

2019. 10. 25



▲ 핸드셋/전기전자

Analyst 주민우

02. 6454-4865

minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 140,000 원

현재주가 (10.24) 113,000 원

상승여력 23.9%

KOSPI 2,085.66pt

시가총액 84,404억원

발행주식수 7,469만주

유동주식비율 73.32%

외국인비중 24.75%

52주 최고/최저가 135,000원/84,600원

평균거래대금 815.4억원

주요주주(%)

삼성전자 외 5 인 24.00

국민연금공단 12.08

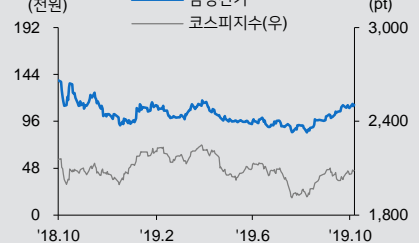
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 10.2 1.8 -6.2

상대주가 11.1 7.4 -5.7

주가그래프



삼성전기 009150

2020년 추정치 16% 상향

- ✓ 3Q19 영업이익은 컨센서스 11% 상회. 기판사업부 수익성 개선 덕분
- ✓ 3Q19 MLCC 재고는 50일 미만으로 적정재고에 근접
- ✓ 전분기 대비 4Q19 MLCC 가격과 출하량 변동률은 각각 -4.0%, -0.5%로 예상
- ✓ 4Q18부터 4개분기동안 이어져온 MLCC 감익 사이클이 종료될 것
- ✓ 2020년 영업이익 추정치를 종전 7,672억원에서 8,913억원으로 16% 상향

3Q19 review: 기판사업부 서프라이즈

3Q19 영업이익은 컨센서스와 당사 추정치를 11% 상회했다. 북미고객사향 신모델 출시로 RFPCB 가동률이 상승했고, 패키지기판의 높은 수익성이 더해져 기판사업부의 수익성이 크게 개선됐기 때문이다. MLCC는 전분기 대비 가격은 -15%, 출하량은 +18% 변동하며 기존 당사 예상(각각 -18%, +10%) 대비 양호했다. 재고일수는 50일 미만으로 적정재고에 근접했다. 다만 전장용 판매가 일시적으로 감소했고, 중화권향 중저가 제품 비중 증가로 믹스가 악화돼 마진은 기대치(10%초반)를 하회했다. 모듈사업부는 노트10 판매호조 및 믹스 개선으로 매출액과 수익성 모두 개선됐다.

4Q19 preview: MLCC QoQ 증익

전분기 대비 4Q19 MLCC 가격과 출하량 변동률은 각각 -4.0%, -0.5%로 예상한다. 가동률은 전분기 75%대비 상승한 82%로 전망한다. 11월 수요에 대비하기 위한 고객사들의 재고 축적이 진행중이고, 3Q19 일시적으로 감소했던 전장향 출하량도 회복될 예정이다. 믹스개선으로 마진은 오히려 3Q19대비 개선된 12.5%를 예상한다. 이로써 4Q18부터 4개분기동안 이어져온 MLCC 감익사이클이 종료될 것이다. 모듈과 기판사업부는 재고조정에 들어가 매출액과 영업이익 모두 둔화될 전망이다.

2020년 영업이익 추정치 16% 상향조정

2020년 영업이익 추정치를 종전 7,672억원에서 8,913억원으로 16% 상향한다. 예상보다 빠른 MLCC 재고정상화를 반영해 1H20 가격하락을 둔화를 반영했고, 기판사업부의 수익성 개선 활동을 반영해 2020년 흑자전환을 반영했다. 투자의견 Buy 적정주가 14만원 유지한다.

