

2019. 10. 11



▲ 핸드셋/전기전자  
Analyst **주민우**  
02. 6454-4865  
minwoo.ju@meritz.co.kr

## Buy (신규)

적정주가 (12개월) **140,000 원**

현재주가 (10.10) **112,500 원**

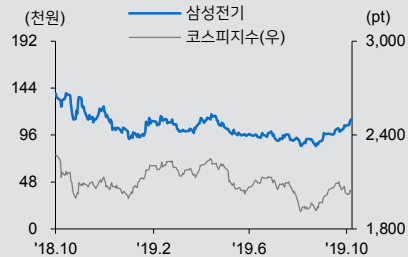
상승여력 **24.4%**

KOSPI	2,028.15pt
시가총액	84,030억원
발행주식수	7,469만주
유동주식비율	73.32%
외국인비중	23.38%
52주 최고/최저가	139,000원/84,600원
평균거래대금	846.5억원

<b>주요주주(%)</b>	
삼성전자 외 5 인	24.00
국민연금공단	12.08

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	15.5	1.8	-14.4
상대주가	15.7	11.7	-6.0

### 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	6,838.5	306.2	161.7	2,165	999.5	54,531	39.2	1.6	8.9	3.8	79.3
2018	8,182.4	1,098.3	656.2	8,786	305.7	63,815	12.8	1.8	4.7	14.5	74.8
2019E	7,935.7	638.8	600.5	8,040	-8.5	71,636	14.0	1.6	5.8	11.7	56.8
2020E	8,758.3	767.2	503.7	6,743	-16.1	77,588	16.7	1.4	4.9	8.9	55.5
2021E	9,761.6	1,101.7	763.3	10,220	51.6	88,067	11.0	1.3	7.3	12.2	48.6

# 삼성전기 009150

## Bottom-out

- ✓ 주가는 MLCC 매출액과 동행, 4Q19 MLCC 매출액 역성장에 따른 일시적 주가 조정이 예상되나, 매수의 기회일 뿐
- ✓ 4Q19 경쟁적 재고조정으로 예상보다 큰 가격 하락 발생 가능성도 존재
- ✓ 재고조정은 '상수', 매출 하락폭은 '변수' 가격 하락폭이 주가 낙폭 결정 예상
- ✓ 1Q20 MLCC 매출액 반등이 예상되고 주가는 이를 2~6개월 선행 예상
- ✓ MLCC 매출 반등과 유통주식수의 12%에 이르는 공모도 잔고 고려 필요

### 상수(재고조정)와 변수(MLCC매출 하락폭)

삼성전기 주가는 2000년부터 국내 MLCC 수출금액과 0.80의 높은 상관관계를 나타냈다. 즉 삼성전기 주가의 핵심은 MLCC 매출액(상관계수 0.74)이다. MLCC 매출액은 재고조정과 이에 따른 가격하락으로 4Q19까지 감소가 불가피하다. 이에 연말 일시적인 주가조정을 예상한다. 매년 말 진행되는 재고조정은 변수가 아니라 '상수'다. 변수는 재고조정 강도에 따른 MLCC 매출액 하락폭이다. 과거 10년간 3번을 제외하고 4Q MLCC 매출액은 전분기 대비 감소했는데 이 시기 주가 수익률은 -18~+8%(평균 -6%)로 변동성을 나타냈다. 이때 주가의 낙폭을 결정한 건 재고조정의 강도(변수)였다. 업계 재고가 적정재고보다 많아 경쟁적으로 재고조정을 진행하면 4Q19 가격하락폭이 시장 예상보다 커질 가능성도 존재한다. 3Q19 경쟁적 재고조정이 나타나며 예상보다 큰 가격하락이 발생했다는 점을 참고할 필요가 있다.

1Q20 막바지 재고조정이 진행되며 가격은 소폭 하락하겠으나 연초 신제품 출시로 출하량이 증가해 매출액 반등이 예상된다. 주가의 반등도 필연적이라 생각한다. 과거 MLCC 매출액 반등시점(2009.12.16년)을 주가는 2~6개월 선행했다. 유통주식수의 12% 이르는 공모도 잔고를 감안시 매우 가파른 주가 반등을 예상된다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 140,000원으로 신규 커버리지 개시

적정주가는 2020년 BPS에 1.76배(MLCC 업사이클 시기이자 평균 ROE 9% 달성시기인 17~18년 평균치)를 적용했다. 현재 MLCC 재고조정으로 판가가 하락하며 매출액 역성장이 이어지고 있지만, 1Q20부터 매출액 반등, 2Q20 전장용 MLCC 출하 시작으로 판가상승과 출하량 증가가 기대된다. 2015년에도 실적(ROE)보다 PBR 멀 티플이 먼저 반등한 사례를 참고할 필요가 있다.



# Contents

<b>1. 밸류에이션 및 투자전략</b>	<b>3</b>
1) 밸류에이션: 적정주가 140,000 원 제시	3
<b>2. 컴포넌트솔루션</b>	<b>9</b>
1) 개요	9
2) MLCC 사이클 분석	12
3) 수요	15
4) 공급	21
5) 실적전망	23
<b>3. 모듈솔루션</b>	<b>24</b>
1) 개요	24
2) P 상승: 멀티카메라 비중 증가	25
3) Q 하락방어: 5G 스마트폰 도입 확산	26
4) 실적전망	27
<b>4. 기판솔루션</b>	<b>28</b>
<b>5. 리스크 분석</b>	<b>30</b>

# 1. 밸류에이션 및 투자전략

## 1) 밸류에이션: 적정주가 140,000원 제시

주가는 MLCC 수출금액(0.80), MLCC 매출액(0.74)과 높은 상관관계 나타냄

삼성전기 주가는 2000년부터 국내 MLCC 수출금액과 높은 상관관계(0.80)를 나타냈다. 결국 삼성전기 주가의 핵심은 MLCC 매출액(상관계수 0.74)이다. 최근 3개년 컴포넌트솔루션의 전사 영업이익 기여도가 평균 90%였고, 여기서 MLCC의 비중이 90% 이상으로 절대적이기 때문이다.

MLCC 매출액은 1Q20부터 반등 예상. 과거 주가는 MLCC 매출액 반등시점을 2~6개월 선행

MLCC 매출액은 계절적인 재고조정 시기인 4Q19까지 하락한 뒤 1Q20 반등을 예상한다. 과거 MLCC 매출액 반등시점(2009,12,16년)을 주가는 2~6개월(평균 3.3개월) 선행했었다. 이를 반영한 주가의 본격적인 반등시점은 2019년 11월~2020년 3월이다.

적정주가 140,000원 제시. 2015년 실적(ROE)보다 멀티플이 먼저 반등한 사례 참고 필요

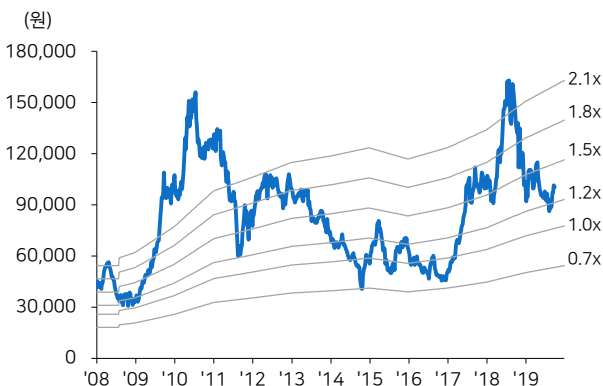
삼성전기에 대해 투자 의견 Buy, 적정주가 140,000원을 제시한다. 적정주가는 2020년 예상 BPS에 1.76배(MLCC 업사이클 시기이자 평균 ROE 9% 달성시기인 17~18년 평균치)를 적용했다. 현재 MLCC 재고조정으로 판가가 하락하며 매출액 역성장이 이어지고 있지만, 1Q20부터 매출액 반등, 2Q20 전장용 MLCC 출하 시작으로 판가상승과 출하량 증가가 기대된다. 2015년에도 실적(ROE)보다 PBR 멀티플이 먼저 반등한 사례를 참고할 필요가 있다.

표1 삼성전기 적정주가 산정표

(원)	2020E	비고
BPS	77,588	2020년 BPS 예상치
적정배수 (배)	1.76	1) MLCC 업사이클 시기이자 평균 ROE 9% 달성 시기인 17,18년 평균치 2) 2020년부터 MLCC 사이클 회복 예상되며 예상 ROE 9%
적정가치	136,218	
<b>적정주가</b>	<b>140,000</b>	
현재주가	112,500	
상승여력 (%)	24.4%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 삼성전기 PBR 밴드



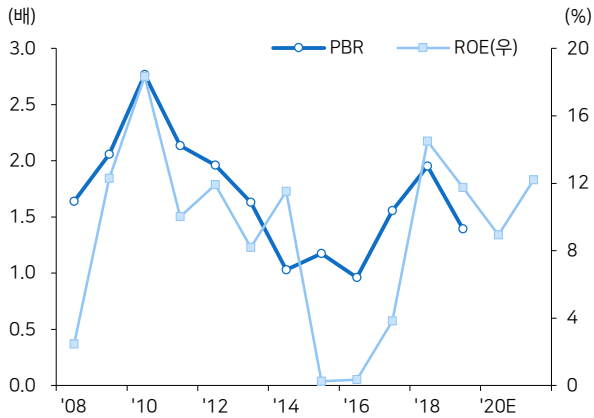
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 삼성전기 PBR 변동 추이



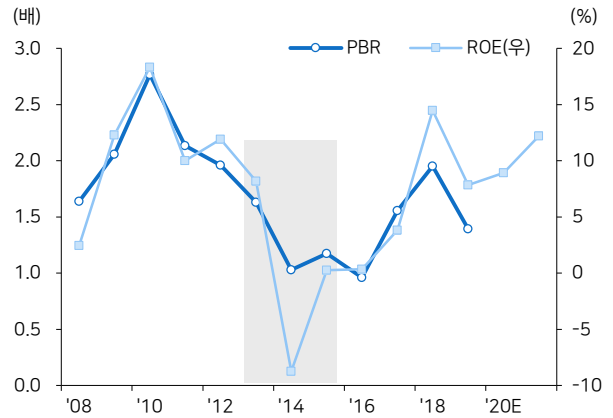
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 삼성전기 ROE와 PBR 밴드 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 삼성전기 수정 ROE와 PBR 추이



참고: 2014년과 2019년 지분매각차익과 중단사업손익으로 인한 ROE 왜곡 수정  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 삼성전기 밸류에이션 테이블

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>주가 (원)</b>											
High	57,000	113,500	160,000	138,000	112,500	102,000	74,700	82,000	63,300	114,500	166,000
Low	28,350	33,100	91,200	59,200	77,800	71,500	39,800	48,800	44,800	49,850	88,900
Average	41,268	68,263	123,942	96,548	98,459	87,690	60,348	63,848	52,509	84,932	124,684
<b>확정치 기준 PBR (배)</b>											
High	2.3	3.4	3.6	3.1	2.2	1.9	1.3	1.5	1.2	2.1	2.6
Low	1.1	1.0	2.0	1.3	1.6	1.3	0.7	0.9	0.8	0.9	1.4
Average	1.6	2.1	2.8	2.1	2.0	1.6	1.0	1.2	1.0	1.6	2.0
확정치 BPS (원)	25,181	33,174	44,782	45,198	50,185	53,789	58,677	54,408	54,640	54,531	63,815
확정치 ROE (%)	2.5	12.3	18.3	10.0	11.9	8.2	11.5	0.3	0.3	3.8	14.5
<b>컨센서스 기준 PBR (배)</b>											
High	2.2	3.8	4.4	3.0	2.2	1.9	1.3	1.4	1.1	1.9	2.6
Low	1.1	1.1	2.5	1.3	1.5	1.3	0.7	0.8	0.8	0.8	1.4
Average	1.6	2.3	3.4	2.1	1.9	1.6	1.1	1.1	0.9	1.4	1.9
컨센서스 BPS (원)	25,908	29,525	36,666	46,726	50,540	54,670	56,486	58,791	55,669	58,824	64,033
컨센서스 ROE (%)	3.6	13.7	21.1	7.5	12.8	10.2	7.2	1.6	0.5	4.1	15.1

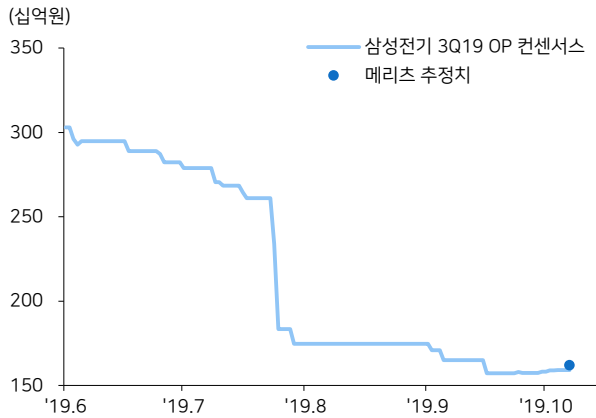
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 삼성전기 실적 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
환율	1,126	1,167	1,195	1,180	1,170	1,160	1,150	1,140	1,100	1,167	1,155
<b>연결 매출액</b>	<b>2,124.3</b>	<b>1,957.7</b>	<b>2,135.5</b>	<b>1,718.2</b>	<b>2,172.8</b>	<b>2,029.2</b>	<b>2,483.2</b>	<b>2,073.1</b>	<b>8,182.4</b>	<b>7,935.7</b>	<b>8,758.3</b>
(% QoQ)	6.6%	-7.8%	9.1%	-19.5%	26.5%	-6.6%	22.4%	-16.5%			
(% YoY)	5.2%	8.2%	-9.6%	-13.8%	2.3%	3.7%	16.3%	20.7%	19.7%	-3.0%	10.4%
컴포넌트솔루션	836.3	781.6	711.4	616.2	663.4	741.4	944.5	885.5	3,544.5	2,945.5	3,234.9
(% QoQ)	-6.7%	-6.5%	-9.0%	-13.4%	7.7%	11.8%	27.4%	-6.2%			
(% YoY)	11.1%	-10.0%	-30.7%	-31.2%	-20.7%	-5.1%	32.8%	43.7%	51.6%	-16.9%	9.8%
모듈솔루션	951.2	811.2	908.7	703.3	1,093.3	879.5	956.2	719.0	3,084.1	3,374.4	3,648.0
(% QoQ)	38.4%	-14.7%	12.0%	-22.6%	55.4%	-19.5%	8.7%	-24.8%			
(% YoY)	5.7%	32.6%	2.7%	2.3%	14.9%	8.4%	5.2%	2.2%	2.4%	9.4%	8.1%
기판솔루션	328.9	346.8	501.2	382.5	407.7	384.3	567.0	446.7	1,470.8	1,559.3	1,805.7
(% QoQ)	-13.9%	5.4%	44.5%	-23.7%	6.6%	-5.7%	47.5%	-21.2%			
(% YoY)	-7.9%	15.8%	15.9%	0.2%	24.0%	10.8%	13.1%	16.8%	1.7%	6.0%	15.8%
<b>연결 영업이익</b>	<b>242.5</b>	<b>145.2</b>	<b>162.0</b>	<b>89.1</b>	<b>161.6</b>	<b>166.6</b>	<b>265.5</b>	<b>173.5</b>	<b>1,098.3</b>	<b>638.8</b>	<b>767.2</b>
(% QoQ)	-17.2%	-40.1%	11.5%	-45.0%	81.3%	3.1%	59.3%	-34.6%			
(% YoY)	57.5%	-29.8%	-63.6%	-69.6%	-33.4%	14.8%	63.9%	94.7%	258.7%	-41.8%	20.1%
컴포넌트솔루션	190.6	119.3	88.9	55.2	87.8	117.5	181.9	137.7	1,117.1	454.0	525.0
(% QoQ)	-35.4%	-37.4%	-25.4%	-37.9%	59.1%	33.8%	54.8%	-24.3%			
(% YoY)	9.9%	-53.4%	-77.4%	-81.3%	-53.9%	-1.5%	104.6%	149.5%	284.7%	-59.4%	15.6%
모듈솔루션	71.5	50.5	68.2	39.3	86.9	64.9	74.0	39.6	88.9	229.5	265.4
(% QoQ)	149.6%	-29.4%	35.1%	-42.4%	121.1%	-25.4%	14.1%	-46.5%			
(% YoY)	572.2%	4259.8%	40.9%	37.2%	21.5%	28.5%	8.6%	0.7%	3.8%	158.3%	15.6%
기판솔루션	-19.7	-24.5	4.8	-5.4	-13.2	-15.8	9.5	-3.7	-107.6	-44.7	-23.2
(% QoQ)	-35.8%	24.8%	-119.7%	-211.1%	145.2%	19.6%	-160.3%	-139.3%			
(% YoY)	-34.5%	-51.3%	39.2%	-82.4%	-32.9%	-35.7%	96.3%	-30.5%	54.2%	-58.4%	-48.2%
<b>연결 영업이익률</b>	<b>11.4%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.6%</b>	<b>5.2%</b>	<b>7.4%</b>	<b>8.2%</b>	<b>10.7%</b>	<b>8.4%</b>	<b>13.4%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.8%</b>
컴포넌트솔루션	22.8%	15.3%	12.5%	9.0%	13.2%	15.9%	19.3%	15.5%	31.5%	15.4%	16.2%
모듈솔루션	7.5%	6.2%	7.5%	5.6%	8.0%	7.4%	7.7%	5.5%	2.9%	6.8%	7.3%
기판솔루션	-6.0%	-7.1%	1.0%	-1.4%	-3.2%	-4.1%	1.7%	-0.8%	-7.3%	-2.9%	-1.3%
세전이익	224.2	119.2	133.6	75.6	127.9	164.8	235.6	160.1	1,020.7	552.5	688.4
지배주주순이익	129.8	303.6	112.5	54.6	81.7	118.6	189.4	113.9	656.2	600.5	503.7
지배주주순이익률	6.1%	15.5%	5.3%	3.2%	3.8%	5.8%	7.6%	5.5%	8.0%	7.6%	5.8%

