

2020. 3. 11



## ▲ 핸드셋/전기전자

Analyst 주민우

02. 6454-4865

minwoo.ju@meritz.co.kr

RA 서승연

02. 6454-4880

sy.seo@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 170,000 원

현재주가 (3.10) 128,500 원

상승여력 32.3%

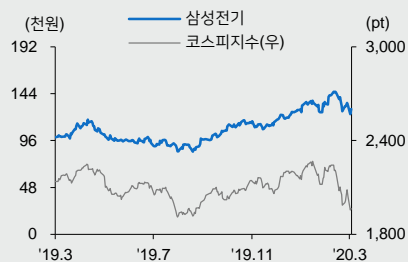
KOSPI	1,962.93pt
시가총액	95,981억원
발행주식수	7,469만주
유동주식비율	73.43%
외국인비중	33.16%
52주 최고/최저가	146,000원/84,600원
평균거래대금	1,035.1억원

## 주요주주(%)

삼성전자 외 5 인	23.89
국민연금공단	11.61

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.4	31.9	29.0
상대주가	8.3	36.6	40.5

## 주가그래프



## 삼성전기 009150

## 1Q20 preview:

## 선방한 MLCC, 부진한 카메라

- ✓ 1Q20 영업이익은 MLCC 선방에도 카메라모듈 출하 부진으로 컨센서스 하회 예상
- ✓ MLCC 가동률은 80%, 재고는 정상재고를 유지하고 있음
- ✓ 1Q20 갤럭시 S20 시리즈 판매량은 890만대로 전년동기 전작대비 26% 부진 예상
- ✓ MLCC의 가격과 출하량은 구조적인 성장을 예상하나, 카메라모듈 실적은 보수적 접근 필요. 투자 의견 Buy, 적정주가 17만원 유지

## 1Q20 preview: 영업이익 1,207억원으로 컨센서스 27% 하회 예상

1Q20 매출액(1.9조원)과 영업이익(1,207억원)은 컨센서스를 각각 6%, 27% 하회할 전망이다. 코로나19 사태에도 불구하고, MLCC 생산차질은 극히 제한적이다. 1Q20 MLCC 가동률은 80%를 유지하고 있으며, 재고는 정상재고 수준을 유지하고 있다. 1Q20 MLCC 가격은 +1% QoQ, 출하량은 -1% QoQ 변동해 매출액은 전분기와 유사한 수준이 예상된다. 반면 모듈솔루션은 갤럭시 S20 시리즈 수요 약세 영향으로 부진할 전망이다. 1Q20 갤럭시 S20 시리즈의 판매량은 890만대로 전년동기 갤럭시 S10 시리즈가 기록한 판매량 대비 26% 부진할 전망이다. 이는 코로나19 사태에 의한 수요위축의 결과다. 2Q20부터는 아이폰9과 중국 경쟁작들의 출시가 이어져 쉽지 않은 판매환경이 지속될 전망이다. 기판솔루션은 북미향 재고조정 영향으로 적자 BEP를 예상한다.

## MLCC 가격 상승 기대감 &gt; 카메라모듈 수요 우려

2H20 MLCC는 5G 스마트폰 보급확대, 기지국 투자, 전기차 판매증가에 의한 믹스 개선 효과로 가격과 출하량이 모두 성장할 전망이다. 다만, 갤럭시 S20 시리즈 판매 환경에 대한 불확실성(코로나19+아이폰9)으로 카메라 모듈 실적은 보수적인 접근이 필요해 보인다. 2020년 S20 시리즈 판매량 전망을 기존 3,270만대에서 3,020만대로 8% 하향했고, 중화권 카메라모듈 매출액은 종전 대비 12% 조정했다. 이로써 2020년 모듈솔루션 매출액과 영업이익을 종전대비 7%, 15% 하향조정 했다. 하지만 삼성전기 주가는 MLCC 매출액(PxQ)에 동행한다. 2H20 뿐 아니라 2021년까지도 지속될 구조적인 MLCC 매출액(PxQ) 성장은 여전히 유효하다. 투자 의견 Buy, 적정주가 17만원을 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	8,002.0	1,149.9	656.2	8,786	305.7	63,815	14.6	2.0	4.7	14.5	74.8
2019	8,040.8	734.0	514.3	6,885	-21.6	69,957	18.7	1.8	5.4	10.2	59.7
2020E	8,304.4	773.4	550.0	7,363	6.9	76,424	17.5	1.7	4.9	9.9	58.0
2021E	9,952.0	1,057.5	779.5	10,436	41.7	87,028	12.3	1.5	7.6	12.6	54.6

