

삼성전기 (009150)

2020년 MLCC와 기판 동반 상승

4Q19 Review: 영업이익 1,387억원으로 양호

삼성전기의 19년 4분기 매출액은 1조 8,456억원(YoY -5%, QoQ -17%), 영업이익은 1,387억원(YoY -56%, QoQ -27%)을 기록했다. 하나금융투자의 영업이익 추정치 1,326억원을 소폭 상회했는데 컴포넌트 부문의 수익성이 예상보다 높았다. 북미 고객사 및 일부 중화권 업체향으로 IT향 하이엔드 수요가 양호해 이익률이 개선되었다. 또한 과거대비 높아진 Blended ASP 기반으로 가동률이 상승한 부분도 이익률에 기여한 것으로 추정된다. 모듈 부문은 플래그십 모델의 라이프사이클 종료에 따른 연말 재고조정으로 매출액이 전분기대비 32% 감소했다.

2020년 MLCC 수요 회복과 기판 호황 지속

삼성전기의 2020년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 7%, 24% 증가할 전망이다. 컴포넌트와 기판이 외형과 수익성 모두 견인할 것으로 판단된다. MLCC의 2019년 업황은 전년의 이례 없는 공급부족으로 인한 후폭풍으로 물량과 가격 모두 역기저로 관철되었다. 2020년은 정상화된 재고와 5G 단말기 및 인프라향 수요 본격화로 물량 중심의 회복이 전개될 것으로 전망된다. 그에 따른 가동률 상승으로 영업이익 레버리지 효과를 기대한다. 기판은 FC-BGA, BGA 모두 5G 단말기 도입에 따른 AP, 안테나, 통신 관련 IC 채택 본격화로 면적 확대와 다층화로 인해 타이트한 수급 상황이 예상된다. 수요 대응을 위해 생산능력을 확보중인 것으로 파악되며, 기판 부문의 2020년 매출액은 전년대비 16% 증가할 전망이다.

균형 잡힌 이익과 기술력 기반의 고수익성 아이템

삼성전기에 대한 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 160,000원으로 상향한다. 목표주가는 2020년 영업이익을 직전 추정치대비 11% 상향한 것에 기인한다. 2020년 영업이익 9,071억원 중 컴포넌트의 비중은 64%로 2018년 최고 영업이익 1조 1,499억원 중에서 97%를 차지하던 시절대비 이익의 균형이 개선되었다. 2018년 컴포넌트의 30% 이상의 비정상적으로 높은 영업이익률이 재현되기는 어렵다. 다만, 2020년은 5G 환경 안에서 차별화된 고부가가치 MLCC 공급으로 전방산업을 다변화하고 제품 믹스를 개선해 수익성 레벨업이 가능하다. 이는 지속 가능하다는 측면에서 유의미하다. 기판 역시 기술력 기반으로 고수익성을 유지하며 호황을 누릴 수 있어 연간 1,000억원 이상의 이익을 전망한다. 2020년 PBR 1.6배로 2018년 고점 2.3배대비 상승 여력 남아있다는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 160,000원(상향) | CP(1월 29일): 132,500원

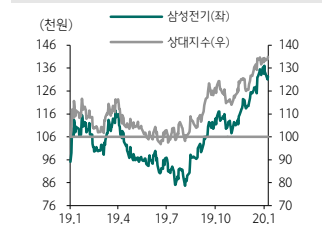
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,185.28
52주 최고/최저(원)	137,000/84,600
시가총액(십억원)	9,896.9
시가총액비중(%)	0.82
발행주식수(천주)	74,693.7
60일 평균 거래량(천주)	559.8
60일 평균 거래대금(십억원)	67.8
19년 배당금(예상, 원)	1,100
19년 배당수익률(예상, %)	0.88
외국인지분율(%)	31.59
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 5인	23.91
국민연금공단	11.67
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.6 46.7 16.7
상대	6.5 36.3 16.6

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	8,335.1	8,806.5
영업이익(십억원)	683.0	796.5
순이익(십억원)	541.6	559.6
EPS(원)	6,972	7,015
BPS(원)	70,286	76,444