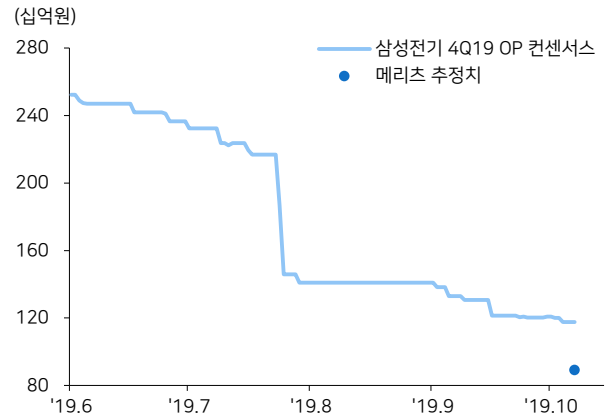
자료: 메리츠증권리서치센터

그림5 삼성전기 3Q19 영업이익 컨센서스 추이



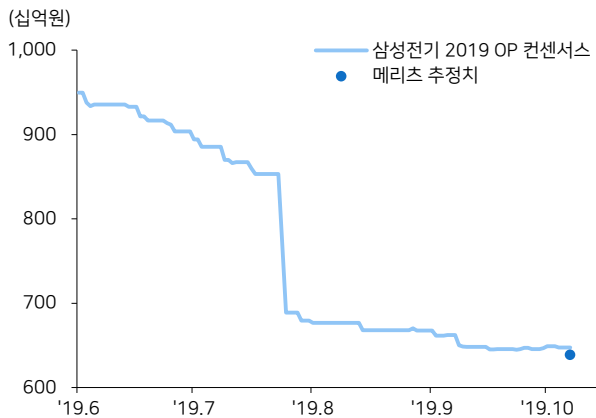
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 삼성전기 4Q19 영업이익 컨센서스 추이



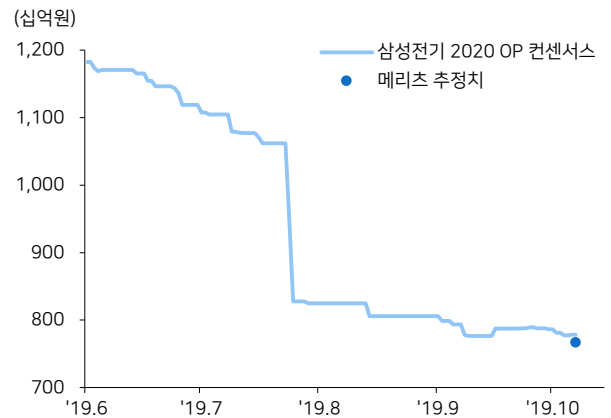
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 삼성전기 2019 영업이익 컨센서스 추이



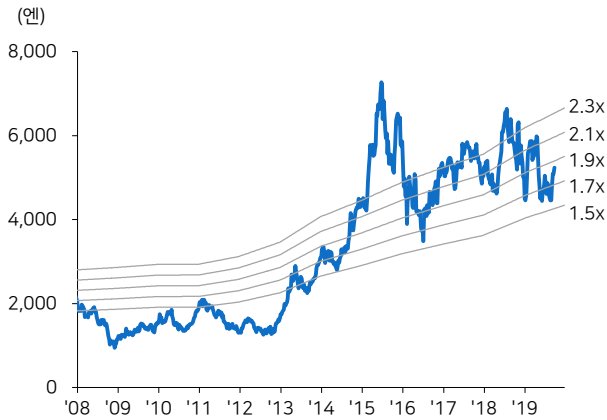
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 삼성전기 2020 영업이익 컨센서스 추이



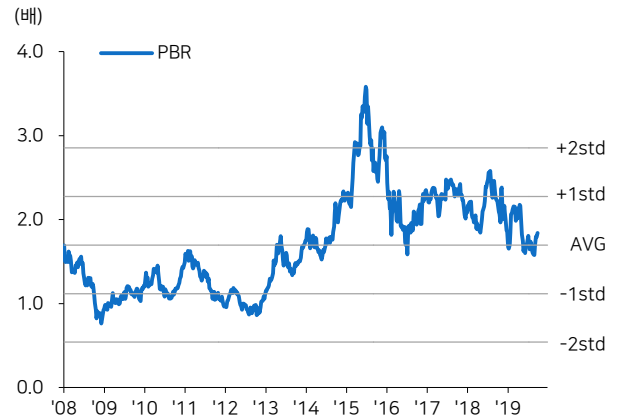
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 Murata PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 Murata PBR 변동 추이



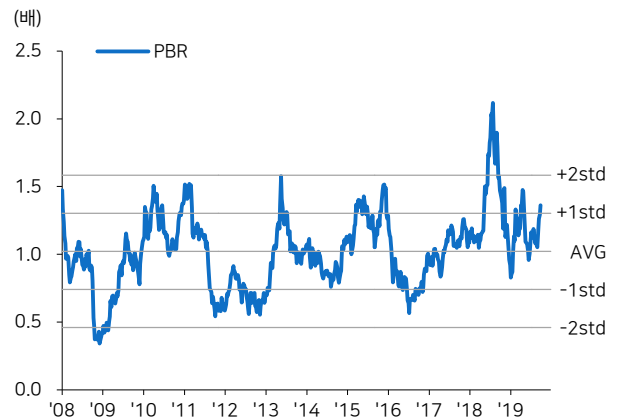
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 Taiyo Yuden PBR 밴드



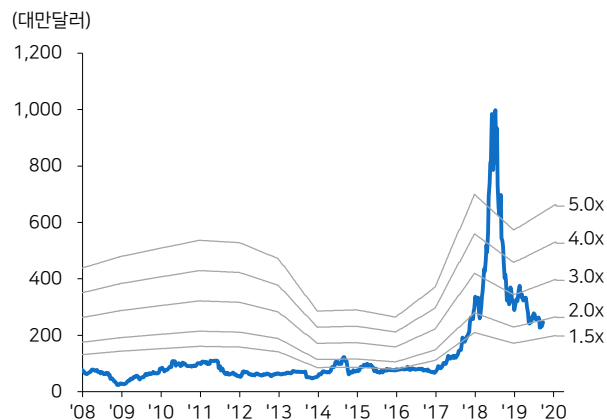
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 Taiyo Yuden PBR 변동 추이



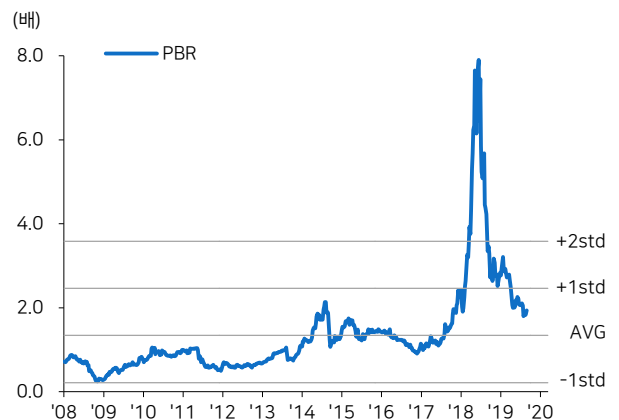
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 Yageo PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 Yageo PBR 변동 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표4 컴포넌트솔루션 peer valuation**

컴포넌트	매출액		영업이익		EPS 증가율(%)		PBR(배)		PER(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)		시가총액 (백만달러)
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	
삼성전기	7,936	8,758	639	767	-8.5	-16.1	1.6	1.4	14.0	16.7	11.7	8.9	5.8	4.9	6,567
Murata	14,437	15,394	2,189	2,460	-2.6	12.3	2.0	1.8	18.8	16.7	11.1	11.3	9.2	8.1	33,245
Taiyo Yuden	2,655	2,801	339	371	6.5	8.8	1.5	1.4	13.9	12.8	11.8	11.7	5.5	5.0	3,301
TDK	13,018	13,585	1,097	1,241	5.8	14.0	1.3	1.2	14.9	13.0	9.3	10.0	6.1	5.7	11,881
Yageo	1,388	1,660	272	420	-76.1	31.3	2.3	2.0	13.5	10.3	15.9	23.2	9.1	6.4	3,682
Walsin	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2,861

참고: 국내업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**표5 모듈솔루션 peer valuation**

모듈	매출액		영업이익		EPS 증가율(%)		PBR(배)		PER(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)		시가총액 (백만달러)
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	
삼성전기	7,936	8,758	639	767	-8.5	-16.1	1.6	1.4	14.0	16.7	11.7	8.9	5.8	4.9	6,567
LG이노텍	7,966	9,025	303	366	-6.1	40.5	1.2	1.1	17.2	12.2	7.5	9.8	4.9	4.2	2,352
파트론	1,327	1,402	115	117	559.3	11.4	1.8	1.5	9.7	8.7	20.6	19.4	4.4	3.4	554
엠씨넥스	1,243	1,375	100	116	99.0	25.4	2.0	1.4	5.0	4.0	40.4	35.3	3.0	2.2	337
Sunny Optical	4,868	5,965	560	774	28.8	38.1	9.6	7.3	33.7	24.4	31.8	33.2	22.7	16.7	16,116
Largan	1,850	2,148	1,102	1,264	16.1	14.0	4.7	4.0	20.9	18.3	24.6	23.8	13.3	11.0	19,568
Lite-on	5,955	6,204	288	331	3.1	7.7	1.5	1.5	13.5	12.5	11.3	11.5	5.3	4.7	3,681

참고: 국내업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터



## 2. 컴포넌트솔루션

### 1) 개요

컴포넌트솔루션의 매출비중은  
MLCC 93%, 기타 7%

컴포넌트솔루션 사업부는 수동부품들을 생산한다. 주요제품은 MLCC(Multi Layer Ceramic Capacitors), Inductor, Chip Resistor 등이 있다. 전자제품에 기본적으로 사용되는 필수 전자부품들이다. 1H19기준 매출비중은 MLCC 93%, 기타 7%다.

MLCC는 전압을 제어해 전기가 안정적으로 흐르게 하는 역할 수행

MLCC는 전압을 제어하면서 전기가 안정적으로 흐르게 하는 역할을 한다. 전기의 흐름을 물의 흐름으로 비유한다면, 물의 흐름이 과할 경우(홍수) 물을 흡수(댐)해주고, 물의 흐름이 원활하지 못할 경우(가뭄) 물을 방출(댐)해주는 댐의 역할을 수행한다. 전류의 흐름 또한 항상 일정하지 않기 때문에 기기를 안정적으로 작동시키기 위해서는 MLCC의 사용이 필수적이다.

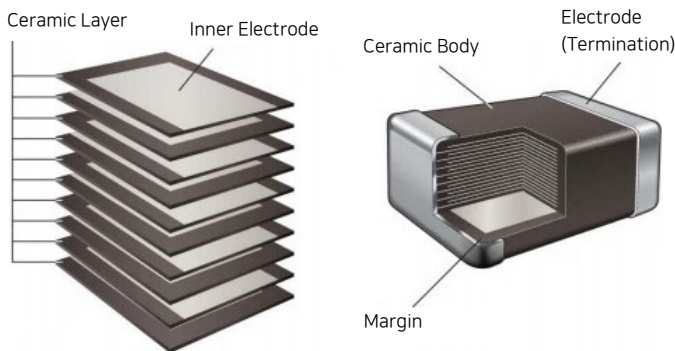
MLCC는 세라믹과 금속을 여러겹으로 쌓아올린 구조

MLCC는 부도체인 세라믹과 도체인 금속(니켈, 은, 구리 등)을 번갈아 여러겹으로 쌓아 올린 구조로, 도체에서 전류가 흐를 수 있지만 그 사이에 세라믹이 배치돼 전기를 잡아두는 형태다. 용량 단위로는 패럿(F)을 사용하고 있다.

MLCC는 재료기술과 공정기술이 동시에 요구되는 기술 진입장벽이 높은 부품

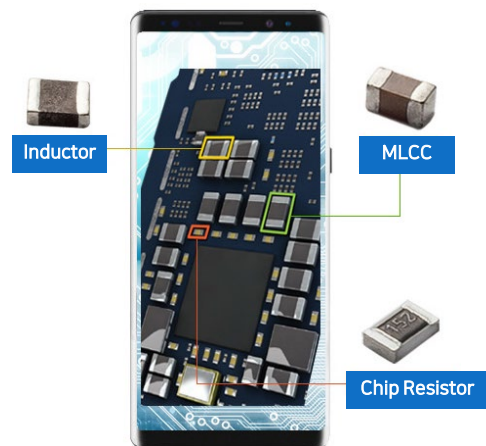
MLCC는 1) 이형필름 위에 세라믹 파우더를 얇은 Sheet로 성형하고, 2) 그 위에 금속 파우더를 잉크화해서 바르고, 3) 압착 및 절단 후 이형필름을 제거하고, 4) 열처리(소성)를 한 뒤, 5) 외부전극재료를 도포하고, 6) 재차 열처리(소성)를 한 뒤 테스트를 거쳐 완성된다. MLCC는 초소형화, 대용량화가 요구되므로 유전율 높은 재료를 가지고, 1,000도 이상의 고온에서 균열없이 충수를 얼마나 높이는가가 기술의 핵심이다. 소형화 할수록 기판함에 의한 균열 발생 가능성이 높아져 MLCC는 재료기술과 공정기술이 동시에 요구되는 기술 진입장벽이 높은 부품이다.

