



△ 핸드셋/전기전자

Analyst 주민우
02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12 개월)	190,000 원
현재주가 (9.7)	138,000 원
상승여력	37.7%
KOSPI	2,384.22pt
시가총액	103,077억원
발행주식수	7,469만주
유동주식비율	73.39%
외국인비중	32.63%
52주 최고/최저가	146,000원/85,700원
평균거래대금	813.0억원
주요주주(%)	
삼성전자 외 5 인	23.93
국민연금공단	12.56
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-2.5 4.9 42.0
상대주가	-3.8 -10.2 19.6

주가그래프



삼성전기 009150

3Q20 preview: 생각보다 더 좋은 MLCC

- ✓ 3Q20 영업이익은 2,800억원으로 컨센서스 28% 상회 예상
- ✓ 삼성전자 스마트폰 출하, 통신장비+서버 출하, 테블릿 출하 증가 영향
- ✓ 3Q20 가동률 90% 이상 예상되며 가격은 전분기 대비 +5% 예상
- ✓ 스마트폰 외 어플리케이션에서의 균형 있는 수요 개선 긍정적
- ✓ 스마트폰 (특히 중화권) 수요만 회복되면 MLCC 실적 개선폭 더 가파를 전망

3Q20 preview: 영업이익 2,800억원으로 컨센서스 28% 상회 예상

3Q20 매출액(2.3조원)과 영업이익(2,800억원)은 컨센서스를 각각 5%, 28% 상회할 전망이다. 1) 삼성전자 스마트폰 출하량이 7,250만대로 전분기 대비 +35% 성장, 2) 통신장비와 서버향 출하가 예상보다 견조, 3) 데스크탑과 테블릿의 수요가 2Q20에 이어 견조한 성장을 이어간 영향으로 추정된다. 이런 흐름을 반영하듯 대만 경쟁사 Yageo의 7월 매출액은 +54% MoM, +107% YoY 성장했다. 3Q20 MLCC 가동률은 90%를 상회하고 있으며(2Q20 가동률 82%), 가격은 믹스 개선 효과로 전분기 대비 5% 상승이 예상된다. 영업이익률은 18%로 추정된다.

3Q20 실적 서프라이즈의 주요 원인은 MLCC 수요 호조이지만, 모듈솔루션과 기판 솔루션의 실적도 견조하다. 모듈솔루션은 플래그십 모델인 갤럭시노트20 시리즈의 출하량이 3Q20 520만대, 4Q20 310만대로 예상돼 전분기 대비 큰 폭의 실적회복이 예상된다. 기판솔루션은 견조한 패키지 업황이 지속되는 가운데 북미 고객사향 회로기판(RFPCB) 출하가 시작된 효과가 반영돼 전분기 대비 실적이 크게 개선될 전망이다.

스마트폰만 회복되면 MLCC 더 좋아진다

3Q20 MLCC 실적 호조의 배경은 캡티브 고객의 스마트폰 출하량 증가와 기타 어플리케이션(서버, 통신장비, 테블릿, TV 등)에서의 균형있는 수요 개선 덕분이다. 여기에 MLCC 전방의 50~60%를 차지하고 있는 스마트폰 (특히 중화권) 수요가 회복된다면 MLCC 실적 개선폭은 더 가팔라질 수 있다. 실적과 주가 모두 다운사이드 리스크보다는 업사이드 리스크를 대비해야 할 때다. 투자의견 Buy, 적정주가 19만원 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	8,002.0	1,149.9	656.2	8,786	305.7	63,815	14.2	2.0	5.5	14.5	74.8
2019	8,040.8	734.0	514.3	6,885	-21.6	69,957	15.0	1.5	6.0	10.2	59.7
2020E	8,333.4	730.7	534.6	7,158	4.0	76,730	19.3	1.8	5.5	9.6	56.7
2021E	10,121.7	1,046.1	795.8	10,655	48.9	86,627	13.0	1.6	4.2	12.9	51.5
2022E	11,194.8	1,190.0	929.2	12,441	16.8	98,009	11.1	1.4	3.5	13.3	43.2