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	6,838.5	8,002.0	8,040.9	8,581.5	9,268.0
영업이익	십억원	306.2	1,149.9	734.0	907.1	979.7
세전이익	십억원	253.5	1,072.2	767.5	1,002.5	898.7
순이익	십억원	161.7	694.0	514.1	607.1	624.3
EPS	원	2,084	8,943	6,624	7,823	8,045
증감률	%	996.8	329.1	(25.9)	18.1	2.8
PER	배	47.98	11.57	18.87	16.94	16.47
PBR	배	1.77	1.62	1.69	1.64	1.51
EV/EBITDA	배	10.36	4.87	6.19	5.58	5.15
ROE	%	3.82	15.33	9.87	10.35	9.75
BPS	원	56,421	64,017	73,998	80,891	87,834
DPS	원	750	1,000	1,100	1,100	1,100

주: 메인기판 관련 재무제표 재작성으로 기존 재무제표와 상이할 수 있음



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

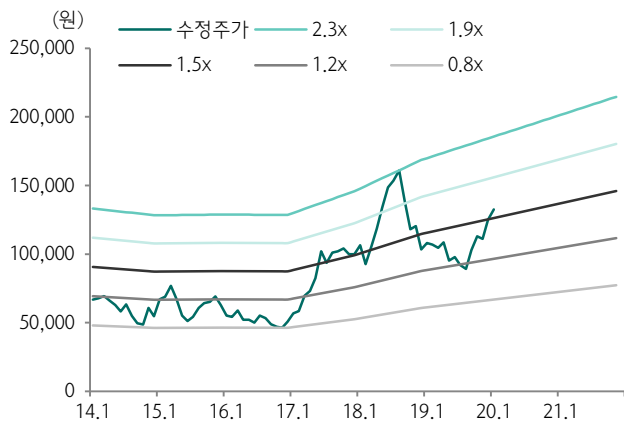
joonmin.lee@hanafn.com

표 1. 삼성전기의 Valuation

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고
	기판 솔루션	404	5.6	2,261	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	컴포넌트 솔루션	975	7.6	7,410	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	모듈 솔루션	518	5.8	2,966	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
	Sub-Total (A)	1,896	5.7	12,636	
비영업가치(십억원)	구분	시가총액/장부가	지분율	Value	
	삼성물산	21,530	2.6%	568	
	삼성중공업	4,322	2.4%	103	
	아이마켓코리아	340	1.7%	6	
	비상장 주식	30		30	
	Sub-Total (B)	26,222		494.7	장부가 및 시가 대비 30% 할인
순현금(십억원)	구분	Value		Value	
	현금 등	804		804	
	차입금	1,963		1,963	
	Sub-Total (C)	-1,159		(1,159)	
주주가치(십억원)		(A)+(B)+(C)		11,972	
주식수				주식수	
주식수	발행주식수			74,694	자기주식 포함
주식수(천주)	유통주식수			72,694	
목표주가(원)				160,282	

