 배 이상 비싸기 때문이다. 따라서 모바일향 제품의 가동률만 회복된다면 V 자 반등폭은 커질 수 있다고 판단된다. 중국 스마트폰 업체들의 신규 스마트폰 출시는 2~3 월에 집중된다. 통상 완제품 출시 2~3 달 전부터 관련 부품 축적을 시작한다는 점을 감안하면 올해 1 분기부터는 신규 스마트폰에 대한 부품 빌드업 수요가 발생할 수 있을 것으로 판단된다.

쉬어가는 구간이나..

목표주가를 기존 21 만원에서 16 만원으로 하향하나 투자의견 Buy 를 유지한다. 16 만원은 '19 년 예상 BPS 73,156 원에 목표 PBR 배수 2.2 배를 적용한 수치다. 2.2 배는 동사의 10 년간 고점 평균 배수다. 참고로 이전 목표가 21 만원은 '18 년 예상 BPS 기준 PBR 3.3 배로 역사적 최고 배수에 가까운 수치였다. 목표 배수 하향의 이유는, 1) 부진한 모바일 세트 수요에 따른 글로벌 Peer 들의 Valuation 하락 2) '18 년 대비 둔화되는 '19 년 YoY 모멘텀 등을 감안했기 때문이다.

주가는 최근 3 개월 간 33.0% 조정 받으며 전방 세트 수요 부진 우려를 반영해가고 있다. 이 같은 부정적 투자심리에도 불구하고 당사 최선호주로 유지하는 이유는, 1) 초소형/고용량 MLCC 의 공급자가 여전히 제한적인 상황에서 세트당 고용량 MLCC 수요 증가, 전장용 MLCC 로의 제품 믹스 개선이 구조적으로 이어질 것이며, 2) 실적 측면에서 '19 년 ROE 가 21%로 지난 10 년래 최고 수준에 달하며 다시 한 번 업종 내에서 돋보이는 펀더멘털 개선을 시험할 것으로 전망되기 때문이다.

표1. 삼성전기 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액											
모듈솔루션	900	611	885	649	952	741	853	725	3,011	3,045	3,271
YoY	16.4%	-26.9%	7.7%	11.8%	5.8%	21.3%	-3.6%	11.7%	13.3%	1.1%	7.4%
컴포넌트솔루션	753	869	1,027	1,008	1,044	1,148	1,166	1,054	2,338	3,656	4,412
YoY	53.5%	60.1%	68.9%	44.6%	38.7%	32.2%	13.5%	4.6%	21.2%	56.4%	20.7%
기판솔루션	357	300	432	397	338	306	460	440	1,446	1,486	1,545
YoY	22.1%	-6.3%	8.2%	-8.6%	-5.3%	2.3%	6.4%	10.7%	9.9%	2.8%	3.9%
전사합계	2,019	1,809	2,366	2,054	2,334	2,195	2,479	2,219	6,826	8,249	9,227
YoY	28.6%	6.6%	28.5%	19.6%	15.6%	21.3%	4.8%	8.0%	13.1%	20.8%	11.9%
영업이익											
모듈솔루션	11	1	48	12	36	19	28	3	86	72	87
OPM	1.2%	0.2%	5.5%	1.9%	3.8%	2.6%	3.3%	0.5%	2.8%	2.4%	2.6%
컴포넌트솔루션	173	256	393	367	408	468	503	412	290	1,189	1,790
OPM	23.0%	29.5%	38.2%	36.4%	39.1%	40.7%	43.1%	39.1%	12.4%	32.5%	40.6%
기판솔루션	-30	-50	-36	-54	-69	-73	-37	-47	-70	-170	-226
OPM	-8.4%	-16.8%	-8.3%	-13.5%	-20.4%	-23.9%	-8.0%	-10.7%	-4.8%	-11.5%	-14.6%
전사합계	154	207	405	325	376	413	494	368	306	1,091	1,651
OPM	7.6%	11.4%	17.1%	15.8%	16.1%	18.8%	19.9%	16.6%	4.5%	13.2%	17.9%

