

삼성전기 (009150)

IT 수요 불확실성에 대처하는 자세

4Q18 Review: 연말 재고조정 및 북미 고객사 부진

삼성전기의 18년 4분기 매출액은 1조 9,881억원(YoY +16%, QoQ -16%), 영업이익은 2,523억원(YoY +136%, QoQ -38%)으로 낮아진 컨센서스를 하회했다. 연말 재고조정에 의한 물량 감소폭이 예년보다 크게 나타나 컴포넌트솔루션 부문의 매출액이 전분기대비 13% 감소한 것이 실적 부진의 주요인으로 파악된다. 기관솔루션 부문에서 수익성이 양호한 RF-PCB가 북미 고객사의 판매량 둔화로 인해 공급 물량이 예상보다 적었던 것도 영업이익이 기대에 못 미친 원인이다.

전장 및 산업용 MLCC로 CAPA 전환

삼성전기의 주력 아이템인 MLCC는 다양한 전방산업과 그에 따른 로우엔드~하이엔드로 제품군이 넓다. 2019년에는 수급 상황이 완화되고 있는 IT향 미드~로우엔드 제품을 축소하고, 산업 및 전장용 제품을 확대시킬 계획이다. CAPA 조정으로 인해 2019년 연간 MLCC 물량은 전년대비 증가폭이 제한적일 것으로 전망된다. 다만, IT향 로우엔드 제품을 상대적으로 고가인 전장 및 산업용으로 대체해 평균가격의 상승세는 지속될 것으로 예상된다. 2019년말에 중국 공장이 완공되고 나면, 2020년에는 다시 물량 증가를 기대할 수 있을 것으로 판단된다.

결국은 MLCC로 입증해야 한다

삼성전기에 대한 투자의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 150,000원으로 하향한다. 2019년 실적 하향조정은 기관솔루션 부문의 적자 확대와 MLCC CAPA 조정에 따른 물량 감소분을 반영하기 때문이다. MLCC는 물량 감소에도 불구하고 평균가격 상승으로 인해 매출액과 영업이익이 전년대비 각각 8%, 17% 증가할 전망이다. 갤럭시 S10 출시와 멀티카메라 탑재 등으로 모듈솔루션 부문의 영업이익 또한 전년대비 34% 증가한 1,008억원을 전망한다. 단기간에 주가가 급등한 부분이 있지만, MLCC의 체질 개선은 긍정적으로 판단되며 이를 실적으로 입증하면 주가 흐름은 긍정적일 것으로 예상된다.

Update

BUY

| TP(12M): 150,000원(하향) | CP(1월 29일): 113,500원

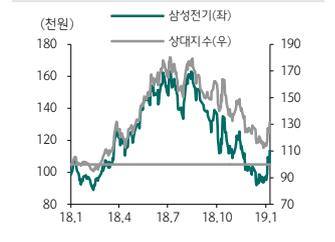
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,183.36
52주 최고/최저(원)	163,000/89,000
시가총액(십억원)	8,477.7
시가총액비중(%)	0.70
발행주식수(천주)	74,693.7
60일 평균 거래량(천주)	1,680.8
60일 평균 거래대금(십억원)	183.4
18년 배당금(예상, 원)	750
18년 배당수익률(예상, %)	0.72
외국인지분율(%)	21.46
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 5인	23.91
국민연금	10.84
주가상승률	1M 6M 12M
절대	9.7 (30.4) 4.6
상대	2.5 (26.8) 24.5

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	8,285.8	9,261.9
영업이익(십억원)	1,085.8	1,437.4
순이익(십억원)	726.5	1,020.9
EPS(원)	8,846	12,221
BPS(원)	64,033	76,209

