

2020. 10. 26



▲ 전기전자/2차전지

Analyst **주민우**

02. 6454-4865

minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy**적정주가 (12개월)** **200,000 원****현재주가 (10.26)** **139,500 원****상승여력** **43.4%**

KOSPI 2,343.91pt

시가총액 104,198억원

발행주식수 7,469만주

유동주식비율 73.35%

외국인비중 33.04%

52주 최고/최저가 146,000원/85,700원

평균거래대금 800.4억원

주요주주(%)

삼성전자 외 5 인 23.97

국민연금공단 12.92

주가상승률(%) **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 3.0 29.8 21.3

상대주가 0.1 4.6 8.1

주가그래프**삼성전기** 009150**비수기 없는 MLCC**

- ✓ 3Q20 매출액, 영업이익 모두 컨센서스 상회
- ✓ 스마트폰, PC, 테블릿 수요 증가 영향
- ✓ 3Q20 MLCC 가동률은 95%, 재고일수는 32일로 적정재고 하회
- ✓ 4Q20 영업이익은 컨센서스 25% 상회할 전망
- ✓ 아이폰 출시 지연효과로 MLCC와 기판솔루션 실적 개선이 지속될 전망이다
- ✓ 2021년은 높은 MLCC 가동률이 유지됨에 따라 수익성은 예상을 뛰어넘을 전망

3Q20 review: 예상을 뛰어넘는 MLCC & 카메라모듈 마진

3Q20 매출액(2.2조원)과 영업이익(3,025억원)은 컨센서스를 각각 3%, 18% 상회했다. 1) 삼성전자 스마트폰 출하량이 전분기 대비 40% 이상 성장했고, 2) 테스크탑과 테블릿의 수요가 2Q20에 이어 견조한 성장을 이어간 영향이다. 3Q20 MLCC 가격은 +0.3% QoQ, 출하량은 +15% QoQ 변동했다. 가동률은 95%로 추정되며 재고일수는 32일로 여전히 적정재고(45일)를 하회했다. 갤럭시노트20 시리즈 출시 효과로 3Q20 모듈솔루션 수익성(9%)은 2015년 이후 가장 높은 수준을 기록했다. IT 제품 수요 개선과 기판층수 증가 효과로 3Q20 패키지 기판은 풀가동이 유지됐다.

비수기 없는 MLCC

4Q20 매출액(2.1조원)과 영업이익(2,554억원)은 컨센서스를 각각 5%, 25% 상회할 전망이다. 전통적인 재고조정 시즌임에도 아이폰 출시 지연 효과로 MLCC와 기판솔루션의 실적 개선이 지속될 전망이다. 4Q20 MLCC 가격은 -0.2% QoQ, 출하량은 +3% QoQ 변동이 예상된다. 가동률은 96%를 예상하나 재고일수는 33일로 여전히 적정재고를 밑돌 전망이다. 4Q20 수익성은 3Q20과 유사한 19%가 예상된다.

2021년 매출액(10.2조원)과 영업이익(1.1조원)은 컨센서스를 각각 10%, 18% 상회할 전망이다. 1) 1Q19~2Q20 80% 초반이 유지됐던 MLCC 가동률이 3Q20을 기점으로 2021년에도 90%이상의 가동률 유지가 예상돼 수익성 개선에 큰 기여를 할 전망이며, 2) 천진공장 또한 본격 가동될 예정이기 때문이다.

MLCC와 기판솔루션 수익성을 종전대비 각각 0.6%p, 2.8%p 상향해 2021년 순이익을 6% 상향했다. 이를 반영해 적정주가는 20만원으로 상향한다.

