

2020. 1. 2



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

Buy

적정주가 (12개월) **150,000 원**

현재주가 (12.19) **125,000 원**

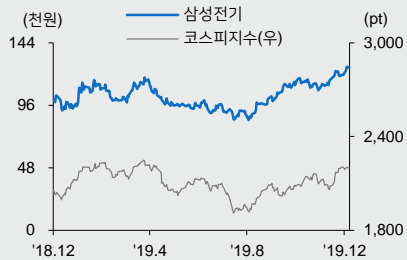
상승여력 **20.0%**

KOSPI	2,197.67pt
시가총액	93,367억원
발행주식수	7,469만주
유동주식비율	73.39%
외국인비중	28.46%
52주 최고/최저가	125,500원/84,600원
평균거래대금	696.9억원

주요주주(%)	
삼성전자 외 5 인	23.94
국민연금공단	12.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.6	27.8	20.8
상대주가	7.0	23.9	12.2

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	14.2	2.0	4.7	14.5	74.8
2019E	8,042.4	659.9	329.8	4,415	-49.8	68,448	28.3	1.8	6.1	6.6	64.8
2020E	8,625.3	812.3	524.9	7,027	59.2	74,972	17.8	1.7	5.1	9.7	59.8
2021E	9,689.4	1,008.7	677.6	9,072	29.1	84,476	13.8	1.5	8.3	11.3	55.0

삼성전기 009150

무난한 4Q19, 잠시 숨고름 1Q20, 결국 우상향 할 2020

- ✓ 4Q19 실적은 컨센서스에 부합할 전망. MLCC 가격은 -4% QoQ, 출하량은 +4% QoQ 예상.
- ✓ 1Q20 실적은 컨센서스를 소폭 하회할 전망. 1Q20 MLCC 가격은 +5% QoQ, 출하량은 -4.5% QoQ 예상.
- ✓ MLCC 업황 정상화는 이미 달성. 이제부터는 업사이클 여부가 중요. 진정한 의미의 가격 상승이 예상되는 3Q20을 업황의 변곡점으로 판단. 주가의 선행성도 고려 필요

4Q19 preview: 컨센서스 부합

4Q19 매출액(2.0조원)과 영업이익(1,270억원)은 컨센서스(1.9조원/1,225억원)에 부합할 전망이다. 당기순이익은 HDI 사업 중단에 따른 일회성 비용(3,000억원 추정) 반영으로 -2,013억원의 순손실이 예상된다. 4Q19 MLCC 가격은 -4% QoQ, 출하량은 +4% QoQ 변동해 매출액은 전분기와 유사한 수준(7,369억원)을 예상한다. 마진은 11.9%로 전분기 대비 회복될 전망이다. 3Q19 일시적으로 감소했던 전장용 출하가 회복됐고, 저가 IT용 비중도 내려감에 따라 전반적인 믹스 구성이 개선됐기 때문이다. 재고일수는 3Q19와 유사한 40일 후반으로 유지될 전망이다. 모듈솔루션은 재고조정 영향으로 전분기 대비 영업이익(300억원)이 부진할 전망이며, 기판솔루션은 RFPCB와 HDI 재고조정 영향으로 BEP 수준의 영업이익(12억원)이 예상된다.

1Q20 preview: 잠시 숨고르기

1Q20 매출액(2.1조원)과 영업이익(1,492억원)은 컨센서스(2.2조원/1,793억원)를 하회할 전망이다. MLCC 마진이 10%로 예상대비 부진할 전망이기 때문이다. 1Q20 MLCC 가격은 +5% QoQ, 출하량은 -4.5% QoQ 변동이 예상돼 매출액은 전분기와 유사한 수준이 예상된다. 가격이 상승하는 이유는 전장향 비중증가와 삼성 신모델 출시 효과에 따른 믹스 개선이고, 출하량이 감소하는 이유는 1월 비수기 및 중국 춘절효과 때문이다. 믹스의 개선에도 불구하고 가동률 하락에 따른 고정비 부담 및 연초 제품별 판가 인하 영향으로 마진은 4Q19 대비 부진한 10%가 예상된다.

삼성전기 주가는 MLCC 업황의 '정상화(재고 정상화)' 기대감으로 1차 상승했다. 2차 상승을 위해서는 MLCC '업사이클(가격 상승)'이 가시화 되어야 한다. IT성수기와 전장 비중 증가로 진정한 가격 상승이 예상되는 3Q20을 업황 변곡점으로 판단한다. 적정배수(1.76배→2.0배) 상향(표6)으로 적정주가는 15만원으로 상향한다.