그림15 MLCC 구조



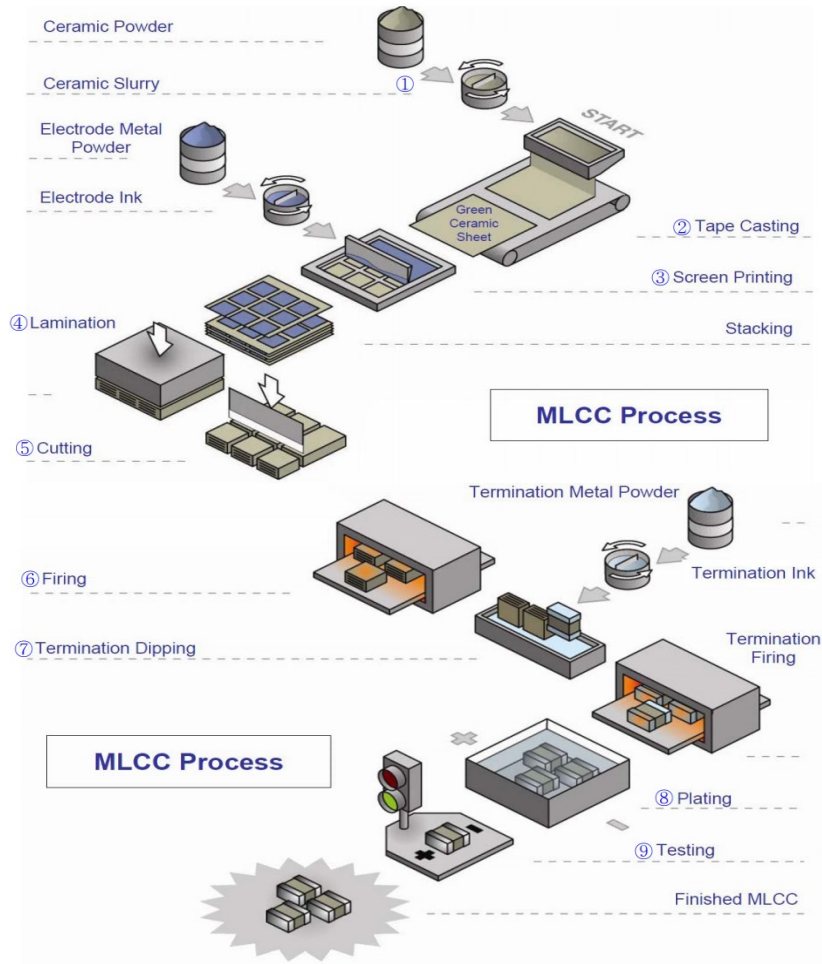
자료: 삼성전기, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 스마트폰 내 수동부품



자료: 삼성전기, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 MLCC 제조 공정



자료: 업계자료, 메리츠증권증권 리서치센터

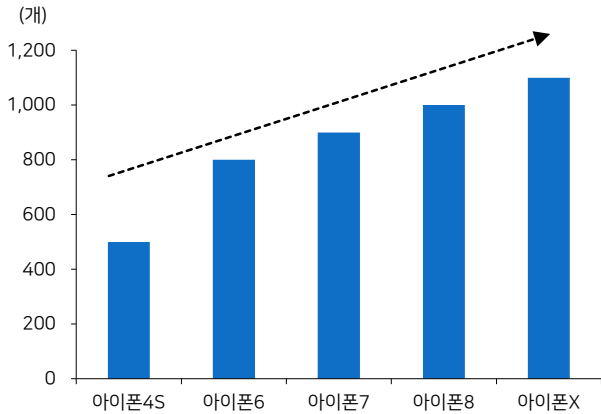
MLCC 사이즈는 어플리케이션 특징에 따라 매우 다양

MLCC의 사이즈는 요구되는 어플리케이션의 특징에 따라 매우 다양하다. IT용으로 많이 쓰이는 0603(0.6mm x 0.3mm), 1005(1.0mm x 0.5mm)부터 산업 및 전장용으로 쓰이는 2012(2.0mm x 1.2mm), 3216(3.2mm x 1.6mm)까지 다양하다.

세트의 성능이 고사양화 될수록 많은 능동부품이 탑재되고 이에 따라 탑재되는 MLCC양도 함께 증가

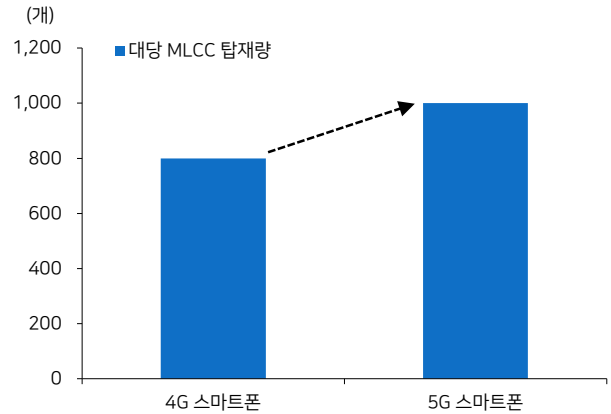
기기당 MLCC 탑재량은 세트의 고사양화에 따라 전반적으로 증가하는 추세다. 스마트폰은 탑재량이 400개(Low-end)로 시작해, 1,000개(High-end)까지 증가한 상태다. 4G에서 5G로 통신세대가 업그레이드 될 경우 해당 탑재량은 약 15~20% 증가가 예상된다. 이외 4G 기지국은 해당 10,000개가 탑재되었으나, 5G 기지국에는 16,000개 탑재가 예상된다. 현재 내연기관 차량에는 해당 3,050개가 탑재되고 있으나, 순수전기차에는 18,000개의 MLCC가 탑재될 전망이다. 즉 세트의 성능이 고사양화 될수록 많은 능동부품들이 탑재되고 이에 따라 탑재되는 수동부품(MLCC 포함)들의 개수가 증가하는 구조다.

그림18 역대 아이폰 대당 MLCC 탑재량



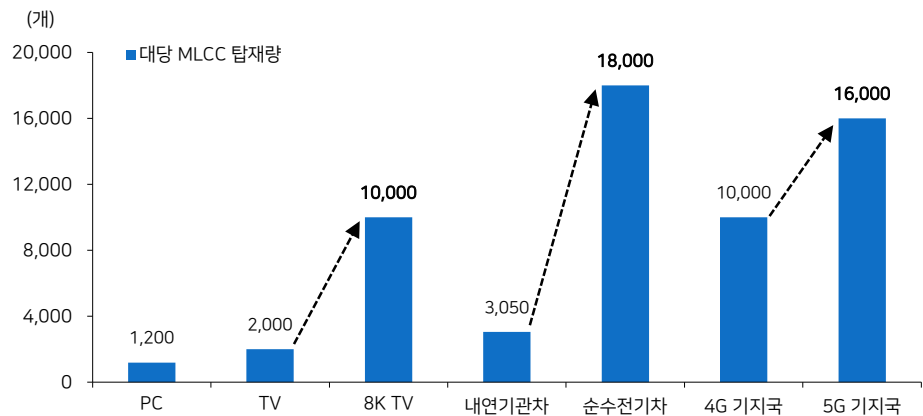
자료: Chlue Research, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 4G 스마트폰 vs 5G 스마트폰 MLCC 탑재량 변화



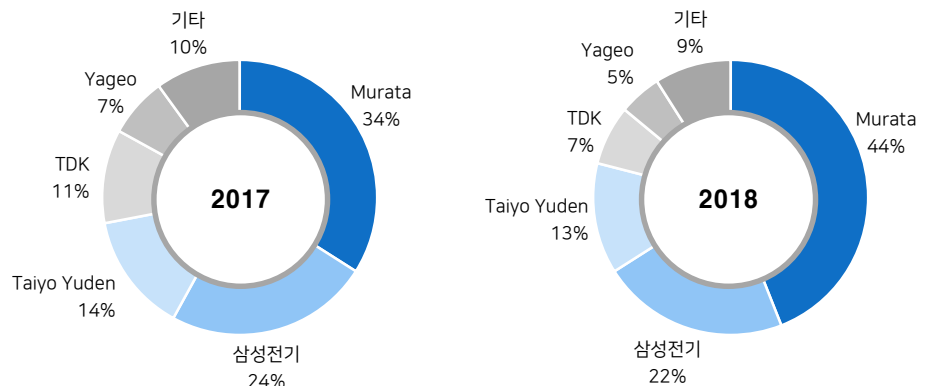
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 기타 어플리케이션 MLCC 탑재량 변화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 MLCC 점유율



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2) MLCC 사이클 분석

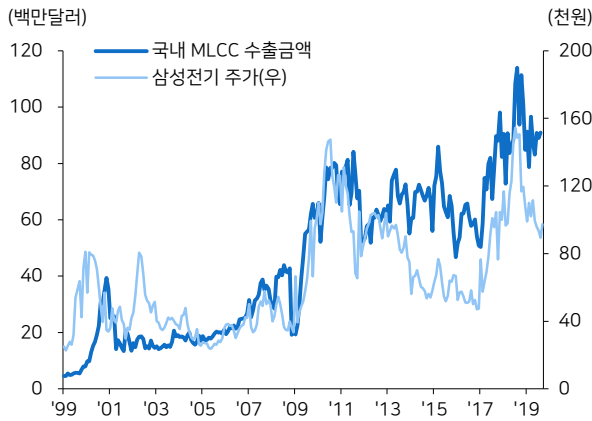
주가는 MLCC 수출금액(0.80), MLCC 매출액(0.74)과 높은 상관관계 나타냄

삼성전기 주가는 2000년부터 국내 MLCC 수출금액과 높은 상관관계(0.80)를 나타냈다. 결국 삼성전기 주가의 핵심은 MLCC 매출액(상관계수 0.74)이다. 최근 3개년 컴포넌트솔루션의 전사업이익 기여도가 평균 90%였고, 여기서 MLCC의 비중이 90% 이상이기 때문에 주가 key factor는 MLCC 실적이다.

재료비 비중이 20%중후반에 불과해 고정비가 높은 편

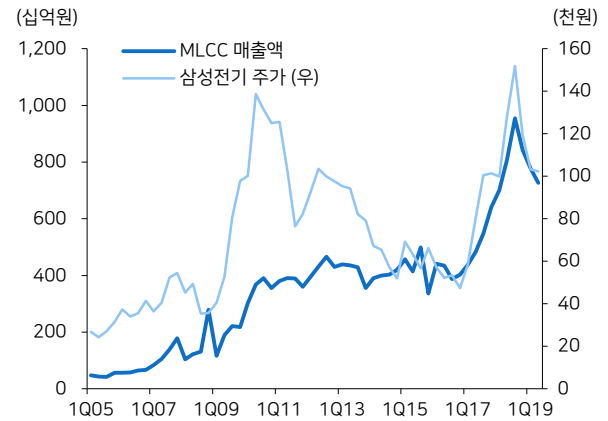
MLCC는 전체 원가 내 재료비 비중이 20% 중후반에 불과하기 때문에 상대적으로 고정비 비중이 높은 편이다. 따라서 가동률에 따른 영업이익률 변동폭이 크다. 실제로 지난 10년간 MLCC 가동률과 MLCC 영업이익률은 동행하는 모습을 보였다.

그림22 국내 MLCC 수출금액 vs 삼성전기 주가



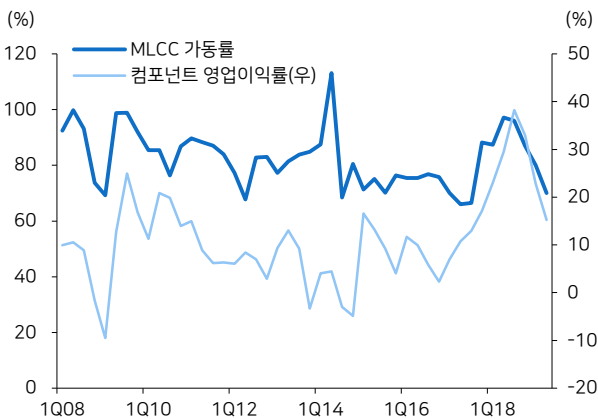
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 MLCC 매출액 vs 삼성전기 주가



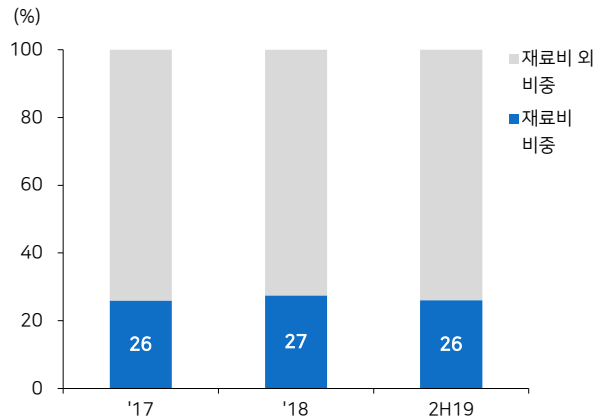
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 MLCC 가동률 vs 컴포넌트 사업부 영업이익률 비교



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 MLCC 원가 내 재료비 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2007년 이후 3단계를 겪음

- 1) 스마트폰 성장기
- 2) 엔화약세로 점유율 손실기
- 3) 스마트폰 수요 부진 & 공급부족

2007년 스마트폰이 등장한 이후 삼성전기 MLCC 출하량은 크게 3단계의 변화를 겪었다. 1) 스마트폰 성장기, 2) 엔화약세로 인한 점유율 손실기, 3) 스마트폰 수요 부진과 MLCC 공급부족 동시 발생기다.

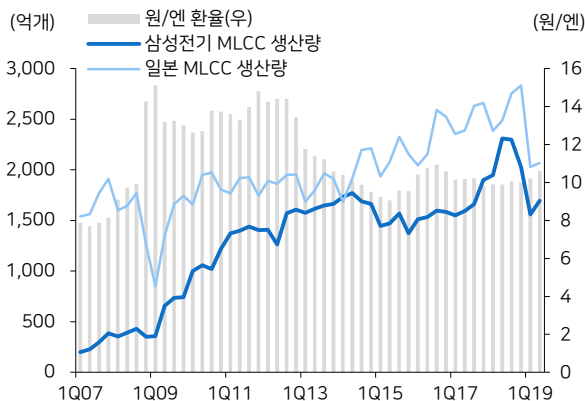
첫번째 변화는 2007~12년 스마트폰 판매량과 대당 탑재량이 동시에 증가하면서 MLCC 출하량이 크게 증가했다. 두번째 변화는 주 고객사의 스마트폰 출하량 성장 부진과 함께 엔화약세가 두드러지게 나타났던 2013~15년이다. 동 시기에 가격 경쟁력을 앞세운 일본 MLCC 출하가 증가하며 삼성전기의 출하량이 감소했다. 세번째 변화는 스마트폰 수요부진이 나타나기 시작한 2016~18년이다. 전방수요는 부진했으나, 2017년부터 시작된 MLCC 공급부족으로 인한 재고축적 수요가 나타나 MLCC 출하량은 유지됐다. 그리고 2018년 말부터 MLCC 공급부족이 해소되며 스마트폰 수요부진의 영향이 MLCC 시장에 더욱 두드러지게 나타나고 있는 상황이다.

