

# 삼성전기 (009150)

## MLCC 중장기 수요는 여전히 유효

### 2Q19 Review: 예상보다 악화된 MLCC 수익성

삼성전기의 19년 2분기 매출액은 1조 9,577억원(YoY +8%, QoQ -8%), 영업이익은 1,452억원(YoY -30%, QoQ -40%)으로 컨센서스를 대폭 하회했다. 컴포넌트솔루션 부문의 매출액이 전분기 대비 7% 감소했고, MLCC 가격이 10% 이상 하락해 예상보다 수익성 훼손이 컸던 것이 주요인으로 추정된다. 당초 계획했던 재고 소진 지연으로 19년 3분기에도 영업이익률이 악화될 것으로 예상된다. PLP사업 매각으로 18년 3분기부터 반영되었던 감가상각비가 제외되면서 18년 3분기~19년 1분기 영업이익이 조정되었다. 또한 중단사업손익도 추가되어 순이익도 변경되었다.

### 3Q19 Preview: 전분기대비 증익과 MLCC 물량 회복

삼성전기의 19년 3분기 매출액은 2조 1,243억원(YoY -10%, QoQ +9%), 영업이익은 1,580억원(YoY -64%, QoQ +9%)으로 전망한다. 컴포넌트솔루션 부문의 매출액이 전분기 대비 3% 증가하며 18년 3분기 이후 지속되던 외형 감소가 멈출 것으로 예상된다. 주요 스마트폰 거래선들의 신모델 출시와 중국 로컬 업체들의 5G 스마트폰 출시가 MLCC 물량 반등의 주요인이다. 가격 하락은 지속되었지만 그 폭이 축소되고, MLCC 물량이 재차 증가하는 것이 위안거리라 판단한다. 기판솔루션이 전분기대비 증익의 주역인데, 북미 고객사향 RF-PCB 공급 증가로 인해 흑자전환이 기대된다.

### 눈높이 낮추고 중기 방향성 주목할 때

삼성전기에 대한 투자의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 117,000원으로 하향한다. 2019년, 2020년 영업이익을 기존대비 각각 13%, 17% 하향했고, 차입금 상환으로 인한 비영업가치 부문 개선을 반영했다. 컴포넌트솔루션 부문의 영업이익률 하향 조정으로 전사 영업이익에 대한 눈높이는 낮아질 수 밖에 없다. 다만, MLCC 출하량 바닥이 확인되었고, 2020년 5G 투자 및 단말기 증가와 전장용 공급 확대를 감안하면 중기 수요는 우상향일 것으로 예상된다. 2020년 카메라모듈의 고사양화 지속과 5G향 신규 안테나모듈 공급 등으로 모듈솔루션 부문의 실적 기여도가 높아진 점은 고무적이다. 실적 실망 및 하향 조정으로 인해 MLCC 중장기 수요 가시성 확보 시점 이후 저점인 PBR 1.5~1.6 배 이하를 각오해야 하겠지만, 중장기 수요 방향성이 훼손된 것은 아니기 때문에 1.2배 이하로 하락할 가능성은 낮다는 판단이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 117,000원(하향) | CP(7월 24일): 94,300원

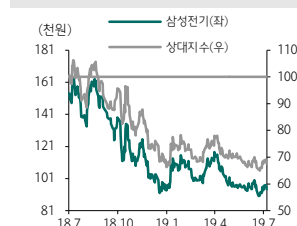
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,082.30
52주 최고/최저(원)	163,000/90,100
시가총액(십억원)	7,043.6
시가총액비중(%)	0.58
발행주식수(천주)	74,693.7
60일 평균 거래량(천주)	865.7
60일 평균 거래대금(십억원)	84.4
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	1.06
외국인지분율(%)	18.22
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 5인	23.99
국민연금공단	11.74
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.3) (4.7) (40.7)
상대	0.8 (1.9) (35.1)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	8,482.7	9,266.3
영업이익(십억원)	843.2	1,052.3
순이익(십억원)	606.4	773.5
EPS(원)	7,458	9,496
BPS(원)	70,190	78,959

