



하나금융그룹

2019년 3월 21일 | Equity Research

삼성전기 (009150)

눈높이를 낮추고 재접근

1Q19 Preview: 영업이익 2,383억원으로 하향

삼성전기의 19년 1분기 매출액은 2조 1,553억원(YoY +7%, QoQ +8%), 영업이익은 2,383억원(YoY +55%, QoQ -6%)으로 전망한다. 이는 컨센서스대비 각각 2%, 9% 하회하는 수치이다. 컴포넌트솔루션 부문의 매출액이 전분기대비 8% 감소한 것이 컨센서스 하회의 주요인이다. 갤럭시 S10향 공급 개시 및 자동차용 매출 확대로 가격이 견조했음에도 중국향 스마트폰 포함 IT 전반적인 수요 약세로 물량이 전분기대비 7% 감소해 예상보다 그 폭이 큰 것으로 파악된다. 갤럭시 S10향 카메라단가 상승으로 모듈솔루션 부문의 매출액은 전년동기대비 7% 증가했다. 수율 안정화로 이익률도 개선되어 2019년 연간으로 모듈솔루션 영업이익은 전년대비 134% 증가한 1,758억원으로 전망한다.

MLCC 생산라인 전환은 중장기적 체질 개선에 긍정적

삼성전기는 저가 MLCC 라인을 자동차 및 산업기기향으로 전환 중이다. 2018년 연간으로 높은 가동률이 유지되었던 점을 감안하면 생산라인 전환에 따른 2019년 물량 감소는 불가피하다. 하나금융투자는 기존에 2019년 연간 MLCC 물량이 전년대비 11% 감소할 것으로 추정한 바 있는데, 금번 보고서를 통해 물량 감소폭을 15%로 수정한다. 저가 MLCC를 전장 및 산업기기향으로 전환해서 생산하면 물량 측면에서 손해이지만, 가격이 상승해 매출액 규모의 손실은 제한적이다. 이는 삼성전기가 일본 MLCC 업체처럼 전방산업을 다변화하는 과정에서 필수적으로 동반될 수 밖에 없는 성장통이다.

저가 매수를 고민할 때

삼성전기에 대한 투자의견 'BUY' 를 유지하고, 목표주가를 132,000원으로 하향한다. 삼성전기의 2019년 연간 영업이익을 기준 추정치에서 20% 하향한 것에 기인한다. 영업이익에서 절대적인 비중을 차지하는 컴포넌트솔루션 부문의 2019년 실적 감소는 스마트폰 수요 둔화라는 업황도 있지만, 생산라인 전환에 따른 물량 감소도 주요인이다. 이는 중장기적으로 더 멀리 뛰기 위한 준비로 인한 것으로 전장 및 통신기지국, 산업기기향 수요 증가세는 유지될 전망이다. 실적 부진이 주가에 반영되었고, 현재 역사적 PBR밴드 평균 1.6배를 하회하고 있다. MLCC 의 중장기 수요 가시성이 확보되기 시작한 2017년 하반기 이후 저점 수준에 해당해 매수로 재접근을 고민할 때라는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 132,000원(하향) | CP(3월 20일): 100,000원

Key Data

	2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,177.10	
52주 최고/최저(원)	163,000/92,000	8,856.9
시가총액(십억원)	7,469.4	1,180.4
시가총액비중(%)	0.62	832.9
발행주식수(천주)	74,693.7	
60일 평균 거래량(천주)	1,435.4	
60일 평균 거래대금(십억원)	148.6	
18년 배당금(예상, 원)	1,000	
18년 배당수익률(예상, %)	1.00	
외국인지분율(%)	19.08	
주요주주 지분율(%)		
삼성전자 외 5 인	23.91	
국민연금	10.84	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	(10.7) (31.5) (0.5)	
상대	(8.6) (26.9) 13.6	

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	8,856.9	
영업이익(십억원)	1,180.4	
순이익(십억원)	832.9	
EPS(원)	10,203	
BPS(원)	73,258	