그림26 국내 MLCC 수출량 vs 삼성전기 주가 비교



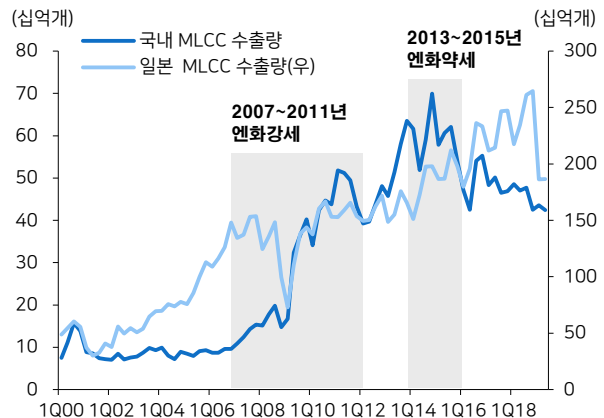
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 국내 및 일본 MLCC 생산량



자료: METI, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 국내 vs 일본 MLCC 수출량 비교



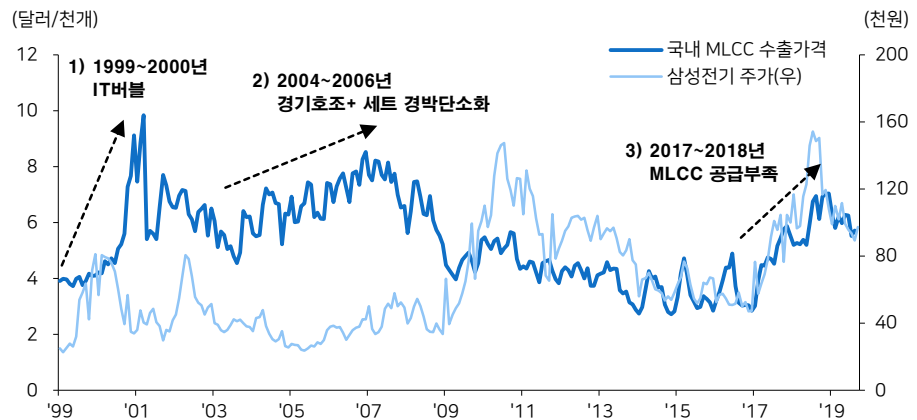
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

- 세번의 가격 상승 사이클
- 1) 1999~2000년 IT 버블
  - 2) 2004~2006년  
    세트 경박단소화 진행
  - 3) 2017~2018년  
    MLCC 공급부족 발생

MLCC는 메모리 반도체처럼 Commodity 성격을 갖고 있기 때문에 일반적으로 매년 10%대의 가격하락이 발생한다. 다만 MLCC 역사에서 세번의 가격 상승 사이클이 있었다. 이 세번의 경우를 제외하고 MLCC 가격은 계속 하락했다.

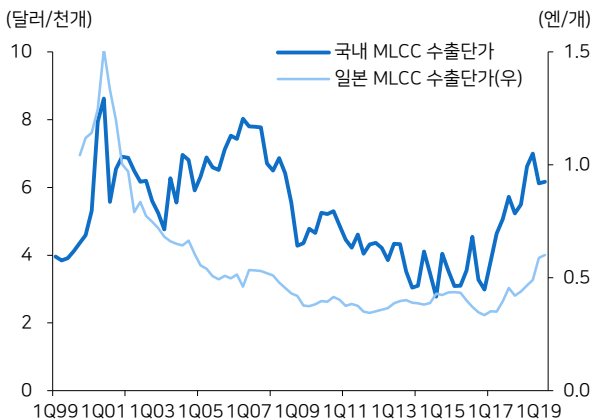
첫번째 사이클은 1999~2000년 IT버블이 발생했을 때 큰폭의 가격 상승이 나타났다. 두번째 사이클은 2004~06년 세트의 경박단소화가 진행되며 평균단가가 높은 초소형, 고용량 MLCC 수요가 증가로 가격 상승이 일어났었다. 이 당시 CRT에서 LCD TV로의 교체가 급격하게 나타났고, 휴대폰도 얇아지기 시작했다. 세번째 사이클은 2017~18년 Murata를 비롯한 일본 MLCC 업체들의 생산라인 전환투자로 말미암은 MLCC 공급부족으로 가격 상승이 나타났었다. 2016년부터 스마트폰 수요가 부진해지며 전방 수요가 둔화되고 있었으나, MLCC 공급부족으로 ODM/OEM 업체들의 재고축적 수요를 자극해 가격은 상승했다.

그림29 국내 MLCC 수출단가 vs 삼성전기 주가 비교



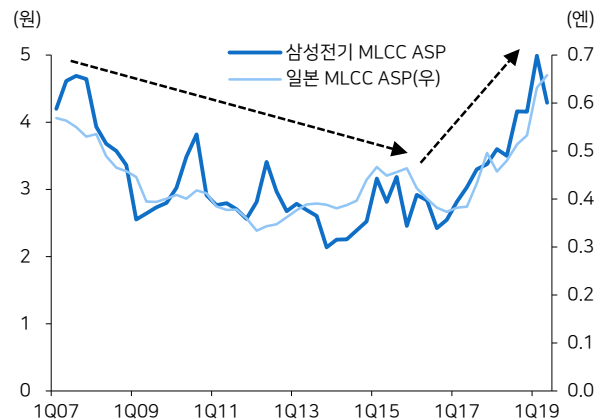
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 국내 및 일본 MLCC 수출단가



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 삼성전기 vs 일본업체들 MLCC ASP 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 3) 수요

MLCC와 반도체 매출액의 상관관계는 0.95로 높은 상관관계 나타냄

MLCC의 수요처는 2018년 기준 스마트폰 54%, 산업용 21%, PC 18%, 전장 7%다. 아직까지 스마트폰의 비중이 과반이상으로 높아 스마트폰 수요가 중요하다.

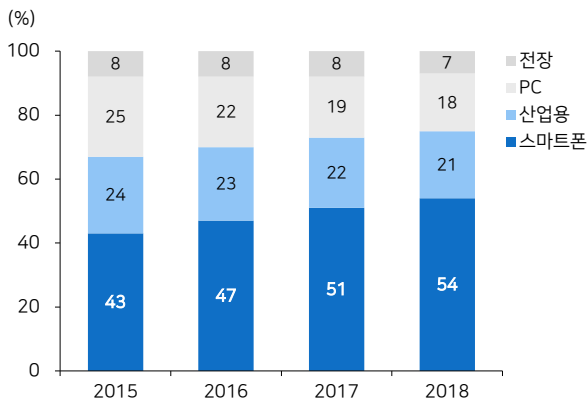
MLCC는 수동부품이기 때문에 기본적으로 반도체의 성능향상과 탑재량 증가에 따라 수요가 함께 증가한다. 실제로 전세계 반도체 매출액과 MLCC Top4(점유율 80% 이상)업체들의 매출액 합계는 상관관계수 0.95로 높은 상관관계를 보였다.

향후 수요는

- 1) 5G 스마트폰, 2) 전장 부품,
- 3) 산업용부품이 견인할 전망

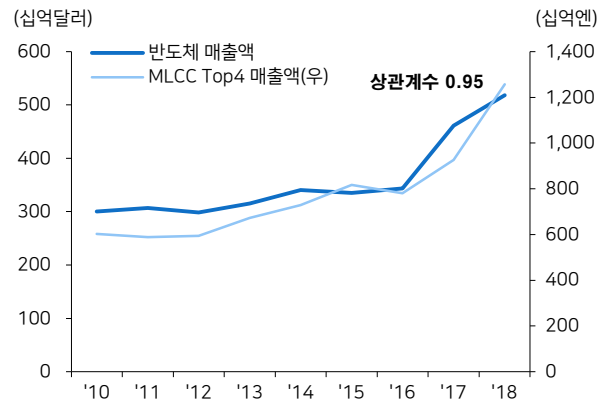
2007년부터 2018년까지의 MLCC 수요는 사실상 스마트폰 판매 증가와 대당 탑재량 증가가 견인했다. 하지만 스마트폰 수요는 현재 성숙단계에 접어들었다. 향후 반도체 수요는 1) 5G 스마트폰, 2) 전장부품, 3) 산업용부품이 견인할 전망이다. 2019년부터 2022년까지 전체 반도체 시장은 연평균 7% 성장이 예상되는데, 앞서 언급한 세가지 어플리케이션향 수요는 시장 성장률 이상으로 성장이 예상된다. 향후 MLCC의 수요 또한 위 세가지 어플리케이션 중심으로 나타날 가능성이 높다

그림32 어플리케이션별 MLCC 수요처



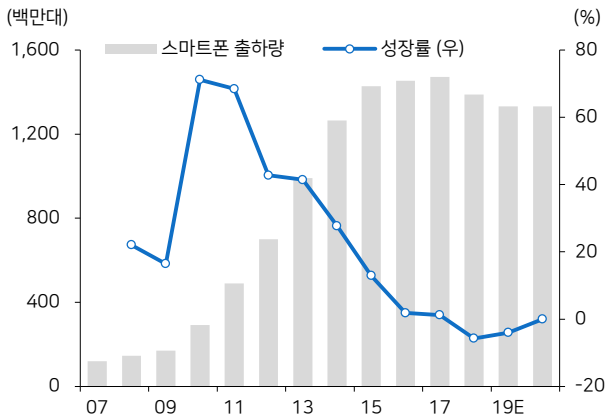
자료: 산업자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 전세계 반도체 매출액과 MLCC Top4 매출액 추이



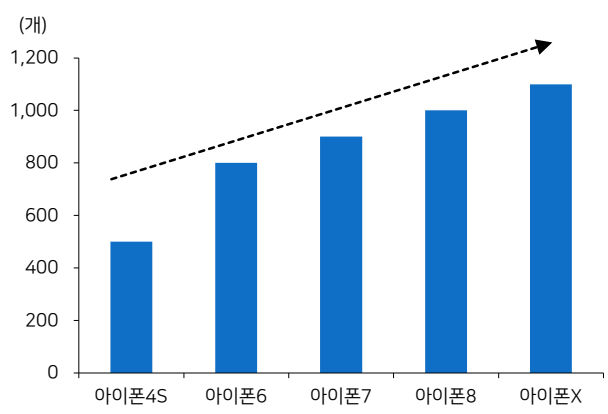
참고: MLCC Top4는 Murata, 삼성전기, Taiyo Yuden, TDK  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 스마트폰 출하량 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 아이폰 모델별 대당 MLCC 탑재량 추이



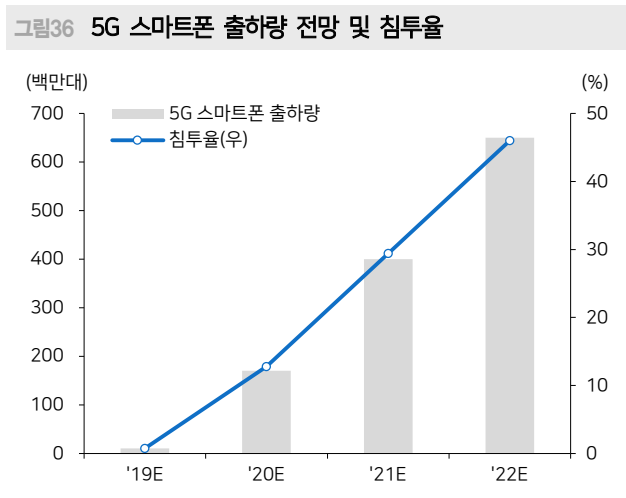
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

5G 스마트폰은 4G 스마트폰에 비해 신호 처리량이 많아 MLCC 탑재량이 15~20% 늘어날 전망

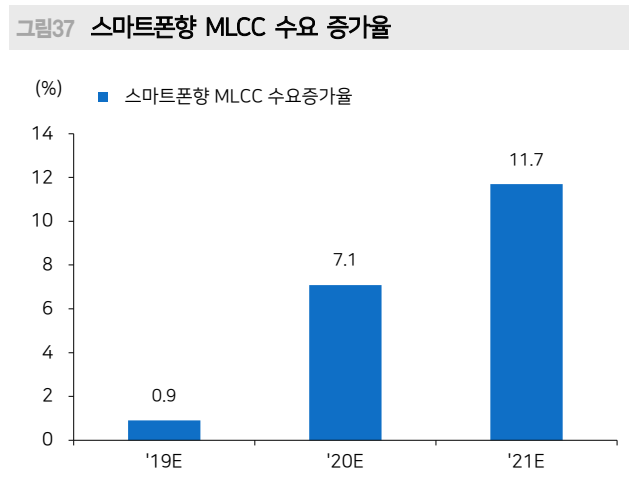
5G 스마트폰은 4G 스마트폰에 비해 신호 처리량이 많아 대당 MLCC 탑재량이 15~20% 늘어날 전망이다. 5G 스마트폰은 2019년 1,000만대에서 2020년 1.7억대, 2021년 4억대로 성장하며 전체 스마트폰에서 차지하는 비중은 2019년 0.8%, 2020년 12.8%, 2021년 29.4%로 증가한다. 5G 스마트폰의 비중 증가 효과로 스마트폰향 MLCC 시장수요는 2019년 +0.9%, 2020년 +7.1%, 2021년 11.7% 상승할 전망이다.

5G 기지국은 4G 기지국 대비 MLCC 탑재량이 최대 60% 늘어날 전망

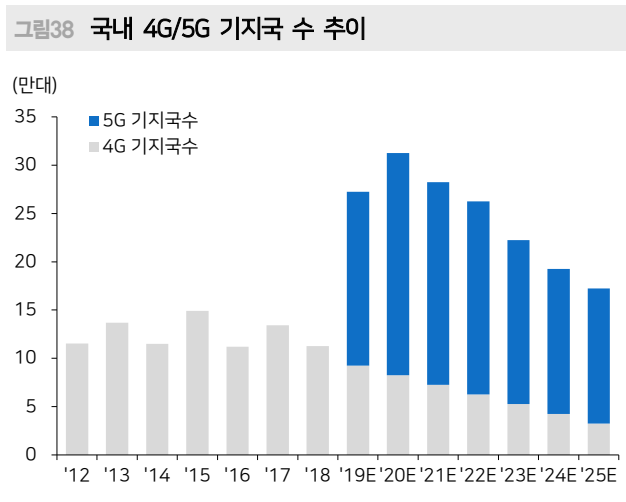
또한 5G 기지국의 대당 MLCC 탑재량은 4G 기지국 대비 최대 60% 더 탑재된다. 기지국 당 붙는 송수신 장비수도 4G 때보다 늘어난다. 4G는 기지국 한 대당 한 대의 송수신 장비가 붙었지만, 5G는 기지국 한 대당 3대 이상의 송수신 장비가 요구되기 때문이다. 결국 5G 스마트폰의 확산과 인프라 망 구축이 MLCC 수요를 견인할 전망이다.



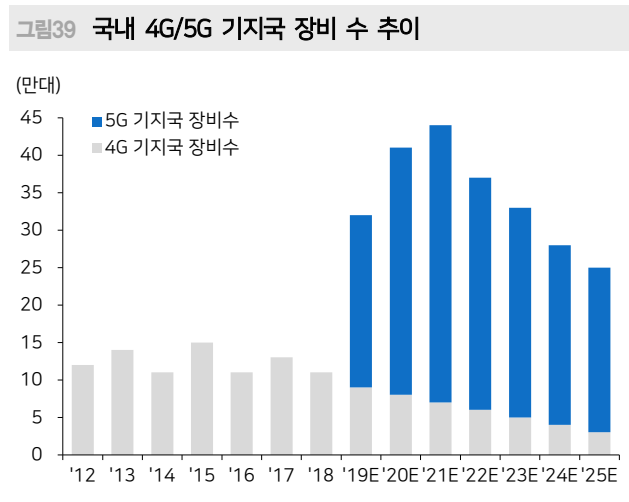
자료: 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



자료: KCA, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: KCA, 메리츠증권증권 리서치센터



**전장부품 시장은 연평균 30% 성장 예상**

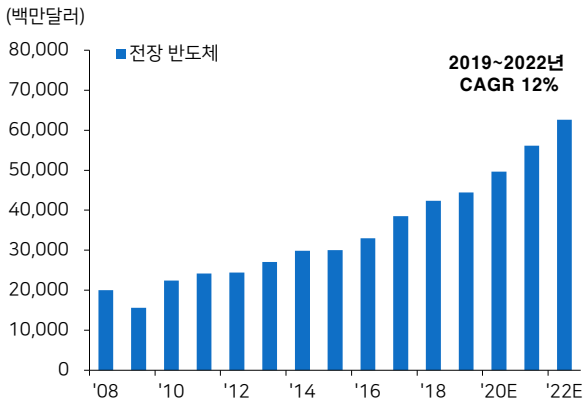
향후 속도면에서 가장 빠르게 증가할 전망 수요처는 전장부품이다. 전장용 반도체의 경우 2019년부터 2022년까지 3년간 연평균 12% 성장이 예상되는데 그 중 ADAS와 전기차부품 향 연평균 수요 증가율이 각각 30%, 23%에 이를 전망이다. 당사는 순수전기차 판매량을 2019년 230만대에서 2022년 570만대로 연평균 35% 성장을 예상하고 있다. 향후 자동차 내 더 많은 전류가 흐르게 되고, 더 많은 정보를 처리해야 하기 때문에 전장용 반도체와 MLCC 수요증가는 필연적이다.