표1 삼성전기 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	2,002.7	1,992.7	0.5%	2,272.1	-11.9%	1,966.0	1.9%
영업이익	127.0	293.0	-56.6%	180.2	-29.5%	122.4	3.7%
세전이익	112.5	278.5	-59.6%	127.2	-11.6%	102.8	9.4%
지배순이익	-207.2	185.4	nm	103.5	nm	80.2	nm

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 삼성전기 추정치 변경 내역

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	1Q20	2020E	2021E	1Q20	2020E	2021E	1Q20	2020E	2021E
매출액	2,171	8,625	9,689	2,301	8,677	9,065	-5.7%	-0.6%	6.9%
영업이익	149	812	1,009	198	891	1,028	-24.5%	-8.9%	-1.8%
영업이익률 (%)	6.9%	9.4%	10.4%	8.6%	10.3%	11.3%			
세전이익	114	741	948	164	812	962	-30.2%	-8.7%	-1.5%
순이익	60	525	678	99	553	659	-39.2%	-5.0%	2.8%

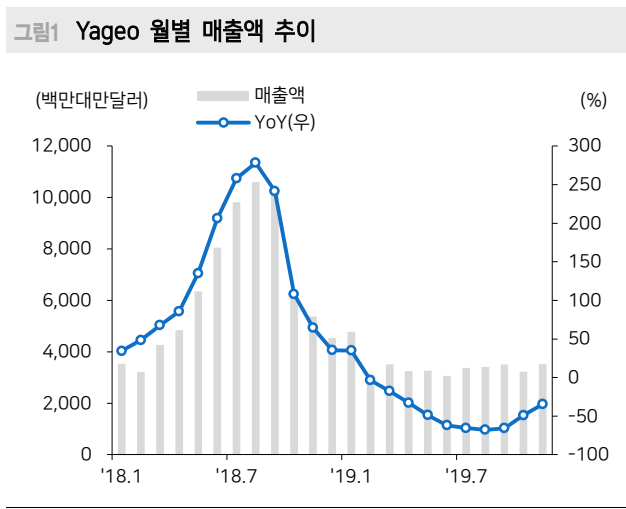
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 삼성전기 실적 테이블											
(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
환율	1,126	1,167	1,195	1,182	1,160	1,160	1,150	1,140	1,167	1,153	1,100
연결 매출액	2,124.3	1,957.7	2,272.1	2,002.7	2,170.7	2,035.2	2,325.1	2,094.2	8,356.8	8,625.3	9,689.4
(% QoQ)	6.6%	-7.8%	16.1%	-11.9%	8.4%	-6.2%	14.2%	-9.9%			
(% YoY)	5.2%	8.2%	-3.8%	0.5%	2.2%	4.0%	2.3%	4.6%	2.1%	3.2%	12.3%
컴포넌트솔루션	836	787	820	807	806	838	961	974	3,250	3,579	4,179
(% QoQ)	-6.7%	-5.9%	4.2%	-1.6%	-0.1%	3.9%	14.7%	1.4%			
(% YoY)	11.1%	-9.4%	-20.1%	-9.9%	-3.6%	6.5%	17.1%	20.7%	-8.3%	10.1%	16.8%
모듈솔루션	951	824	941	738	1,034	877	963	744	3,455	3,618	3,824
(% QoQ)	38.4%	-13.3%	14.2%	-21.5%	40.0%	-15.1%	9.7%	-22.7%			
(% YoY)	5.7%	34.7%	4.9%	7.4%	8.7%	6.5%	2.3%	0.8%	11.6%	4.7%	5.7%
기판솔루션	329	347	511	457	331	320	402	376	1,643	1,428	1,687
(% QoQ)	-13.9%	5.4%	47.3%	-10.6%	-27.6%	-3.2%	25.5%	-6.4%			
(% YoY)	-7.9%	15.8%	16.8%	19.6%	0.5%	-7.7%	-21.4%	-17.7%	11.3%	-13.1%	18.1%
연결 영업이익	242.5	145.2	180.2	127.0	149.2	173.9	268.6	220.6	694.9	812.3	1,008.7
(% QoQ)	-17.2%	-40.1%	24.1%	-29.5%	17.4%	16.6%	54.5%	-17.9%			
(% YoY)	57.5%	-29.8%	-59.5%	-56.6%	-38.5%	19.8%	49.1%	73.6%	-36.7%	16.9%	24.2%
컴포넌트솔루션	190.6	119.3	80.9	96.1	80.3	120.5	163.1	155.9	486.8	519.8	704.8
(% QoQ)	-35.4%	-37.4%	-32.2%	18.8%	-16.4%	50.0%	35.4%	-4.4%			
(% YoY)	9.9%	-53.4%	-79.4%	-67.4%	-57.9%	1.0%	101.7%	62.3%	-56.4%	6.8%	35.6%
모듈솔루션	71.5	50.5	67.9	29.8	66.5	52.8	65.0	35.8	219.7	220.0	220.4
(% QoQ)	149.6%	-29.4%	34.5%	-56.1%	123.1%	-20.5%	23.0%	-45.0%			
(% YoY)	572.2%	4259.8%	40.3%	4.0%	-7.1%	4.6%	-4.3%	20.0%	147.3%	0.1%	0.2%
기판솔루션	-19.7	-24.5	31.4	1.2	2.4	0.7	40.6	28.9	-11.7	72.5	83.6
(% QoQ)	-35.8%	24.8%	-227.9%	-96.3%	110.7%	-72.8%	6039.4%	-28.8%			
(% YoY)	-34.5%	-51.3%	802.6%	-103.8%	-112.4%	-102.7%	29.2%	2402.2%	-89.2%	-722.4%	15.2%
연결 영업이익률	11.4%	7.4%	7.9%	6.3%	6.9%	8.5%	11.6%	10.5%	8.3%	9.4%	10.4%
컴포넌트솔루션	22.8%	15.2%	9.9%	11.9%	10.0%	14.4%	17.0%	16.0%	15.0%	14.5%	16.9%
모듈솔루션	7.5%	6.1%	7.2%	4.0%	6.4%	6.0%	6.7%	4.8%	6.4%	6.1%	5.8%
기판솔루션	-6.0%	-7.1%	6.1%	0.3%	0.7%	0.2%	10.1%	7.7%	-0.7%	5.1%	5.0%
세전이익	224.2	119.2	127.2	112.5	114.3	170.7	250.4	205.8	583.1	741.1	947.5
지배주주순이익	129.8	303.6	103.5	-207.2	60.2	116.6	196.3	151.7	329.8	524.9	677.6
지배주주순이익률	6.1%	15.5%	4.6%	-10.3%	2.8%	5.7%	8.4%	7.2%	3.9%	6.1%	7.0%