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	6,033.0	6,838.5	8,193.0	8,619.0	9,773.9
영업이익	십억원	24.4	306.2	1,018.0	1,190.7	1,350.3
세전이익	십억원	32.1	253.5	940.2	1,069.1	1,212.4
순이익	십억원	14.7	161.7	656.1	757.5	859.1
EPS	원	190	2,084	8,454	9,762	11,070
증감률	%	31.9	996.8	305.7	15.5	13.4
PER	배	268.04	47.98	12.24	11.63	10.25
PBR	배	0.90	1.77	1.61	1.55	1.36
EV/EBITDA	배	8.39	10.36	5.46	5.06	4.42
ROE	%	0.35	3.82	14.45	14.57	14.44
BPS	원	56,531	56,421	64,367	73,397	83,735
DPS	원	500	750	750	750	750



Analyst 김복호
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	125	3.0	376	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	컴포넌트 솔루션	1,612	6.1	9,835	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	모듈 솔루션	321	5.4	1,742	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	Sub-Total (A)	2,059	4.8	11,953.1	
비영업가치(십억원)	구분	시가총액/장부가	지분율	Value	
	삼성물산	22,668	2.6%	598	
	삼성중공업	5,393	2.4%	128	
	아이마켓코리아	285	1.7%	5	
	비상장 주식	30		30	
	Sub-Total (B)	28,376		532.9	장부가 및 시가 대비 30% 할인
순현금(십억원)	구분	Value		Value	
	현금 등	1,202		1,202	
	차입금	2,454		2,454	
	Sub-Total (C)	-1,252		-1,252	
주주가치(십억원)	자사주제외	(A)+(B)+(C)		11,234.3	
주식수				주식수	
주식수	발행주식수			74,694	자기주식 포함
주식수(천주)	유통주식수			74,685	
목표주가(원)	자사주제외			150,422	

자료: 하나금융투자

표 2. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018E	2019F
매출액	2,018.8	1,809.8	2,366.3	1,998.2	2,211.9	1,964.0	2,346.9	2,096.2	6,828.4	8,193.1	8,619.0
growth (YoY)	28.5%	6.5%	28.5%	16.4%	9.6%	8.5%	-0.8%	4.9%	13.2%	20.0%	5.2%
growth (QoQ)	17.6%	-10.4%	30.8%	-15.6%	10.7%	-11.2%	19.5%	-10.7%			
모듈 솔루션 사업부	899.8	611.9	885.1	687.3	939.9	712.4	857.3	713.6	3,001.2	3,084.1	3,223.2
컴포넌트 솔루션 사업부	753.0	868.6	1,026.8	896.1	904.9	934.3	1,055.2	947.9	2,337.5	3,544.5	3,842.3
기판 솔루션 사업부	357.1	299.5	432.4	381.8	343.7	290.2	408.0	407.2	1,446.1	1,470.8	1,449.1
영업이익	154.0	206.8	405.0	252.3	281.8	274.6	357.5	276.8	306.5	1,018.1	1,190.7
growth (YoY)	484.4%	194.8%	292.4%	136.3%	83.0%	32.8%	-11.7%	9.7%	874.1%	232.2%	17.0%
growth (QoQ)	44.3%	34.3%	95.8%	-37.7%	11.7%	-2.6%	30.2%	-22.6%			
모듈 솔루션 사업부	10.7	1.1	48.2	15.1	38.3	15.9	30.9	15.6	106.1	75.1	100.8
컴포넌트 솔루션 사업부	173.3	256.1	393.0	299.2	300.3	318.3	370.7	324.5	270.0	1,121.5	1,313.8
기판 솔루션 사업부	-30.0	-50.3	-36.2	-62.0	-56.8	-59.6	-44.1	-63.4	-69.6	-178.5	-223.9
영업이익률	7.6%	11.4%	17.1%	12.6%	12.7%	14.0%	15.2%	13.2%	4.5%	12.4%	13.8%
모듈 솔루션 사업부	1.2%	0.2%	5.4%	2.2%	4.1%	2.2%	3.6%	2.2%	3.5%	2.4%	3.1%
컴포넌트 솔루션 사업부	23.0%	29.5%	38.3%	33.4%	33.2%	34.1%	35.1%	34.2%	11.5%	31.6%	34.2%
기판 솔루션 사업부	-8.4%	-16.8%	-8.4%	-16.2%	-16.5%	-20.5%	-10.8%	-15.6%	-4.8%	-12.1%	-15.5%