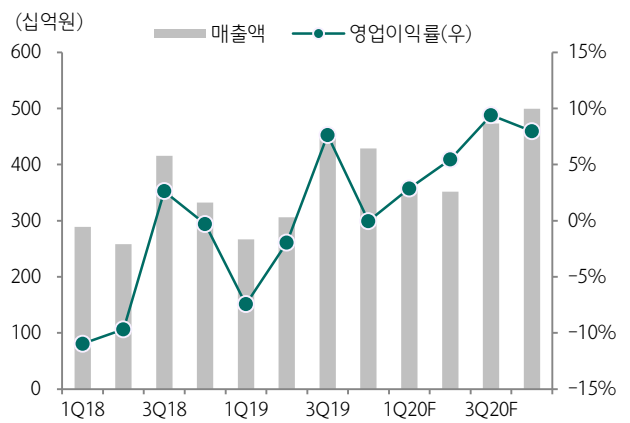
자료: 하나금융투자

그림 1. PBR 밴드



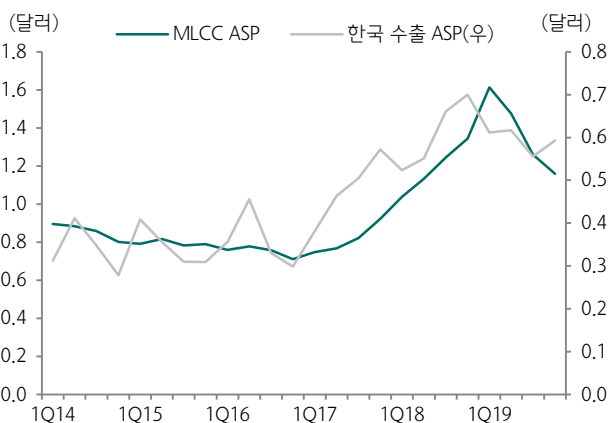
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 기판솔루션 부문 실적 전망



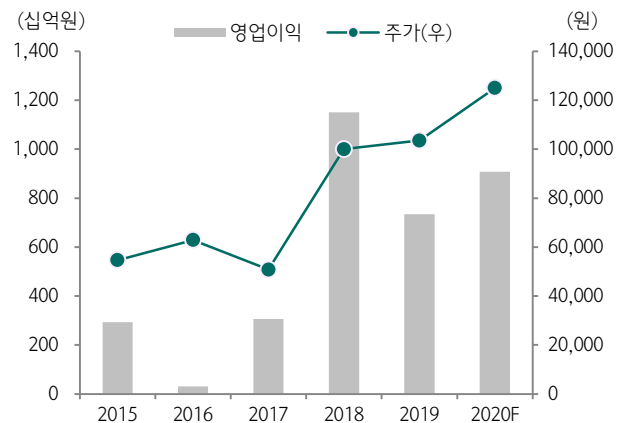
자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 3. MLCC ASP 추이 (삼성전기, 한국무역협회)



자료: 삼성전기, 한국무역협회, 하나금융투자

그림 4. 영업이익 vs 주가 추이



주: 직전년도 연말 추가 기준
자료: WISEfn, 하나금융투자

표 2. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	2,062.3	1,917.0	2,215.9	1,845.6	2,059.7	2,044.3	2,312.5	2,165.1	8,002.0	8,040.9	8,581.5
증감률 (YoY)	5.7%	8.4%	-5.3%	-5.0%	-0.1%	6.6%	4.4%	17.3%	17.2%	0.5%	6.7%
증감률 (QoQ)	6.1%	-7.0%	15.6%	-16.7%	11.6%	-0.7%	13.1%	-6.4%			
컴포넌트 솔루션	836.3	786.7	820.1	775.0	801.2	878.8	963.9	926.6	3,544.5	3,218.2	3,570.5
모듈 솔루션	951.2	824.3	941.0	641.8	898.7	813.8	875.4	739.1	3,095.8	3,358.4	3,326.9
기판 솔루션	266.9	306.0	454.8	428.8	359.8	351.7	473.1	499.4	1,295.4	1,456.5	1,684.1
영업이익	242.3	163.8	189.2	138.7	180.5	209.7	285.2	231.7	1,149.9	734.0	907.1
증감률 (YoY)	59.1%	-29.4%	-58.2%	-55.7%	-25.5%	28.0%	50.8%	67.0%	275.2%	-36.2%	23.6%
증감률 (QoQ)	-22.7%	-32.4%	15.5%	-26.7%	30.2%	16.1%	36.0%	-18.8%			
컴포넌트 솔루션	190.6	119.3	85.6	112.6	103.5	141.5	177.5	158.1	1,121.5	508.2	580.6
모듈 솔루션	71.5	50.4	68.9	26.3	66.7	49.1	63.3	33.8	75.1	217.1	212.8
기판 솔루션	-19.9	-6.0	34.7	-0.2	10.3	19.2	44.4	39.8	-46.8	8.7	113.7
영업이익률	11.7%	8.5%	8.5%	7.5%	8.8%	10.3%	12.3%	10.7%	14.4%	9.1%	10.6%
컴포넌트 솔루션	22.8%	15.2%	10.4%	14.5%	12.9%	16.1%	18.4%	17.1%	31.6%	15.8%	16.3%
모듈 솔루션	7.5%	6.1%	7.3%	4.1%	7.4%	6.0%	7.2%	4.6%	2.4%	6.5%	6.4%
기판 솔루션	-7.4%	-2.0%	7.6%	0.0%	2.9%	5.5%	9.4%	8.0%	-3.6%	0.6%	6.8%

