

삼성전기(009150)

2020년 3중주 향연

3Q19 Review: 영업이익 1,802억원으로 서프라이즈

19년 3분기 매출액은 2조 2,721억원(YoY -4%, QoQ +16%), 영업이익은 1,802억원(YoY -60%, QoQ +24%)으로 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록했다. 예상보다 실적이 좋았던 이유는 우호적인 환율 환경 안에서 1) 모듈 솔루션에서 전략 거래서는 물론 중화권 고객사향으로 하이엔드 카메라모듈이 원활하게 공급되며 영업이익률이 7%를 초과했고, 2) 기판 솔루션에서 북미 고객사향 RF-PCB와 패키지 기판의 호조로 영업이익률이 5%에 달했기 때문이다. MLCC는 추정치대비 각각 물량은 증가하고, 가격은 하락했다. 또한 일부 제품믹스 악화로 기대보다 낮은 수익성을 시현했다.

4Q19 Preview: MLCC 수익성 개선

삼성전기의 19년 4분기 매출액은 2조 12억원(YoY +0.4%, QoQ -12%), 영업이익은 1,326억원(YoY -55%, QoQ -26%)으로 전망한다. 세트 업체들의 연말 재고조정으로 카메라모듈과 RF-PCB 등의 공급량이 감소해 전분기대비 감익은 불가피하다. 다만, MLCC가 우려보다 선방할 것으로 기대된다. 연말에도 불구하고 전분기와 유사한 수준의 물량이 유지되고, 가격 하락폭도 -5% 미만으로 안정화될 것으로 예상된다. IT향 수요가 하이엔드에 집중되고, 전장 및 산업향 감소했던 물량이 일부 회복되기 때문이다. 19년 3분기 추정치를 하회하는 영업이익률 시현으로 19년 4분기 이후가 우려되었는데, 오히려 전분기대비 제품믹스 개선으로 인한 수익성 회복은 긍정적이라는 판단이다.

2020년 전 사업부 증익!

삼성전기에 대한 투자의견 'BUY' 를 유지하고, 목표주가를 143,000원으로 상향한다. 2020년은 3년만에 3개 사업부 모두 전년대비 증익할 것으로 전망한다. 1) 컴포넌트 솔루션은 MLCC의 바닥 통과 이후 5G 및 스마트폰 수혜가 기대되고, 2) 모듈 솔루션은 차별화된 카메라모듈 기술을 기반으로 평가 상승이 가능하며, 3) 기판 솔루션은 일본 경쟁사의 생산능력 축소와 메모리 기판의 수요 증가로 패키지 기판 중심으로 7년만에 흑자전환할 전망이다. MLCC 수요 회복과 패키지, 모듈의 레벨업을 즐길 때라는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 143,000원(상향) | CP(10월 24일): 113,000원

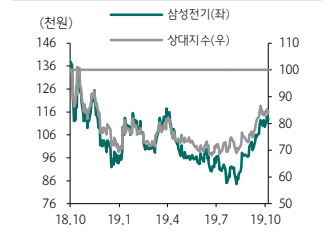
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,085.66
52주 최고/최저(원)	135,000/84,600
시가총액(십억원)	8,440.4
시가총액비중(%)	0.70
발행주식수(천주)	74,693.7
60일 평균 거래량(천주)	829.9
60일 평균 거래대금(십억원)	81.5
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	0.88
외국인지분율(%)	24.75
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 5인	24.00
국민연금공단	12.08
주가상승률	1M 6M 12M
절대	10.2 1.8 (6.2)
상대	11.1 7.4 (5.7)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	8,125.6	8,772.9
영업이익(십억원)	654.1	764.3
순이익(십억원)	596.7	548.2
EPS(원)	7,825	6,710
BPS(원)	70,769	76,816