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	6,838.5	8,182.5	8,152.3	8,765.0	9,423.9
영업이익	십억원	306.2	1,098.2	661.2	695.5	747.8
세전이익	십억원	253.5	1,020.6	571.9	606.2	651.8
순이익	십억원	161.7	656.2	610.2	438.4	471.4
EPS	원	2,084	8,457	7,864	5,649	6,074
증감률	%	996.8	305.8	(7.0)	(28.2)	7.5
PER	배	47.98	12.24	11.99	16.69	15.53
PBR	배	1.77	1.62	1.40	1.31	1.22
EV/EBITDA	배	10.36	5.01	5.54	5.24	4.89
ROE	%	3.82	14.50	12.33	8.34	8.36
BPS	원	56,421	64,017	67,323	71,997	77,096
DPS	원	750	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 김록호

02-3771-7523

iroko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

joonmin.lee@hanafn.com

표 1. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>2,018.8</b>	<b>1,809.8</b>	<b>2,361.2</b>	<b>1,992.7</b>	<b>2,124.3</b>	<b>1,957.7</b>	<b>2,124.3</b>	<b>1,946.0</b>	<b>8,182.5</b>	<b>8,152.3</b>	<b>8,765.0</b>
증감률 (YoY)	28.5%	6.5%	28.3%	16.1%	5.2%	8.2%	-10.0%	-2.3%	19.8%	-0.4%	7.5%
증감률 (QoQ)	17.6%	-10.4%	30.5%	-15.6%	6.6%	-7.8%	8.5%	-8.4%			
컴포넌트 솔루션	753.0	868.6	1,026.8	896.1	836.3	781.6	808.6	751.4	3,544.5	3,177.9	3,475.9
모듈 솔루션	899.8	611.9	885.1	687.3	951.2	811.2	846.3	750.1	3,084.1	3,358.9	3,608.3
기판 솔루션	357.1	299.5	432.4	381.8	328.9	346.8	451.8	426.8	1,470.8	1,554.3	1,614.6
<b>영업이익</b>	<b>154.0</b>	<b>206.8</b>	<b>444.5</b>	<b>293.0</b>	<b>242.5</b>	<b>145.2</b>	<b>158.0</b>	<b>115.6</b>	<b>1,098.2</b>	<b>661.2</b>	<b>695.5</b>
증감률 (YoY)	484.4%	194.8%	330.6%	174.4%	57.5%	-29.8%	-64.5%	-60.6%	258.4%	-39.8%	5.2%
증감률 (QoQ)	44.3%	34.3%	114.9%	-34.1%	-17.2%	-40.1%	8.8%	-26.9%			
컴포넌트 솔루션	173.3	256.1	393.0	299.2	190.6	124.5	105.1	96.1	1,121.5	516.3	495.1
모듈 솔루션	10.7	1.1	48.2	15.1	71.5	44.7	46.1	33.6	75.1	195.8	211.3
기판 솔루션	-30.0	-50.3	3.3	-21.3	-19.7	-24.0	6.8	-14.1	-98.4	-50.9	-11.0
<b>영업이익률</b>	<b>7.6%</b>	<b>11.4%</b>	<b>18.8%</b>	<b>14.7%</b>	<b>11.4%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.4%</b>	<b>5.9%</b>	<b>13.4%</b>	<b>8.1%</b>	<b>7.9%</b>
컴포넌트 솔루션	23.0%	29.5%	38.3%	33.4%	22.8%	15.9%	13.0%	12.8%	31.6%	16.2%	14.2%
모듈 솔루션	1.2%	0.2%	5.4%	2.2%	7.5%	5.5%	5.4%	4.5%	2.4%	5.8%	5.9%
기판 솔루션	-8.4%	-16.8%	0.8%	-5.6%	-6.0%	-6.9%	1.5%	-3.3%	-6.7%	-3.3%	-0.7%

