삼성전기

BUY(상향)

009150 기업분석 | 전기전자

목표주가(상향)	150,000원	현재주가(12/19)	118,500원	Up/Downside	+26.6%

2019. 12. 20

다이어트 후 몸짱 기대

Action

투자의견 BUY, 목표주가 150,000원으로 상향: DB금투에서 지난 10월 12만원 근처에서 의견을 Hold로 하향 조정한 이후 삼성전기는 11~12만원의 주가 횡보세를 보였다. 그 당시 목표주가를 올릴 명분이 없었으나 이제는 부실이 심각했던 HDI사업을 철수하고, 컨센서스 거품이 꺼지고 있고, 카메라모듈 MLCC 등이 순차적으로 실적을 견인하면서 박스권 주가에서 벗어날 것으로 기대된다. 컨센서스 거품이 완전히 꺼질 1월은 절호의 매수 시점이 될 것이다. BUY로 투자의견 상향한다.

Comment

카메라모듈, MLCC, 기판이 순차적으로 실적 견인: 20년 영업이익은 7,803억원으로 11.8%개선될 전망이다. 분기 흐름으로 보면 1Q20에는 고성능 카메라모듈로 인해 카메라모듈이 실적을 견인하고 2Q20부터는 가격 하락이 완만해지면서 물량이 증가하는 MLCC가 올라오면서 3Q20 전사 실적을 크게 견인하고 20년 하반기에는 RF PCB, 패키지 기판 합작으로 기판사업부의 영업이익 기여도가 많이 올라갈 전망이다. 이익의 질이 과거보다 훨씬 좋아지는 20년이 될 것이다.

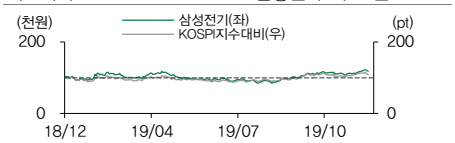
비주력 부실 사업 정리, 경쟁력 있는 본업으로 승부: 19년 상반기에 사업 성격이 맞지 않는 PLP 사업을 매각하고, 19년 말에 대규모 적자가 지속되던 HDI사업을 정리하면서 20년을 한결 가볍게 맞이할 수 있다. PLP 매각으로 관련 손실 사라지고, Capex 부담 줄고, 매각에 따른 현금유입으로 주력 사업에 재투자할 여유가 생긴 바 있다. HDI사업 중단으로 청산과정에서 대규모 일회성손실이 있을 수 있지만, 누적적자 5천억원을 기록한 대표적인 부실사업이 정리되면서 20년부터는 연간 6백억원 이상의 손익 개선 효과가 기대된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,838	8,193	8,371	9,004	10,147
(증가율)	13.4	19.8	2.2	7.6	12.7
영업이익	306	1,018	698	780	948
(증가율)	1,155.0	232.5	-31.5	11.8	21.5
지배주주순이익	162	656	305	487	596
EPS	2,135	8,746	4,048	6,486	7,934
PER (H/L)	53.6/23.4	19.0/10.2	29.3	18.3	14.9
PBR (H/L)	2.1/0.9	2.7/1.4	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA (H/L)	11.3/6.3	7.8/4.6	7.0	6.5	5.9
영업이익률	4.5	12.4	8.3	8.7	9.3
ROE	3.8	14.5	6.2	9.3	10.4

Stock Data

52주 최저/최고	84,600/122,500원
KOSDAQ /KOSPI	649/2,195pt
시가총액	88,512억원
60日-평균거래량	657,005
외국인지분율	27.7%
60日-외국인지분율변동추이	+6.3%p
주요주주	삼성전자 외 5 인 23.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	4.9	22.0	17.3
상대기준	3.2	15.1	10.2

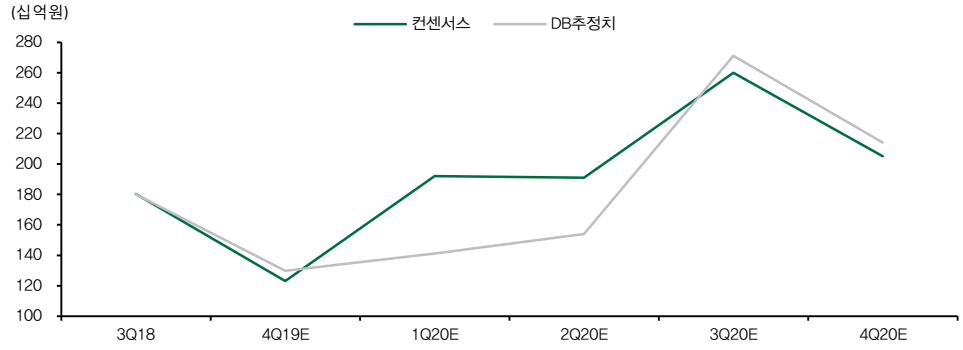
Analyst 권성률 02 369 3724 srkwon@db-fi.com