표1 삼성전기 3Q20 Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	2,298.3	2,215.9	3.7%	1,812.2	26.8%	2,193.3	4.8%
영업이익	279.8	189.2	47.9%	96.0	191.5%	218.5	28.0%
세전이익	264.4	175.3	50.8%	67.8	290.0%	213.9	23.6%
지배주주 순이익	214.5	103.5	107.2%	39.2	447.5%	154.2	39.1%
영업이익률(%)	12.2%	8.5%		5.3%		10.0%	
지배주주순이익률(%)	9.3%	4.7%		2.2%		7.0%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성전기 추정치 변경 내역

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	1,998	8,333	10,122	2,022	8,235	9,894	-1.2%	1.2%	2.3%
영업이익	190	731	1,046	193	676	978	-1.6%	8.1%	7.0%
영업이익률 (%)	9.5%	8.8%	10.3%	9.6%	8.2%	9.9%			
세전이익	196	684	1,018	198	629	946	-1.5%	8.8%	7.6%
순이익	149	535	796	157	490	740	-5.4%	9.0%	7.6%

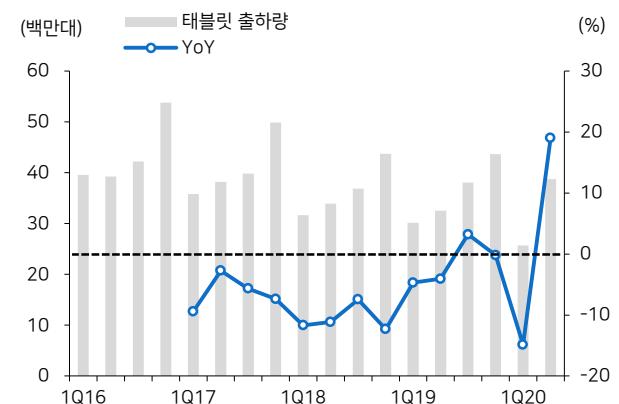
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 스마트폰 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 태블릿PC 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성전기 실적 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
환율	1,194	1,221	1,194	1,188	1,173	1,165	1,160	1,155	1,166	1,199	1,163
연결 매출액	2,224.5	1,812.2	2,298.3	1,998.4	2,426.1	2,336.1	2,875.0	2,484.6	8,040.8	8,333.4	10,121.7
(% QoQ)	20.5%	-18.5%	26.8%	-13.1%	21.4%	-3.7%	23.1%	-13.6%			
(% YoY)	7.9%	-5.5%	3.7%	8.3%	9.1%	28.9%	25.1%	24.3%	-1.7%	3.6%	21.5%
컴포넌트솔루션	858	840	1,053	973	1,050	1,027	1,267	1,168	3,218	3,723	4,512
(% QoQ)	10.7%	-2.1%	25.4%	-7.6%	7.9%	-2.2%	23.4%	-7.8%			
(% YoY)	2.5%	6.7%	28.4%	25.5%	22.4%	22.3%	20.3%	20.1%	-9.2%	15.7%	21.2%
모듈솔루션	983	605	796	623	928	885	1,096	865	3,358	3,007	3,773
(% QoQ)	53.2%	-38.5%	31.5%	-21.7%	48.9%	-4.7%	23.9%	-21.1%			
(% YoY)	3.4%	-26.6%	-15.5%	-2.9%	-5.6%	46.3%	37.8%	38.7%	8.5%	-10.5%	25.5%
기판솔루션	384	368	450	402	448	425	511	452	1,589	1,603	1,836
(% QoQ)	-10.5%	-4.1%	22.2%	-10.6%	11.5%	-5.3%	20.4%	-11.7%			
(% YoY)	16.7%	6.1%	-7.3%	-6.2%	16.8%	15.5%	13.8%	12.3%	7.7%	0.9%	14.5%
연결 영업이익	164.6	96.0	279.8	190.4	240.4	219.7	344.6	241.4	734.0	730.7	1,046.1
(% QoQ)	18.6%	-41.7%	191.5%	-32.0%	26.3%	-8.6%	56.8%	-29.9%			
(% YoY)	-32.1%	-41.4%	47.9%	37.2%	46.1%	128.9%	23.2%	26.8%	-33.2%	-0.5%	43.2%
컴포넌트솔루션	89.7	86.7	189.0	144.3	162.5	163.5	224.4	184.3	504.9	509.7	734.6
(% QoQ)	-21.4%	-3.3%	118.1%	-23.7%	12.7%	0.6%	37.2%	-17.9%			
(% YoY)	-53.0%	-27.3%	133.8%	26.4%	81.3%	88.6%	18.7%	27.7%	-54.8%	0.9%	44.1%
모듈솔루션	67.2	3.4	53.0	22.8	63.9	47.9	79.4	34.5	214.6	146.4	225.6
(% QoQ)	172.9%	-95.0%	1462.3%	-57.0%	180.4%	-25.1%	65.8%	-56.5%			
(% YoY)	-6.0%	-93.3%	-22.0%	-7.5%	-5.0%	1311.5%	49.8%	51.4%	141.5%	-31.8%	54.1%
기판솔루션	7.7	5.9	37.8	23.3	14.0	8.4	40.9	22.6	33.0	74.6	85.9
(% QoQ)	-72.0%	-22.8%	538.4%	-38.3%	-39.8%	-40.4%	389.5%	-44.6%			
(% YoY)	-138.6%	-199.6%	20.3%	-14.9%	82.8%	41.2%	8.3%	-2.8%	-130.6%	126.5%	15.1%
연결 영업이익률	7.4%	5.3%	12.2%	9.5%	9.9%	9.4%	12.0%	9.7%	9.1%	8.8%	10.3%
컴포넌트솔루션	10.5%	10.3%	18.0%	14.8%	15.5%	15.9%	17.7%	15.8%	15.7%	13.7%	16.3%
모듈솔루션	6.8%	0.6%	6.7%	3.7%	6.9%	5.4%	7.2%	4.0%	6.4%	4.9%	6.0%
기판솔루션	2.0%	1.6%	8.4%	5.8%	3.1%	2.0%	8.0%	5.0%	2.1%	4.7%	4.7%
세전이익	156.7	67.8	264.4	195.6	232.1	197.9	335.0	253.2	695.4	684.4	1,018.1
지배주주순이익	132.1	39.2	214.5	149.0	178.2	140.5	277.5	199.7	514.3	534.6	795.8
지배주주순이익률	5.9%	2.2%	9.3%	7.5%	7.3%	6.0%	9.7%	8.0%	6.4%	6.4%	7.9%