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	십억원	6,033.0	6,838.5	8,193.0	8,274.3	9,383.0
영업이익	십억원	24.4	306.2	1,018.0	957.0	1,085.2
세전이익	십억원	32.1	253.5	940.2	902.1	1,023.0
순이익	십억원	14.7	161.7	656.1	647.8	734.6
EPS	원	190	2,084	8,454	8,348	9,467
증감률	%	31.9	996.8	305.7	(1.3)	13.4
PER	배	527.63	49.66	11.83	11.98	10.56
PBR	배	1.77	1.83	1.55	1.39	1.25
EV/EBITDA	배	14.29	10.63	5.31	5.20	4.62
ROE	%	0.35	3.82	14.45	12.62	12.78
BPS	원	56,531	56,421	64,367	71,740	80,232
DPS	원	500	750	1,000	1,000	1,000



Analyst 김록호

02-3771-7523

joko.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	119	3.0	356	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	컴포넌트 솔루션	1,311	6.1	7,994	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	모듈 솔루션	396	5.6	2,237	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	Sub-Total (A)	1,825	4.9	10,586	
비영업가치(십억원)	구분	시가총액/장부가	지분율	Value	
	삼성물산	22,668	2.6%	598	
	삼성증공업	5,393	2.4%	128	
	아이마켓코리아	285	1.7%	5	
	비상장 주식	30		30	
	Sub-Total (B)	28,376		533	장부가 및 시가 대비 30% 할인
순현금(십억원)	구분	Value		Value	
	현금 등 차입금	1,202		1,202	
	Sub-Total (C)	2,454		2,454	
		-1,252		-1,252	
주주가치(십억원)	(A)+(B)+(C)			9,868	
주식수				주식수	
주식수	발행주식수			74,694	자기주식 포함
주식수(천주)	유통주식수			72,694	
목표주가(원)				132,107	

자료: 하나금융투자

표 2. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	2,018.8	1,809.8	2,366.3	1,998.2	2,155.3	1,897.2	2,231.5	1,990.3	6,828.4	8,193.1	8,274.3
증감률 (YoY)	28.5%	6.5%	28.5%	16.4%	6.8%	4.8%	-5.7%	-0.4%	13.2%	20.0%	1.0%
증감률 (QoQ)	17.6%	-10.4%	30.8%	-15.6%	7.9%	-12.0%	17.6%	-10.8%			
모듈 솔루션 사업부	899.8	611.9	885.1	687.3	964.6	729.5	879.5	731.4	3,001.2	3,084.1	3,305.0
컴포넌트 솔루션 사업부	753.0	868.6	1,026.8	896.1	823.6	850.5	917.7	824.1	2,337.5	3,544.5	3,415.8
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	238.3	218.3	273.9	226.4	306.5	1,018.1	957.0
증감률 (YoY)	484.4%	194.8%	292.4%	136.3%	54.8%	5.6%	-32.4%	-10.3%	874.1%	232.2%	-6.0%
증감률 (QoQ)	44.3%	34.3%	95.8%	-37.7%	-5.5%	-8.4%	25.5%	-17.3%			
모듈 솔루션 사업부	10.7	1.1	48.2	15.1	60.6	35.5	47.5	32.2	106.1	75.1	175.8
컴포넌트 솔루션 사업부	173.3	256.1	393.0	299.2	240.4	247.7	275.9	248.1	270.0	1,121.5	1,012.0
기판 솔루션 사업부	-30.0	-50.3	-36.2	-62.0	-62.6	-64.9	-49.5	-53.9	-69.6	-178.5	-230.8
영업이익률	7.6%	11.4%	17.1%	12.6%	11.1%	11.5%	12.3%	11.4%	4.5%	12.4%	11.6%
모듈 솔루션 사업부	1.2%	0.2%	5.4%	2.2%	6.3%	4.9%	5.4%	4.4%	3.5%	2.4%	5.3%
컴포넌트 솔루션 사업부	23.0%	29.5%	38.3%	33.4%	29.2%	29.1%	30.1%	30.1%	11.5%	31.6%	29.6%
기판 솔루션 사업부	-8.4%	-16.8%	-8.4%	-16.2%	-18.2%	-22.4%	-12.1%	-13.2%	-4.8%	-12.1%	-15.9%

자료: 삼성전기, 하나금융투자

표 3. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망 (수정 전)