(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	12.9	1.8	4.7	14.5	74.8
2019E	8,320.6	699.6	623.6	8,349	-5.0	72,015	13.5	1.6	5.6	12.2	58.9
2020E	8,677.2	891.3	552.7	7,400	-11.4	78,712	15.3	1.4	4.6	9.7	53.8
2021E	9,064.6	1,027.6	659.3	8,826	19.3	88,010	12.8	1.3	7.9	10.5	47.0

표1 삼성전기 3Q19 실적 Review

(십억원)	3Q19P	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	2,272.1	2,361.2	-3.8%	1,957.7	16.1%	2,112.4	7.6%	2,135.5	6.4%
영업이익	180.2	444.5	-59.5%	145.2	24.1%	162.2	11.1%	162.0	11.2%
세전이익	162.3	408.2	-60.3%	119.2	36.1%	139.7	16.2%	133.6	21.5%
순이익	103.5	237.7	-56.5%	303.6	-65.9%	107.2	-3.5%	112.5	-8.1%
영업이익률(%)	7.9%	18.8%		7.4%		7.7%		7.6%	
순이익률(%)	4.6%	10.1%		15.5%		5.1%		5.3%	

자료: 회사명, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 삼성전기 추정치 변경 내역

	New			Old			차이(%)		
(십억원)	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	1,966	8,321	8,677	1,718	7,936	8,758	14.4%	4.8%	-0.9%
영업이익	132	700	891	89	639	767	47.8%	9.5%	16.2%
영업이익률 (%)	6.7%	8.4%	10.3%	5.2%	8.0%	8.8%			
세전이익	118	624	812	76	553	688	56.3%	12.9%	17.9%
순이익	87	624	553	55	601	504	58.9%	3.8%	9.7%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 삼성전기 실적 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
환율	1,126	1,167	1,195	1,180	1,170	1,170	1,160	1,150	1,100	1,167	1,163
연결 매출액	2,124.3	1,957.7	2,272.1	1,966.5	2,300.7	2,040.9	2,370.9	1,964.6	8,182.4	8,320.6	8,677.2
(% QoQ)	6.6%	-7.8%	16.1%	-13.5%	17.0%	-11.3%	16.2%	-17.1%			
(% YoY)	5.2%	8.2%	-3.8%	-1.3%	8.3%	4.3%	4.3%	-0.1%	19.7%	1.7%	4.3%
컴포넌트솔루션	836	787	820	772	784	814	938	878	3,544	3,215	3,413
(% QoQ)	-6.7%	-5.9%	4.2%	-5.8%	1.5%	3.9%	15.2%	-6.4%			
(% YoY)	11.1%	-9.4%	-20.1%	-13.8%	-6.3%	3.5%	14.4%	13.7%	51.6%	-9.3%	6.2%
모듈솔루션	951	824	941	738	1,127	925	1,006	762	3,096	3,455	3,820
(% QoQ)	38.4%	-13.3%	14.2%	-21.6%	52.7%	-18.0%	8.8%	-24.3%			
(% YoY)	5.7%	34.7%	4.9%	7.4%	18.5%	12.2%	6.9%	3.2%	2.8%	11.6%	10.6%
기판솔루션	329	347	511	456	390	302	427	325	1,476	1,643	1,444
(% QoQ)	-13.9%	5.4%	47.3%	-10.8%	-14.4%	-22.5%	41.2%	-23.8%			
(% YoY)	-7.9%	15.8%	16.8%	19.4%	18.6%	-12.9%	-16.5%	-28.7%	2.1%	11.3%	-12.1%
연결 영업이익	242.5	145.2	180.2	131.7	197.6	212.8	288.5	192.3	1,098.3	699.6	891.3
(% QoQ)	-17.2%	-40.1%	24.1%	-26.9%	50.1%	7.7%	35.5%	-33.3%			
(% YoY)	57.5%	-29.8%	-59.5%	-55.1%	-18.5%	46.6%	60.1%	46.1%	258.7%	-36.3%	27.4%
컴포넌트솔루션	190.6	119.3	84.3	96.8	120.8	139.9	166.0	128.9	1,117.1	491.0	555.6
(% QoQ)	-35.4%	-37.4%	-29.3%	14.8%	24.8%	15.8%	18.7%	-22.3%			
(% YoY)	9.9%	-53.4%	-78.5%	-67.2%	-36.6%	17.3%	96.9%	33.2%	284.7%	-56.0%	13.2%
모듈솔루션	71.5	50.5	72.1	31.1	90.9	69.9	79.7	39.9	88.9	225.2	280.4
(% QoQ)	149.6%	-29.4%	42.7%	-56.8%	192.1%	-23.1%	14.0%	-50.0%			
(% YoY)	572.2%	4259.8%	48.9%	8.6%	27.0%	38.5%	10.6%	28.1%	3.8%	153.5%	24.5%
기판솔루션	-19.7	-24.5	26.1	3.7	-14.1	3.1	42.7	23.5	-107.6	-14.4	55.3
(% QoQ)	-35.8%	24.8%	-206.3%	-85.6%	-476.0%	-121.8%	1294.1%	-44.9%			
(% YoY)	-34.5%	-51.3%	650.0%	-112.2%	-28.4%	-112.5%	63.8%	528.8%	54.2%	-86.6%	-484.5%
연결 영업이익률	11.4%	7.4%	7.9%	6.7%	8.6%	10.4%	12.2%	9.8%	13.4%	8.4%	10.3%
컴포넌트솔루션	22.8%	15.2%	10.3%	12.5%	15.4%	17.2%	17.7%	14.7%	31.5%	15.3%	16.3%
모듈솔루션	7.5%	6.1%	7.7%	4.2%	8.1%	7.6%	7.9%	5.2%	2.9%	6.5%	7.3%
기판솔루션	-6.0%	-7.1%	5.1%	0.8%	-3.6%	1.0%	10.0%	7.2%	-7.3%	-0.9%	3.8%
세전이익	224.2	119.2	162.3	118.2	163.8	210.9	258.3	178.7	1,020.7	623.8	811.7
지배주주순이익	129.8	303.6	103.5	86.7	99.1	146.2	193.5	114.0	656.2	623.6	552.7
지배주주순이익률	6.1%	15.5%	4.6%	4.4%	4.3%	7.2%	8.2%	5.8%	8.0%	7.5%	6.4%