주: 메인기판 관련 재무제표 재작성

자료: 삼성전기, 하나금융투자

표 3. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	2,124.3	1,957.8	2,272.1	2,001.2	2,319.7	2,254.6	2,575.1	2,345.3	8,182.5	8,355.3	9,494.7
증감률 (YoY)	5.2%	8.2%	-3.8%	0.4%	9.2%	15.2%	13.3%	17.2%	19.8%	2.1%	13.6%
증감률 (QoQ)	6.6%	-7.8%	16.1%	-11.9%	15.9%	-2.8%	14.2%	-8.9%			
컴포넌트 솔루션	836.3	786.7	820.1	770.5	834.6	915.4	1,004.1	965.2	3,544.5	3,213.6	3,719.2
모듈 솔루션	951.2	824.3	941.0	776.0	1,061.4	938.1	1,009.1	854.5	3,095.8	3,492.6	3,863.1
기판 솔루션	328.9	346.8	511.0	445.9	419.6	397.9	557.9	520.6	1,476.0	1,632.6	1,895.9
영업이익	242.5	145.3	180.2	132.6	197.0	182.6	246.3	188.3	1,098.3	700.6	814.3
증감률 (YoY)	57.5%	-29.7%	-59.5%	-54.7%	-18.8%	25.7%	36.7%	42.0%	258.4%	-36.2%	16.2%
증감률 (QoQ)	-17.2%	-40.1%	24.0%	-26.4%	48.6%	-7.3%	34.9%	-23.5%			
컴포넌트 솔루션	190.6	119.3	85.6	89.6	115.9	135.3	152.8	138.0	1,121.5	485.2	542.0
모듈 솔루션	71.5	50.4	68.9	34.8	82.6	55.7	73.6	38.4	75.1	225.7	250.3
기판 솔루션	-19.7	-24.4	25.7	8.2	-1.5	-8.4	19.8	12.0	-98.3	-10.2	21.9
영업이익률	11.4%	7.4%	7.9%	6.6%	8.5%	8.1%	9.6%	8.0%	13.4%	8.4%	8.6%
컴포넌트 솔루션	22.8%	15.2%	10.4%	11.6%	13.9%	14.8%	15.2%	14.3%	31.6%	15.1%	14.6%
모듈 솔루션	7.5%	6.1%	7.3%	4.5%	7.8%	5.9%	7.3%	4.5%	2.4%	6.5%	6.5%
기판 솔루션	-6.0%	-7.0%	5.0%	1.8%	-0.4%	-2.1%	3.6%	2.3%	-6.7%	-0.6%	1.2%