**삼성전기 MLCC 매출 내 전장용 비중은 19년 9%, 20년 15%, 21년 20%로 확대 예상**

수요대응을 위해 MLCC 업체들은 IT용 생산라인을 전장용으로 전환하고 있다. 2016년 TDK를 시작으로 Murata, Taiyo Yuden 같은 일본업체들이 선제적으로 라인전환 및 신규투자를 진행 중이다. 삼성전기도 2018년 부산공장의 IT용 생산라인을 전장 및 산업용으로 전환했고, 2020년 초부터는 생산능력의 10%에 해당하는 중국 천진 전장용 생산라인의 신규가동을 앞두고 있다. 삼성전기의 전장용 MLCC 매출 비중은 2019년 9%, 2020년 15%, 2021년 20%로 확대될 전망이다

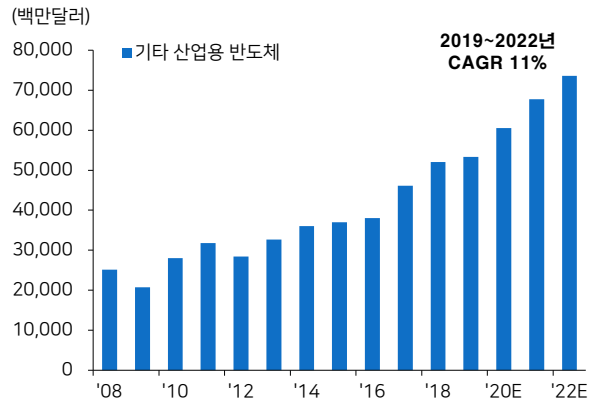
산업용 수요는 자동화 장비, 보안, 운송 등의 영역에서 주로 발생할 전망이며 산업용 반도체 수요 증가를 따라 향후 3년간 연평균 10%대의 성장이 기대된다.

**그림40 전장 반도체 매출 전망 (2019~22년 CAGR 12%)**



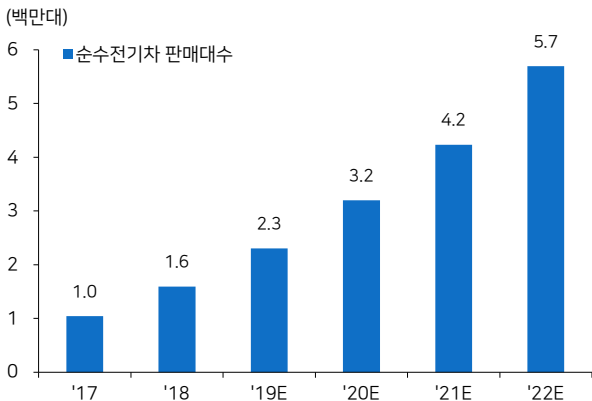
자료: 산업자료, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림41 산업용 반도체 매출 전망 (2019~22년 CAGR 11%)**



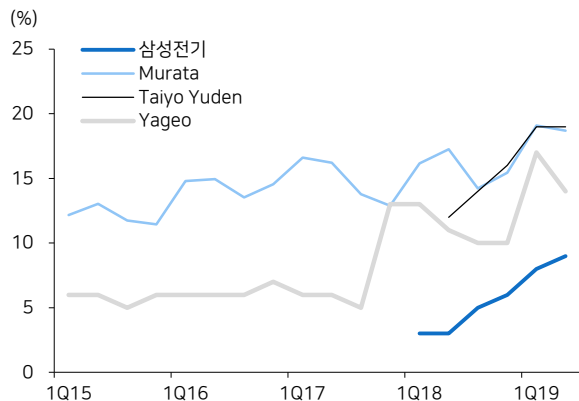
자료: 산업자료, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림42 순수전기차 판매대수 전망**



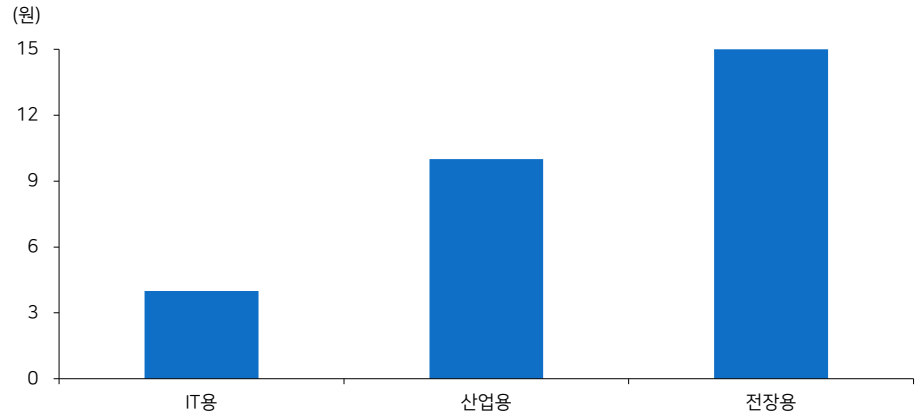
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**그림43 MLCC 업체들의 전장향 매출 비중**



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 어플리케이션별 MLCC 개당 가격



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 내연기관 및 전기차 종류별 MLCC 탑재량

구분 (개)	Conventional	Low-end	Mid-class	High-end	Ultra High-end
	ICE	ISG	HEV	PHEV	BEV
Power train	450~600	600~800	800~1000	1,900~2,300	2,700~3,100
ADAS	2,000~2,400				
Safety	450~700				
Comfort	500~800				
Infortainment	400~700				
Others	1,000				

자료: Murata, 메리츠증권증권 리서치센터

MLCC 전체 수요는 19년 4.0%, 20년 8.0%, 21년 11.0% 전망

2021년까지 전장용 MLCC 수요는 연평균 30%, 산업용 MLCC 수요는 연평균 11%, 스마트폰용 수요는 2019년 0.9%, 2020년 7.1%, 2021년 11.7% 증가를 예상한다. 결론적으로 MLCC 전체 수요는 2019년 4.0%, 2020년 8.0%, 2021년 11.0%를 전망한다.

정상재고 수준에 근접하며 MLCC 업황 정상화 진행 중

현재 MLCC 수요는 2018년 8월(3Q18) 정점을 기록한 뒤 재고조정이 진행되며 수요부진을 겪고 있다. 삼성전기의 MLCC 적정재고는 45~50일이지만, 1Q19 70일, 2Q19 60일에 이어 3Q19에는 50일 후반으로 정상재고 수준에 가까워질 전망이다. 물론 4Q19는 계절적으로 추가적인 재고조정이 예상되지만, 1Q20부터는 신제품 출시에 대응하기 위한 재고축적 수요가 나타날 전망이다.

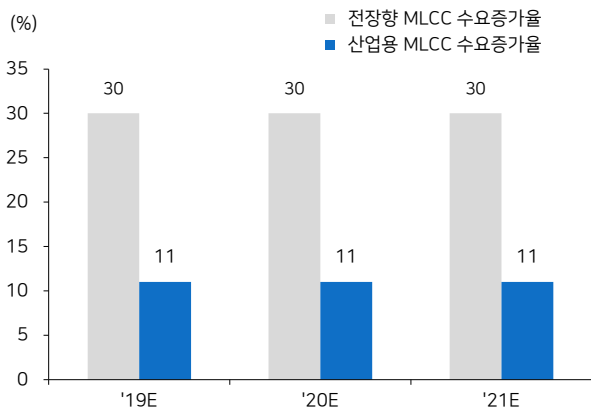
최근 Murata 수주잔고는 재고 조정 여파로 3개분기 연속 감소 추세

Murata의 MLCC 수주잔고는 3Q18을 정점으로 3분기 연속 감소하고 있다. 고객사의 재고조정으로 신규수주가 감소하고 있기 때문이다. 수주잔고 3분기 연속 감소는 지난 2011년 유럽재정위기와 미국 신용등급 강등이 동시에 발생하며 전방수요가 위축됐던 당시(1Q11부터 3분기 연속 감소) 이후 처음이다. 그나마 2Q19 신규수주가 전분기에 비해 소폭 반등했다는 점은 긍정적이다. 4Q19 계절적인 재고조정 시즌 이후 1Q20 수주잔고의 반등과 함께 주가의 반등을 예상한다.

Yageo 월별 매출액 성장률 마이너스 폭은 9월부터 축소 시작

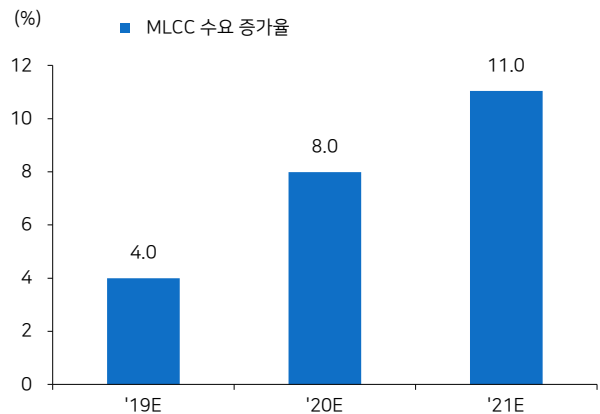
Yageo의 월별 매출액 역시 3Q18를 정점으로 지속적으로 감소하고 있다. 9월부터는 기저효과와 계절적 수요가 겹치며 매출액 YoY 역성장 폭이 축소되고 있다.

그림45 어플리케이션별 수요 증가율 추정



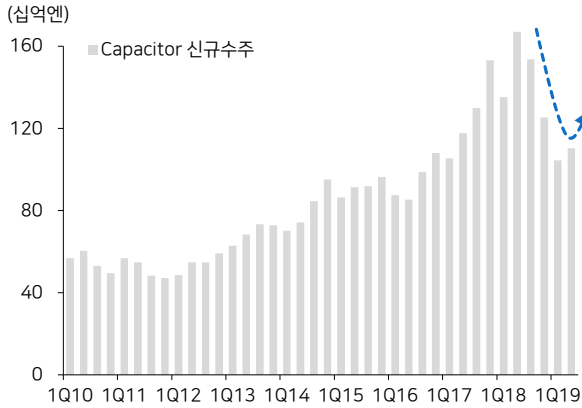
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림46 MLCC 수요증가율 추정



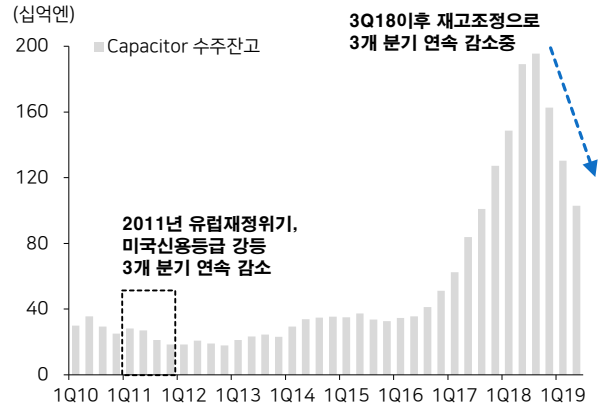
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림47 Murata Capacitor 신규수주



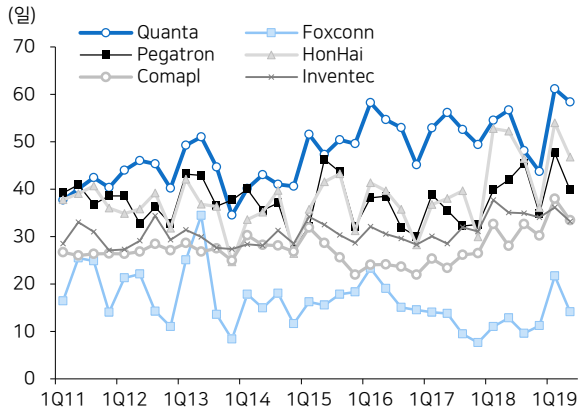
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림48 Murata Capacitor 수주잔고



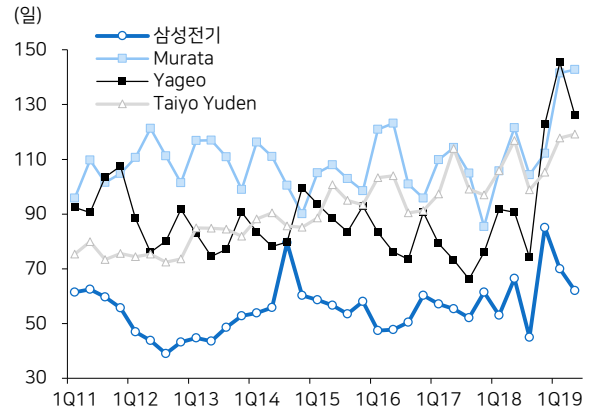
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 EMS 업체들의 재고일수



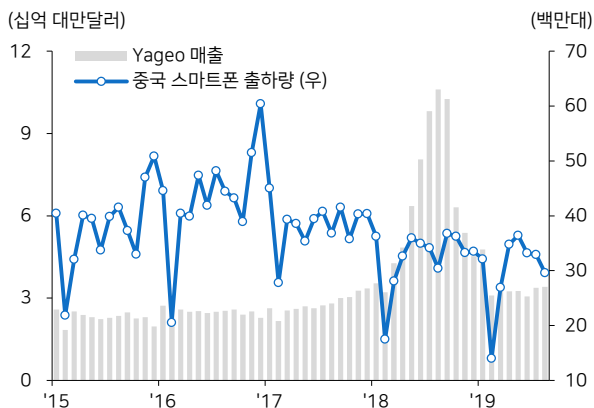
참고: 분기별 전자 재고일수 = 90일/재고자산회전율  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림50 MLCC 업체별 전자 재고일수



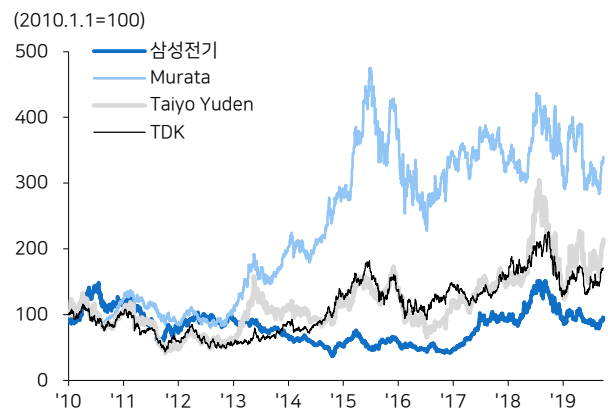
참고: 분기별 전자 재고일수 = 90일/재고자산회전율  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림51 Yageo 월별 매출액 및 중국 스마트폰 출하량



자료: Yageo, 메리츠증권증권 리서치센터

그림52 MLCC 경쟁사 상대주가 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

#### 4) 공급

MLCC는 상위 5개업체가 전체시장의 90%이상을 차지하는 과점시장

MLCC는 상위 5개 업체가 전체 시장의 90% 이상을 공급하고 있는 과점 시장이다. 2019년 MLCC 업체들의 연간 Capa는 Murata 1.3조개, 삼성전기 9,454억개, Yageo 7,200억개, Taiyo Yuden 6,500억개로 추정된다. 전체 MLCC 시장의 약 85%를 차지하는 상위 4개 업체의 합산 생산능력은 2019년 3.6조개에서 2020년 4.2조개로 16% 증가가 예상된다. 물론 MLCC는 어플리케이션별, 스펙별 사이즈가 매우 다양하기 때문에 정확한 생산능력과는 다소 오차가 존재할 수 있다.