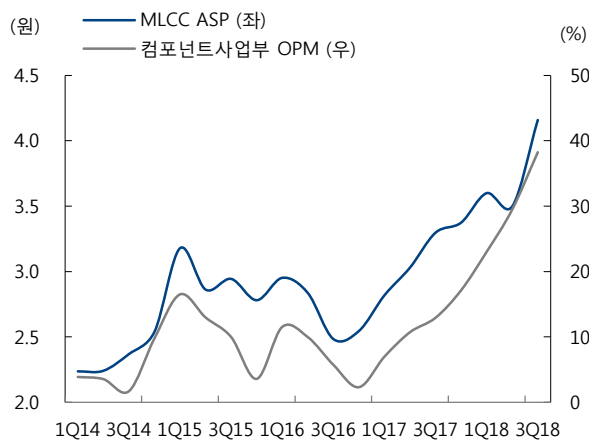
자료: 삼성전기, 하이투자증권

표2. 삼성전기 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	8,249	9,227	8,333	9,747	-1.0	-5.3
영업이익	1,091	1,651	1,139	1,829	-4.2	-9.7
영업이익률	13.2	17.9	13.7	18.8		
세전이익	1,052	1,623	1,101	1,802	-4.4	-10.0
세전이익률	12.8	17.6	13.2	18.5		
지배주주순이익	721	1,112	754	1,235	-4.4	-10.0
지배주주순이익률	8.7	12.1	9.0	12.7		

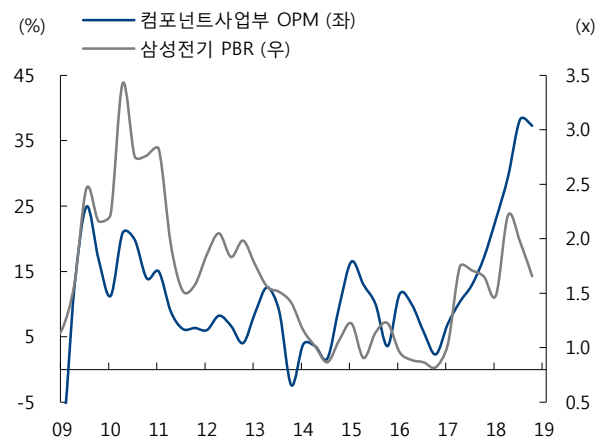
자료: 하이투자증권

그림 1. 삼성전기의 MLCC ASP와 컴포넌트사업부의 OPM 추이



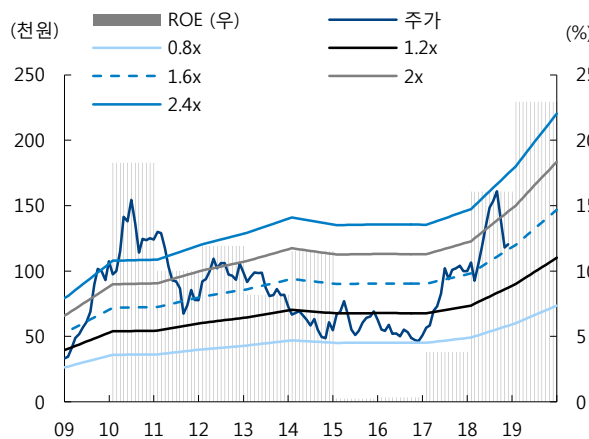
자료: 삼성전기, 하이투자증권

그림 2. 삼성전기 컴포넌트사업부의 OPM과 역사적 PBR 추이



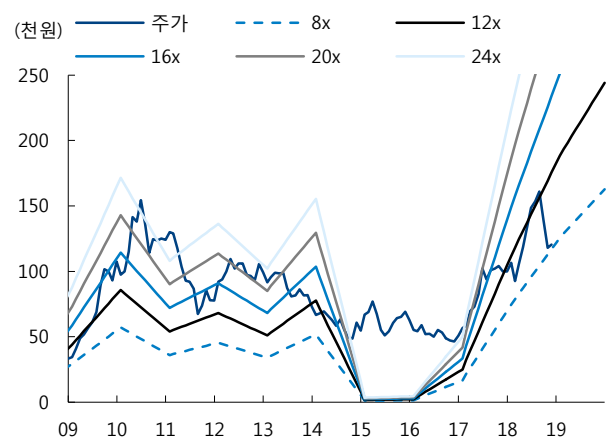
자료: 삼성전기, Dataguide, 하이투자증권

그림 3. 삼성전기 12개월 선행 PBR 밴드: ROE는 최고를 향해 가는데 PBR은 10년 평균 수준으로 회귀



자료: Dataguide, 하이투자증권

그림 4. 삼성전기 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

표 3. 삼성전기 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)		비고
① BPS	73,156	'19년 예상치
② Target Multiple	2.20	동사 10년 고점 평균 PBR
- 적정주가	160,943	① * ②
③ 목표주가	160,000	
④ 현재주가	103,500	
상승여력	55%	③ / ④ - 1