(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	8,493.4	818.4	605.9	8,112	17.8	77,784	17.2	1.8	5.2	10.9	57.6
2021E	10,200.1	1,104.1	843.1	11,288	39.1	88,349	12.4	1.6	4.1	13.4	50.5
2022E	11,039.6	1,185.8	928.8	12,435	10.2	99,687	11.2	1.4	3.5	13.1	42.2

표1 삼성전기 3Q20P 실적 Review

(십억원)	3Q20P	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	2,287.9	2,215.9	3.2%	1,812.2	26.2%	2,220.8	3.0%	2,298.3	-0.5%
영업이익	302.5	189.2	59.9%	96.0	215.1%	256.1	18.1%	279.8	8.1%
세전이익	300.7	175.3	71.5%	67.8	343.6%	249.8	20.4%	264.4	13.7%
지배주주 순이익	230.2	103.5	122.4%	39.2	487.7%	185.8	23.9%	214.5	7.3%
영업이익률(%)	13.2%	8.5%		5.3%		11.5%		12.2%	
지배주주 순이익률(%)	10.1%	4.7%		2.2%		8.4%		9.3%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성전기 추정치 변경 내역

	New			Old			차이(%)		
(십억원)	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	2,169	8,493	10,200	1,998	8,333	10,122	8.5%	1.9%	0.8%
영업이익	255	818	1,104	190	731	1,046	34.2%	12.0%	5.6%
영업이익률 (%)	11.8%	9.6%	10.8%	9.5%	8.8%	10.3%			
세전이익	260	786	1,077	196	684	1,018	33.2%	14.8%	5.8%
순이익	205	606	843	149	535	796	37.3%	13.3%	5.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성전기 실적 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율	1,194	1,221	1,189	1,165	1,150	1,140	1,135	1,125	1,192	1,138	1,130
연결 매출액	2,224.5	1,812.2	2,287.9	2,168.8	2,488.5	2,382.9	2,848.3	2,480.4	8,493.4	10,200.1	11,039.6
(% QoQ)	20.5%	-18.5%	26.2%	-5.2%	14.7%	-4.2%	19.5%	-12.9%			
(% YoY)	7.9%	-5.5%	3.2%	17.5%	11.9%	31.5%	24.5%	14.4%	5.6%	20.1%	8.2%
컴포넌트솔루션	858	840	983	996	1,044	1,021	1,209	1,112	3,677	4,386	4,870
(% QoQ)	10.7%	-2.1%	17.1%	1.3%	4.8%	-2.2%	18.3%	-8.0%			
(% YoY)	2.5%	6.7%	19.9%	28.5%	21.8%	21.6%	22.9%	11.6%	14.2%	19.3%	11.0%
모듈솔루션	983	605	853	669	971	906	1,106	873	3,109	3,855	4,029
(% QoQ)	53.2%	-38.5%	41.0%	-21.6%	45.3%	-6.7%	22.1%	-21.1%			
(% YoY)	3.4%	-26.6%	-9.4%	4.2%	-1.2%	49.8%	29.7%	30.5%	-7.4%	24.0%	4.5%
기판솔루션	384	368	452	504	473	456	534	496	1,708	1,959	2,141
(% QoQ)	-10.5%	-4.1%	22.9%	11.5%	-6.1%	-3.7%	17.1%	-7.1%			
(% YoY)	16.7%	6.1%	-6.8%	17.5%	23.3%	23.9%	18.1%	-1.6%	7.4%	14.7%	9.3%
연결 영업이익	164.6	96.0	302.5	255.4	266.6	240.4	359.6	237.5	818.4	1,104.1	1,185.8
(% QoQ)	18.6%	-41.7%	215.1%	-15.6%	4.4%	-9.8%	49.6%	-33.9%			
(% YoY)	-32.1%	-41.4%	59.9%	84.1%	62.0%	150.4%	18.9%	-7.0%	11.5%	34.9%	7.4%
컴포넌트솔루션	89.7	86.7	187.2	189.8	168.3	162.9	223.3	185.6	553.4	740.2	797.9
(% QoQ)	-21.4%	-3.3%	116.0%	1.4%	-11.3%	-3.2%	37.1%	-16.9%			
(% YoY)	-53.0%	-27.3%	131.6%	66.3%	87.7%	88.0%	19.3%	-2.2%	9.6%	33.8%	7.8%
모듈솔루션	67.2	3.4	76.7	13.3	67.8	50.0	82.7	17.3	160.7	217.8	226.2
(% QoQ)	172.9%	-95.0%	2162.7%	-82.6%	409.1%	-26.2%	65.3%	-79.0%			
(% YoY)	-6.0%	-93.3%	13.0%	-46.0%	0.8%	1374.7%	7.7%	30.1%	-25.1%	35.5%	3.9%
기판솔루션	7.7	5.9	31.5	52.3	30.5	27.4	53.5	34.6	97.4	146.1	161.6
(% QoQ)	-72.0%	-22.8%	432.6%	65.9%	-41.5%	-10.2%	95.1%	-35.4%			
(% YoY)	-138.6%	-199.6%	0.3%	91.0%	298.5%	364.0%	69.9%	-33.8%	195.4%	50.1%	10.6%
연결 영업이익률	7.4%	5.3%	13.2%	11.8%	10.7%	10.1%	12.6%	9.6%	9.6%	10.8%	10.7%
컴포넌트솔루션	10.5%	10.3%	19.0%	19.1%	16.1%	16.0%	18.5%	16.7%	15.1%	16.9%	16.4%
모듈솔루션	6.8%	0.6%	9.0%	2.0%	7.0%	5.5%	7.5%	2.0%	5.2%	5.6%	5.6%
기판솔루션	2.0%	1.6%	7.0%	10.4%	6.5%	6.0%	10.0%	7.0%	5.7%	7.5%	7.5%
세전이익	156.7	67.8	300.7	260.4	258.3	218.9	350.1	249.3	785.6	1,076.6	1,183.5
지배주주순이익	132.1	39.2	230.2	204.5	203.7	168.7	274.0	196.8	605.9	843.1	928.8
지배주주순이익률	5.9%	2.2%	10.1%	9.4%	8.2%	7.1%	9.6%	7.9%	7.1%	8.3%	8.4%

