

2021년 1월 7일 | Equity Research

# 삼성전기 (009150)



## 새로운 이정표

### 4Q20 Preview: 영업이익 2,570억원으로 컨센서스 부합

삼성전기의 20년 4분기 매출액은 2조 1,360억원(YoY +16%, QoQ -7%), 영업이익은 2,570억원(YoY +85%, QoQ -15%)으로 전망한다. 원/달러 환율 하락으로 하나금융투자의 기존 추정치는 소폭 하향되지만, 매출액과 영업이익 모두 컨센서스에 부합하는 수준이다. MLCC와 패키지기판을 필두로 한 컴포넌트, 기판솔루션은 전분기에 이어 견조한 실적이 가능할 것으로 추정된다. 연말 재고조정에 의한 고객사 물량 감소로 모듈솔루션 매출액은 전분기대비 23% 감소할 전망이다.

### MLCC, 패키지기판 모두 견조. 모듈도 모멘텀 발생

삼성전기의 2021년 매출액은 9조 6,385억원, 영업이익은 1조 1,449억원으로 전년 대비 각각 14%, 40% 증가할 전망이다. 원/달러 환율 가정을 1,080원으로 변경하며 기존 전망치 대비 소폭 하향 조정되었다. 1) MLCC는 2018년을 뛰어넘는 업황이 전개되고 있다. 20년 7월부터 한국 Ceramic Capacitor 수출증량은 18년 가을을 넘어섰다. 2021년에도 스마트폰, 자동차의 수요 회복과 5G, 전장화, 전기차 비중확대로 매출 최고치를 갱신할 것으로 전망된다. 2) 패키지기판 호조도 지속될 전망이다. 스마트폰, PC에서 고사양 반도체 칩이 탑재되며 패키지기판의 대면적화, 고다층화가 전개되고 있다. 또한 5G 스마트폰에 필요한 RF 관련 SIP 기판 수요도 빠른 속도로 증가하고 있다. CAPA 증설을 하며 해당 수요에 대응 중이다. 3) 모듈솔루션은 2022년에 새로운 모멘텀이 기대된다. 북미 고객사향 폴디드줌 모듈 공급 가능성 때문이다.

### 밸류에이션 밴드 상단 초과 전망

삼성전기에 대한 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 240,000원으로 상향한다. 목표주가를 상향하는 이유는 최근에 상향된 글로벌 MLCC와 패키지기판 업체들의 밸류에이션을 적용하기 때문이다. 목표주가 240,000원은 2021년 기준 PBR 2.8배로 2018년에 형성되었던 PBR 밴드 상단 2.4배를 뛰어넘는 수준이다. 누차 언급했지만, 컴포넌트솔루션 부문이 2018년을 뛰어넘는 업황과 자체 펀더멘털 개선으로 2021년에는 과거 최고 PBR 도달이 가능할 것으로 기대된다. 거기에 패키지기판과 모듈솔루션도 이익 기여도가 높아져 2021년에는 PBR 밴드 상단을 새롭게 형성할 것으로 판단된다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 240,000원(상향) | CP(1월06일): 176,000원

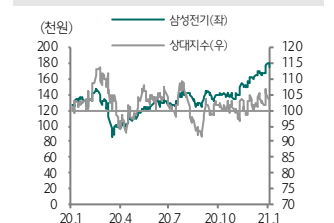
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,968.21
52주 최고/최저(원)	180,000/85,700
시가총액(십억원)	13,146.1
시가총액비중(%)	0.64
발행주식수(천주)	74,693.7
60일 평균 거래량(천주)	617.5
60일 평균 거래대금(십억원)	61.2
20년 배당금(예상, 원)	96.4
20년 배당수익률(예상, %)	1.100
외국인지분율(%)	0.00
주요주주 지분율(%)	34.70
삼성전자 외 5인	23.93
국민연금공단	12.87
주가상승률	1M 6M 12M
절대	8.3 35.4 38.0
상대	(0.3) (0.2) 0.2

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	8,478.2	9,430.4
영업이익(십억원)	820.1	1,051.4
순이익(십억원)	613.9	778.3
EPS(원)	7,600	9,673
BPS(원)	76,931	85,628