(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
증감률 (YoY)	28.5%	6.5%	28.5%	16.4%	9.6%	8.5%	-0.8%	4.9%	13.2%	20.0%	5.2%
증감률 (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
증감률 (YoY)	484.4%	194.8%	292.4%	136.3%	83.0%	32.8%	-11.7%	9.7%	874.1%	232.2%	17.0%
증감률 (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

그림 1. 삼성전기 vs 일본 MLCC 업체 캐패시터 매출액 추이

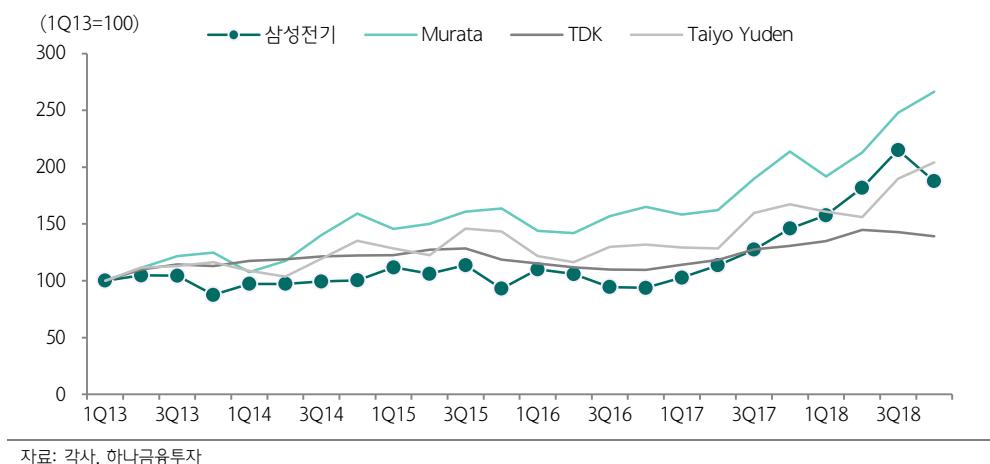


그림 2. 일본 Ceramic Capacitor 생산수량/금액/가격 YoY 증감률 추이

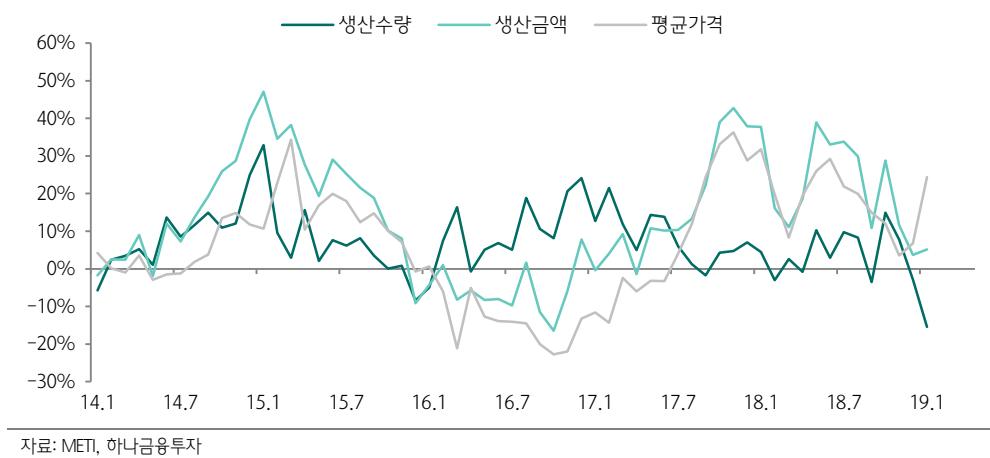
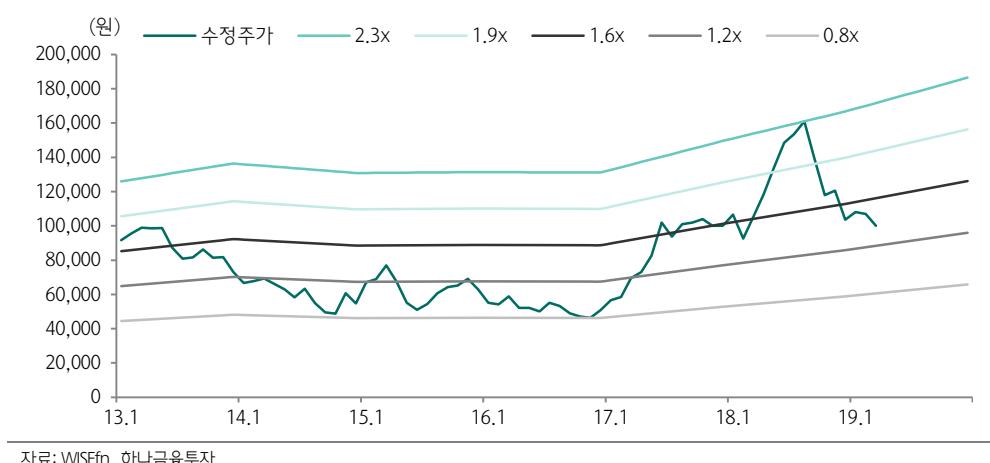