자료: 삼성전기, 하나금융투자

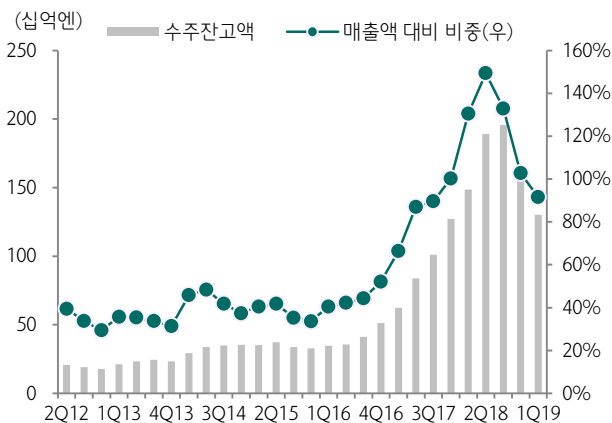
표 2. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>2,018.8</b>	<b>1,809.8</b>	<b>2,366.3</b>	<b>1,998.2</b>	<b>2,130.5</b>	<b>1,936.6</b>	<b>2,202.9</b>	<b>1,975.7</b>	<b>8,193.1</b>	<b>8,245.7</b>	<b>8,537.7</b>
증감률 (YoY)	28.5%	6.5%	28.5%	16.4%	5.5%	7.0%	-6.9%	-1.1%	20.0%	0.6%	3.5%
증감률 (QoQ)	17.6%	-10.4%	30.8%	-15.6%	6.6%	-9.1%	13.8%	-10.3%			
컴포넌트 솔루션	753.0	868.6	1,026.8	896.1	836.3	778.2	807.6	741.3	3,544.5	3,163.5	3,284.8
모듈 솔루션	899.8	611.9	885.1	687.3	951.2	807.2	921.0	788.1	3,084.1	3,467.6	3,558.5
기판 솔루션	357.1	299.5	432.4	381.8	328.9	326.4	450.9	422.5	1,470.8	1,528.7	1,603.6
<b>영업이익</b>	<b>154.0</b>	<b>206.8</b>	<b>405.0</b>	<b>252.3</b>	<b>190.3</b>	<b>170.3</b>	<b>221.3</b>	<b>178.2</b>	<b>1,018.1</b>	<b>760.0</b>	<b>840.1</b>
증감률 (YoY)	484.4%	194.8%	292.4%	136.3%	23.5%	-17.6%	-45.4%	-29.4%	232.2%	-25.4%	10.5%
증감률 (QoQ)	44.3%	34.3%	95.8%	-37.7%	-24.6%	-10.5%	29.9%	-19.5%			
컴포넌트 솔루션	173.3	256.1	393.0	299.2	201.6	172.8	179.0	161.2	1,121.5	714.6	715.4
모듈 솔루션	10.7	1.1	48.2	15.1	64.2	48.5	62.4	45.5	75.1	220.6	227.1
기판 솔루션	-30.0	-50.3	-36.2	-62.0	-75.5	-51.0	-20.1	-28.6	-178.5	-175.2	-102.4
<b>영업이익률</b>	<b>7.6%</b>	<b>11.4%</b>	<b>17.1%</b>	<b>12.6%</b>	<b>8.9%</b>	<b>8.8%</b>	<b>10.0%</b>	<b>9.0%</b>	<b>12.4%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.8%</b>
컴포넌트 솔루션	23.0%	29.5%	38.3%	33.4%	24.1%	22.2%	22.2%	21.8%	31.6%	22.6%	21.8%
모듈 솔루션	1.2%	0.2%	5.4%	2.2%	6.7%	6.0%	6.8%	5.8%	2.4%	6.4%	6.4%
기판 솔루션	-8.4%	-16.8%	-8.4%	-16.2%	-23.0%	-15.6%	-4.5%	-6.8%	-12.1%	-11.5%	-6.4%

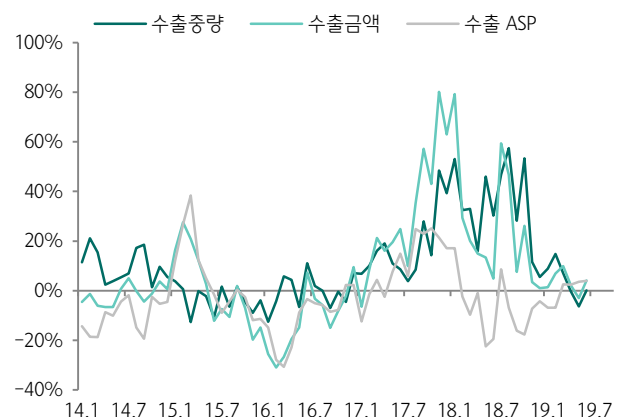
자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 1. Murata 캐패시터 부문 수주잔고액 추이