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	8,002.0	8,040.8	8,460.6	9,638.5	10,427.0
영업이익	십억원	1,149.9	734.0	820.0	1,144.9	1,275.6
세전이익	십억원	1,085.2	690.6	779.7	1,109.8	1,174.7
순이익	십억원	656.2	514.3	588.4	764.6	808.4
EPS	원	8,457	6,627	7,582	9,852	10,417
증감율	%	305.81	(21.64)	14.41	29.94	5.73
PER	배	12.24	18.86	23.48	17.86	16.90
PBR	배	1.62	1.79	2.31	2.05	1.85
EV/EBITDA	배	4.87	6.72	6.77	5.41	4.79
ROE	%	14.50	10.18	10.60	12.41	11.77
BPS	원	64,017	69,996	76,912	85,691	95,036
DPS	원	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100



Analyst 김국호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 김정현

02-3771-7056

Junghyun.kim@hanafn.com

표 1. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>2,224.5</b>	<b>1,812.2</b>	<b>2,287.9</b>	<b>2,136.0</b>	<b>2,388.5</b>	<b>2,250.0</b>	<b>2,551.9</b>	<b>2,448.1</b>	<b>8,040.9</b>	<b>8,460.6</b>	<b>9,638.5</b>
증감률 (YoY)	7.9%	-5.5%	3.2%	15.7%	7.4%	24.2%	11.5%	14.6%	0.5%	5.2%	13.9%
증감률 (QoQ)	20.5%	-18.5%	26.3%	-6.6%	11.8%	-5.8%	13.4%	-4.1%			
컴포넌트 솔루션	857.6	839.6	983.2	952.4	992.1	1,018.6	1,098.8	1,065.0	3,218.2	3,632.8	4,174.4
모듈 솔루션	983.2	604.8	852.7	660.6	962.8	809.8	940.7	794.8	3,358.4	3,101.3	3,508.1
기판 솔루션	383.7	367.8	452.0	522.9	433.7	421.6	512.5	588.3	1,456.5	1,726.5	1,956.0
<b>영업이익</b>	<b>164.5</b>	<b>96.0</b>	<b>302.5</b>	<b>257.0</b>	<b>267.5</b>	<b>259.7</b>	<b>333.4</b>	<b>284.3</b>	<b>734.0</b>	<b>820.0</b>	<b>1,144.9</b>
증감률 (YoY)	-32.1%	-41.4%	59.9%	85.2%	62.5%	170.6%	10.2%	10.6%	-36.2%	11.7%	39.6%
증감률 (QoQ)	18.6%	-41.7%	215.2%	-15.1%	4.1%	-2.9%	28.3%	-14.7%			
컴포넌트 솔루션	89.6	87.8	194.5	188.7	189.9	206.2	228.6	207.4	508.2	560.7	832.0
모듈 솔루션	67.2	1.5	74.1	14.4	53.1	29.7	48.1	23.4	217.1	157.2	154.4
기판 솔루션	7.7	6.6	34.0	53.8	24.5	23.8	56.6	53.5	8.7	102.1	158.5
<b>영업이익률</b>	<b>7.4%</b>	<b>5.3%</b>	<b>13.2%</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.5%</b>	<b>13.1%</b>	<b>11.6%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.7%</b>	<b>11.9%</b>
컴포넌트 솔루션	10.5%	10.5%	19.8%	19.8%	19.1%	20.2%	20.8%	19.5%	15.8%	15.4%	19.9%
모듈 솔루션	6.8%	0.2%	8.7%	2.2%	5.5%	3.7%	5.1%	2.9%	6.5%	5.1%	4.4%
기판 솔루션	2.0%	1.8%	7.5%	10.3%	5.6%	5.6%	11.1%	9.1%	0.6%	5.9%	8.1%