그림 3. 삼성전기의 PBR 밴드



추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	6,033.0	6,838.5	8,193.0	8,274.3	9,383.0	
매출원가	5,006.3	5,430.1	5,805.6	6,021.6	6,828.5	
매출총이익	1,026.7	1,408.4	2,387.4	2,252.7	2,554.5	
판관비	1,002.4	1,102.2	1,369.4	1,295.7	1,469.3	
영업이익	24.4	306.2	1,018.0	957.0	1,085.2	
금융손익	(31.1)	(55.1)	(80.9)	(68.2)	(71.1)	
종속/관계기업손익	8.5	8.0	(2.1)	10.0	10.6	
기타영업외손익	30.2	(5.6)	5.2	3.2	(1.8)	
세전이익	32.1	253.5	940.2	902.1	1,023.0	
법인세	9.2	76.3	255.4	225.5	255.7	
계속사업이익	22.9	177.3	684.9	676.6	767.2	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	22.9	177.3	684.9	676.6	767.2	
비지배주주지분 순이익	8.2	15.5	28.8	28.7	32.6	
지배주주순이익	14.7	161.7	656.1	647.8	734.6	
지배주주지분포괄이익	55.9	29.4	652.8	644.1	730.4	
NOPAT	17.4	214.1	741.5	717.7	813.9	
EBITDA	632.7	936.8	1,750.9	1,730.5	1,863.4	
성장성(%)						
매출액증가율	(2.3)	13.4	19.8	1.0	13.4	
NOPAT증가율	(93.4)	1,130.5	246.3	(3.2)	13.4	
EBITDA증가율	(20.5)	48.1	86.9	(1.2)	7.7	
영업이익증가율	(91.9)	1,154.9	232.5	(6.0)	13.4	
(지배주주)순익증가율	31.3	1,000.0	305.8	(1.3)	13.4	
EPS증가율	31.9	996.8	305.7	(1.3)	13.4	
수익성(%)						
매출총이익률	17.0	20.6	29.1	27.2	27.2	
EBITDA이익률	10.5	13.7	21.4	20.9	19.9	
영업이익률	0.4	4.5	12.4	11.6	11.6	
계속사업이익률	0.4	2.6	8.4	8.2	8.2	

투자지표

	2016	2017	2018	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	190	2,084	8,454	8,348	9,467
BPS	56,531	56,421	64,367	71,740	80,232
CFPS	9,671	13,415	24,710	22,459	24,114
EBITDAPS	8,154	12,072	22,563	22,300	24,013
SPS	77,745	88,124	105,579	106,627	120,914
DPS	500	750	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	527.6	49.7	11.8	12.0	10.6
PBR	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2
PCFR	10.3	7.7	4.0	4.5	4.1
EV/EBITDA	14.3	10.6	5.3	5.2	4.6
PSR	1.3	1.2	0.9	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	0.3	3.8	14.5	12.6	12.8
ROA	0.2	2.1	8.1	7.4	7.7
ROIC	0.4	4.2	13.3	12.4	13.6
부채비율	76.7	79.3	68.2	62.9	60.3
순부채비율	30.8	46.2	31.8	22.7	13.7
이자보상배율(배)	0.5	4.6	11.5	11.1	11.9