자료: Murata, 하나금융투자

그림 2. 한국 Ceramic Capacitor 수출증량/금액/가치 YoY 증감률



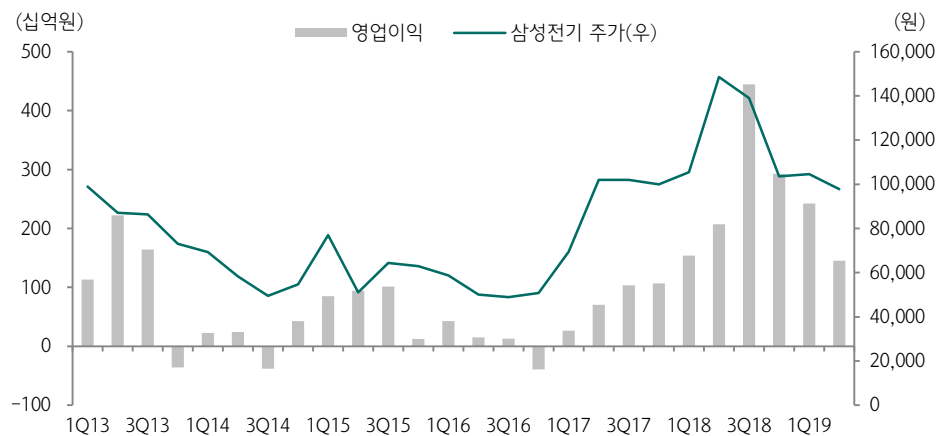
자료: 관세청, 하나금융투자

표 3. 삼성전기의 Valuation

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고
	기판 솔루션	270	3.6	971	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	컴포넌트 솔루션	807	7.3	5,890	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	모듈 솔루션	425	5.8	2,409	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	Sub-Total (A)	1,502	5.2	9,270	
비영업가치(십억원)	구분	시가총액/장부가	지분율	Value	
	삼성물산	17,983	2.6%	475	
	삼성중공업	4,794	2.4%	114	
	아이마켓코리아	422	1.7%	7	
	비상장 주식	30		30	
	Sub-Total (B)	23,229		438	장부가 및 시가 대비 30% 할인
순현금(십억원)	구분	Value		Value	
	현금 등	1,166		1,166	
	차입금	2,162		2,162	
	Sub-Total (C)	-996		-996	
주주가치(십억원)		(A)+(B)+(C)		8,711	
주식수				주식수	
주식수	발행주식수			74,694	자기주식 포함
주식수(천주)	유통주식수			72,694	
목표주가(원)				116,628	

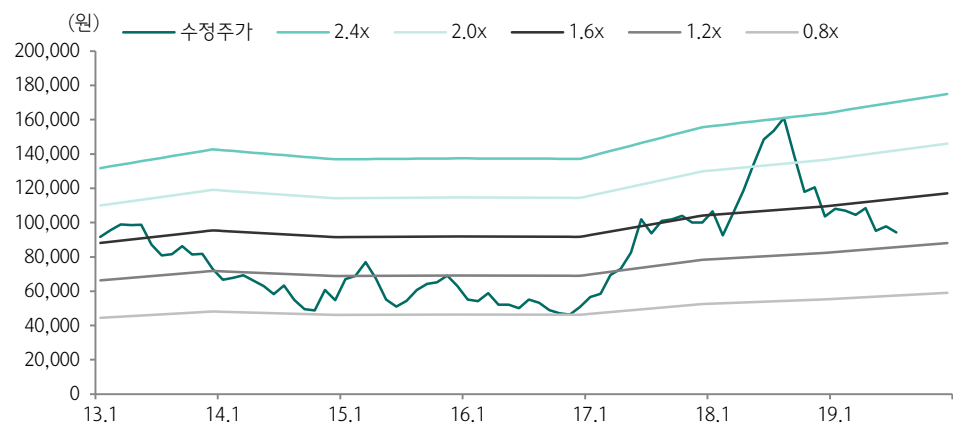
자료: 하나금융투자

그림 3. 삼성전기의 영업이익 vs 주가



자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 4. 12M Fwd PBR 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