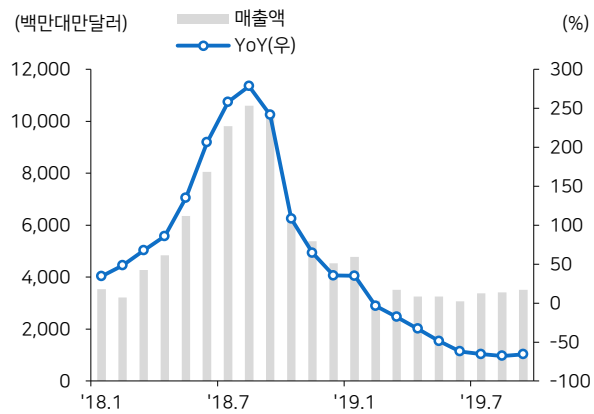
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 MLCC 실적추정 가정

(%)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
단가												
QoQ	6.7%	-2.8%	18.9%	-0.1%	20.0%	-14.0%	-15.0%	-4.0%	-3.0%	-2.0%	4.0%	-2.0%
YoY	27.7%	15.4%	26.1%	23.2%	38.6%	22.6%	-12.3%	-15.8%	-31.9%	-22.4%	-5.1%	-3.1%
출하량												
QoQ	2.4%	18.7%	-0.6%	-11.7%	-23.1%	9.4%	18.7%	-0.5%	5.0%	6.0%	10.0%	-3.0%
YoY	25.6%	44.9%	38.4%	6.7%	-19.8%	-26.1%	-11.8%	-0.6%	35.6%	31.4%	21.8%	18.8%
가동률	87.4%	97.1%	96.0%	87.0%	80.0%	70.0%	75.0%	82.0%	83.6%	85.2%	85.2%	82.6%