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	십억원	6,033.0	6,838.5	8,193.0	8,355.3	9,494.7
영업이익	십억원	24.4	306.2	1,018.1	700.6	814.3
세전이익	십억원	32.1	253.5	940.4	620.7	739.4
순이익	십억원	14.7	161.7	656.2	428.4	531.3
EPS	원	190	2,084	8,457	5,520	6,846
증감률	%	31.9	996.8	305.8	(34.7)	24.0
PER	배	268.04	47.98	12.24	20.47	16.51
PBR	배	0.90	1.77	1.62	1.65	1.52
EV/EBITDA	배	8.39	10.36	5.24	6.63	5.97
ROE	%	0.35	3.82	14.50	8.57	9.84
BPS	원	56,531	56,421	64,017	68,561	74,432
DPS	원	500	750	1,000	1,000	1,000



Analyst 김록호
02-3771-7523
roko.kim@hanafn.com

RA 이준민
02-3771-7743
joonmin.lee@hanafn.com

목표주가 143,000원으로 상향

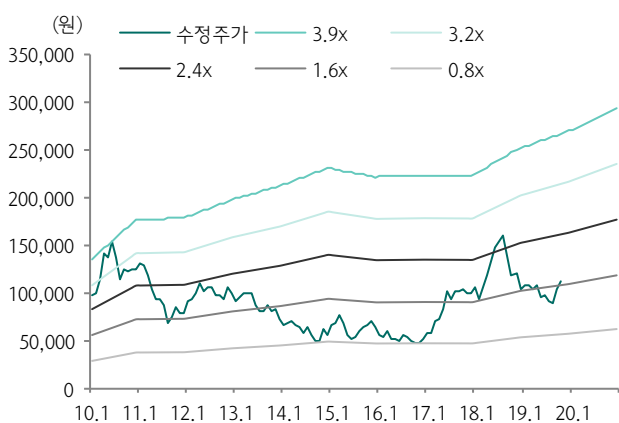
삼성전기의 목표주가를 기존 117,000원에서 143,000원으로 상향한다. 2019년, 2020년 영업이익을 기존대비 각각 6%, 17% 상향하고, 최근 글로벌 동종업체들의 멀티플 상승을 반영하기 때문이다. 글로벌 MLCC 업체들의 경우 바닥권 통과 시그널과 각 업체들의 재고 정상화 및 향후 수요에 대한 긍정적인 언급을 기반으로 주가가 상승중에 있다. 패키지 업체들은 일본 업체들의 CSP 생산능력 축소와 PC 수요에 의한 FC-BGA 물량 증가로 인해 오랜만에 업황 호조를 경험중에 있다. 삼성전기 역시 MLCC 바닥권 통과와 패키지의 업황 호조를 누릴 수 있기 때문에 밸류에이션 할증은 마땅하다는 판단이다.

표 1. 삼성전기의 Valuation

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고
	기판 솔루션	312	5.6	1,747	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	컴포넌트 솔루션	936	7.8	7,304	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	모듈 솔루션	427	5.8	2,520	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	Sub-Total (A)	1,676	6.0	11,570.5	
비영업가치(십억원)	구분	시가총액/장부가	지분율	Value	
	삼성중공업	4,927	2.4%	117	
	아이마켓코리아	383	1.7%	7	
	비상장 주식	44		44	
	Sub-Total (B)	5,354		117.7	장부가 및 시가 대비 30% 할인
순현금(십억원)	구분	Value		Value	
	현금 등	1,293		1,293	
	차입금	2,300		2,300	
	Sub-Total (C)	-1,007		-1,007	
주주가치(십억원)		(A)+(B)+(C)		10,668	
주식수				주식수	
주식수	발행주식수			74,694	자기주식 포함
주식수(천주)	유통주식수			72,694	
목표주가(원)				142,998	