자료: 하나금융투자

대차대조표

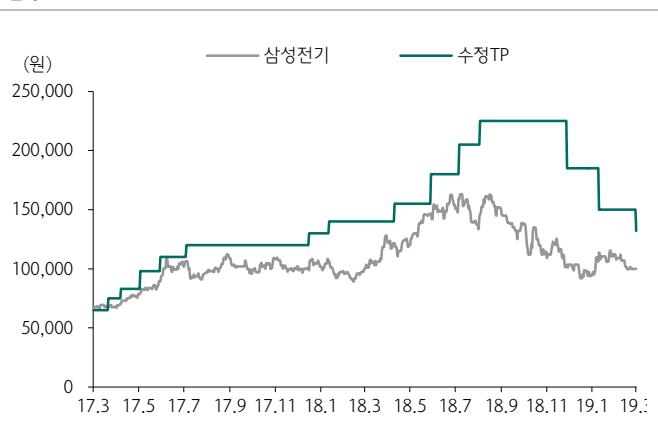
	2016	2017	2018	2019F	2020F
유동자산	2,812.4	2,478.8	2,666.7	3,106.2	3,904.7
금융자산	1,106.1	567.7	778.6	1,200.4	1,756.6
현금성자산	795.8	444.6	635.4	1,055.7	1,592.6
매출채권 등	784.4	913.5	979.8	989.5	1,122.1
재고자산	827.2	918.9	841.0	849.3	963.1
기타유동자산	94.7	78.7	67.3	67.0	62.9
비유동자산	4,850.2	5,288.6	5,690.7	5,959.0	6,116.1
투자자산	847.9	823.2	958.0	1,009.8	1,145.1
금융자산	800.6	769.9	896.0	947.2	1,074.1
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	115.7
자산총계	7,662.6	7,767.4	8,357.4	9,065.2	10,020.8
유동부채	2,043.2	2,454.1	2,368.6	2,478.6	2,733.5
금융부채	1,165.9	1,671.3	1,437.6	1,539.8	1,688.3
매입채무 등	850.2	752.1	755.2	762.6	864.8
기타유동부채	27.1	30.7	175.8	176.2	180.4
비유동부채	1,281.9	981.8	1,020.2	1,021.2	1,034.5
금융부채	1,277.7	897.6	922.3	922.3	922.3
기타비유동부채	4.2	84.2	97.9	98.9	112.2
부채총계	3,325.0	3,435.9	3,388.8	3,499.8	3,768.0
지배주주지분	4,240.1	4,231.7	4,848.2	5,420.4	6,079.3
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	3,778.3	4,437.2
비지배주주지분	97.5	99.8	120.4	145.0	173.5
자본총계	4,337.6	4,331.5	4,968.6	5,565.4	6,252.8
순금융부채	1,337.6	2,001.2	1,581.2	1,261.6	853.9

현금흐름표

	2016	2017	2018	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	679.6	717.7	1,752.1	1,521.7	1,513.0
당기순이익	22.9	177.3	684.9	676.6	767.2
조정	704.9	805.7	1,133.2	854.1	868.3
감가상각비	608.3	630.6	732.8	773.5	778.2
외환거래손익	3.6	(7.0)	10.4	7.9	12.9
지분법손익	(8.5)	(8.0)	(3.5)	0.0	0.0
기타	101.5	190.1	393.5	72.7	77.2
영업활동 자산부채 변동	(48.2)	(265.3)	(66.0)	(9.0)	(122.5)
투자활동 현금흐름	(1,186.3)	(1,232.3)	(1,165.1)	(1,042.5)	(959.0)
투자자산감소(증가)	69.8	32.7	(127.2)	(55.9)	(139.4)
유형자산감소(증가)	(984.0)	(1,384.7)	(1,027.3)	(990.0)	(800.0)
기타	(272.1)	119.7	(10.6)	3.4	(19.6)
재무활동 현금흐름	281.3	196.1	(259.7)	(60.0)	(18.2)
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)	(75.7)	(75.7)
현금의 증감	(239.4)	(351.2)	190.8	420.3	536.9
Unlevered CFO	750.5	1,041.0	1,917.5	1,742.9	1,871.3
Free Cash Flow	(372.2)	(758.6)	701.8	531.7	713.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

삼성전기



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.3.21	BUY	132,000		
19.1.30	BUY	150,000	-28.79%	-23.00%
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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	92.1%	7.4%	0.6%	100.1%

* 기준일: 2019년 3월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 03월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2019년 03월 21일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.