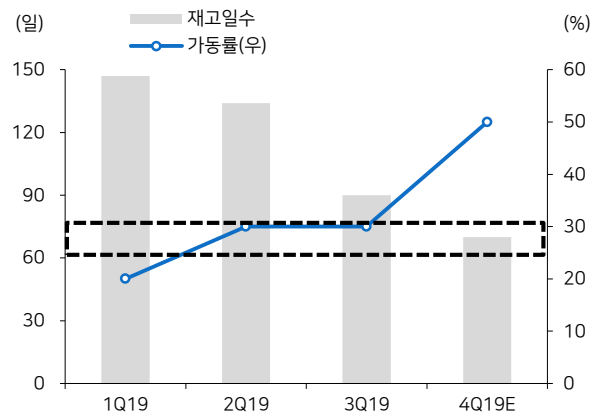
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 Yageo 월별 매출액 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

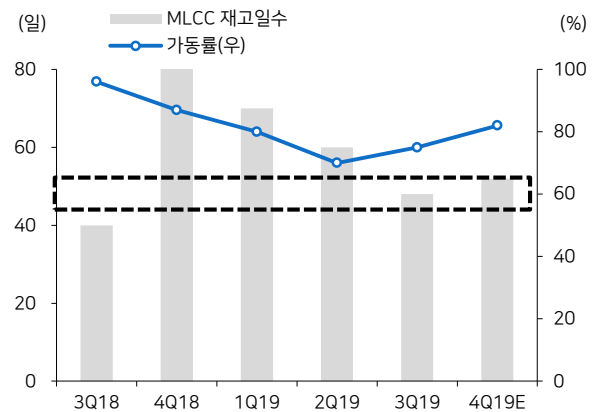
그림2 Yageo 재고일수 및 가동률 추이



참고: 점선표시는 적정재고

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

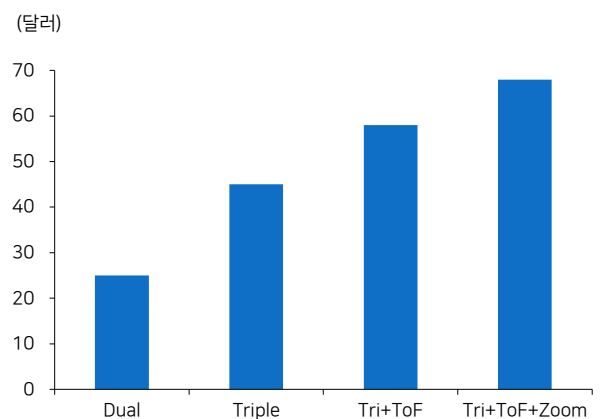
그림3 삼성전기 재고일수 및 가동률 추이



참고: 점선표시는 적정재고

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 카메라 종류별 단가 (메리츠 추정)



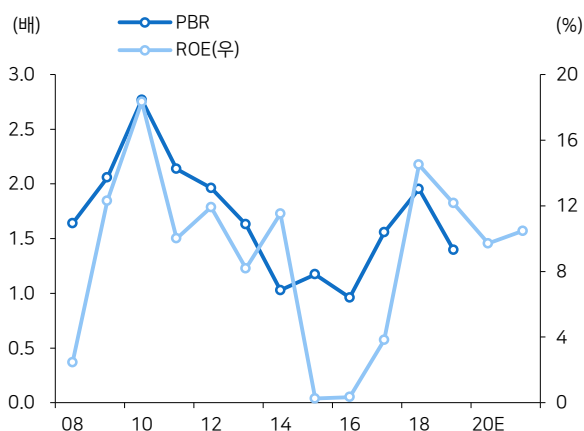
자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 삼성전기 밸류에이션 테이블

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
주가 (원)											
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
확정치 기준 PBR (배)											
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
컨센서스 기준 PBR (배)											
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