표1 삼성전기 1Q20 Preview

(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	1,937.3	2,062.3	-6.1%	1,845.6	5.0%	2,074.6	-6.6%
영업이익	120.7	242.3	-50.2%	138.7	-13.0%	166.0	-27.3%
세전이익	89.4	225.5	-60.3%	148.7	-39.8%	147.6	-39.4%
지배순이익	47.6	129.8	-63.3%	-22.6	nm	105.8	-55.0%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 삼성전기 추정치 변경 내역

	New			Old			차이(%)		
(십억원)	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E
매출액	1,892	8,304	9,952	1,976	8,598	10,120	-4.3%	-3.4%	-1.7%
영업이익	147	773	1,057	161	832	1,107	-9.0%	-7.0%	-4.5%
영업이익률 (%)	7.8%	9.3%	10.6%	8.2%	9.7%	10.9%			
세전이익	147	717	1,014	159	765	1,050	-7.4%	-6.3%	-3.4%
순이익	106	550	780	108	561	771	-2.3%	-1.9%	1.1%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 삼성전기 실적 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
환율	1,126	1,167	1,195	1,176	1,185	1,160	1,150	1,140	1,166	1,159	1,100
<b>연결 매출액</b>	<b>2,062.3</b>	<b>1,917.0</b>	<b>2,215.9</b>	<b>1,845.6</b>	<b>1,937.3</b>	<b>1,891.6</b>	<b>2,288.6</b>	<b>2,186.9</b>	<b>8,040.8</b>	<b>8,304.4</b>	<b>9,952.0</b>
(% QoQ)	3.5%	-7.0%	15.6%	-16.7%	5.0%	-2.4%	21.0%	-4.4%			
(% YoY)	2.2%	5.9%	-6.2%	-7.4%	-6.1%	-1.3%	3.3%	18.5%	-1.7%	3.3%	19.8%
컴포넌트솔루션	836	787	820	775	770	824	966	1,019	3,218	3,579	4,463
(% QoQ)	-6.7%	-5.9%	4.2%	-5.5%	-0.7%	7.1%	17.2%	5.5%			
(% YoY)	11.1%	-9.4%	-20.1%	-13.5%	-8.0%	4.7%	17.8%	31.5%	-9.2%	11.2%	24.7%
모듈솔루션	951	824	941	642	801	741	871	703	3,358	3,116	3,657
(% QoQ)	38.4%	-13.3%	14.2%	-31.8%	24.7%	-7.5%	17.6%	-19.2%			
(% YoY)	5.7%	34.7%	4.9%	-6.6%	-15.8%	-10.2%	-7.4%	9.6%	8.5%	-7.2%	17.4%
기판솔루션	329	347	485	429	367	327	452	464	1,589	1,610	1,832
(% QoQ)	-13.9%	5.4%	39.8%	-11.6%	-14.4%	-10.9%	38.1%	2.7%			
(% YoY)	-7.9%	15.8%	10.8%	12.3%	11.6%	-5.7%	-6.8%	8.2%	7.7%	1.3%	13.8%
<b>연결 영업이익</b>	<b>242.3</b>	<b>163.8</b>	<b>189.2</b>	<b>138.7</b>	<b>120.7</b>	<b>146.8</b>	<b>262.5</b>	<b>243.4</b>	<b>734.0</b>	<b>773.4</b>	<b>1,057.5</b>
(% QoQ)	-17.3%	-32.4%	15.5%	-26.7%	-13.0%	21.6%	78.9%	-7.3%			
(% YoY)	57.3%	-20.8%	-57.4%	-52.7%	-50.2%	-10.4%	38.8%	75.5%	-33.2%	5.4%	36.7%
컴포넌트솔루션	190.6	119.3	80.9	2.8	82.8	117.1	164.8	182.7	393.6	547.4	769.8
(% QoQ)	-35.4%	-37.4%	-32.2%	-96.5%	2837.9%	41.4%	40.7%	10.9%			
(% YoY)	9.9%	-53.4%	-79.4%	-99.0%	-56.6%	-1.8%	103.8%	6381.9%	-64.8%	39.1%	40.6%
모듈솔루션	71.5	50.5	67.9	16.4	42.3	37.5	57.3	37.6	206.3	174.8	207.6
(% QoQ)	149.6%	-29.4%	34.5%	-75.8%	158.1%	-11.3%	52.6%	-34.4%			
(% YoY)	572.2%	4259.8%	40.3%	-42.7%	-40.8%	-25.6%	-15.6%	129.2%	132.2%	-15.3%	18.8%
기판솔루션	-19.9	-5.9	31.4	-43.7	-4.4	-7.9	40.5	23.1	-38.1	51.3	80.0
(% QoQ)	-35.2%	-70.1%	-628.5%	-239.0%	-89.8%	77.5%	-613.6%	-42.9%			
(% YoY)	-33.8%	-88.2%	802.6%	42.5%	-77.6%	32.6%	28.9%	-153.0%	-64.6%	-234.7%	56.1%
<b>연결 영업이익률</b>	<b>11.7%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>6.2%</b>	<b>7.8%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.3%</b>	<b>10.6%</b>
컴포넌트솔루션	22.8%	15.2%	9.9%	0.4%	10.8%	14.2%	17.1%	17.9%	12.2%	15.3%	17.2%
모듈솔루션	7.5%	6.1%	7.2%	2.6%	5.3%	5.1%	6.6%	5.3%	6.1%	5.6%	5.7%
기판솔루션	-6.0%	-1.7%	6.5%	-10.2%	-1.2%	-2.4%	9.0%	5.0%	-2.4%	3.2%	4.4%
세전이익	225.5	141.1	175.3	148.7	89.4	147.5	248.2	232.1	690.6	717.3	1,013.6
지배주주순이익	129.8	303.6	103.5	-22.6	47.6	105.6	206.4	190.3	514.3	550.0	779.5
지배주주순이익률	6.3%	15.8%	4.7%	-1.2%	2.5%	5.6%	9.0%	8.7%	6.4%	6.6%	7.8%