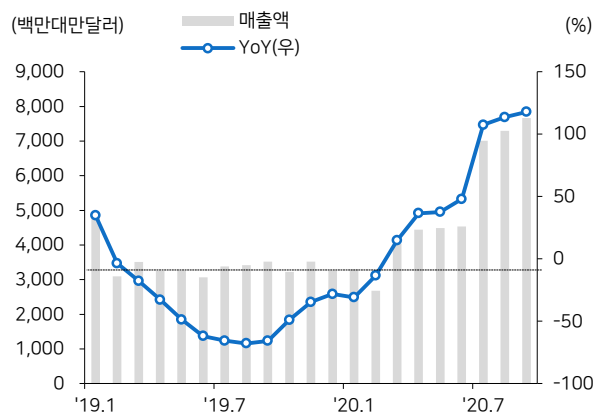
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 MLCC 실적추정 가정

(%)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
단가												
QoQ	20.0%	-14.0%	-15.0%	-8.5%	0.6%	2.0%	0.3%	-0.2%	3.0%	-2.0%	7.0%	-2.0%
YoY	38.6%	22.6%	-12.3%	-19.7%	-32.7%	-20.2%	-5.8%	2.7%	5.2%	1.0%	7.8%	5.8%
출하량												
QoQ	-23.1%	9.4%	18.7%	4.4%	6.2%	0.5%	15.5%	3.0%	1.0%	0.0%	10.0%	-5.0%
YoY	-19.8%	-26.1%	-11.8%	4.3%	43.9%	32.3%	28.7%	27.0%	20.8%	20.1%	14.4%	5.5%
가동률												
	80.0%	70.0%	75.0%	81.0%	86.0%	82.3%	95.1%	96.0%	89.8%	89.8%	98.8%	93.9%