## 주정 재무제표

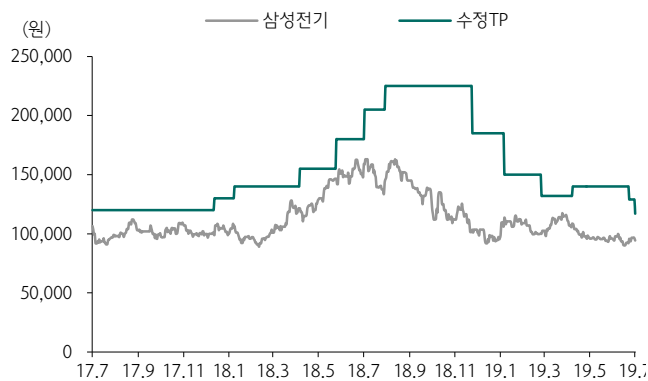
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,838.5	8,182.5	8,152.3	8,765.0	9,423.9
매출원가	5,430.1	5,724.8	6,098.0	6,770.6	7,279.5
매출총이익	1,408.4	2,457.7	2,054.3	1,994.4	2,144.4
판관비	1,102.2	1,359.5	1,393.1	1,299.0	1,396.6
영업이익	306.2	1,098.2	661.2	695.5	747.8
금융손익	(55.1)	(77.3)	(72.4)	(75.6)	(75.5)
중속/관계기업손익	8.0	7.2	(2.6)	7.9	7.5
기타영업외손익	(5.6)	(7.5)	(14.4)	(21.6)	(28.0)
세전이익	253.5	1,020.6	571.9	606.2	651.8
법인세	76.3	255.4	148.2	151.6	162.9
계속사업이익	177.3	685.0	371.3	454.7	488.8
중단사업이익	0.0	(80.2)	198.9	0.0	0.0
당기순이익	177.3	765.2	423.7	454.7	488.8
비배주주지분 순이익	15.5	28.8	12.3	16.3	17.5
지배주주순이익	161.7	656.2	610.2	438.4	471.4
지배주주지분포괄이익	29.4	629.8	647.8	433.2	465.7
NOPAT	214.1	823.4	489.9	521.6	560.8
EBITDA	936.8	1,834.7	1,533.1	1,586.5	1,654.8
성장성(%)					
매출액증가율	13.4	19.7	(0.4)	7.5	7.5
NOPAT증가율	1,130.5	284.6	(40.5)	6.5	7.5
EBITDA증가율	48.1	95.8	(16.4)	3.5	4.3
영업이익증가율	1,154.9	258.7	(39.8)	5.2	7.5
(지배주주)순이익증가율	1,000.0	305.8	(7.0)	(28.2)	7.5
EPS증가율	996.8	305.8	(7.0)	(28.2)	7.5
수익성(%)					
매출총이익률	20.6	30.0	25.2	22.8	22.8
EBITDA이익률	13.7	22.4	18.8	18.1	17.6
영업이익률	4.5	13.4	8.1	7.9	7.9
계속사업이익률	2.6	8.4	4.6	5.2	5.2
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,084	8,457	7,864	5,649	6,074
BPS	56,421	64,017	67,323	71,997	77,096
CFPS	13,415	26,938	23,348	19,131	19,988
EBITDAPS	12,072	23,642	19,757	20,445	21,325
SPS	88,124	105,444	105,054	112,950	121,440
DPS	750	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	48.0	12.2	12.0	16.7	15.5
PBR	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2
PCR	7.5	3.8	4.0	4.9	4.7
EV/EBITDA	10.4	5.0	5.5	5.2	4.9
PSR	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
재무비율(%)					
ROE	3.8	14.5	12.3	8.3	8.4
ROA	2.1	8.0	6.9	4.7	4.8
ROIC	4.2	14.2	7.9	8.2	8.6
부채비율	79.3	74.8	70.9	70.6	64.6
순부채비율	46.2	24.4	22.8	17.8	12.6
이자보상배율(배)	4.6	12.2	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,478.8	3,525.3	3,455.4	3,978.0	4,231.2
금융자산	567.7	1,246.0	1,281.5	1,647.8	1,733.0
현금성자산	444.6	1,002.4	1,043.6	1,392.0	1,458.0
매출채권 등	913.5	1,061.4	1,043.2	1,121.6	1,205.9
재고자산	918.9	1,115.6	1,025.9	1,103.0	1,185.9
기타유동자산	78.7	102.3	104.8	105.6	106.4
비유동자산	5,288.6	5,119.6	5,465.8	5,572.1	5,662.9
투자자산	823.2	250.1	261.0	268.3	276.1
금융자산	769.9	39.0	38.1	40.9	44.0
유형자산	4,154.7	4,558.0	4,916.2	5,041.0	5,145.1