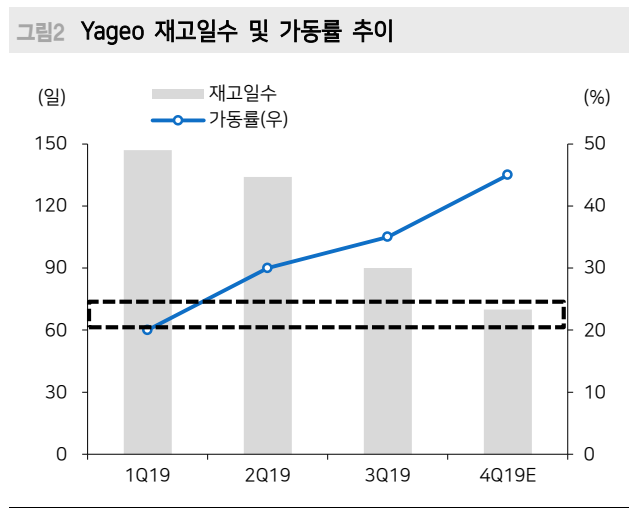
자료: 메리츠증권리서치센터

(%)	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%	5.0%	-2.0%	3.5%	0.0%
YoY	27.7%	15.4%	26.1%	23.2%	38.6%	22.6%	-12.3%	-15.8%	-26.3%	-16.0%	2.2%	6.5%
출하량												
QoQ	2.4%	18.7%	-0.6%	-11.7%	-23.1%	9.4%	18.7%	4.0%	-4.5%	6.0%	10.0%	3.0%
YoY	25.6%	44.9%	38.4%	6.7%	-19.8%	-26.1%	-11.8%	3.9%	28.9%	25.0%	15.8%	14.7%
가동률	87.4%	97.1%	96.0%	87.0%	80.0%	70.0%	75.0%	76.0%	74.1%	77.0%	77.0%	79.3%