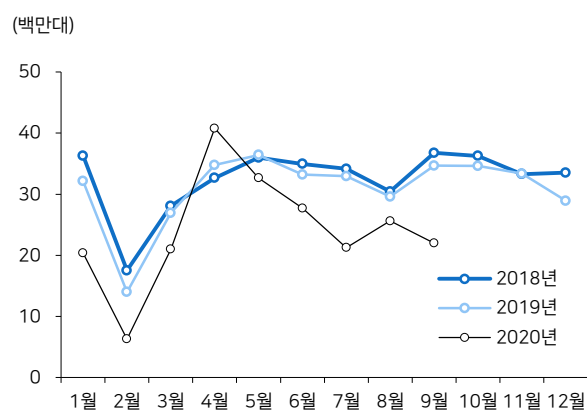
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 Yageo 월별 매출액 추이



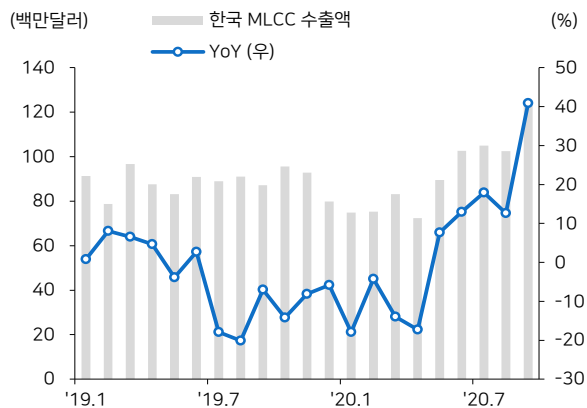
자료: Yageo, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 스마트폰 출하량



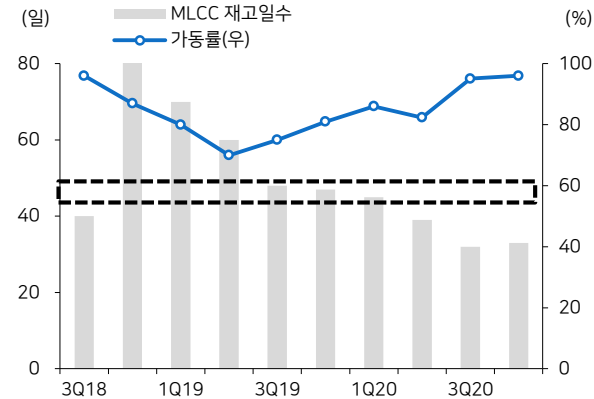
자료: 中国信通院, 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내 월별 MLCC 수출액 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 삼성전기 재고일수 및 가동률 추이



참고: 점선표시는 적정재고일수

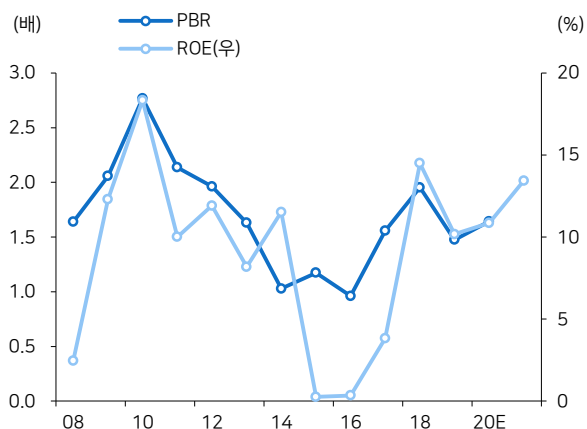
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 삼성전기 밸류에이션 테이블