Murata의 신규 생산라인 투자는 대부분 전장과 산업용에 집중

2020년 추가되는 생산능력은 대부분 전장 및 산업용이다. 대표적으로 Murata는 2019년말까지 시네마현과 후쿠이현에 각각 400억엔과 290억엔을 투자할 예정이다. 이후에는 매년 10%씩 생산능력을 늘려나갈 계획이다. 동시에 저사양 MLCC 생산을 1H20 내로 중단할 예정이다. 2018년 생산 중단 계획을 발표한 이후, 2019년 저사양 MLCC 생산능력을 50% 감축하고, 1H20 내로 생산을 모두 중단할 계획이다. Murata의 완전 생산 중단시점이 1Q20 신제품 출시를 앞둔 재고 축적 수요와 맞물릴 경우 MLCC 수급개선에 긍정적으로 작용하리라 예상된다.

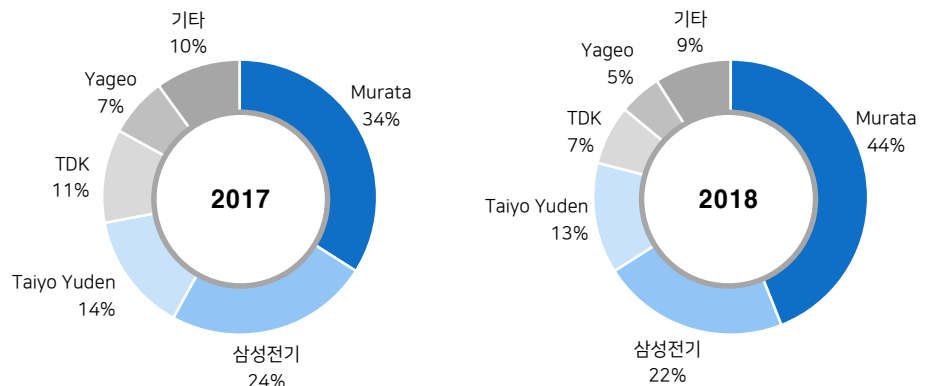
삼성전기 또한 5,733억원을 투자해 중국 천진에 전장용 MLCC 라인 구축 중

삼성전기는 2019년말까지 5,733억원을 투자해 중국 천진에 전장용 MLCC 생산 라인을 구축하고 있다. 2020년 초부터 가동될 예정이며 초기 생산능력은 연간 약 1,000억개로 추정된다. Yageo는 향후 3년간 대만 Kaohsiung에서 하이엔드 MLCC와 전장용 MLCC라인에 3.2억달러를 투자할 계획이다. 미중 무역분쟁에 대한 불확실성 때문에 중국에 위치한 생산라인 증설에는 소극적인 상황이다.

2020년 공급증가율은 16.4% (수출반영시 9.5%)인 반면, 수요증가율은 8.1%로 2019년 대비 수급 부담은 대폭 완화 예정

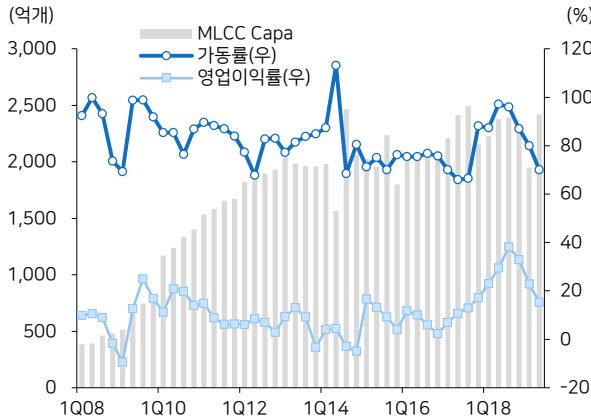
이를 종합하면 2020년 공급증가율은 16.4%(수출반영시 9.5%), 수요증가율은 8.1%로 예상된다. IT용 MLCC의 수출은 일반적으로 80~90%로 안정화되어 있는 반면, 생산 난이도가 높은 전장용의 경우 아직 60~70%로 낮은 편이다. 이를 고려시 2020년 실제 공급증가율은 9.5%로, 재고 등을 감안시 수급 부담은 2019년에 비해 대폭 완화될 예정이다.

그림53 MLCC 점유율



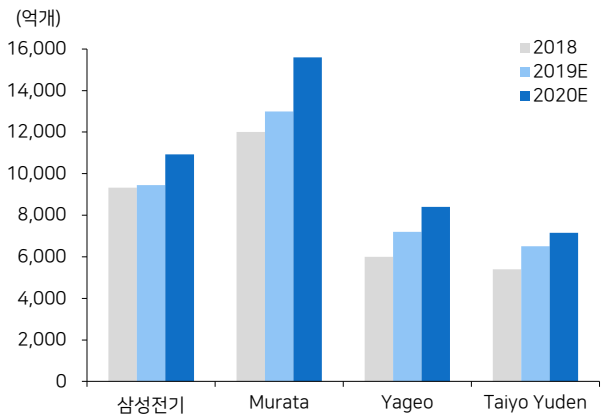
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림54 삼성전기 MLCC 가동률 및 영업이익률



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림55 MLCC 업체 연간 생산능력



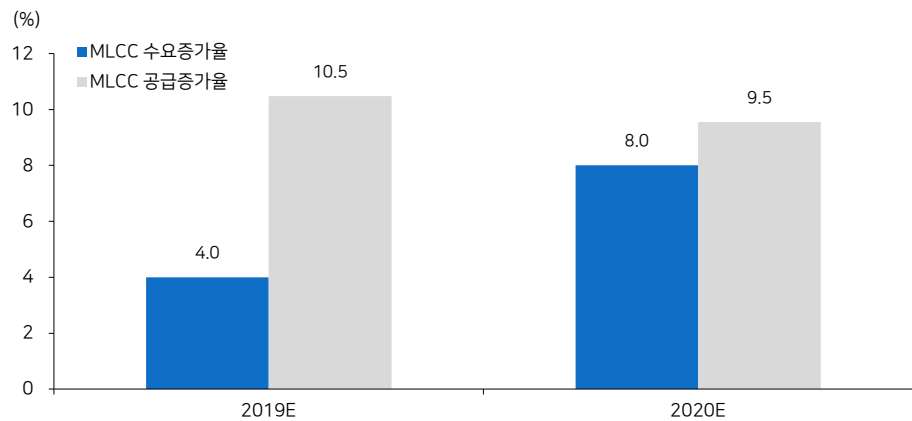
자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 MLCC 업체별 연간 생산능력 추정

(억개)	2018	2019E	2020E	2019 (% YoY)	2020 (% YoY)
삼성전기	9,325	9,454	10,930	1.4	15.6
Murata	12,000	13,000	15,600	8.3	20.0
Yageo	6,000	7,200	8,400	20.0	16.7
Taiyo Yuden	5,400	6,500	7,150	20.4	10.0
<b>Top4 생산능력</b>	<b>32,725</b>	<b>36,154</b>	<b>42,080</b>	<b>10.5</b>	<b>16.4</b>
<b>수출반영 생산능력</b>	<b>27,816</b>	<b>30,731</b>	<b>33,664</b>	<b>10.5</b>	<b>9.5</b>
수출 가정(%)	85%	85%	80%		

참고: IT용 대비 생산 난이도가 높은 전장/산업용 비중이 늘어나는 2020년 수출 소폭 하락 가정  
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림56 MLCC 수요, 공급 증가율 비교



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 5) 실적전망

4Q19까지 재고조정이 진행되며  
매출액은 역성장 불가피하나,  
1Q20부터 회복 전망

3Q19 계절적인 수요증가 효과로 MLCC 출하량은 전분기 대비 10.5% 상승을, 가격은 재고조정이 진행되며 전분기 대비 -18.0% 하락이 예상된다. 이에 따라 컴포넌트 솔루션 매출액과 영업이익 모두 QoQ 역성장이 불가피할 전망이다. 4Q19는 계절적인 재고조정이 진행돼 가격과 출하량이 모두 감소하리라 예상된다. 1Q20에도 제한적인 재고조정이 예상되나, 계절적 수요 회복과 맞물려 가격하락은 소폭에 그칠 전망이다.

MLCC 매출액 반등을 주가에  
반영하는 시점이 주가의 본격적인  
반등 시점

앞서 언급했듯 삼성전기 주가가 MLCC 매출액과 동행해왔음을 감안시 MLCC 매출액이 반등을 시작하는 1Q20 실적을 반영하는 시점이 삼성전기 주가의 본격적인 반등 시점이 될 전망이다.

표8 컴포넌트솔루션 사업부 실적테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>836.3</b>	<b>781.6</b>	<b>711.4</b>	<b>616.2</b>	<b>663.4</b>	<b>741.4</b>	<b>944.5</b>	<b>885.5</b>	<b>3,544.5</b>	<b>2,945.5</b>	<b>3,234.9</b>
(% QoQ)	-6.7%	-6.5%	-9.0%	-13.4%	7.7%	11.8%	27.4%	-6.2%			
(% YoY)	11.1%	-10.0%	-30.7%	-31.2%	-20.7%	-5.1%	32.8%	43.7%	51.6%	-16.9%	9.8%
<b>영업이익</b>	<b>190.6</b>	<b>119.3</b>	<b>88.9</b>	<b>55.2</b>	<b>87.8</b>	<b>117.5</b>	<b>181.9</b>	<b>137.7</b>	<b>1,117.1</b>	<b>454.0</b>	<b>525.0</b>
(% QoQ)	-35.4%	-37.4%	-25.4%	-37.9%	59.1%	33.8%	54.8%	-24.3%			
(% YoY)	9.9%	-53.4%	-77.4%	-81.3%	-53.9%	-1.5%	104.6%	149.5%	284.7%	-59.4%	15.6%
영업이익률(%)	22.8	15.3	12.5	9.0	13.2	15.9	19.3	15.5	31.5	15.4	16.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표9 MLCC 실적추정 가정

(%)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
<b>단가</b>												
QoQ	6.7%	-2.8%	18.9%	-0.1%	20.0%	-14.0%	-18.0%	-8.0%	-4.0%	3.0%	13.0%	-2.0%
YoY	27.7%	15.4%	26.1%	23.2%	38.6%	22.6%	-15.4%	-22.1%	-37.7%	-25.4%	2.8%	9.5%
<b>출하량</b>												
QoQ	2.4%	18.7%	-0.6%	-11.7%	-23.1%	8.7%	10.5%	-5.0%	9.0%	8.5%	13.0%	-3.0%
YoY	25.6%	44.9%	38.4%	6.7%	-19.8%	-26.6%	-18.4%	-12.2%	24.3%	24.1%	27.0%	29.6%
<b>가동률</b>	<b>87.4%</b>	<b>97.1%</b>	<b>96.0%</b>	<b>87.0%</b>	<b>80.0%</b>	<b>70.0%</b>	<b>73.7%</b>	<b>70.0%</b>	<b>76.3%</b>	<b>75.2%</b>	<b>85.0%</b>	<b>82.5%</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 3. 모듈솔루션

#### 1) 개요

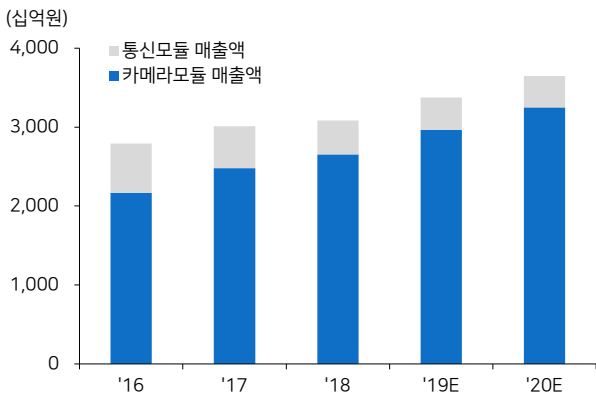
매출비중은 카메라모듈 86%,  
통신모듈 14%

모듈솔루션사업은 카메라모듈과 통신모듈로 구성되어 있다. 카메라모듈은 이미지 센서, 렌즈, 액추에이터, 기판 등을 조립하는 비즈니스다. 스마트폰, 태블릿 PC, 자동차 등에 적용된다. 통신모듈은 와이파이 모듈, 블루투스 모듈, 안테나 모듈 등을 제조하는 비즈니스다. 대부분 메인칩은 외부에서 구매해 최종 조립하는 비즈니스다. 매출비중은 2018년 기준 카메라모듈 86%, 통신모듈 14%다.

스마트폰 출하량이 감소하고 있음에도 멀티카메라 비중증가를 통한 판가상승으로 매출액 매년 성장

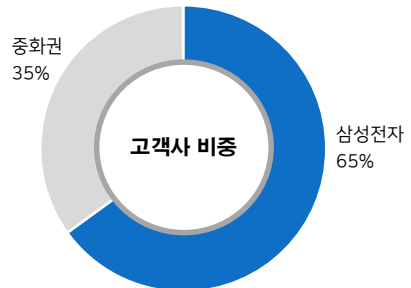
모듈솔루션 사업부의 주요 전방은 스마트폰 시장이다. 주 고객사인 삼성전자의 스마트폰 출하량은 정체를 넘어 2년 연속 감소하고 있다. 중국 스마트폰 출하량 또한 2019년 4월과 5월을 제외하고는 전년대비 역성장이 지속되고 있다. 고객사들의 출하량이 감소하는 와중에도 멀티카메라 비중을 증가(판가상승)시켜 카메라 모듈 매출액은 매년 성장을 이어나가고 있다.

그림57 모듈사업부 매출 구성



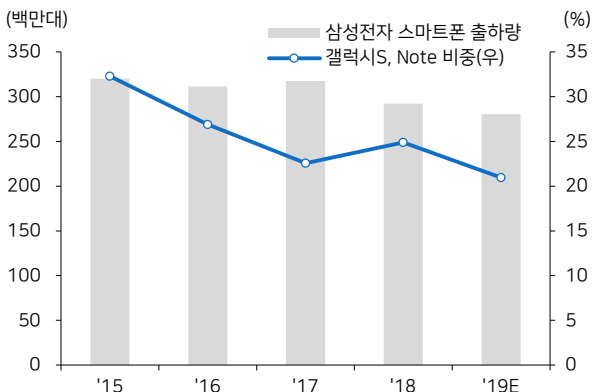
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림58 고객사 비중 추정



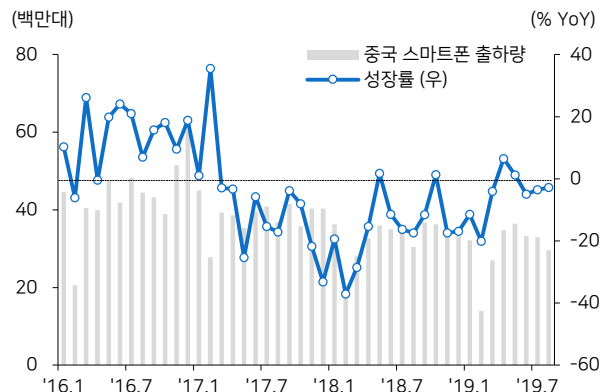
참고: 중화권 고객사는 샤오미, 오포, 비보가 대부분으로 추정  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림59 삼성전자 스마트폰 출하량 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림60 중국 스마트폰 출하량 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



## 2) P 상승: 멀티카메라 비중 증가

멀티카메라 탑재가 지속되며 판가 상승 중

모듈사업부의 판가는 듀얼카메라 이상의 멀티카메라 비중 증가로 꾸준히 상승중이다. 삼성전자 스마트폰의 카메라 종류별 비중은 2Q19 기준 싱글카메라 41%, 듀얼카메라 31%, 트리플카메라 28%다. 2019년부터 플래그십 모델 내 트리플카메라의 탑재가 시작됐고, 2020년에는 폴디드 줌 같은 신규 고사양 카메라의 탑재가 시작돼 판매단가 상승은 2020년에도 지속될 전망이다.