자료: 삼성전기, 하나금융투자

표 3. 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	2,054.7	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	48.2	10.5	31.6	14.3	28.4	13.8	106.1	55.9	88.1
컴포넌트 솔루션 사업부	173.3	256.1	393.0	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	-36.2	-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%	5.4%	1.5%	3.2%	1.8%	3.1%	1.7%	3.5%	1.8%	2.5%
컴포넌트 솔루션 사업부	23.0%	29.5%	38.3%	38.0%	37.8%	37.9%	36.9%	37.1%	11.5%	33.1%	37.4%
기판 솔루션 사업부	-8.4%	-16.8%	-8.4%	-11.4%	-9.8%	-15.9%	-6.9%	-5.8%	-4.8%	-10.3%	-9.1%

자료: 삼성전기, 하나금융투자

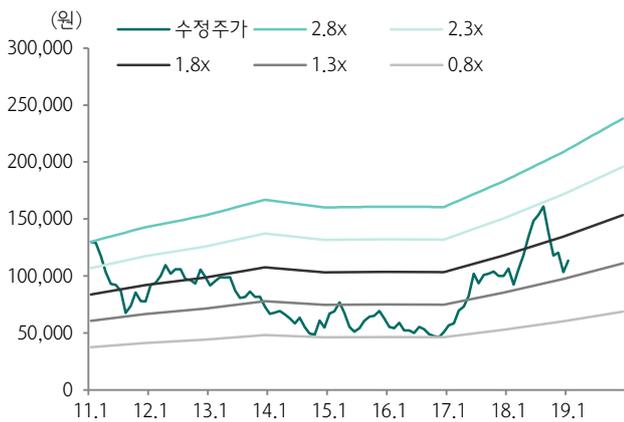
표 4. MLCC 글로벌 피어 실적 및 주요 투자 지표

(단위: \$, 배, %)

		삼성전기	Murata	TDK	Taiyo Yuden	Yageo
종가(\$)		101.5	133.2	72.0	16.2	10.4
시가총액(\$십억)		7.6	30.0	9.3	2.1	4.4
매출액	18E	7,448.9	14,262.7	12,707.5	2,421.9	2,666.8
	19F	8,362.6	15,618.2	13,159.7	2,650.3	2,892.4
	20F	9,130.3	16,620.7	13,621.2	2,830.5	2,787.9
영업이익	18E	925.6	2,127.5	983.5	248.5	1,454.4
	19F	1,299.0	2,919.0	1,154.9	317.3	1,426.6
	20F	1,419.8	3,284.9	1,310.5	373.3	1,226.9
순이익	18E	596.6	1,749.0	686.7	183.8	1,280.5
	19F	862.2	2,222.7	817.7	222.8	1,179.0
	20F	952.6	2,509.1	937.5	262.9	1,033.7
EPS	18E	8.0	8.1	5.6	1.5	3.0
	19F	11.3	10.4	6.5	1.8	2.7
	20F	12.5	11.8	7.4	2.1	2.4
BPS	18E	56.4	67.4	63.2	14.0	5.1
	19F	66.9	74.0	67.5	15.3	7.0
	20F	78.7	81.7	73.1	16.9	8.0
PER	18E	12.7	16.5	12.9	10.6	3.5
	19F	8.9	12.8	11.1	9.2	3.9
	20F	8.1	11.3	9.7	7.7	4.3
PBR	18E	1.8	2.0	1.1	1.2	2.1
	19F	1.5	1.8	1.1	1.1	1.5
	20F	1.3	1.6	1.0	1.0	1.3
EV/EBITDA	18E	5.6	13.2	6.0	4.5	3.0
	19F	4.3	7.1	5.3	3.7	3.1
	20F	3.7	6.3	4.7	3.2	2.3
ROE(%)	18E	15.3	12.9	8.9	11.1	70.1
	19F	18.4	14.5	9.9	12.5	40.4
	20F	17.3	14.5	10.4	12.9	36.9