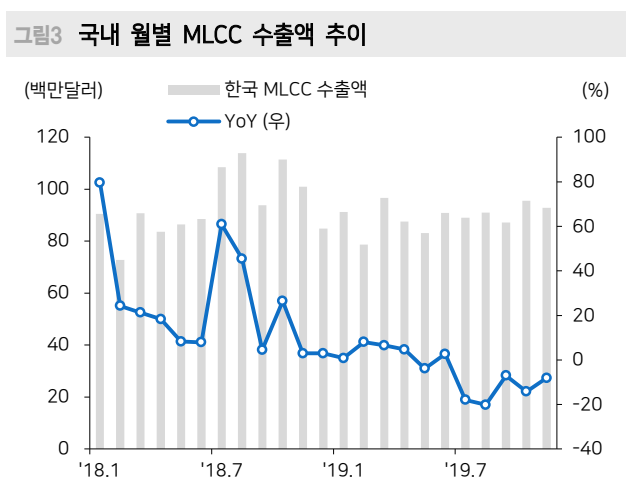
자료: 메리츠증권증권 리서치센터



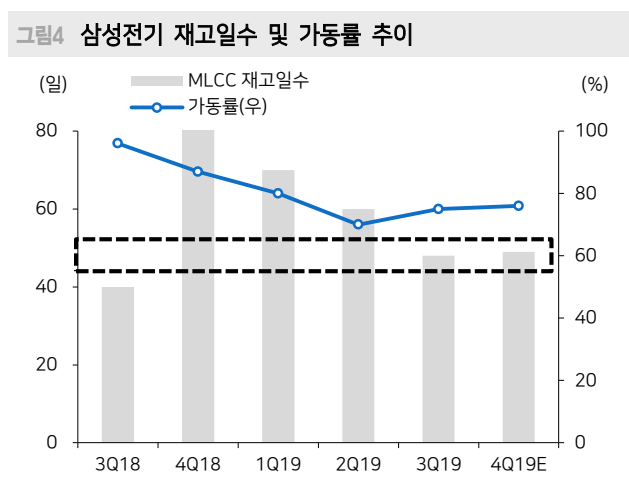
자료: 메리츠증권증권 리서치센터



참고: 점선표시는 적정재고
자료: 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



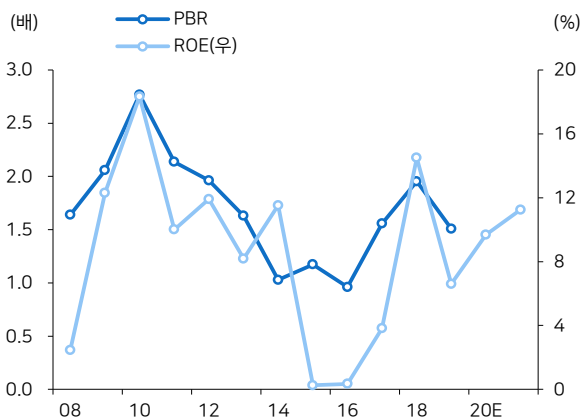
참고: 점선표시는 적정재고
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 삼성전기 밸류에이션 테이블(19년 추가하기)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
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	125,500
Low	28,350	33,100	91,200	59,200	77,800	71,500	39,800	48,800	44,800	49,850	88,900	84,600
Average	41,268	68,263	123,942	96,548	98,459	87,690	60,348	63,848	52,509	84,932	124,684	103,290
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	1.8
Low	1.1	1.0	2.0	1.3	1.6	1.3	0.7	0.9	0.8	0.9	1.4	1.2
Average	1.6	2.1	2.8	2.1	2.0	1.6	1.0	1.2	1.0	1.6	2.0	1.5
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	68,448
확정치 ROE (%)	2.5	12.3	18.3	10.0	11.9	8.2	11.5	0.3	0.3	3.8	14.5	6.6
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	1.8
Low	1.1	1.1	2.5	1.3	1.5	1.3	0.7	0.8	0.8	0.8	1.4	1.2
Average	1.6	2.3	3.4	2.1	1.9	1.6	1.1	1.1	0.9	1.4	1.9	1.5
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	70,769
컨센서스 ROE (%)	3.6	13.7	21.1	7.5	12.8	10.2	7.2	1.6	0.5	4.1	15.1	12.0