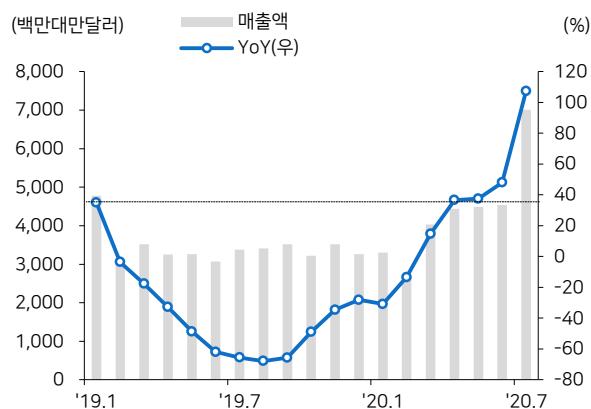
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 MLCC 실적추정 가정

(%)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
단가												
QoQ	6.7%	-2.8%	18.9%	-0.1%	20.0%	-14.0%	-15.0%	-8.5%	0.6%	2.0%	5.0%	-1.0%
YoY	27.7%	15.4%	26.1%	23.2%	38.6%	22.6%	-12.3%	-19.7%	-32.7%	-20.2%	-1.4%	6.7%
출하량												
QoQ	2.4%	18.7%	-0.6%	-11.7%	-23.1%	9.4%	18.7%	4.4%	6.2%	0.5%	19.0%	-6.0%
YoY	25.6%	44.9%	38.4%	6.7%	-19.8%	-26.1%	-11.8%	4.3%	43.9%	32.3%	32.6%	19.4%
가동률	87.4%	97.1%	96.0%	87.0%	80.0%	70.0%	75.0%	81.0%	86.0%	82.3%	93.3%	87.7%