투자의견 BUY, 목표주가 150,000원으로 상향

HDI사업 청산, 컨센서스 거품 소멸 시작, 주력 제품의 순차적인 실적 견인

DB금융투자에서 지난 10월 12만원 근처에서 투자의견을 Hold로 하향 조정한 이후 삼성전기는 11~12만원의 주가 횡보세를 보였다. 그 당시 목표주가를 올릴 명분이 없었으나 이제는 부실이 심각했던 HDI(High Density Interconnection, 휴대폰용 메인보드)사업을 철수하고, 컨센서스 거품이 꺼지고 있고, 카메라모듈 MLCC(Multi-Layer Ceramic Capacitor) 등이 순차적으로 실적을 견인하면서 박스권 주가에서 벗어날 것으로 기대된다. 컨센서스 거품, 특히 20년 상반기 실적에 대한 거품이 완전히 꺼질 1월은 절호의 매수 시점이 될 것이다. BUY로 투자의견 상향하며 목표주가는 종전 120,000원에서 150,000원으로 상향 조정한다. 목표주가는 20년 P/E 23배, P/B 2.1배에 해당된다.

도표 1. 20년 상반기 영업이익 컨센서스 거품이 꺼지는 게 선행되어야



자료: DB금융투자

카메라모듈, MLCC, 기판이 순차적으로 실적 견인

1Q20 카메라모듈, 2Q20부터 MLCC, 하반기 기판

20년 영업이익은 7,803억원으로 11.8%개선될 전망이다. 분기 흐름으로 보면 1Q20에는 고성능 카메라모듈로 인해 카메라모듈이 실적을 견인하고 2Q20부터는 가격 하락이 완만해지면서 물량이 증가하는 MLCC가 올라오면서 3Q20 전사 실적을 크게 견인하고 20년 하반기에는 RF PCB, 패키지 기판 합작으로 기판사업부의 영업이익 기여도가 크게 올라갈 전망이다. 20년 삼성전기 카메라모듈 사업은 가격 측면의 기회 요인이 클 것이다. 고화소, Folded Zoom 카메라모듈은 카메라모듈 판가를 크게 상승시킬 것이며 멀티카메라 비중 증가로 가동률 역시 개선될 것이다. 모듈 비즈니스로 영업이익률 5% 넘길 수 없다는 선입견이 깨질 것이다. MLCC는 과한 기대감만 경계하면 된다. 4Q19, 1Q20에 바닥을 다지고 판가하락이 완화되는 2Q20부터 영업이익률이 올라가고 천진의 전장용 MLCC가 20년 하반기에 가동이 되면 제품 포트폴리오도 좋아진다.

도표 2. 삼성전기 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

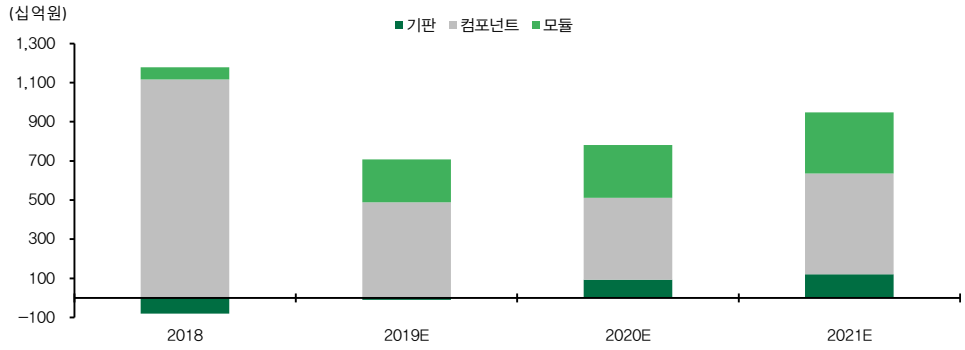
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**2,124**	**1,958**	**2,272**	**2,017**	**2,136**	**2,111**	**2,520**	**2,236**	**8,183**	**8,371**	**9,004**	**10,147**
기판	**329**	**347**	**511**	**456**	**274**	**304**	**494**	**456**	**1,471**	**1,643**	**1,527**	**1,617**
회로기판	132	114	250	215	56	53	213	192	724	711	514	540
패키지기판	197	232	261	242	218	251	281	264	747	932	1,012	1,077
컴포넌트	**836**	**787**	**820**	**785**	**736**	**818**	**926**	**885**	**3,545**	**3,229**	**3,365**	**3,736**
MLCC	778	732	738	712	677	756	839	803	3,305	2,959	3,075	3,417
기타	59	55	82	74	59	62	87	82	239	269	290	319
모듈	**951**	**824**	**941**	**775**	**1,126**	**990**	**1,101**	**896**	**3,084**	**3,491**	**4,112**	**4,793**
통신모듈	114	82	85	68	94	58	72	55	430	349	279	334
카메라모듈	837	742	856	707	1,032	932	1,029	841	2,654	3,142	3,833	4,459
영업이익	**243**	**145**	**180**	**130**	**141**	**154**	**271**	**214**	**1,098**	**698**	**780**	**948**
영업이익률(%)	**11.4**	**7.4**	**7.9**	**6.4**	**6.6**	**7.3**	**10.8**	**9.6**	**13.4**	**8.3**	**8.6**	**9.3**