그림5 삼성전기 ROE와 PBR 밴드 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 삼성전기 수정 ROE와 PBR 추이

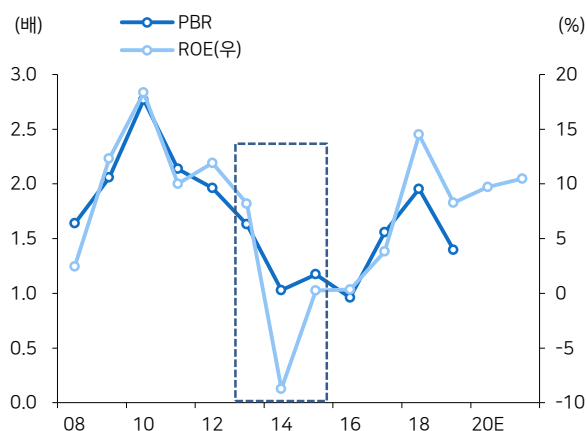
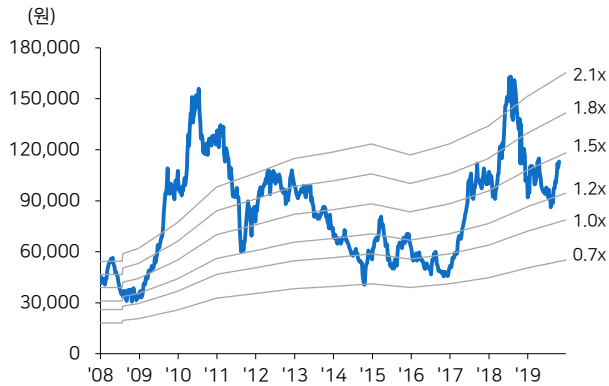
참고: 2014년과 2019년 지분매각차익과 중단사업손익으로 인한 ROE 왜곡 수정
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 삼성전기 적정주가 산정표

(원)	2020E	비고
BPS	78,712	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 9.7%
적정가치	138,192	
적정주가	140,000	
현재주가	113,000	
상승여력 (%)	23.9%	

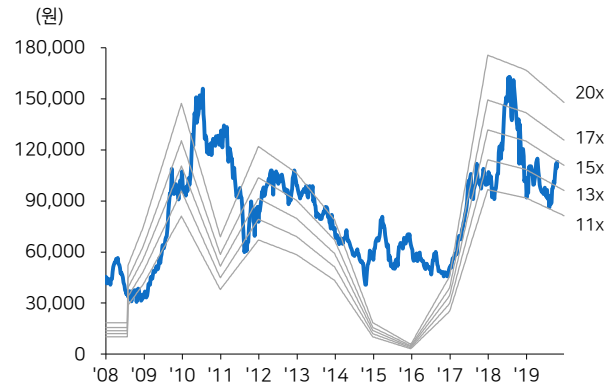
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 삼성전기 PBR 밴드



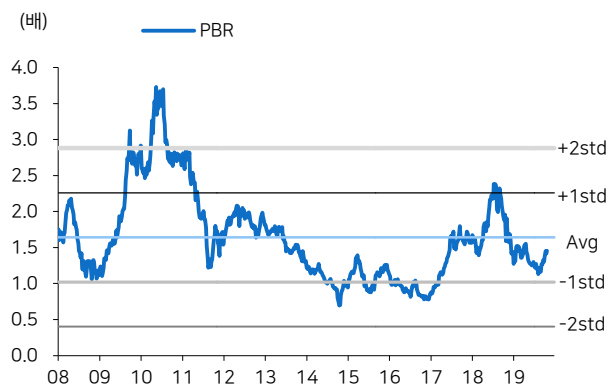
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 삼성전기 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 삼성전기 PBR 변동 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 삼성전기 공매도 잔고 비율