자료: 삼성전기, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,838.5	8,002.0	8,040.9	8,581.5	9,268.0
매출원가	5,430.1	5,492.6	5,990.1	6,366.1	6,875.4
매출총이익	1,408.4	2,509.4	2,050.8	2,215.4	2,392.6
판매비	1,102.2	1,359.5	1,316.8	1,308.3	1,412.9
영업이익	306.2	1,149.9	734.0	907.1	979.7
금융손익	(55.1)	(77.3)	1.8	86.2	(48.1)
중속/관계기업손익	8.0	7.2	2.0	10.6	6.7
기타영업외손익	(5.6)	(7.5)	29.8	(1.5)	(39.6)
세전이익	253.5	1,072.2	767.5	1,002.5	898.7
법인세	76.3	255.4	59.4	250.6	270.7
계속사업이익	177.3	685.0	689.5	751.9	628.1
중단사업이익	0.0	119.7	(70.2)	(127.7)	0.0
당기순이익	177.3	804.7	619.3	624.1	628.1
비배주주지분 순이익	15.5	28.8	13.8	3.7	3.8
지배주주순이익	161.7	694.0	514.1	607.1	624.3
지배주주지분포괄이익	29.4	629.8	853.3	614.9	618.8
NOPAT	214.1	876.0	677.2	680.4	684.7
EBITDA	936.8	1,886.3	1,611.2	1,821.3	1,890.9
성장성(%)					
매출액증가율	13.4	17.0	0.5	6.7	8.0
NOPAT증가율	1,130.5	309.2	(22.7)	0.5	0.6
EBITDA증가율	48.1	101.4	(14.6)	13.0	3.8
영업이익증가율	1,154.9	275.5	(36.2)	23.6	8.0
(지배주주)순이익증가율	1,000.0	329.2	(25.9)	18.1	2.8
EPS증가율	996.8	329.1	(25.9)	18.1	2.8
수익성(%)					
매출총이익률	20.6	31.4	25.5	25.8	25.8
EBITDA이익률	13.7	23.6	20.0	21.2	20.4
영업이익률	4.5	14.4	9.1	10.6	10.6
계속사업이익률	2.6	8.6	8.6	8.8	6.8

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,084	8,943	6,624	7,823	8,045
BPS	56,421	64,017	73,998	80,891	87,834
CFPS	13,415	27,448	18,653	23,261	23,903
EBITDAPS	12,072	24,307	20,763	23,470	24,367
SPS	88,124	103,118	103,619	110,585	119,432
DPS	750	1,000	1,100	1,100	1,100
주가지표(배)					
PER	48.0	11.6	18.9	16.9	16.5
PBR	1.8	1.6	1.7	1.6	1.5
PCFR	7.5	3.8	6.7	5.7	5.5
EV/EBITDA	10.4	4.9	6.2	5.6	5.1
PSR	1.1	1.0	1.2	1.2	1.1
재무비율(%)					
ROE	3.8	15.3	9.9	10.4	9.8
ROA	2.1	8.5	5.8	6.4	6.3
ROIC	4.2	15.1	11.3	11.3	11.1
부채비율	79.3	74.8	58.5	54.9	49.7
순부채비율	46.2	24.4	6.2	(0.5)	(6.8)
이자보상배율(배)	4.6	12.8	7.5	9.6	11.0

주: 메인기판 관련 재무제표 재작성으로 기존 재무제표와 상이할 수 있음

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,478.8	3,525.3	4,010.4	4,674.5	5,151.1
금융자산	567.7	1,246.0	1,842.3	2,134.9	2,415.3
현금성자산	444.6	1,002.4	1,610.9	1,863.5	2,122.2
매출채권 등	913.5	1,061.4	1,008.0	1,182.4	1,277.0
재고자산	918.9	1,115.6	1,059.4	1,242.8	1,342.2
기타유동자산	78.7	102.3	100.7	114.4	116.6
비유동자산	5,288.6	5,119.6	5,089.3	5,051.5	5,059.2
투자자산	823.2	250.1	257.0	273.4	282.2
금융자산	769.9	39.0	37.0	43.4	46.9
유형자산	4,154.7	4,558.0	4,607.9	4,573.2	4,585.6
무형자산	149.5	162.5	64.9	45.5	31.9
기타비유동자산	161.2	149.0	159.5	159.4	159.5
자산총계	7,767.4	8,644.9	9,099.7	9,726.0	10,210.3
유동부채	2,454.1	2,509.6	2,200.2	2,267.9	2,288.4
금융부채	1,671.3	1,394.0	1,159.2	1,069.2	1,004.2
매입채무 등	752.1	927.0	880.4	1,032.7	1,115.3
기타유동부채	30.7	188.6	160.6	166.0	168.9
비유동부채	981.8	1,188.8	1,159.3	1,180.4	1,101.9
금융부채	897.6	1,060.1	1,037.1	1,037.1	947.1
기타비유동부채	84.2	128.7	122.2	143.3	154.8
부채총계	3,435.9	3,698.4	3,359.5	3,448.3	3,390.3
지배주주지분	4,231.7	4,821.1	5,595.6	6,130.5	6,669.3
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	335.3	355.2	424.4	424.4	424.4
이익잉여금	2,609.8	3,179.3	3,884.7	4,419.6	4,958.4
비지배주주지분	99.8	125.4	144.7	147.2	150.7
자본총계	4,331.5	4,946.5	5,740.3	6,277.7	6,820.0
손금유부채	2,001.2	1,208.2	354.0	(28.6)	(464.0)