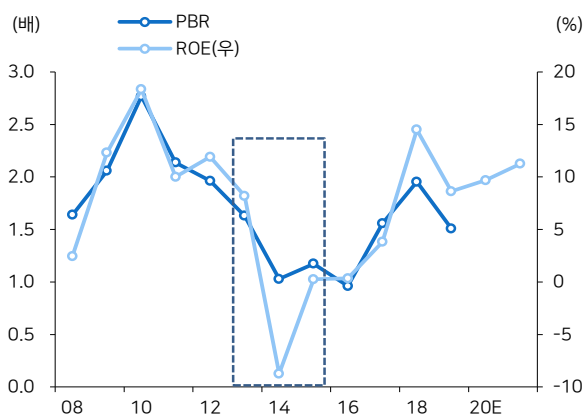
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 삼성전기 ROE와 PBR 밴드 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 삼성전기 수정 ROE와 PBR 추이



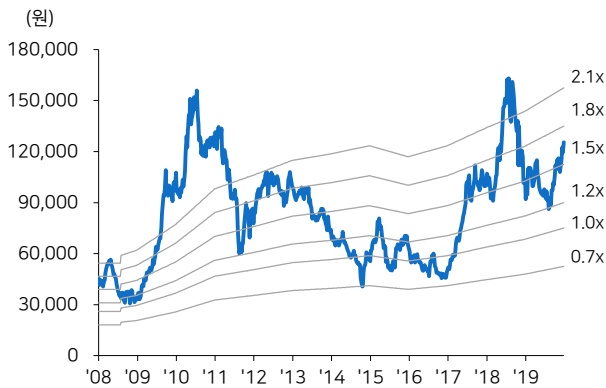
참고: 2014년과 2019년 지분매각차익과 중단사업손익으로 인한 ROE 왜곡 수정
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 삼성전기 적정주가 산정표

(원)	2020E	비고
BPS	74,972	
적정배수 (배)	2.0	지난 10년간 10%대의 ROE를 기록할때마다 PBR멀티플은 늘 2.0배를 상회했음
적정가치	149,945	
적정주가	150,000	
현재주가	125,000	
상승여력 (%)	20.0%	

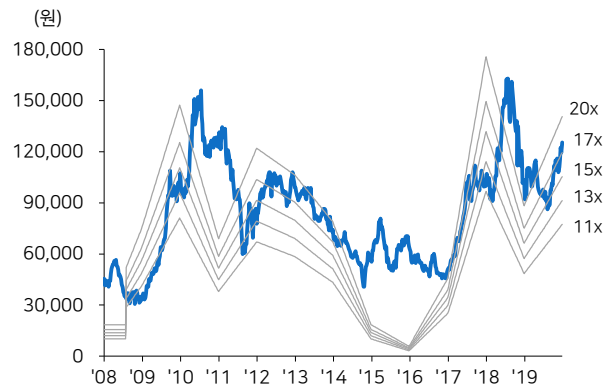
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 삼성전기 PBR 밴드



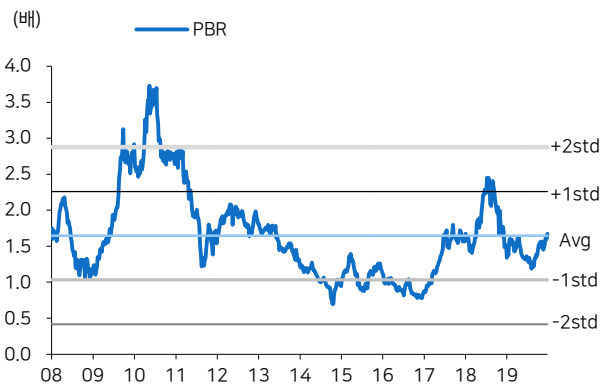
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 삼성전기 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 삼성전기 PBR 변동 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 삼성전기 유통주식수 대비 공모도 잔고 비율