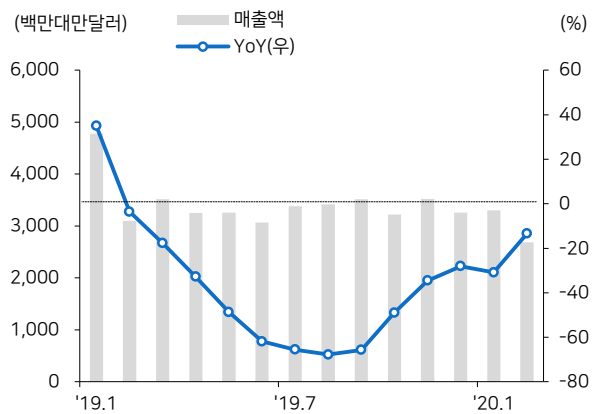
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표4 MLCC 실적추정 가정

(%)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
<b>단가</b>												
QoQ	6.7%	-2.8%	18.9%	-0.1%	20.0%	-14.0%	-15.0%	-8.5%	1.0%	1.0%	3.0%	2.0%
YoY	27.7%	15.4%	26.1%	23.2%	38.6%	22.6%	-12.3%	-19.7%	-32.4%	-20.7%	-3.9%	7.2%
<b>출하량</b>												
QoQ	2.4%	18.7%	-0.6%	-11.7%	-23.1%	9.4%	18.7%	4.4%	-1.0%	6.0%	13.0%	5.0%
YoY	25.6%	44.9%	38.4%	6.7%	-19.8%	-26.1%	-11.8%	4.3%	34.2%	30.1%	23.8%	24.5%
<b>가동률</b>	<b>87.4%</b>	<b>97.1%</b>	<b>96.0%</b>	<b>87.0%</b>	<b>80.0%</b>	<b>70.0%</b>	<b>75.0%</b>	<b>81.0%</b>	<b>80.2%</b>	<b>83.3%</b>	<b>85.6%</b>	<b>89.9%</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 Yageo 월별 매출액 추이



자료: Yageo, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 Yageo 재고일수 및 가동률 추이