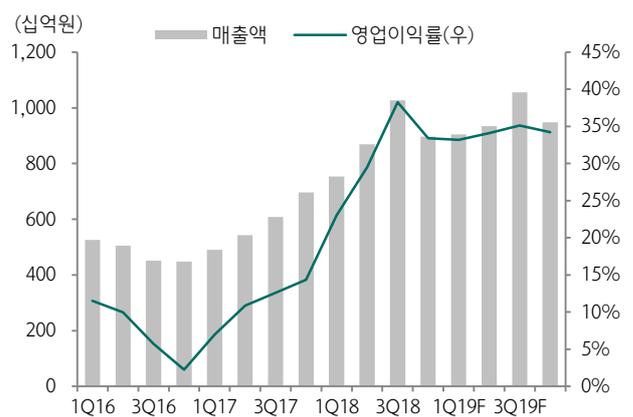
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 1. 삼성전기의 PBR 밴드



자료: Wisesn, 하나금융투자

그림 2. 컴포넌트 솔루션 매출액 및 영업이익률 전망



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

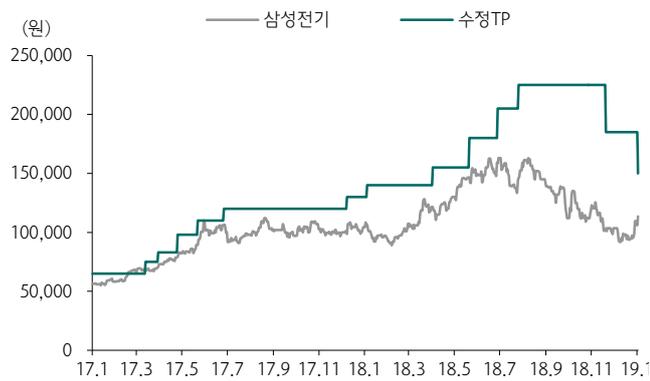
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	6,033.0	6,838.5	8,193.0	8,619.0	9,773.9
매출원가	5,006.3	5,430.1	5,805.6	6,132.5	6,954.3
매출총이익	1,026.7	1,408.4	2,387.4	2,486.5	2,819.6
판매비	1,002.4	1,102.2	1,369.4	1,295.7	1,469.3
영업이익	24.4	306.2	1,018.0	1,190.7	1,350.3
금융손익	(31.1)	(55.1)	(80.9)	(72.5)	(78.9)
중속/관계기업손익	8.5	8.0	(2.1)	8.3	10.1
기타영업외손익	30.2	(5.6)	5.2	(57.3)	(69.1)
세전이익	32.1	253.5	940.2	1,069.1	1,212.4
법인세	9.2	76.3	255.4	278.0	315.2
계속사업이익	22.9	177.3	684.9	791.1	897.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	22.9	177.3	684.9	791.1	897.2
비지배주주지분 순이익	8.2	15.5	28.8	33.6	38.1
지배주주순이익	14.7	161.7	656.1	757.5	859.1
영업이익중포괄이익	55.9	29.4	652.8	753.1	854.0
NOPAT	17.4	214.1	741.5	881.1	999.2
EBITDA	632.7	936.8	1,750.9	1,964.2	2,128.4
성장성(%)					
매출액증가율	(2.3)	13.4	19.8	5.2	13.4
NOPAT증가율	(93.4)	1,130.5	246.3	18.8	13.4
EBITDA증가율	(20.5)	48.1	86.9	12.2	8.4
영업이익증가율	(91.9)	1,154.9	232.5	17.0	13.4
(지배주주)순이익증가율	31.3	1,000.0	305.8	15.5	13.4
EPS증가율	31.9	996.8	305.7	15.5	13.4
수익성(%)					
매출총이익률	17.0	20.6	29.1	28.8	28.8
EBITDA이익률	10.5	13.7	21.4	22.8	21.8
영업이익률	0.4	4.5	12.4	13.8	13.8
계속사업이익률	0.4	2.6	8.4	9.2	9.2
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	190	2,084	8,454	9,762	11,070
BPS	56,531	56,421	64,367	73,397	83,735
CFPS	9,671	13,415	24,710	24,824	27,053
EBITDAPS	8,154	12,072	22,563	25,312	27,428
SPS	77,745	88,124	105,579	111,068	125,951
DPS	500	750	750	750	750
주가지표(배)					
PER	268.0	48.0	12.2	11.6	10.3
PBR	0.9	1.8	1.6	1.5	1.4
PCFR	5.3	7.5	4.2	4.6	4.2
EV/EBITDA	8.4	10.4	5.5	5.1	4.4
PSR	0.7	1.1	1.0	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	0.3	3.8	14.5	14.6	14.4
ROA	0.2	2.1	8.1	8.6	8.8
ROIC	0.4	4.2	13.3	15.2	16.6
부채비율	76.7	79.3	68.2	62.1	58.3
순부채비율	30.8	46.2	31.8	20.6	9.5
이자보상배율(배)	0.5	4.6	11.5	13.8	14.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,812.4	2,478.8	2,666.7	3,272.0	4,223.7
금융자산	1,106.1	567.7	778.6	1,290.9	1,990.3
현금성자산	795.8	444.6	635.4	1,140.2	1,819.4