무형자산	149.5	162.5	144.5	118.7	97.5
기타비유동자산	161.2	149.0	144.1	144.1	144.2
자산총계	7,767.4	8,644.9	8,921.2	9,550.1	9,894.1
유동부채	2,454.1	2,509.6	2,407.8	2,538.2	2,548.9
금융부채	1,671.3	1,394.0	1,306.2	1,366.2	1,301.2
매입채무 등	752.1	927.0	905.3	973.3	1,046.5
기타유동부채	30.7	188.6	196.3	198.7	201.2
비유동부채	981.8	1,188.8	1,293.5	1,412.9	1,333.1
금융부채	897.6	1,060.1	1,167.8	1,277.8	1,187.8
기타비유동부채	84.2	128.7	125.7	135.1	145.3
부채총계	3,435.9	3,698.4	3,701.3	3,951.1	3,882.0
지배주주지분	4,231.7	4,821.1	5,077.7	5,440.3	5,836.0
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	335.3	355.2	405.0	405.0	405.0
이익잉여금	2,609.8	3,179.3	3,386.2	3,748.9	4,144.5
비지배주주지분	99.8	125.4	142.3	158.6	176.1
자본총계	4,331.5	4,946.5	5,220.0	5,598.9	6,012.1
순금융부채	2,001.2	1,208.2	1,192.4	996.2	756.0
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	717.7	1,558.7	1,325.1	1,256.6	1,305.9
당기순이익	177.3	765.2	423.7	454.7	488.8
조정	805.7	1,163.3	921.5	878.3	899.3
감가상각비	630.6	736.4	871.9	891.0	907.1
외환거래손익	(7.0)	8.8	(0.2)	(3.8)	0.0
지분법손익	(8.0)	(7.2)	(2.6)	(7.9)	(7.5)
기타	190.1	425.3	52.4	(1.0)	(0.3)
영업활동 자산부채 변동	(265.3)	(369.8)	(20.1)	(76.4)	(82.2)
투자활동 현금흐름	(1,232.3)	(698.1)	(1,173.1)	(1,003.2)	(1,009.3)
투자자산감소(증가)	32.7	580.3	(3.2)	0.6	(0.4)
유형자산감소(증가)	(1,384.7)	(1,163.6)	(1,180.9)	(990.0)	(990.0)
기타	119.7	(114.8)	11.0	(13.8)	(18.9)
재무활동 현금흐름	196.1	(235.8)	(134.8)	94.3	(230.7)
금융부채증가(감소)	125.3	(114.8)	19.8	170.0	(155.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	118.7	(60.5)	(78.9)	0.0	0.0
배당지급	(47.9)	(60.5)	(75.7)	(75.7)	(75.7)
현금의 증감	(351.2)	557.8	41.3	348.4	66.0
Unlevered CFO	1,041.0	2,090.4	1,811.8	1,484.6	1,551.1
Free Cash Flow	(758.6)	363.5	142.0	266.6	315.9

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 삼성전기



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.7.25	BUY	117,000		
19.7.17	BUY	129,000	-25.97%	-24.88%
19.5.2	BUY	140,000	-31.02%	-23.21%
19.3.21	BUY	132,000	-17.32%	-10.98%
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%

## 투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현재가 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	89.7%	9.7%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 7월 24일

## 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 07월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2019년 07월 25일 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.