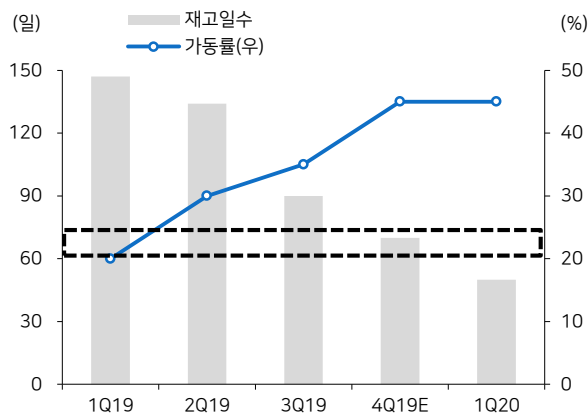
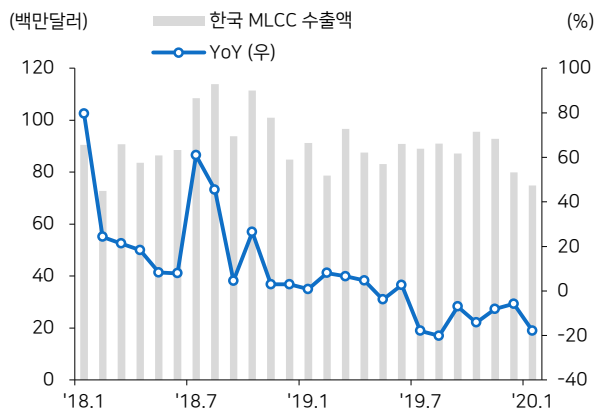
참고: 점선표시는 적정재고일수  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 국내 월별 MLCC 수출액 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 삼성전기 재고일수 및 가동률 추이

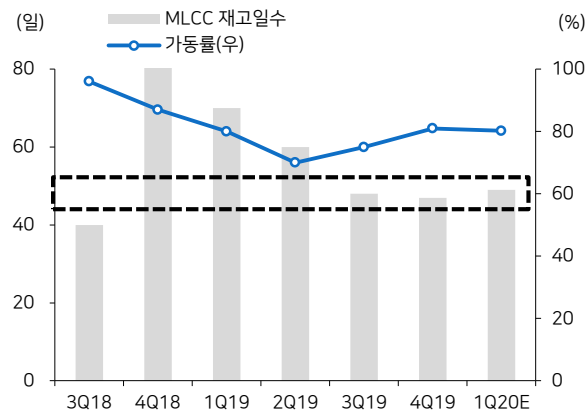
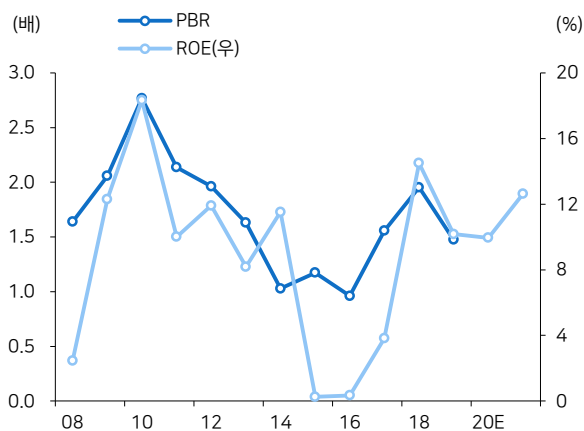
참고: 점선표시는 적정재고일수  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 삼성전기 밸류에이션 테이블

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>주가 (원)</b>												
High	113,500	160,000	138,000	112,500	102,000	74,700	82,000	63,300	114,500	166,000	126,000	
Low	33,100	91,200	59,200	77,800	71,500	39,800	48,800	44,800	49,850	88,900	84,100	
Average	68,263	123,942	96,548	98,459	87,690	60,348	63,848	52,509	84,932	124,684	103,177	
<b>확정치 기준 PBR (배)</b>												
High	3.4	3.6	3.1	2.2	1.9	1.3	1.5	1.2	2.1	2.6	1.8	
Low	1.0	2.0	1.3	1.6	1.3	0.7	0.9	0.8	0.9	1.4	1.2	
Average	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)	33,174	44,782	45,198	50,185	53,789	58,677	54,408	54,640	54,531	63,815	69,957	76,424
확정치 ROE (%)	12.3	18.3	10.0	11.9	8.2	11.5	0.3	0.3	3.8	14.5	10.2	9.9
<b>컨센서스 기준 PBR (배)</b>												
High	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	2.5	1.3	1.5	1.3	0.7	0.8	0.8	0.8	1.4	1.2	
Average	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)	29,525	36,666	46,726	50,540	54,670	56,486	58,791	55,669	58,824	64,033	70,286	77,780
컨센서스 ROE (%)	13.7	21.1	7.5	12.8	10.2	7.2	1.6	0.5	4.1	15.1	10.7	10.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 삼성전기 ROE와 PBR 밴드 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 삼성전기 수정 ROE와 PBR 추이