자료: 삼성전기, 하나금융투자

표 2. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>2,224.5</b>	<b>1,812.2</b>	<b>2,287.9</b>	<b>2,198.5</b>	<b>2,424.5</b>	<b>2,275.5</b>	<b>2,589.3</b>	<b>2,490.8</b>	<b>8,040.9</b>	<b>8,523.2</b>	<b>9,780.1</b>
증감률 (YoY)	7.9%	-5.5%	3.2%	19.1%	9.0%	25.6%	13.2%	13.3%	0.5%	6.0%	14.7%
증감률 (QoQ)	20.5%	-18.5%	26.3%	-3.9%	10.3%	-6.1%	13.8%	-3.8%			
컴포넌트 솔루션	857.6	839.6	983.2	990.7	1,028.4	1,056.2	1,139.3	1,105.1	3,218.2	3,671.1	4,329.0
모듈 솔루션	983.2	604.8	852.7	682.3	966.2	803.4	939.0	792.5	3,358.4	3,123.0	3,501.1
기판 솔루션	383.7	367.8	452.0	525.5	429.9	416.0	511.0	593.2	1,456.5	1,729.1	1,950.0
<b>영업이익</b>	<b>164.5</b>	<b>96.0</b>	<b>302.5</b>	<b>262.4</b>	<b>264.2</b>	<b>260.8</b>	<b>337.9</b>	<b>286.5</b>	<b>734.0</b>	<b>825.5</b>	<b>1,149.5</b>
증감률 (YoY)	-32.1%	-41.4%	59.9%	89.2%	60.6%	171.7%	11.7%	9.2%	-36.2%	12.5%	39.3%
증감률 (QoQ)	18.6%	-41.7%	215.2%	-13.3%	0.7%	-1.3%	29.6%	-15.2%			
컴포넌트 솔루션	89.6	87.8	194.5	196.3	192.2	213.7	236.9	215.0	508.2	568.3	857.9
모듈 솔루션	67.2	1.5	74.1	15.0	53.3	29.5	48.0	23.4	217.1	157.8	154.2
기판 솔루션	7.7	6.6	34.0	51.2	18.7	17.6	53.0	48.1	8.7	99.4	137.4
<b>영업이익률</b>	<b>7.4%</b>	<b>5.3%</b>	<b>13.2%</b>	<b>11.9%</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.5%</b>	<b>13.1%</b>	<b>11.5%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.7%</b>	<b>11.8%</b>
컴포넌트 솔루션	10.5%	10.5%	19.8%	19.8%	18.7%	20.2%	20.8%	19.5%	15.8%	15.5%	19.8%
모듈 솔루션	6.8%	0.2%	8.7%	2.2%	5.5%	3.7%	5.1%	3.0%	6.5%	5.1%	4.4%
기판 솔루션	2.0%	1.8%	7.5%	9.7%	4.4%	4.2%	10.4%	8.1%	0.6%	5.8%	7.0%

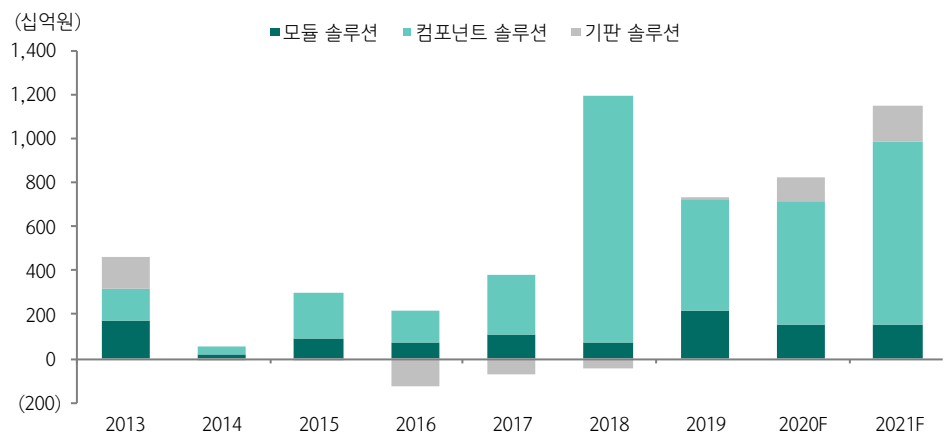
자료: 삼성전기, 하나금융투자

표 3. 삼성전기의 Valuation

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고1	비고2
	기판 솔루션	434	7.2	3,128	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	lbiden, Kinsus, Shinko, Unimicron
	컴포넌트 솔루션	1,226	10.9	13,368	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	Murata, Yageo, 삼화콘덴서
	모듈 솔루션	372	5.0	1,925	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	Lite-On, Sunny Optical, MCNEX
	Sub-Total (A)	2,033	6.4	18,420.5		
비영업가치(십억원)	구분	시가총액/장부가	지분율	Value		
	삼성중공업	4,649	2.2%	100		
	아이마켓코리아	300	1.7%	5		
	비상장 주식	68		68		
	Sub-Total (B)	25,294		121.3	장부가 및 시가 대비 30% 할인	
순현금(십억원)	구분	Value		Value		
	현금 등	1,474		1,474		
	차입금	1,999		1,999		
	Sub-Total (C)	-524		-524		
주주가치(십억원)		(A)+(B)+(C)		18017.5		
주식수				주식수		
주식수(천주)	발행주식수			74,694	자기주식 포함	자기주식 포함
목표주가(원)				241,219		