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
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	146,000
Low	33,100	91,200	59,200	77,800	71,500	39,800	48,800	44,800	49,850	88,900	84,100	85,700
Average	68,263	123,942	96,548	98,459	87,690	60,348	63,848	52,509	84,932	124,684	103,177	127,778
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	1.9
Low	1.0	2.0	1.3	1.6	1.3	0.7	0.9	0.8	0.9	1.4	1.2	1.1
Average	2.1	2.8	2.1	2.0	1.6	1.0	1.2	1.0	1.6	2.0	1.5	1.6
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	77,784
확정치 ROE (%)	12.3	18.3	10.0	11.9	8.2	11.5	0.3	0.3	3.8	14.5	10.2	10.9
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	1.9
Low	1.1	2.5	1.3	1.5	1.3	0.7	0.8	0.8	0.8	1.4	1.2	1.1
Average	2.3	3.4	2.1	1.9	1.6	1.1	1.1	0.9	1.4	1.9	1.5	1.7
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	75,965
컨센서스 ROE (%)	13.7	21.1	7.5	12.8	10.2	7.2	1.6	0.5	4.1	15.1	10.7	9.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 삼성전기 ROE와 PBR 밴드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 삼성전기 수정 ROE와 PBR 추이

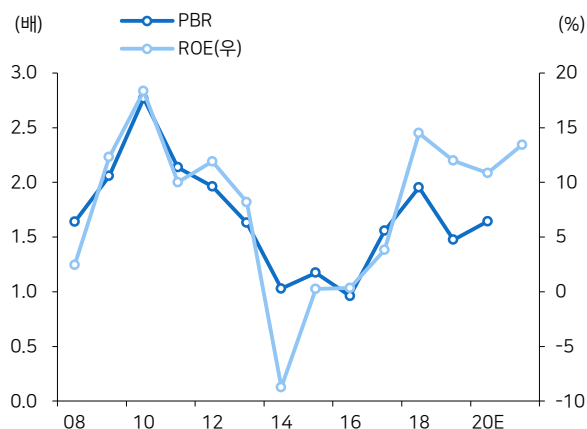
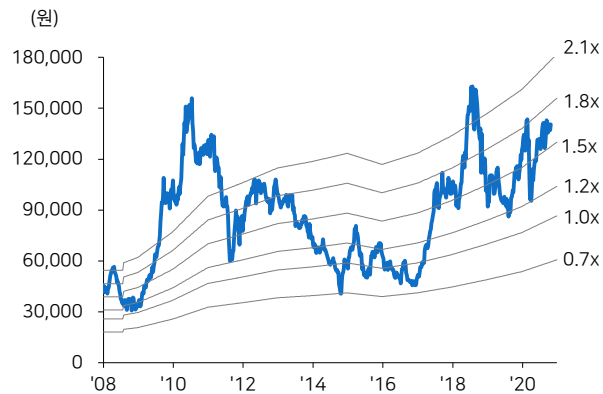
참고: 2014년과 2019년 지분매각차익과 중단사업손익으로 인한 ROE 왜곡 수정
자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 삼성전기 적정주가 산정표

(원)	2021E	비고
BPS	88,349	2021년 BPS
적정배수 (배)	2.2	지난 10년간 10% 초반의 ROE를 기록했을 당시(09,10,12,13,18년)의 평균 멀티플
적정가치	197,753	
적정주가	200,000	
현재주가	139,500	
상승여력 (%)	43.4%	