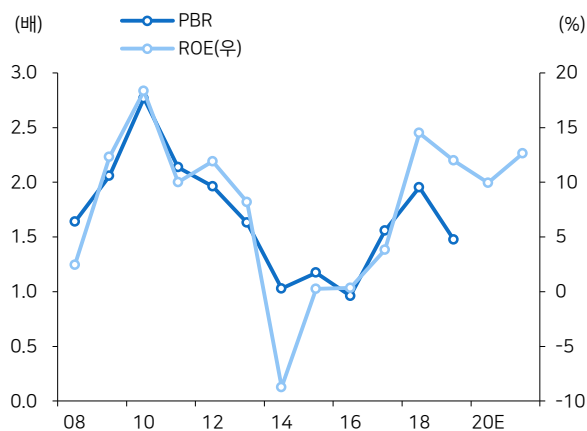
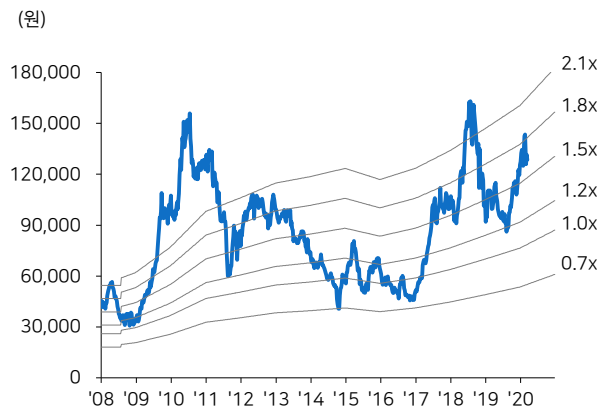
참고: 2014년과 2019년 지분매각차익과 중단사업손익으로 인한 ROE 왜곡 수정  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 삼성전기 적정주가 산정표

(원)	2020E	비고
BPS	76,424	
적정배수 (배)	2.2	지난 10년간 10% 초반의 ROE를 기록했을 당시(09,10,11,12,18년)의 평균 멀티플
적정가치	166,257	
<b>적정주가</b>	<b>170,000</b>	
현재주가	128,500	
상승여력 (%)	32.3%	

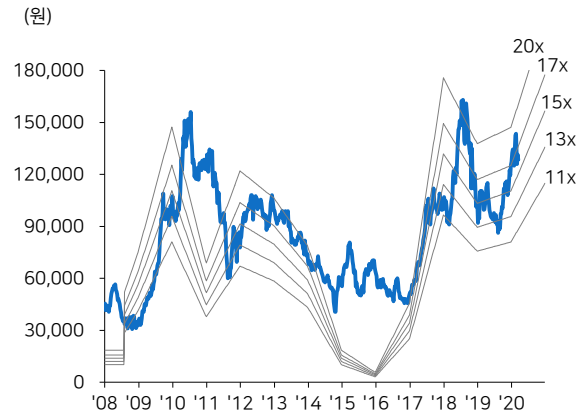
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 삼성전기 PBR 밴드



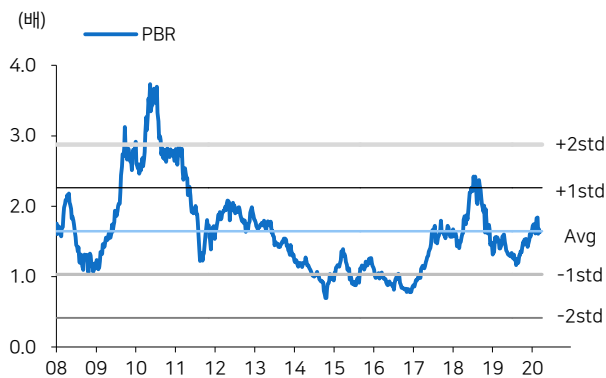
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