매출채권 등	784.4	913.5	979.8	1,030.7	1,168.9
재고자산	827.2	918.9	841.0	884.7	1,003.3
기타유동자산	94.7	78.7	67.3	65.7	61.2
비유동자산	4,850.2	5,288.6	5,690.7	5,963.8	6,121.6
투자자산	847.9	823.2	958.0	1,014.6	1,150.5
금융자산	800.6	769.9	896.0	949.3	1,076.5
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	115.7	115.8
자산총계	7,662.6	7,767.4	8,357.4	9,235.8	10,345.3
유동부채	2,043.2	2,454.1	2,368.6	2,511.7	2,771.1
금융부채	1,165.9	1,671.3	1,437.6	1,539.8	1,688.3
매입채무 등	850.2	752.1	755.2	794.4	900.9
기타유동부채	27.1	30.7	175.8	177.5	181.9
비유동부채	1,281.9	981.8	1,020.2	1,025.3	1,039.1
금융부채	1,277.7	897.6	922.3	922.3	922.3
기타비유동부채	4.2	84.2	97.9	103.0	116.8
부채총계	3,325.0	3,435.9	3,388.8	3,537.0	3,810.2
지배주주지분	4,240.1	4,231.7	4,848.2	5,548.9	6,351.2
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	3,206.1	3,906.9	4,709.1
비지배주주지분	97.5	99.8	120.4	149.9	183.9
자본총계	4,337.6	4,331.5	4,968.6	5,698.8	6,535.1
순금융부채	1,337.6	2,001.2	1,581.2	1,171.1	620.2
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	679.6	717.7	1,752.1	1,615.3	1,678.6
당기순이익	22.9	177.3	684.9	791.1	897.2
조정	704.9	805.7	1,133.2	871.3	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	84.9	117.9
영업활동 자산부채 변동	(48.2)	(265.3)	(66.0)	(47.1)	(127.6)
투자활동 현금흐름	(1,186.3)	(1,232.3)	(1,165.1)	(1,058.3)	(970.4)
투자자산감소(증가)	69.8	32.7	(127.2)	(60.6)	(140.0)
유형자산감소(증가)	(984.0)	(1,384.7)	(1,027.3)	(990.0)	(800.0)
기타	(272.1)	119.7	(10.6)	(7.7)	(30.4)
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)	190.8	504.9	679.1
Unlevered CFO	750.5	1,041.0	1,917.5	1,926.4	2,099.3
Free Cash Flow	(372.2)	(758.6)	701.8	625.3	878.6

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성전기



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.30	BUY	150,000		
18.12.18	BUY	185,000	-46.64%	-40.81%
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%
17.2.26	BUY	65,000	-1.01%	6.92%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

• 투자이견의 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	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 29일

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 2019년 01월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2019년 01월 30일 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.