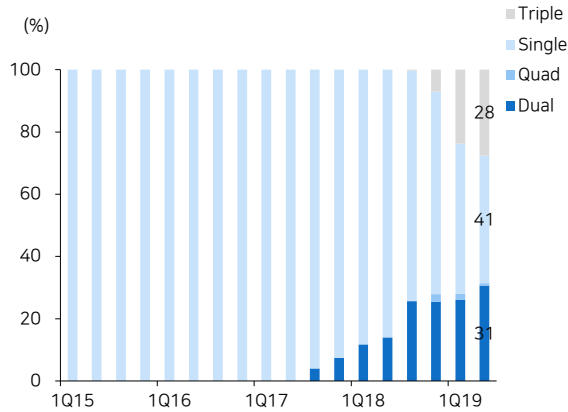
후발주자로서 중국 스마트폰 업체들의 멀티카메라 채용 추세 공격적

중국 스마트폰 업체들은 후발주자로서 선발업체들과의 차별화를 위해 멀티카메라 채용을 공격적으로 늘려나가고 있다. 이미 2018년부터 듀얼카메라의 비중이 과반을 넘어섰으며 2019년부터는 쿼드카메라의 탑재가 시작됐다.

제조사들간의 카메라 스펙 경쟁 이어질 전망

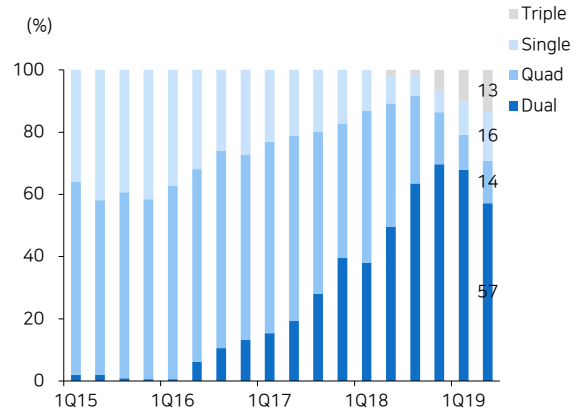
카메라는 소비자들이 스마트폰의 변화를 가장 직접적으로 느끼는 부품이기 때문에 제조사들간 카메라 스펙 경쟁은 당분간 지속될 수 밖에 없다. 이 과정에서 삼성전기의 카메라 모듈 매출액과 영업이익률은 안정적으로 증가할 수 있다고 판단한다.

그림61 삼성전자 스마트폰 후면 카메라 종류별 비중



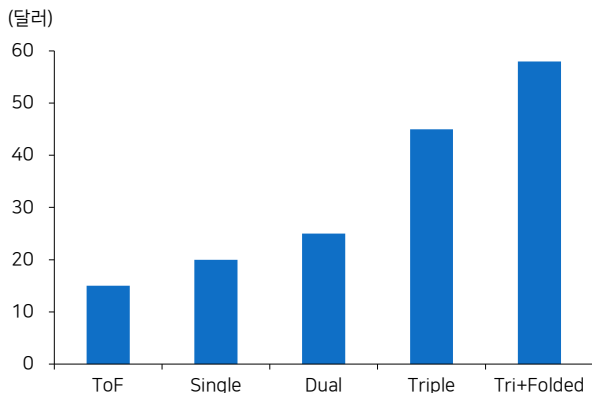
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림62 중국 스마트폰 Top4 후면 카메라 종류별 비중



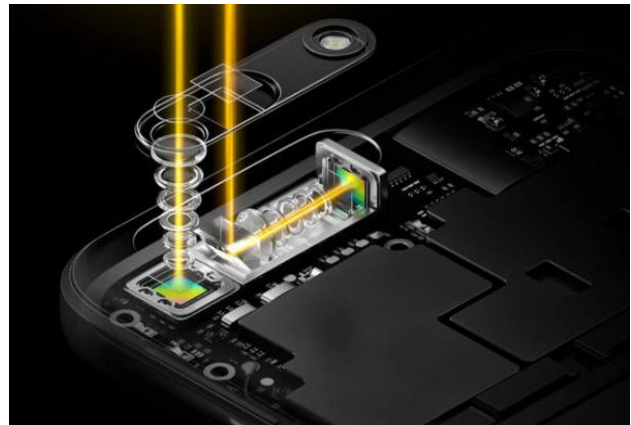
참고: Top4는 화웨이, 샤오미, 오포, 비보  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림63 카메라 종류별 단가 (메리츠 추정)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림64 폴디드 줌 구조



자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3) Q 하락 방어: 5G 스마트폰 도입 확산

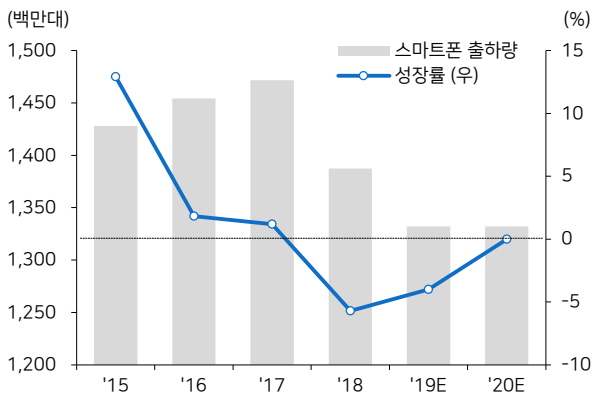
#### 스마트폰 시장 정체 중

스마트폰 시장은 1) 보급률 성숙단계 진입, 2) 통신보조금 감소, 3) 혁신감소로 교체주기가 장기화 되면서 2년 연속 출하량이 역성장하고 있다. 2020년에는 5G 도입확산이 교체수요를 자극해 출하량은 2019년과 비슷한 수준을 전망한다. 성장은 없지만 출하량 역성장은 면할 수 있다고 예상한다.

통신사들의 5G 망 투자금 회수를 위해서라도 5G 스마트폰에 대한 마케팅 공격적으로 진행 할 수 밖에 없음.

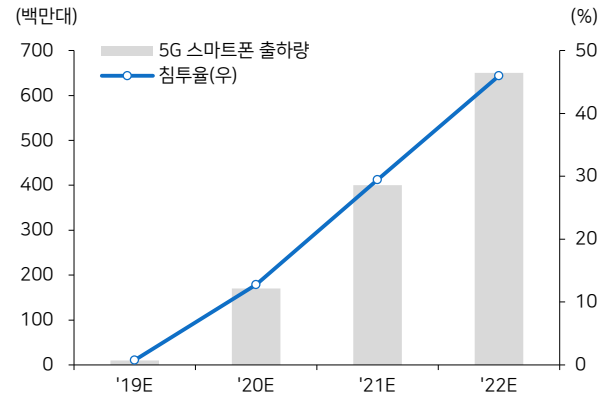
통신사들의 5G 망 구축을 위한 투자가 본격화되고 있다. 통신사들은 투자금 회수를 위해서라도 5G 스마트폰에 대한 마케팅을 공격적으로 진행할 수 밖에 없다. SK텔레콤과 KT의 광고 및 판매 촉진비는 전년대비 두자릿수로 늘고 있다. 북미 통신사들의 판매관리비 또한 증가 중이다. 통신사들의 보조금 지급이 5G로의 교체수요를 자극해, 5G 스마트폰의 출하량 성장에 기여할 전망이다. 5G 스마트폰은 2019년 천만대, 2020년 1.7억대, 2021년 4.0억대로 성장을 예상한다. 5G 스마트폰의 성장이 전체 스마트폰 시장의 출하량 하락을 방어하고, 멀티카메라의 침투율 증가로 ASP가 상승해 모듈솔루션 실적의 안정적인 성장이 기대된다.

그림65 글로벌 스마트폰 출하량 및 성장률



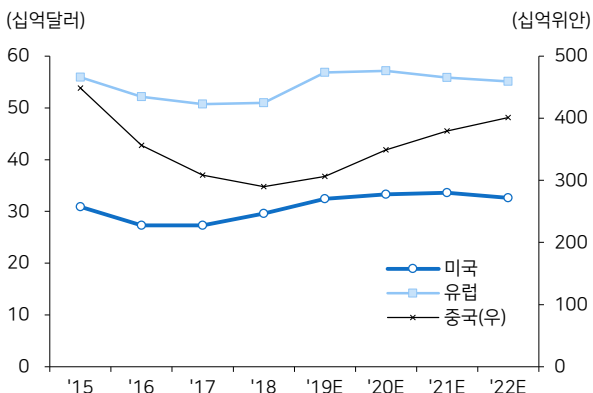
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림66 5G 스마트폰 출하량 및 비중



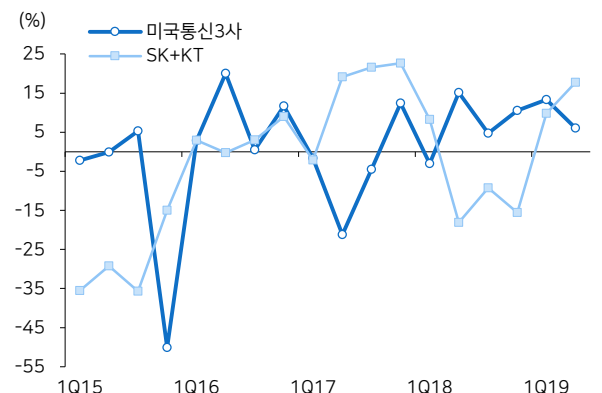
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림67 국가별 5G Capex 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림68 국내 및 북미 통신사 판관비 YoY 성장률 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 4) 실적전망

갤럭시노트10 효과로 3Q19 매출액과 영업이익 모두 개선 예상

갤럭시노트10 출시효과로 3Q19 매출액과 영업이익률은 모두 개선될 전망이다. 4Q19에는 재고조정 영향으로 전분기 대비 실적 둔화가 불가피하나, 1Q20에는 신규 카메라 도입에 따른 ASP 추가 상승으로 매출액이 1조원대로 회복될 전망이다. 2020년에도 스마트폰 판매환경이 쉽지 않겠으나, 모듈솔루션의 실적은 ASP 상승 효과로 성장을 이어나갈 전망이다.

표10 모듈솔루션 사업부 실적테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>951.2</b>	<b>811.2</b>	<b>908.7</b>	<b>703.3</b>	<b>1,093.3</b>	<b>879.5</b>	<b>956.2</b>	<b>719.0</b>	<b>3,084.1</b>	<b>3,374.4</b>	<b>3,648.0</b>
(% QoQ)	38.4%	-14.7%	12.0%	-22.6%	55.4%	-19.5%	8.7%	-24.8%			
(% YoY)	5.7%	32.6%	2.7%	2.3%	14.9%	8.4%	5.2%	2.2%	2.4%	9.4%	8.1%
<b>영업이익</b>	<b>71.5</b>	<b>50.5</b>	<b>68.2</b>	<b>39.3</b>	<b>86.9</b>	<b>64.9</b>	<b>74.0</b>	<b>39.6</b>	<b>88.9</b>	<b>229.5</b>	<b>265.4</b>
(% QoQ)	149.6%	-29.4%	35.1%	-42.4%	121.1%	-25.4%	14.1%	-46.5%			
(% YoY)	572.2%	4259.8%	40.9%	37.2%	21.5%	28.5%	8.6%	0.7%	3.8%	158.3%	15.6%
<b>영업이익률(%)</b>	<b>7.5</b>	<b>6.2</b>	<b>7.5</b>	<b>5.6</b>	<b>8.0</b>	<b>7.4</b>	<b>7.7</b>	<b>5.5</b>	<b>2.9</b>	<b>6.8</b>	<b>7.3</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표11 삼성전자 스마트폰 출하량 가정

(백만대)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>갤럭시S</b>	<b>16.7</b>	<b>12.6</b>	<b>8.9</b>	<b>6.3</b>	<b>16.6</b>	<b>12.7</b>	<b>8.8</b>	<b>6.2</b>	<b>56.6</b>	<b>44.6</b>	<b>44.3</b>
(% QoQ)	79.9%	-24.5%	-29.4%	-29.3%	162.8%	-23.6%	-30.2%	-29.4%			
(% YoY)	-17.5%	-18.6%	-22.5%	-32.2%	-0.9%	0.3%	-0.9%	-1.0%	-8.7%	-21.2%	-0.6%
<b>갤럭시노트</b>	<b>2.2</b>	<b>1.3</b>	<b>6.1</b>	<b>4.6</b>	<b>2.4</b>	<b>1.4</b>	<b>6.6</b>	<b>4.7</b>	<b>16.1</b>	<b>14.2</b>	<b>15.1</b>
(% QoQ)	-52.2%	-40.0%	352.8%	-24.0%	-47.9%	-41.4%	366.1%	-27.8%			
(% YoY)	-24.8%	-29.0%	-8.3%	-1.4%	7.6%	5.1%	8.2%	2.8%	66.7%	-11.7%	6.1%
<b>갤럭시 전체</b>	<b>71.9</b>	<b>76.2</b>	<b>71.0</b>	<b>61.3</b>	<b>71.9</b>	<b>76.3</b>	<b>71.4</b>	<b>61.4</b>	<b>292.1</b>	<b>280.4</b>	<b>281.0</b>
(% QoQ)	2.3%	6.0%	-6.8%	-13.6%	17.3%	6.1%	-6.4%	-14.0%			
(% YoY)	-8.1%	6.6%	-1.7%	-12.7%	0.0%	0.1%	0.6%	0.1%	-8.0%	-4.0%	0.2%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 4. 기판솔루션

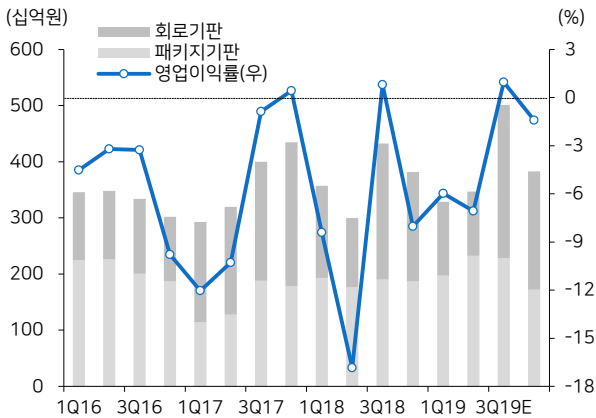
매출비중은 패키지기판 51%,  
회로기판 49%

기판솔루션은 패키지기판과 회로기판으로 구성되어 있다. 패키지기판은 반도체와 메인보드간 전기적 신호전달 역할을 한다. 대표적으로 스마트폰의 AP에 주로 적용되는 FCCSP(Flip Chip Chip Scale Package)와 PC의 CPU나 자동차의 인포테인먼트용으로 적용되는 BGA(Ball Grid Array)가 있다. 회로기판은 PCB에 탑재된 부품들간 전기적인 신호를 주고 받을 수 있도록 고밀도 회로가 형성된 기판이다. 대표적으로 스마트폰 메인보드 역할을 하는 HDI와 디스플레이 및 카메라 모듈을 메인보드와 연결하는 RFPCB가 있다. 매출비중은 2018년 기준 패키지기판 51%, 회로기판 49%다.

회로기판 사업부는 애플의 제품  
출시일정에 따라 수익성 변동  
크게 나타남

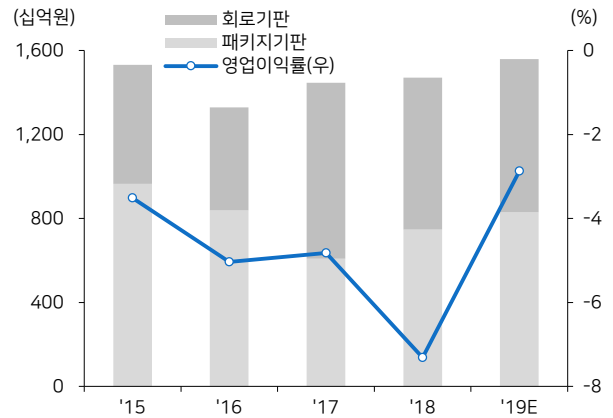
패키지기판은 5G 스마트폰, 서버, 전장용 고사양기판의 수요증가로 타이트한 공급 상황이 지속돼 한 자릿수 후반의 수익성을 유지하고 있다. 반면 회로기판 사업부는 주 고객사인 애플의 제품 출시 일정에 따라 수익성 변동성이 크게 나타난다. 신제품 출시를 앞두고 가동률과 ASP가 상승해 3분기에는 수익성이 개선되고 재고조정이 진행되는 4분기, 제품 사이클이 둔화되는 1,2분기에는 다시 적자폭이 확대되는 구조다. 패키지기판의 흑자에도 불구하고 회로기판의 적자가 지속되며 기판솔루션은 적자 기조를 이어가고 있다.