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	2019	2020E	2021E
매출액	6,838.5	8,002.0	8,040.8	8,304.4	9,952.0
매출액증가율 (%)	13.4	17.0	0.5	3.3	19.8
매출원가	5,430.1	5,514.6	5,990.0	6,226.0	7,456.4
매출총이익	1,408.4	2,487.4	2,050.8	2,078.4	2,495.6
판매관리비	1,102.2	1,337.5	1,316.8	1,305.0	1,438.1
영업이익	306.2	1,149.9	734.0	773.4	1,057.5
영업이익률	4.5	14.4	9.1	9.3	10.6
금융손익	-55.1	-63.9	-52.9	-50.1	-37.7
종속/관계기업손익	8.0	7.2	5.5	6.3	5.9
기타영업외손익	-5.6	-8.1	-13.0	-12.4	-12.0
세전계속사업이익	253.6	1,085.2	690.6	717.3	1,013.6
법인세비용	76.3	280.4	71.1	161.7	228.5
당기순이익	177.3	685.0	528.1	555.6	785.1
지배주주지분 순이익	161.7	656.2	514.3	550.0	779.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	717.7	1,558.7	1,021.3	2,004.9	2,263.6
당기순이익(손실)	177.3	685.0	528.1	555.6	785.1
유형자산상각비	610.9	710.9	844.5	832.6	875.4
무형자산상각비	19.7	25.5	25.5	19.7	19.7
운전자본의 증감	-265.3	-369.8	-493.7	154.5	27.4
투자활동 현금흐름	-1,232.3	-698.1	-517.0	-882.4	-832.4
유형자산의증가(CAPEX)	-1,476.3	-1,195.2	-1,548.0	-900.0	-850.0
투자자산의감소(증가)	214.5	-114.6	207.7	-9.1	-9.1
재무활동 현금흐름	196.1	-235.8	-619.5	-99.5	-89.1
차입금의 증감	125.3	-114.8	-474.3	-19.2	-1.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-351.2	557.8	-146.9	536.5	-71.1
기초현금	795.8	444.6	1,002.4	855.5	1,392.0
기말현금	444.6	1,002.4	855.5	1,392.0	1,320.8

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	2,478.8	3,525.3	3,507.5	4,072.8	4,172.0
현금및현금성자산	444.6	1,002.4	803.8	1,392.0	1,320.8
매출채권	828.7	984.7	976.1	1,272.5	1,401.1
재고자산	918.9	1,115.6	1,271.3	1,059.2	1,023.1
비유동자산	5,288.6	5,119.6	5,166.7	5,277.3	6,216.6
유형자산	4,154.7	4,558.0	4,514.5	4,581.9	5,431.9
무형자산	149.5	162.5	141.2	134.0	126.9
투자자산	823.2	99.2	85.5	101.0	101.0
자산총계	7,767.4	8,644.9	8,674.2	9,350.1	10,388.6
유동부채	2,454.1	2,509.6	1,850.4	2,238.3	2,513.8
매입채무	281.3	276.7	263.0	346.4	395.3
단기차입금	1,203.8	962.0	569.2	550.0	600.0
유동성장기부채	467.5	432.1	190.9	391.9	391.9
비유동부채	981.8	1,188.8	1,393.8	1,193.2	1,155.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	897.6	1,060.1	1,219.7	1,018.7	967.7
부채총계	3,435.9	3,698.4	3,244.2	3,431.5	3,668.8
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	425.7	439.0	454.9
이익잉여금	2,609.8	3,179.3	3,572.9	4,048.2	4,175.9
비지배주주지분	99.9	125.5	145.1	145.1	145.1
자본총계	4,331.5	4,946.5	5,430.1	5,918.7	6,719.8

## Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	91,554	107,131	107,650	111,179	133,237
EPS(지배주주)	2,165	8,786	6,885	7,363	10,436
CFPS	-1,795	10,374	941	10,089	1,955
EBITDAPS	12,542	24,563	21,475	21,765	14,158
BPS	54,531	63,815	69,957	76,424	87,028
DPS	750	1,000	1,100	1,200	1,300
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	39.2	14.6	18.7	17.5	12.3
PCR	-47.3	12.4	136.6	12.7	65.7
PSR	0.9	1.2	1.2	1.2	1.0
PBR	1.6	2.0	1.8	1.7	1.5
EBITDA	937	1,835	1,604	1,626	1,057
EV/EBITDA	8.9	4.7	5.4	4.9	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	14.5	10.2	9.9	12.6
EBITDA 이익률	17.3	35.8	32.1	33.8	73.7
부채비율	79.3	74.8	59.7	58.0	54.6
금융비용부담률	0.8	0.8	0.7	0.6	0.4
이자보상배율(x)	4.6	15.1	10.5	11.9	16.4
매출채권회전율(x)	9.3	8.8	8.2	7.4	7.4
재고자산회전율(x)	6.2	5.4	5.0	5.3	7.2

## 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	79.4%
중립	20.6%
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

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.10.11	기업분석	Buy	140,000	주민우	-18.1	-10.4	
2020.01.02	기업브리프	Buy	150,000	주민우	-12.0	-8.7	
2020.01.30	기업브리프	Buy	170,000	주민우	-	-	