자료: 삼성전기, DB금융투자

편중된 이익 구조 변화

이익의 질이 과거보다 훨씬 좋아지는 20년이 될 것이다. MLCC가 여전히 이익의 가장 큰 축을 차지하고 있지만 20년에는 기판사업부에서 연간 1천억원 가까운 영업이익 창출이 가능하고, 고부가 제품으로 거듭나고 있는 카메라모듈의 이익 기여도가 커지면서 극도로 편중된 이익 구조에서 큰 변화가 있을 것이다.

도표 3. 영업이익의 질이 바뀐다



자료: DB 금융투자

비주력 부실 사업 정리, 경쟁력 있는 본업으로 승부

잠깐의 고통은 있지만, 썩은 이를 빼는 결정 긍정적

19년 상반기에 사업 성격이 맞지 않는 PLP(Panel Level Package)사업을 매각하고, 19년 말에 대규모 적자가 지속되던 HDI사업을 정리하면서 20년을 한결 가볍게 맞이할 수 있다. 그동안 고객사의 눈치로 소신있는 의사결정을 못해서 아쉬웠으나 늦었지만 환영할 만한 일이다. 삼성전기는 지난 6월 1일 삼성전자에게 7,850억원에 PLP사업을 매각한 바 있다. PLP사업 매각으로 매 분기 3~4백억원의 관련 손실이 사라지고, Capex 부담이 줄고, 매각에 따른 현금유입으로 주력 사업에 재투자할 여유가 생겼다. HDI사업은 14년부터 6년 연속 영업적자를 기록하면서 누적적자가 5천억원 가량 되는 대표적인 부실사업이다. 삼성전자 HDI공급업체가 9개에 달할 정도로 경쟁이 치열하고, 대기업이 하기에는 비용구조가 맞지 않는 부적합 사업이어서 손실이 가중되었다. 이번 HDI 사업 중단 결정으로 연간 2천억원 초반의 매출액이 사라지지만 대규모 손실 축소로 전사 영업이익은 오히려 개선될 것이다. 이번 HDI사업 중단으로 연간 6백억원 정도의 손익 개선 효과가 기대된다. 하지만 HDI 생산기지인 쿤산법인의 부실을 정리하고 청산과정을 거치면서 2500~3000억원 수준의 대규모 일회성 비용 반영은 불가피하다.

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**2,479**	**3,525**	**3,274**	**3,496**	**3,827**
현금및현금성자산	445	1,002	700	754	778
매출채권및기타채권	914	1,061	1,084	1,160	1,298
재고자산	919	1,116	1,141	1,228	1,383
비유동자산	**5,289**	**5,120**	**5,543**	**5,817**	**6,099**
유형자산	4,155	4,558	5,007	5,302	5,602
무형자산	149	162	137	115	97
투자자산	823	250	250	250	250
자산총계	**7,767**	**8,645**	**8,920**	**9,415**	**10,028**
유동부채	**2,454**	**2,510**	**2,536**	**2,591**	**2,666**
매입채무및기타채무	752	927	966	1,021	1,096
단기차입금및단기사채	1,204	962	962	962	962
유동성장기부채	468	432	432	432	432
비유동부채	**982**	**1,189**	**1,189**	**1,189**	**1,189**
사채및장기차입금	898	1,060	1,060	1,060	1,060
부채총계	**3,436**	**3,698**	**3,725**	**3,780**	**3,855**
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
이익잉여금	2,610	3,179	3,409	3,821	4,326
비지배주주지분	100	125	144	172	206
자본총계	**4,331**	**4,946**	**5,195**	**5,635**	**6,173**