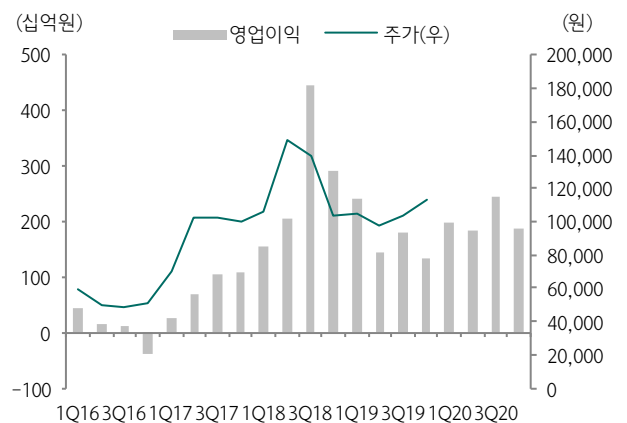
자료: 하나금융투자

그림 1. PBR 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 영업이익 vs 주가



자료: WISEfn, 하나금융투자

표 2. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망(수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	2,018.8	1,809.8	2,361.3	1,992.7	2,124.3	1,957.8	2,272.1	2,001.2	8,182.5	8,355.3	9,494.7
증감률 (YoY)	28.5%	6.5%	28.3%	16.1%	5.2%	8.2%	-3.8%	0.4%	19.8%	2.1%	13.6%
증감률 (QoQ)	17.6%	-10.4%	30.5%	-15.6%	6.6%	-7.8%	16.1%	-11.9%			
컴포넌트 솔루션	753.0	868.6	1,026.8	896.1	836.3	786.7	820.1	770.5	3,544.5	3,213.6	3,719.2
모듈 솔루션	899.8	611.9	896.8	687.3	951.2	824.3	941.0	776.0	3,095.8	3,492.6	3,863.1
기판 솔루션	357.1	299.5	437.6	381.8	328.9	346.8	511.0	445.9	1,476.0	1,632.6	1,895.9
영업이익	154.0	206.8	444.5	293.0	242.5	145.3	180.2	132.6	1,098.3	700.6	814.3
증감률 (YoY)	484.4%	194.8%	330.7%	174.4%	57.5%	-29.7%	-59.5%	-54.7%	258.4%	-36.2%	16.2%
증감률 (QoQ)	44.3%	34.3%	114.9%	-34.1%	-17.2%	-40.1%	24.0%	-26.4%			
컴포넌트 솔루션	173.3	256.1	393.0	299.2	190.6	119.3	85.6	89.6	1,121.5	485.2	542.0
모듈 솔루션	10.7	1.1	48.2	15.1	71.5	50.4	68.9	34.8	75.1	225.7	250.3
기판 솔루션	-30.0	-50.3	3.3	-21.3	-19.7	-24.4	25.7	8.2	-98.3	-10.2	21.9
영업이익률	7.6%	11.4%	18.8%	14.7%	11.4%	7.4%	7.9%	6.6%	13.4%	8.4%	8.6%
컴포넌트 솔루션	23.0%	29.5%	38.3%	33.4%	22.8%	15.2%	10.4%	11.6%	31.6%	15.1%	14.6%
모듈 솔루션	1.2%	0.2%	5.4%	2.2%	7.5%	6.1%	7.3%	4.5%	2.4%	6.5%	6.5%
기판 솔루션	-8.4%	-16.8%	0.8%	-5.6%	-6.0%	-7.0%	5.0%	1.8%	-6.7%	-0.6%	1.2%

자료: 삼성전기, 하나금융투자

표 3. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망(수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	2,018.8	1,809.8	2,361.2	1,992.7	2,124.3	1,957.7	2,124.3	1,946.0	8,182.5	8,152.3	8,765.0
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
영업이익	154.0	206.8	444.5	293.0	242.5	145.2	158.0	115.6	1,098.2	661.2	695.5
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
영업이익률	7.6%	11.4%	18.8%	14.7%	11.4%	7.4%	7.4%	5.9%	13.4%	8.1%	7.9%
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