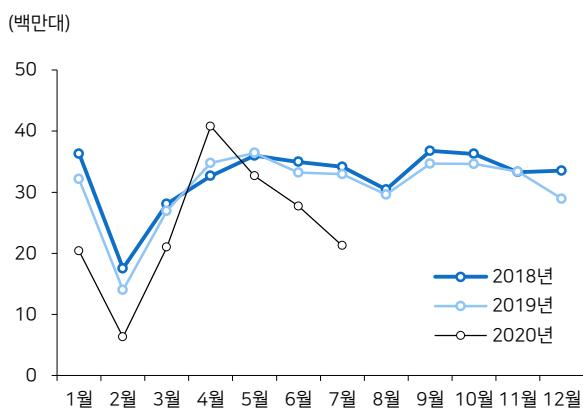
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Yageo 월별 매출액 추이



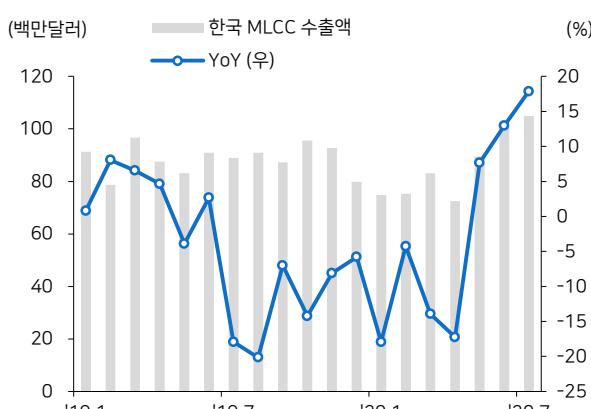
자료: Yageo, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 스마트폰 출하량



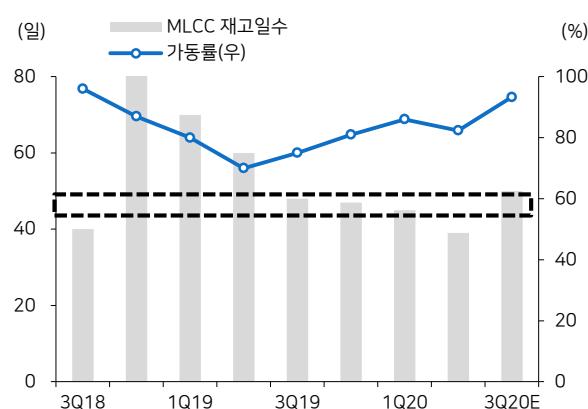
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내 월별 MLCC 수출액 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 삼성전기 재고일수 및 가동률 추이



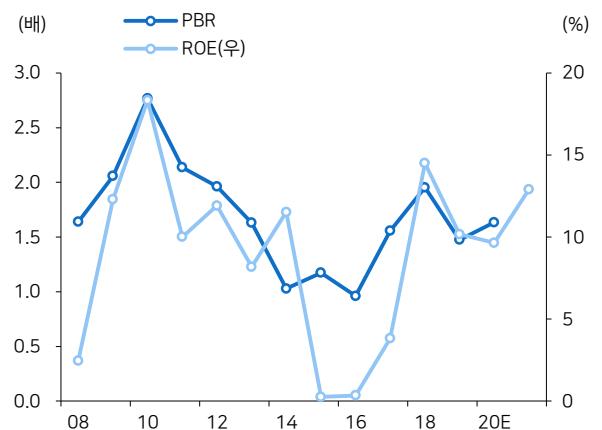
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 삼성전기 밸류에이션 테이블

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
주가 (원)												
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	
확정치 기준 PBR (배)												
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	76,730
확정치 ROE (%)	12.3	18.3	10.0	11.9	8.2	11.5	0.3	0.3	3.8	14.5	10.2	9.6
컨센서스 기준 PBR (배)												
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	75,464
컨센서스 ROE (%)	13.7	21.1	7.5	12.8	10.2	7.2	1.6	0.5	4.1	15.1	10.7	8.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 삼성전기 ROE와 PBR 밴드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 삼성전기 수정 ROE와 PBR 추이