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,838.5	8,182.4	8,320.6	8,677.2	9,064.6
매출액증가율 (%)	13.4	19.7	1.7	4.3	4.5
매출원가	5,430.1	5,724.6	6,032.2	6,287.2	6,571.4
매출총이익	1,408.4	2,457.8	2,288.4	2,390.0	2,493.3
판매관리비	1,102.2	1,359.5	1,588.8	1,498.7	1,465.7
영업이익	306.2	1,098.3	699.6	891.3	1,027.6
영업이익률	4.5	13.4	8.4	10.3	11.3
금융손익	-55.1	-77.3	-66.9	-60.7	-48.4
종속/관계기업손익	8.0	7.2	8.0	7.6	7.8
기타영업외손익	-5.6	-7.5	-27.4	-26.5	-25.2
세전계속사업이익	253.6	1,020.7	623.8	811.7	961.8
법인세비용	76.3	255.4	180.9	235.4	278.9
당기순이익	177.3	685.0	641.8	576.3	682.8
지배주주지분 순이익	161.7	656.2	623.6	552.7	659.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	717.7	1,558.7	575.5	564.3	747.2
당기순이익(손실)	177.3	685.0	641.8	576.3	682.8
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	-195.8	-10.7	-26.7
투자활동 현금흐름	-1,232.3	-698.1	-312.5	-917.2	-867.2
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
재무활동 현금흐름	196.1	-235.8	-550.1	-92.8	-282.3
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	13.8	402.8	-350.2
기초현금	795.8	444.6	1,002.4	1,016.2	1,419.0
기말현금	444.6	1,002.4	1,016.2	1,419.0	1,068.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,478.8	3,525.3	3,616.3	4,009.5	3,783.5
현금및현금성자산	444.6	1,002.4	1,016.2	1,419.0	1,068.7
매출채권	828.7	984.7	975.5	964.5	1,032.5
재고자산	918.9	1,115.6	1,146.8	1,183.2	1,222.3
비유동자산	5,288.6	5,119.6	5,246.7	5,349.5	6,194.8
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
자산총계	7,767.4	8,644.9	8,863.0	9,359.0	9,978.4
유동부채	2,454.1	2,509.6	2,031.6	2,116.1	2,129.9
매입채무	281.3	276.7	332.3	328.5	352.1
단기차입금	1,203.8	962.0	811.5	700.0	600.0
유동성장기부채	467.5	432.1	185.8	386.8	386.8
비유동부채	981.8	1,188.8	1,253.0	1,158.5	1,061.7
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
부채총계	3,435.9	3,698.4	3,284.6	3,274.7	3,191.6
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	430.5	450.1
이익잉여금	2,609.8	3,179.3	3,734.5	4,229.5	4,381.8
비지배주주지분	99.9	125.5	137.8	137.8	137.8
자본총계	4,331.5	4,946.5	5,578.4	6,084.3	6,786.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	91,554	109,547	111,396	116,170	121,357
EPS(지배주주)	2,165	8,786	8,349	7,400	8,826
CFPS	-1,795	10,374	3,092	8,300	-1,782
EBITDAPS	12,542	24,563	19,970	23,307	13,757
BPS	54,531	63,815	72,015	78,712	88,010
DPS	750	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	39.2	12.9	13.5	15.3	12.8
PCR	-47.3	10.9	36.6	13.6	-63.4
PSR	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
PBR	1.6	1.8	1.6	1.4	1.3
EBITDA	937	1,835	1,492	1,741	1,028
EV/EBITDA	8.9	4.7	5.6	4.6	7.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	14.5	12.2	9.7	10.5
EBITDA 이익률	17.3	35.8	41.8	31.7	64.2
부채비율	79.3	74.8	58.9	53.8	47.0
금융비용부담률	0.8	0.9	0.8	0.7	0.5
이자보상배율(x)	4.6	12.2	8.3	11.1	13.5
매출채권회전율(x)	9.3	9.0	8.5	8.9	9.1
재고자산회전율(x)	6.2	5.6	5.3	5.4	5.5

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