추정 재무제표

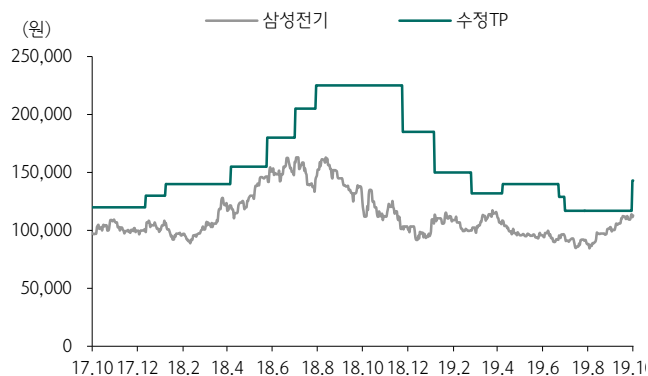
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	6,033.0	6,838.5	8,193.0	8,355.3	9,494.7
매출원가	5,006.3	5,430.1	5,805.5	6,264.4	7,381.5
매출총이익	1,026.7	1,408.4	2,387.5	2,090.9	2,113.2
판매비	1,002.4	1,102.2	1,369.4	1,390.4	1,299.0
영업이익	24.4	306.2	1,018.1	700.6	814.3
금융손익	(31.1)	(55.1)	(77.3)	(64.9)	(58.5)
중속/관계기업손익	8.5	8.0	7.2	13.4	7.5
기타영업외손익	30.2	(5.6)	(7.5)	(28.4)	(23.9)
세전이익	32.1	253.5	940.4	620.7	739.4
법인세	9.2	76.3	255.4	173.5	184.9
계속사업이익	22.9	177.3	685.0	447.1	554.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	22.9	177.3	685.0	447.1	554.6
비배주주지분 손익	8.2	15.5	28.8	18.8	23.3
지배주주순이익	14.7	161.7	656.2	428.4	531.3
지배주주지분포괄이익	55.9	29.4	629.8	426.9	529.5
NOPAT	17.4	214.1	741.6	504.7	610.7
EBITDA	632.7	936.8	1,754.5	1,476.8	1,624.0
성장성(%)					
매출액증가율	(2.3)	13.4	19.8	2.0	13.6
NOPAT증가율	(93.4)	1,130.5	246.4	(31.9)	21.0
EBITDA증가율	(20.5)	48.1	87.3	(15.8)	10.0
영업이익증가율	(91.9)	1,154.9	232.5	(31.2)	16.2
(지배주주)순이익증가율	31.3	1,000.0	305.8	(34.7)	24.0
EPS증가율	31.9	996.8	305.8	(34.7)	24.0
수익성(%)					
매출총이익률	17.0	20.6	29.1	25.0	22.3
EBITDA이익률	10.5	13.7	21.4	17.7	17.1
영업이익률	0.4	4.5	12.4	8.4	8.6
계속사업이익률	0.4	2.6	8.4	5.4	5.8
투자지표					
	2016	2017	2018	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	190	2,084	8,457	5,520	6,846
BPS	56,531	56,421	64,017	68,561	74,432
CFPS	9,671	13,415	25,905	19,278	21,117
EBITDAPS	8,154	12,072	22,609	19,030	20,927
SPS	77,745	88,124	105,579	107,671	122,354
DPS	500	750	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	268.0	48.0	12.2	20.5	16.5
PBR	0.9	1.8	1.6	1.6	1.5
PCFR	5.3	7.5	4.0	5.9	5.4
EV/EBITDA	8.4	10.4	5.2	6.6	6.0
PSR	0.7	1.1	1.0	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	0.3	3.8	14.5	8.6	9.8
ROA	0.2	2.1	8.0	5.0	6.0
ROIC	0.4	4.2	12.8	8.1	9.4
부채비율	76.7	79.3	74.8	61.9	59.4
순부채비율	30.8	46.2	24.4	20.3	16.6
이자보상배율(배)	0.5	4.6	11.3	8.7	11.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
유동자산	2,812.4	2,478.8	3,525.3	3,266.4	3,698.5
금융자산	1,106.1	567.7	1,246.0	942.3	1,060.1
현금성자산	795.8	444.6	1,002.4	693.9	777.8
매출채권 등	784.4	913.5	1,061.4	1,082.4	1,230.0
재고자산	827.2	918.9	1,115.6	1,137.7	1,292.8
기타유동자산	94.7	78.7	102.3	104.0	115.6
비유동자산	4,850.2	5,288.6	5,119.6	5,335.4	5,529.5
투자자산	847.9	823.2	250.1	252.1	265.9
금융자산	800.6	769.9	39.0	39.8	45.2