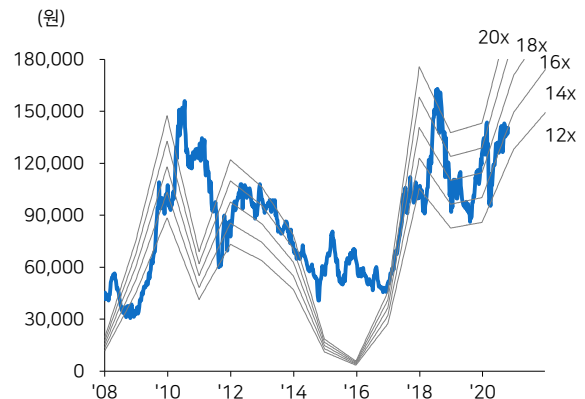
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 삼성전기 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 삼성전기 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 삼성전기 PBR 변동 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	8,002.0	8,040.8	8,493.4	10,200.1	11,039.6
매출액증가율 (%)	17.0	0.5	5.6	20.1	8.2
매출원가	5,514.6	5,990.0	6,389.5	7,705.6	8,341.4
매출총이익	2,487.4	2,050.8	2,103.9	2,494.5	2,698.2
판매관리비	1,337.5	1,316.8	1,285.5	1,390.4	1,512.4
영업이익	1,149.9	734.0	818.4	1,104.1	1,185.8
영업이익률	14.4	9.1	9.6	10.8	10.7
금융손익	-63.9	-56.6	-49.0	-29.3	-6.6
종속/관계기업손익	7.2	11.9	8.5	10.2	9.3
기타영업외손익	-8.1	1.3	-5.9	-8.4	-5.0
세전계속사업이익	1,085.2	695.4	785.6	1,076.6	1,183.5
법인세비용	280.4	71.1	167.7	215.3	236.7
당기순이익	685.0	532.9	623.7	861.3	946.8
지배주주지분 순이익	656.2	514.3	605.9	843.1	928.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,558.7	1,021.3	1,870.2	2,518.9	2,530.0
당기순이익(손실)	685.0	528.1	623.7	861.3	946.8
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	-138.5	109.9	-26.4
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	678.5	606.7	575.0
기초현금	444.6	1,002.4	855.5	1,534.0	2,140.7
기말현금	1,002.4	855.5	1,534.0	2,140.7	2,715.7

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	3,525.3	3,507.5	4,375.8	5,070.0	5,785.9
현금및현금성자산	1,002.4	803.8	1,534.0	2,140.7	2,715.7
매출채권	984.7	976.1	1,262.0	1,376.5	1,545.8
재고자산	1,115.6	1,271.3	1,230.4	1,129.6	1,019.7
비유동자산	5,119.6	5,166.7	5,131.1	5,207.6	5,142.3
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	9,506.8	10,277.6	10,928.3
유동부채	2,509.6	1,850.4	2,281.7	2,513.7	2,576.1
매입채무	276.7	263.0	321.8	380.1	424.7
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	1,193.4	934.1	665.8
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	3,475.2	3,447.8	3,241.9
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	479.1	496.1	493.9
이익잉여금	3,179.3	3,572.9	4,110.8	4,891.9	5,750.7
비지배주주지분	125.5	145.1	155.3	155.3	155.3
자본총계	4,946.5	5,430.1	6,031.7	6,829.8	7,686.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	107,131	107,650	113,710	136,559	147,799
EPS(지배주주)	8,786	6,885	8,112	11,288	12,435
CFPS	10,374	941	11,991	11,030	10,605
EBITDAPS	24,563	21,475	23,911	27,830	29,106
BPS	63,815	69,957	77,784	88,349	99,687
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	17.2	12.4	11.2
PCR	12.0	109.7	11.6	12.6	13.2
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	1,786	2,079	2,174
EV/EBITDA	5.5	6.0	5.2	4.1	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.5	10.2	10.9	13.4	13.1
EBITDA 이익률	35.8	32.1	33.9	40.6	42.7
부채비율	74.8	59.7	57.6	50.5	42.2
금융비용부담률	0.8	0.7	0.6	0.3	0.1
이자보상배율(x)	15.1	9.4	12.0	17.7	22.5
매출채권회전율(x)	8.8	8.2	7.6	7.7	7.6
재고자산회전율(x)	5.4	5.0	5.1	6.5	7.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 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 기재된 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	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 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	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	-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	-27.7	-23.9	
2020.10.26	기업브리프	Buy	200,000	주민우	-	-	