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**718**	**1,559**	**1,203**	**1,333**	**1,303**
당기순이익	177	685	324	515	630
현금유출이없는비용및수익	**864**	**1,325**	**1,099**	**1,126**	**1,160**
유형및무형자산상각비	631	736	831	856	847
영업관련자산부채변동	**-265**	**-370**	**-25**	**-113**	**-248**
매출채권및기타채권의감소	-202	-164	-23	-76	-138
재고자산의감소	-76	-276	-26	-86	-156
매입채무및기타채무의증가	-99	2	39	56	74
투자활동현금흐름	**-1,232**	**-698**	**-1,240**	**-1,116**	**-1,115**
CAPEX	-1,476	-1,195	-1,255	-1,129	-1,129
투자자산의순증	33	580	0	0	0
재무활동현금흐름	**196**	**-236**	**-164**	**-164**	**-164**
사채및차입금의 증가	125	-115	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-48	-61	-76	-76	-76
기타현금흐름	-33	-67	-102	0	0
현금의증가	**-351**	**558**	**-302**	**54**	**24**
기초현금	**796**	**445**	**1,002**	**700**	**754**
기말현금	**445**	**1,002**	**700**	**754**	**778**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**6,838**	**8,193**	**8,371**	**9,004**	**10,147**
매출원가	5,430	5,806	6,312	6,753	7,541
매출총이익	**1,408**	**2,387**	**2,059**	**2,251**	**2,605**
판관비	1,102	1,369	1,361	1,471	1,657
영업이익	**306**	**1,018**	**698**	**780**	**948**
EBITDA	**937**	**1,754**	**1,529**	**1,636**	**1,795**
영업외손익	**-53**	**-78**	**-78**	**-69**	**-80**
금융손익	-55	-77	-73	-74	-74
투자손익	8	7	0	0	0
기타영업외손익	-6	-8	-5	5	-6
세전이익	**254**	**940**	**620**	**711**	**868**
중단사업이익	0	0	-101	0	0
당기순이익	**177**	**685**	**324**	**515**	**630**
지배주주지분순이익	162	656	305	487	596
비지배주주지분순이익	16	29	19	28	33
총포괄이익	**40**	**660**	**324**	**515**	**630**
증감률(%YoY)					
매출액	13.4	19.8	2.2	7.6	12.7
영업이익	1,155.0	232.5	-31.5	11.8	21.5
EPS	1,113.7	309.7	-53.7	60.2	22.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	2,135	8,746	4,048	6,486	7,934
BPS	54,531	62,126	65,086	70,391	76,904
DPS	750	1,000	1,000	1,000	1,200
Multiple(배)					
P/E	46.8	11.8	29.3	18.3	14.9
P/B	1.8	1.7	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.4	5.2	7.0	6.5	5.9
수익성(%)					
영업이익률	4.5	12.4	8.3	8.7	9.3
EBITDA마진	13.7	21.4	18.3	18.2	17.7
순이익률	2.6	8.4	3.9	5.7	6.2
ROE	3.8	14.5	6.2	9.3	10.4
ROA	2.3	8.3	3.7	5.6	6.5
ROIC	4.2	12.9	7.7	8.6	9.8
안정성및기타					
부채비율(%)	79.3	74.8	71.7	67.1	62.4
이자보상배율(배)	4.6	11.3	7.9	8.9	10.8
배당성향(배)	30.8	10.6	22.4	14.1	13.9

자료: 삼성전기, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

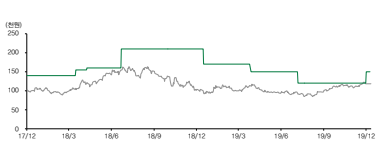
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-10-02 기준) – **매수**(83.8%) **중립**(16.2%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

삼성전기 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/11/28	Buy	140,000	-28.7	-22.5	19/10/17	Hold	120,000	-5.1	2.1
18/04/03	Buy	155,000	-25.0	-17.4	19/12/20	Buy	150,000	-	-
18/04/27	Buy	160,000	-14.9	-3.1					
18/07/10	Buy	210,000	-36.1	-22.4					
19/01/03	Buy	170,000	-38.6	-32.1					
19/04/15	Buy	150,000	-34.1	-21.7					
19/07/25	Buy	120,000	-20.0	-6.2					

주: *표는 담당자 변경