유형자산	3,714.4	4,154.7	4,558.0	4,793.9	4,993.2
무형자산	92.2	149.5	162.5	140.4	121.4
기타비유동자산	195.7	161.2	149.0	149.0	149.0
자산총계	7,662.6	7,767.4	8,644.9	8,601.8	9,228.0
유동부채	2,043.2	2,454.1	2,509.6	2,096.5	2,230.0
금융부채	1,165.9	1,671.3	1,394.0	962.0	962.0
매입채무 등	850.2	752.1	927.0	945.4	1,074.3
기타유동부채	27.1	30.7	188.6	189.1	193.7
비유동부채	1,281.9	981.8	1,188.8	1,191.4	1,209.3
금융부채	1,277.7	897.6	1,060.1	1,060.1	1,060.1
기타비유동부채	4.2	84.2	128.7	131.3	149.2
부채총계	3,325.0	3,435.9	3,698.4	3,287.9	3,439.3
지배주주지분	4,240.1	4,231.7	4,821.1	5,173.7	5,629.3
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	355.2	355.2	355.2
이익잉여금	2,533.8	2,609.8	3,179.3	3,532.0	3,987.6
비지배주주지분	97.5	99.8	125.4	140.2	159.4
자본총계	4,337.6	4,331.5	4,946.5	5,313.9	5,788.7
금융부채	1,337.6	2,001.2	1,208.2	1,079.8	962.0
현금흐름표					
	2016	2017	2018	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	679.6	717.7	1,558.7	1,314.6	1,305.0
당기순이익	22.9	177.3	685.0	447.1	554.6
조정	704.9	805.7	1,243.5	890.7	913.4
감가상각비	608.3	630.6	736.4	776.2	809.7
외환거래손익	3.6	(7.0)	8.8	44.8	37.5
지분법손익	(8.5)	(8.0)	(7.2)	0.0	0.0
기타	101.5	190.1	505.5	69.7	66.2
영업활동 자산부채 변동	(48.2)	(265.3)	(369.8)	(23.2)	(163.0)
투자활동 현금흐름	(1,186.3)	(1,232.3)	(698.1)	(1,033.0)	(1,066.6)
투자자산감소(증가)	69.8	32.7	580.3	(6.0)	(17.9)
유형자산감소(증가)	(984.0)	(1,384.7)	(1,163.6)	(990.0)	(990.0)
기타	(272.1)	119.7	(114.8)	(37.0)	(58.7)
재무활동 현금흐름	281.3	196.1	(235.8)	(588.1)	(148.2)
금융부채증가(감소)	402.0	125.3	(114.8)	(432.0)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(79.7)	118.7	(60.5)	(80.4)	(72.5)
배당지급	(41.0)	(47.9)	(60.5)	(75.7)	(75.7)
현금의 증감	(239.4)	(351.2)	557.8	(308.5)	83.9
Unlevered CFO	750.5	1,041.0	2,010.3	1,496.0	1,638.7
Free Cash Flow	(372.2)	(758.6)	363.5	324.6	315.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성전기



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.24	BUY	143,000		
19.7.25	BUY	117,000	-17.07%	-2.56%
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%
17.10.31	BUY	120,000	-15.00%	-8.75%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	89.9%	10.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 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 10월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2019년 10월 24일 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.