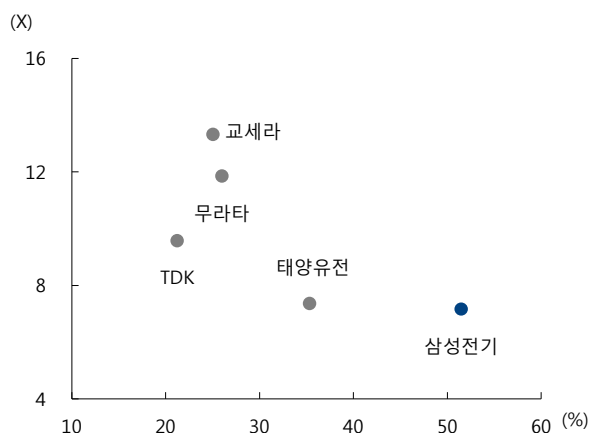
자료: Dataguide, 하이투자증권

표 4. 삼성전기 Global peer group

			삼성전기	무라타	TDK	태양유전	교세라	야코
현재주가(USD)			91.7	135.2	68.2	15.3	49.5	10.5
시가총액(MUSD)			6,853	30,420	8,834	1,994	18,677	4,477
Growth (YoY,%)	매출액성장률	2017A	16.2	17.9	5.3	3.2	8.2	23.0
		2018E	22.9	17.0	9.3	10.9	3.2	153.2
		2019E	16.8	10.6	5.3	11.1	2.3	14.0
	순이익성장률	2017A	1027.6	-8.7	-57.3	194.0	-23.2	98.4
		2018E	353.9	45.7	28.5	28.5	44.7	498.2
		2019E	51.5	26.0	21.2	35.4	25.1	-3.0
Profitability (%)	영업이익률	2017A	4.5	11.8	6.7	8.3	6.1	23.5
		2018E	13.6	17.3	8.4	10.9	8.0	55.6
		2019E	16.8	19.8	9.4	13.2	10.3	49.7
	ROE	2017A	3.7	10.4	7.8	10.1	3.5	24.6
		2018E	15.8	14.1	9.8	11.8	5.0	70.1
		2019E	20.0	15.8	11.2	14.4	6.0	43.8
Valuation (X)	PER	2017A	46.8	22.0	17.9	12.7	33.1	22.6
		2018E	10.8	14.9	11.6	9.9	16.7	3.5
		2019E	7.2	11.9	9.6	7.4	13.3	3.7
	PBR	2017A	1.7	2.2	1.4	1.2	1.2	4.0
		2018E	1.6	2.0	1.1	1.1	0.8	2.0
		2019E	1.3	1.8	1.0	1.0	0.8	1.5
	EV/EBITDA	2017A	9.2	9.6	7.7	4.8	9.6	13.8
		2018E	4.9	8.1	5.3	3.9	7.7	2.9
		2019E	3.7	6.5	4.6	3.1	6.1	2.9

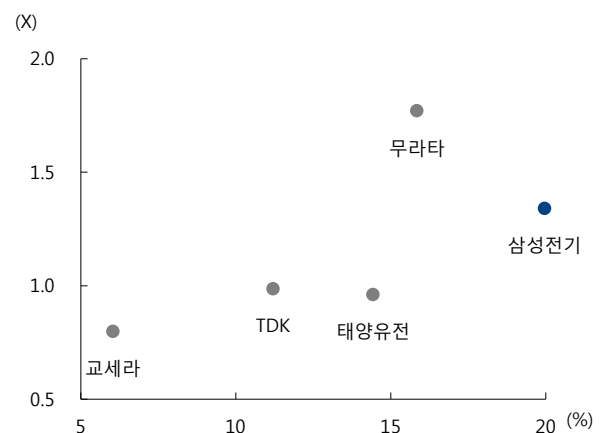
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림 5. 주요 MLCC 업체 PER-EPS 성장률 비교