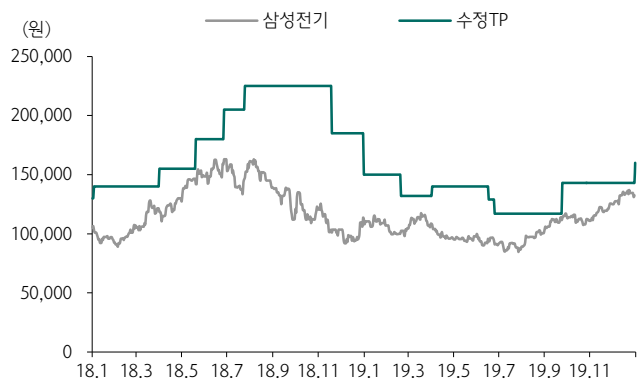
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	717.7	1,558.7	1,480.3	1,437.1	1,522.4
당기순이익	177.3	804.7	619.3	624.1	628.1
조정	805.7	1,123.8	873.3	1,005.6	993.5
감가상각비	630.6	736.4	877.2	914.1	911.2
외환거래손익	(7.0)	8.8	5.5	0.0	0.0
지분법손익	(8.0)	(7.2)	(2.0)	(10.6)	(6.7)
기타	190.1	385.8	(7.4)	102.1	89.0
영업활동 자산부채 변동	(265.3)	(369.8)	(12.3)	(192.6)	(99.2)
투자활동 현금흐름	(1,232.3)	(698.1)	(378.8)	(907.0)	(934.2)
투자자산감소(증가)	32.7	580.3	3.2	(5.7)	(2.4)
유형자산감소(증가)	(1,384.7)	(1,163.6)	(1,180.0)	(860.0)	(910.0)
기타	119.7	(114.8)	798.0	(41.3)	(21.8)
재무활동 현금흐름	196.1	(235.8)	(494.6)	(270.0)	(329.6)
금융부채증가(감소)	125.3	(114.8)	(257.8)	(90.0)	(155.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	118.7	(60.5)	(155.7)	(94.5)	(89.1)
배당지급	(47.9)	(60.5)	(81.1)	(85.5)	(85.5)
현금의 증감	(318.5)	557.8	608.5	252.6	258.7
Unlevered CFO	1,041.0	2,130.0	1,447.5	1,805.1	1,854.9
Free Cash Flow	(758.6)	363.5	289.6	577.1	612.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성전기



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.1.30	BUY	160,000		
19.10.24	BUY	143,000	-16.11%	-4.20%
19.7.25	BUY	117,000	-16.78%	-2.56%
19.7.17	BUY	129,000	-25.95%	-24.88%
19.5.2	BUY	140,000	-31.19%	-25.71%
19.3.21	BUY	132,000	-17.14%	-10.98%
19.1.30	BUY	150,000	-29.05%	-23.00%
18.12.18	BUY	185,000	-46.39%	-38.65%
18.8.23	BUY	225,000	-41.66%	-27.56%
18.7.26	BUY	205,000	-27.86%	-20.49%
18.6.18	BUY	180,000	-15.56%	-9.72%
18.4.30	BUY	155,000	-16.25%	-5.48%
18.2.1	BUY	140,000	-26.00%	-8.57%
18.1.5	BUY	130,000	-19.77%	-16.54%

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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 1월 30일

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 2020년 01월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2020년 01월 30일 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.