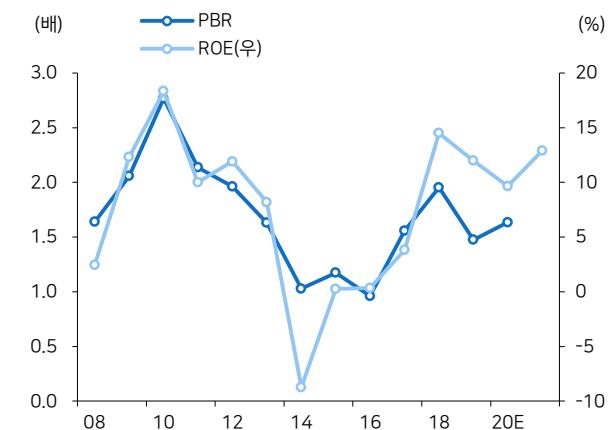
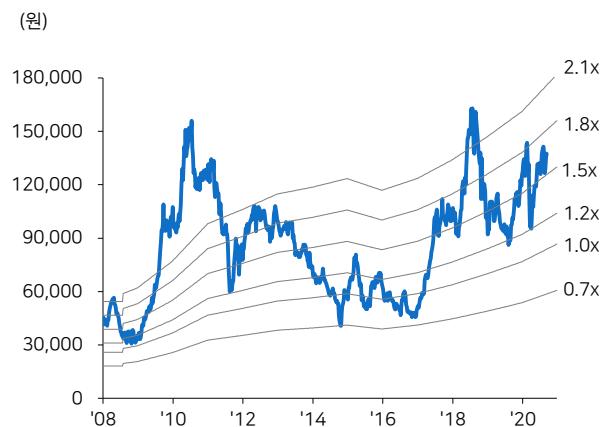
참고: 2014년과 2019년 지분매각차익과 중단사업손익으로 인한 ROE 왜곡 수정
자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 삼성전기 적정주가 산정표

(원)	2021E	비고
BPS	86,627	2021E BPS
적정배수 (배)	2.2	지난 10년간 10% 초반의 ROE를 기록했을 당시(09,10,12,13,18년)의 평균 멀티플
적정가치	193,899	
적정주가	190,000	
현재주가	138,000	
상승여력 (%)	37.7%	

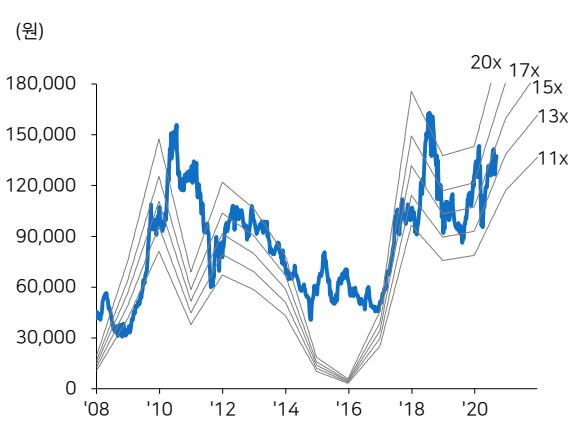
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 삼성전기 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 삼성전기 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 삼성전기 PBR 변동 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 삼성전기 유통주식수 대비 공매도 잔고 비율