그림69 기판솔루션 매출액 및 영업이익률



자료: 메리츠증권리서치센터

그림70 회로기판 매출액과 아이폰 출하량 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>328.9</b>	<b>346.8</b>	<b>501.2</b>	<b>382.5</b>	<b>407.7</b>	<b>384.3</b>	<b>567.0</b>	<b>446.7</b>	<b>1,470.8</b>	<b>1,559.3</b>	<b>1,805.7</b>
(% QoQ)	-13.9%	5.4%	44.5%	-23.7%	6.6%	-5.7%	47.5%	-21.2%			
(% YoY)	-7.9%	15.8%	15.9%	0.2%	24.0%	10.8%	13.1%	16.8%	1.7%	5.1%	13.4%
<b>영업이익</b>	<b>-19.7</b>	<b>-24.5</b>	<b>4.8</b>	<b>-5.4</b>	<b>-13.2</b>	<b>-15.8</b>	<b>9.5</b>	<b>-3.7</b>	<b>-107.6</b>	<b>-44.7</b>	<b>-23.2</b>
(% QoQ)	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm			
(% YoY)	nm	nm	39.2%	nm	nm	nm	96.3%	nm	nm	nm	Nm
<b>영업이익률(%)</b>	<b>-6.0</b>	<b>-7.1</b>	<b>1.0</b>	<b>-1.4</b>	<b>-3.2</b>	<b>-4.1</b>	<b>1.7</b>	<b>-0.8</b>	<b>-7.3</b>	<b>-2.9</b>	<b>-1.3</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(백만대)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
생산능력(000m <sup>2</sup> )	510	520	526	545	520	530	537	556	2,042	2,101	2,143
<b>출하량(000m<sup>2</sup>)</b>	<b>272</b>	<b>258</b>	<b>342</b>	<b>300</b>	<b>286</b>	<b>271</b>	<b>360</b>	<b>306</b>	<b>1,231</b>	<b>1,172</b>	<b>1,222</b>
가동률(%)	53.3%	49.6%	65.0%	55.0%	55.0%	51.0%	67.0%	55.0%	60.3%	55.8%	57.0%
<b>ASP(천달러/m<sup>2</sup>)</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 5. 리스크분석

### 예상되는 리스크

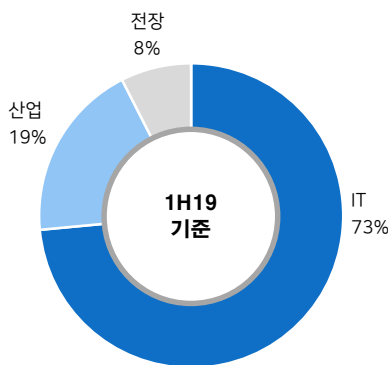
- 1) 스마트폰 수요회복 지연
- 2) 전장용 MLCC 수요확대 지연
- 3) 엔화약세

현시점에서 예상해 볼 수 있는 삼성전기의 리스크는 1) 5G 도입에도 불구하고 스마트폰 수요 회복 지연, 2) 전장용 MLCC 수요 확대 지연, 3) 엔화약세다.

삼성전기의 MLCC 매출에서 IT가 차지하는 비중은 73%이고, IT 내에서 스마트폰이 차지하는 비중은 57%다. 스마트폰이 전체 매출에서 차지하는 비중은 41%로 단일 어플리케이션으로 비중이 가장 높다. 2H20 5G의 본격 확대에도 불구하고 스마트폰의 수요회복이 지연될 경우 MLCC 매출액 성장에 제한이 될 수 있다. 뿐만 아니라 5G 스마트폰 수요를 대비하기 위해 진행됐던 경쟁사들의 증설 물량이 MLCC 수급에 부담으로 작용할 수 있다. 다만, 앞서 언급했듯이 국내를 시작으로 각 국 통신사들의 5G망 투자가 본격화되고 있고, 투자금 회수를 위해서라도 5G 마케팅을 공격적으로 진행할 수 밖에 없기 때문에 5G 스마트폰 수요회복 지연이 현실화 될 가능성은 낮다고 판단한다.

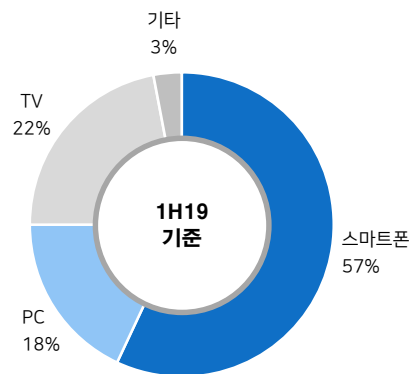
두번째 리스크인 전장용 MLCC 수요확대 지연이 발생하게 되면 삼성전기가 5,733억원을 들여 투자하고 있는 중국 천진 공장의 고정비 부담이 실적 부담으로 이어질 수 있다. 또한 전장용 MLCC를 집중적으로 증설하고 있는 일본업체들의 공급능력이 고정비 경감을 위해 IT라인으로 전환시 MLCC 수급에 부담이 될 수 있다. 하지만 이 또한 현실화 가능성은 낮다. 2020년부터 유럽 내 3세대 전기차 출시로 전기차 시장이 본격화되고, 각국의 전기차 판매 규제가 매년 강화 될 예정이기 때문이다. 또한 2018년 12월 구글 웨이모를 시작으로 2020년에는 테슬라의 로보택시가 운영될 예정이다. 현대차는 2024년 레벨4 자율주행차 상용화 계획을 밝혔다. 이렇듯 전기차와 자율주행 상용화로 전장용 수요는 꾸준히 증가할 수 밖에 없다.

그림기 어플리케이션별 MLCC 매출 비중 추정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림72 IT 내 어플리케이션별 매출 비중 추정

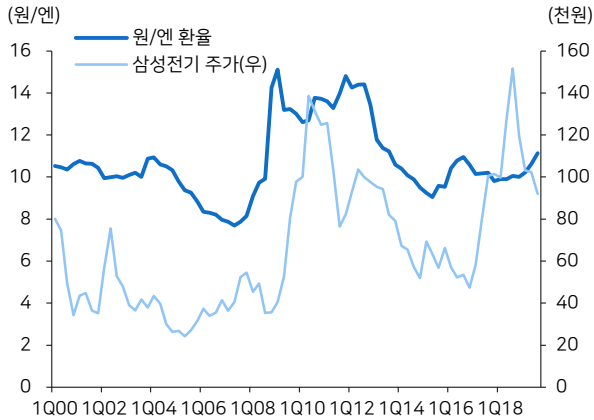


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

세번째 리스크인 엔화약세가 두드러지게 나타날 경우 삼성전기의 주 경쟁사인 일본업체들과의 가격경쟁력 훼손으로 불리한 영업환경에 놓일 수 있다. 원엔 환율은 2012년 하반기 14원/엔에서 2015년 9월까지 가파르게 하락했었다. 실제로 2013~14년 MLCC 매출액은 역성장을 기록했고 주가 또한 크게 하락했었다. 현재 원/엔 환율은 방향성 없이 안정적인 구간에서 유지되고 있으나, 향후 엔화 약세가 가파르게 진행된다면 삼성전기 MLCC 매출액 감소로 이어질 가능성이 있다.

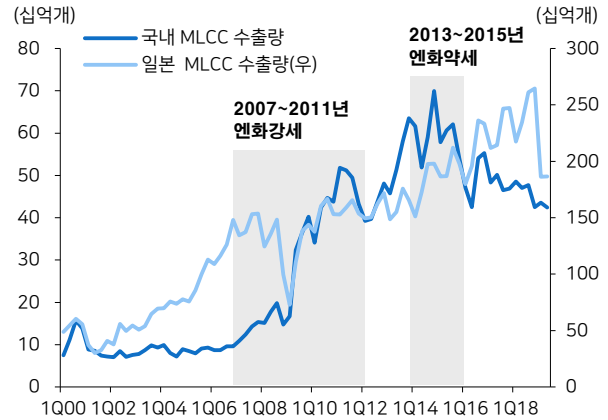
종합적으로 위 세가지 리스크의 발현가능성은 현재로서는 제한적이다. 앞서 언급했듯 삼성전기의 주가는 MLCC 매출액과 동행하고, 1Q20부터 매출액 반등이 예상된다. 현재 유통주식수의 12%에 이르는 공모도 잔고를 고려할 때 MLCC 매출액 반등이 가시화 될 경우 가파른 주가 반등이 예상된다.

그림73 원/엔 환율과 삼성전기 주가 추이



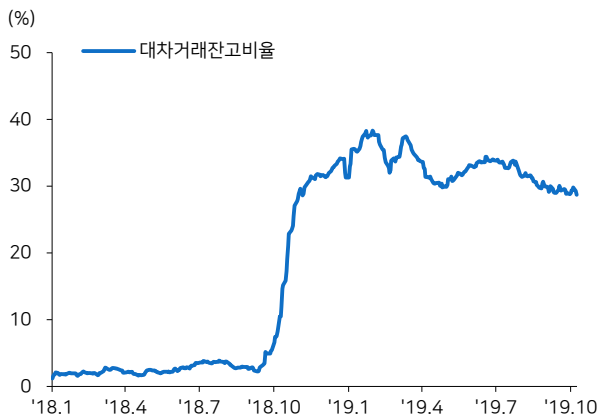
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림74 국내 및 일본 MLCC 수출량



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림75 삼성전기 대차거래 잔고 비율



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림76 삼성전기 공모도 잔고 비율



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 삼성전기 (009150)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>6,838.5</b>	<b>8,182.4</b>	<b>7,935.7</b>	<b>8,758.3</b>	<b>9,761.6</b>
매출액증가율 (%)	13.4	19.7	-3.0	10.4	11.5
매출원가	5,430.1	5,724.6	5,776.0	6,373.2	7,106.3
매출총이익	1,408.4	2,457.8	2,159.7	2,385.0	2,655.3
판매관리비	1,102.2	1,359.5	1,520.9	1,617.9	1,553.6
<b>영업이익</b>	<b>306.2</b>	<b>1,098.3</b>	<b>638.8</b>	<b>767.2</b>	<b>1,101.7</b>
영업이익률	4.5	13.4	8.0	8.8	11.3
금융손익	-55.1	-77.3	-66.9	-60.1	-49.5
종속/관계기업손익	8.0	7.2	8.0	7.6	7.8
기타영업외손익	-5.6	-7.5	-27.4	-26.3	-25.2
세전계속사업이익	253.6	1,020.7	552.5	688.4	1,034.8
법인세비용	76.3	255.4	138.3	172.3	258.9
<b>당기순이익</b>	<b>177.3</b>	<b>685.0</b>	<b>613.1</b>	<b>516.2</b>	<b>775.9</b>
지배주주지분 순이익	161.7	656.2	600.5	503.7	763.3

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>2,478.8</b>	<b>3,525.3</b>	<b>3,485.7</b>	<b>3,967.6</b>	<b>3,869.8</b>
현금및현금성자산	444.6	1,002.4	1,053.2	1,363.7	1,125.5
매출채권	828.7	984.7	852.3	1,017.8	1,127.2
재고자산	918.9	1,115.6	1,131.9	1,132.3	1,137.2
<b>비유동자산</b>	<b>5,288.6</b>	<b>5,119.6</b>	<b>5,216.4</b>	<b>5,364.2</b>	<b>6,219.6</b>
유형자산	4,154.7	4,558.0	4,819.9	4,890.0	5,740.0
무형자산	149.5	162.5	81.5	74.4	67.2
투자자산	823.2	99.2	105.0	117.2	117.2
<b>자산총계</b>	<b>7,767.4</b>	<b>8,644.9</b>	<b>8,702.1</b>	<b>9,331.9</b>	<b>10,089.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,454.1</b>	<b>2,509.6</b>	<b>1,901.0</b>	<b>2,172.9</b>	<b>2,234.8</b>
매입채무	281.3	276.7	290.3	346.7	384.4
단기차입금	1,203.8	962.0	811.5	700.0	600.0
유동성장기부채	467.5	432.1	185.8	386.8	386.8
<b>비유동부채</b>	<b>981.8</b>	<b>1,188.8</b>	<b>1,251.2</b>	<b>1,159.5</b>	<b>1,063.6</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	897.6	1,060.1	1,105.1	1,004.1	903.1
<b>부채총계</b>	<b>3,435.9</b>	<b>3,698.4</b>	<b>3,152.3</b>	<b>3,332.5</b>	<b>3,298.4</b>
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
기타포괄이익누계액	335.3	355.2	419.6	434.3	450.1
이익잉여금	2,609.8	3,179.3	3,705.9	4,140.8	4,298.4
비지배주주지분	99.9	125.5	137.8	137.8	137.8
<b>자본총계</b>	<b>4,331.5</b>	<b>4,946.5</b>	<b>5,549.8</b>	<b>5,999.4</b>	<b>6,791.0</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>717.7</b>	<b>1,558.7</b>	<b>577.9</b>	<b>485.6</b>	<b>916.1</b>
당기순이익(손실)	177.3	685.0	613.1	516.2	775.9
유형자산상각비	610.9	710.9	772.4	829.9	888.4
무형자산상각비	19.7	25.5	19.7	19.7	19.7
운전자본의 증감	-265.3	-369.8	-136.9	-36.6	-3.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,232.3</b>	<b>-698.1</b>	<b>-312.5</b>	<b>-917.2</b>	<b>-867.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,476.3	-1,195.2	-1,100.0	-900.0	-850.0
투자자산의감소(증가)	214.5	-114.6	1.6	-4.6	-4.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>196.1</b>	<b>-235.8</b>	<b>-550.1</b>	<b>-92.8</b>	<b>-282.3</b>
차입금의 증감	125.3	-114.8	-351.8	-11.4	-201.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-351.2	557.8	50.8	310.5	-238.2
기초현금	795.8	444.6	1,002.4	1,053.2	1,363.7
기말현금	444.6	1,002.4	1,053.2	1,363.7	1,125.5

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	91,554	109,547	106,244	117,256	130,688
EPS(지배주주)	2,165	8,786	8,040	6,743	10,220
CFPS	-1,795	10,374	3,587	7,064	-282
EBITDAPS	12,542	24,563	19,157	21,645	14,750
BPS	54,531	63,815	71,636	77,588	88,067
DPS	750	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	39.2	12.8	14.0	16.7	11.0
PCR	-47.3	10.8	31.4	15.9	-399.5
PSR	0.9	1.0	1.1	1.0	0.9
PBR	1.6	1.8	1.6	1.4	1.3
EBITDA	937	1,835	1,431	1,617	1,102
EV/EBITDA	8.9	4.7	5.8	4.9	7.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.8	14.5	11.7	8.9	12.2
EBITDA 이익률	17.3	35.8	42.0	31.2	69.3
부채비율	79.3	74.8	56.8	55.5	48.6
금융비용부담률	0.8	0.9	0.8	0.7	0.5
이자보상배율(x)	4.6	12.2	7.6	9.5	14.4
매출채권회전율(x)	9.3	9.0	8.6	9.4	9.1
재고자산회전율(x)	6.2	5.6	5.1	5.6	6.3



**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**삼성전기 (009150) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.10.11	기업분석	Buy	140,000	주민우	-	-	