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,838.5	8,182.4	8,042.4	8,625.3	9,689.4
매출액증가율 (%)	13.4	19.7	-1.7	7.2	12.3
매출원가	5,430.1	5,724.6	6,018.0	6,455.2	7,252.7
매출총이익	1,408.4	2,457.8	2,024.4	2,170.1	2,436.7
판매관리비	1,102.2	1,359.5	1,364.5	1,357.8	1,427.9
영업이익	306.2	1,098.3	659.9	812.3	1,008.7
영업이익률	4.5	13.4	8.2	9.4	10.4
금융손익	-55.1	-77.3	-69.7	-65.5	-55.6
중속/관계기업손익	8.0	7.2	5.5	6.3	5.9
기타영업외손익	-5.6	-7.5	-12.6	-12.0	-11.6
세전계속사업이익	253.6	1,020.6	583.1	741.1	947.5
법인세비용	76.3	265.8	169.1	192.7	246.4
당기순이익	177.3	685.0	347.9	548.4	701.2
지배주주지분 순이익	161.7	656.2	329.8	524.9	677.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	717.7	1,558.7	863.2	1,873.1	2,142.4
당기순이익(손실)	177.3	685.0	347.9	548.4	701.2
유형자산상각비	610.9	710.9	747.0	790.7	854.3
무형자산상각비	19.7	25.5	19.7	19.7	19.7
운전자본의 증감	-265.3	-369.8	-207.0	26.7	7.8
투자활동 현금흐름	-1,232.3	-698.1	-74.8	-921.2	-871.2
유형자산의증가(CAPEX)	-1,476.3	-1,195.2	-1,100.0	-900.0	-850.0
투자자산의감소(증가)	214.5	-114.6	202.8	-8.6	-8.6
재무활동 현금흐름	196.1	-235.8	-674.0	-93.8	-173.1
차입금의 증감	125.3	-114.8	-202.9	-21.7	-101.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-351.2	557.8	48.7	372.0	-202.6
기초현금	795.8	444.6	1,002.4	1,051.1	1,423.0
기말현금	444.6	1,002.4	1,051.1	1,423.0	1,220.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,478.8	3,525.3	3,433.4	3,797.9	3,762.9
현금및현금성자산	444.6	1,002.4	1,051.1	1,423.0	1,220.5
매출채권	828.7	984.7	993.5	1,028.1	1,179.2
재고자산	918.9	1,115.6	1,106.7	1,090.7	1,072.5
비유동자산	5,288.6	5,119.6	5,328.5	5,486.5	6,352.6
유형자산	4,154.7	4,558.0	4,900.8	5,010.2	5,860.2
무형자산	149.5	162.5	81.2	74.1	67.0
투자자산	823.2	99.2	101.7	116.6	116.6
자산총계	7,767.4	8,644.9	8,761.9	9,284.5	10,115.5
유동부채	2,454.1	2,509.6	2,028.2	2,251.3	2,359.5
매입채무	281.3	276.7	338.4	350.2	402.1
단기차입금	1,203.8	962.0	721.7	700.0	600.0
유동성장기부채	467.5	432.1	253.1	454.1	454.1
비유동부채	981.8	1,188.8	1,416.9	1,223.4	1,228.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	897.6	1,060.1	1,276.5	1,075.5	1,074.4
부채총계	3,435.9	3,698.4	3,445.1	3,474.7	3,587.8
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	445.7	462.3	479.1
이익잉여금	2,609.8	3,179.3	3,438.8	3,915.2	4,025.5
비지배주주지분	99.9	125.5	145.8	145.8	145.8
자본총계	4,331.5	4,946.5	5,316.8	5,809.8	6,527.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	91,554	109,547	107,672	115,476	129,721
EPS(지배주주)	2,165	8,786	4,415	7,027	9,072
CFPS	-1,795	10,374	3,559	7,887	195
EBITDAPS	12,542	24,563	19,100	21,724	13,505
BPS	54,531	63,815	68,448	74,972	84,476
DPS	750	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	39.2	14.2	28.3	17.8	13.8
PCR	-47.3	12.0	35.1	15.8	640.4
PSR	0.9	1.1	1.2	1.1	1.0
PBR	1.6	2.0	1.8	1.7	1.5
EBITDA	937	1,835	1,427	1,623	1,009
EV/EBITDA	8.9	4.7	6.1	5.1	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	14.5	6.6	9.7	11.3
EBITDA 이익률	17.3	35.8	23.1	32.3	67.2
부채비율	79.3	74.8	64.8	59.8	55.0
금융비용부담률	0.8	0.9	0.9	0.8	0.6
이자보상배율(x)	4.6	12.2	7.6	9.4	12.1
매출채권회전율(x)	9.3	9.0	8.1	8.5	8.8
재고자산회전율(x)	6.2	5.6	5.4	5.9	6.7

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	77.0%
중립	23.0%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성전기 (009150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