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	8,002.0	8,040.8	8,333.4	10,121.7	11,194.8
매출액증가율 (%)	17.0	0.5	3.6	21.5	10.6
매출원가	5,514.6	5,990.0	6,281.2	7,649.6	8,465.8
매출총이익	2,487.4	2,050.8	2,052.1	2,472.1	2,728.9
판매관리비	1,337.5	1,316.8	1,321.5	1,426.0	1,539.0
영업이익	1,149.9	734.0	730.7	1,046.1	1,190.0
영업이익률	14.4	9.1	8.8	10.3	10.6
금융손익	-63.9	-56.6	-49.0	-29.7	-9.2
증속/관계기업손익	7.2	11.9	8.5	10.2	9.3
기타영업외손익	-8.1	1.3	-5.8	-8.5	-5.2
세전계속사업이익	1,085.2	695.4	684.4	1,018.1	1,184.9
법인세비용	280.4	71.1	136.9	203.6	237.0
당기순이익	685.0	532.9	553.4	814.5	947.9
지배주주지분 순이익	656.2	514.3	534.6	795.8	929.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,558.7	1,021.3	1,831.9	2,433.3	2,542.3
당기순이익(손실)	685.0	528.1	553.4	814.5	947.9
유형자산상각비	710.9	844.5	941.8	948.6	961.9
무형자산상각비	25.5	25.5	25.8	26.0	26.3
운전자본의 증감	-369.8	-493.7	-92.8	75.1	-24.7
투자활동 현금흐름	-698.1	-517.0	-742.1	-907.3	-707.3
유형자산의증가(CAPEX)	-1,195.2	-1,548.0	-750.0	-900.0	-700.0
투자자산의감소(증가)	-114.6	207.7	-8.4	-12.0	-12.0
재무활동 현금흐름	-235.8	-619.5	-67.8	-243.5	-310.2
차입금의 증감	-114.8	-474.3	50.8	-262.7	-321.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	557.8	-146.9	659.1	506.5	576.4
기초현금	444.6	1,002.4	855.5	1,514.6	2,021.1
기말현금	1,002.4	855.5	1,514.6	2,021.1	2,597.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	3,525.3	3,507.5	4,226.3	4,941.6	5,675.0
현금및현금성자산	1,002.4	803.8	1,514.6	2,021.1	2,597.5
매출채권	984.7	976.1	1,162.8	1,378.8	1,567.9
재고자산	1,115.6	1,271.3	1,222.4	1,117.9	998.5
비유동자산	5,119.6	5,166.7	5,098.6	5,208.5	5,150.1
유형자산	4,558.0	4,514.5	4,483.9	4,435.3	4,353.4
무형자산	162.5	141.2	142.8	136.8	115.5
투자자산	99.2	85.5	91.0	113.2	134.5
자산총계	8,644.9	8,674.2	9,324.9	10,150.1	10,825.1
유동부채	2,509.6	1,850.4	2,182.4	2,516.2	2,599.0
매입채무	276.7	263.0	296.5	380.8	430.8
단기차입금	962.0	569.2	526.9	400.0	350.0
유동성장기부채	432.1	190.9	491.0	626.8	626.8
비유동부채	1,188.8	1,393.8	1,190.5	934.2	666.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,060.1	1,219.7	1,012.9	741.3	469.7
부채총계	3,698.4	3,244.2	3,372.9	3,450.4	3,265.5
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	355.2	425.7	469.8	483.2	483.2
이익잉여금	3,179.3	3,572.9	4,040.5	4,774.7	5,634.6
비지배주주지분	125.5	145.1	155.3	155.3	155.3
자본총계	4,946.5	5,430.1	5,952.0	6,699.7	7,559.6

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	107,131	107,650	111,567	135,510	149,876
EPS(지배주주)	8,786	6,885	7,158	10,655	12,441
CFPS	10,374	941	11,731	9,688	10,624
EBITDAPS	24,563	21,475	22,736	27,054	29,161
BPS	63,815	69,957	76,730	86,627	98,009
DPS	1,000	1,100	1,100	1,200	1,300
배당수익률(%)	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	14.2	15.0	19.3	13.0	11.1
PCR	12.0	109.7	11.8	14.2	13.0
PSR	1.2	1.0	1.2	1.0	0.9
PBR	2.0	1.5	1.8	1.6	1.4
EBITDA	1,835	1,604	1,698	2,021	2,178
EV/EBITDA	5.5	6.0	5.5	4.2	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.5	10.2	9.6	12.9	13.3
EBITDA 이익률	35.8	32.1	31.5	39.4	42.7
부채비율	74.8	59.7	56.7	51.5	43.2
금융비용부담률	0.8	0.7	0.6	0.3	0.1
이자보상배율(X)	15.1	9.4	10.7	16.8	22.6
매출채권회전율(X)	8.8	8.2	7.8	8.0	7.6
재고자산회전율(X)	5.4	5.0	5.0	6.5	8.0

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 간접 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 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	괴리율(%)*		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	-30.5	-14.1	
2020.04.28	기업브리프	Buy	164,000	주민우	-27.2	-22.6	
2020.06.02	산업분석	Buy	180,000	주민우	-27.2	-19.7	
2020.07.29	기업브리프	Buy	190,000	주민우	-	-	