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림 6. 주요 MLCC 업체 PBR-ROE 비교



자료: Bloomberg, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,479	3,039	3,207	3,186
현금 및 현금성자산	445	677	594	320
단기금융자산	123	132	141	151
매출채권	953	1,131	1,257	1,388
재고자산	919	1,072	1,200	1,322
비유동자산	5,289	5,617	6,028	6,402
유형자산	4,155	4,507	4,935	5,321
무형자산	149	118	93	73
자산총계	7,767	8,656	9,234	9,588
유동부채	2,454	2,646	2,399	1,931
매입채무	281	339	380	418
단기차입금	1,204	1,304	1,108	831
유동성장기부채	468	499	399	160
비유동부채	982	1,082	882	403
사채	-	-	-	-
장기차입금	898	998	798	319
부채총계	3,436	3,728	3,282	2,334
자배주지분	4,232	4,759	5,677	6,847
자본금	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045
이익잉여금	2,610	3,274	4,329	5,636
기타자본항목	189	52	-85	-222
비자배주지분	100	169	276	407
자본총계	4,331	4,928	5,953	7,253

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	718	1,340	1,899	2,256
당기순이익	177	790	1,219	1,495
유형자산감가상각비	611	689	762	850
무형자산상각비	20	32	25	20
지분법관련손실(이익)	8	8	8	8
투자활동 현금흐름	-1,232	-1,050	-1,199	-1,246
유형자산의 처분(취득)	-1,385	-1,041	-1,190	-1,236
무형자산의 처분(취득)	-67	-	-	-
금융상품의 증감	33	-	-	-
재무활동 현금흐름	196	109	-617	-1,118
단기금융부채의증감	65	131	-295	-516
장기금융부채의증감	245	100	-200	-479
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-351	233	-83	-274
기초현금및현금성자산	796	445	677	594
기말현금및현금성자산	445	677	594	320

포괄손익계산서

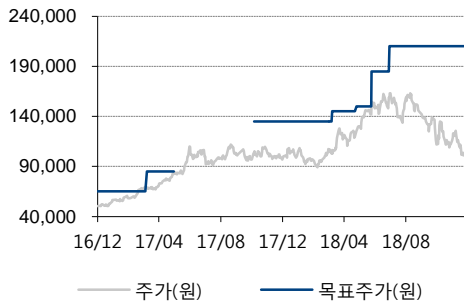
(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,838	8,249	9,227	10,167
증가율(%)	13.4	20.6	11.9	10.2
매출원가	5,430	5,779	6,106	6,574
매출총이익	1,408	2,470	3,121	3,593
판매비와관리비	1,102	1,379	1,470	1,592
연구개발비	321	388	434	478
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	306	1,091	1,651	2,000
증가율(%)	1,155.0	256.3	51.4	21.2
영업이익률(%)	4.5	13.2	17.9	19.7
이자수익	11	16	14	9
이자비용	66	72	59	34
지분법이익(손실)	8	8	8	8
기타영업외손익	-6	10	9	6
세전계속사업이익	254	1,052	1,623	1,990
법인세비용	76	262	404	496
세전계속이익률(%)	3.7	12.8	17.6	19.6
당기순이익	177	790	1,219	1,495
순이익률(%)	2.6	9.6	13.2	14.7
지배주주귀속 순이익	162	721	1,112	1,364
기타포괄이익	-137	-137	-137	-137
총포괄이익	40	653	1,082	1,358
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	2,084	9,291	14,329	17,574
BPS	54,531	61,324	73,156	88,232
CFPS	10,211	18,585	24,471	28,783
DPS	1,550	1,550	1,550	1,550
Valuation(배)				
PER	48.0	11.1	7.2	5.9
PBR	1.8	1.7	1.4	1.2
PCR	9.8	5.6	4.2	3.6
EV/EBITDA	10.3	5.4	3.9	3.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.8	16.0	21.3	21.8
EBITDA 이익률	13.7	22.0	26.4	28.2
부채비율	79.3	75.6	55.1	32.2
순부채비율	46.2	40.4	26.4	11.6
매출채권회전율(x)	7.6	7.9	7.7	7.7
재고자산회전율(x)	7.8	8.3	8.1	8.1

자료 : 삼성전기, 하이투자증권 리서치센터

삼성전기
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-04-03	Buy	85,000	6개월	-14.0%	-2.2%
2017-05-29	Buy	100,000	6개월	-1.7%	12.0%
2017-10-31 (담당자변경)	Buy	135,000	1년	-25.4%	-18.9%
2018-04-03	Buy	145,000	1년	-18.7%	-11.7%
2018-05-21	Buy	150,000	1년	-8.0%	-2.3%
2018-06-20	Buy	185,000	1년	-17.8%	-12.2%
2018-07-25	Buy	210,000	1년	-36.4%	-22.4%
2019-01-02	Buy	160,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-