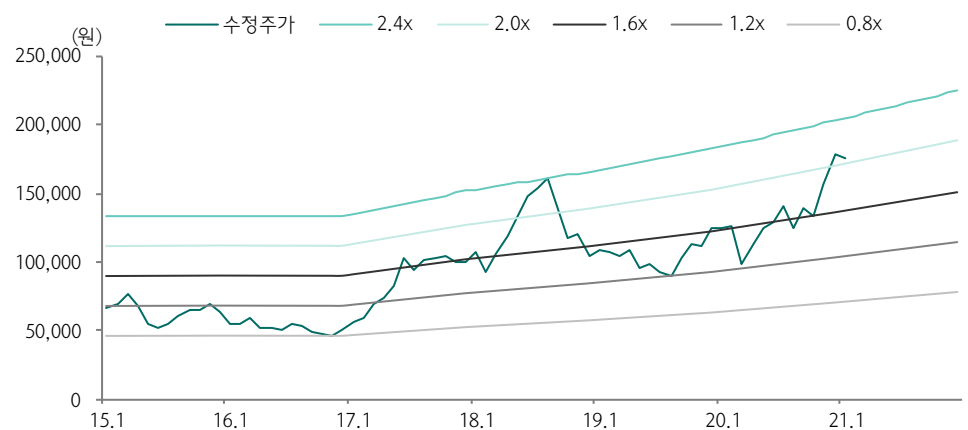
자료: 하나금융투자

그림 1. 연간 영업이익(부문별 누적매대. 2013~2021)



자료: 삼성전기, 하나금융투자

그림 2. PBR 밴드



자료: WiseFn, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	8,002.0	8,040.8	8,460.6	9,638.5	10,427.0
매출원가	5,514.6	5,990.0	6,460.0	7,258.9	7,817.8
매출총이익	2,487.4	2,050.8	2,000.6	2,379.6	2,609.2
판매비	1,337.5	1,316.9	1,180.6	1,234.7	1,333.5
영업이익	1,149.9	734.0	820.0	1,144.9	1,275.6
금융손익	(63.9)	(56.6)	(47.0)	(43.1)	(35.0)
종속/관계기업손익	7.2	11.9	27.6	0.0	1.0
기타영업외손익	(8.1)	1.3	(20.9)	8.0	(67.0)
세전이익	1,085.2	690.6	779.7	1,109.8	1,174.7
법인세	280.4	71.1	177.5	231.7	210.2
계속사업이익	804.9	619.5	602.3	878.1	964.5
중단사업이익	(119.8)	(91.4)	5.8	(88.0)	(129.0)
당기순이익	685.0	528.0	608.1	790.1	835.5
비배주주지분 손이익	28.8	13.8	19.7	25.6	27.1
지배주주순이익	656.2	514.3	588.4	764.6	808.4
지배주주지분포괄이익	629.8	540.6	568.5	699.5	739.6
NOPAT	852.8	658.4	633.4	905.9	1,047.4
EBITDA	1,886.4	1,604.0	1,680.6	2,026.3	2,186.8
성장성(%)					
매출액증가율	17.01	0.48	5.22	13.92	8.18
NOPAT증가율	298.32	(22.80)	(3.80)	43.02	15.62
EBITDA증가율	101.37	(14.97)	4.78	20.57	7.92
영업이익증가율	275.54	(36.17)	11.72	39.62	11.42
(지배주주)순이익증가율	305.81	(21.62)	14.41	29.95	5.73
EPS증가율	305.81	(21.64)	14.41	29.94	5.73
수익성(%)					
매출총이익률	31.08	25.50	23.65	24.69	25.02
EBITDA이익률	23.57	19.95	19.86	21.02	20.97
영업이익률	14.37	9.13	9.69	11.88	12.23
계속사업이익률	10.06	7.70	7.12	9.11	9.25

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	8,457	6,627	7,582	9,852	10,417
BPS	64,017	69,996	76,912	85,691	95,036
CFPS	25,905	20,672	23,562	24,600	26,089
EBITDAPS	24,308	20,670	21,657	26,112	28,180
SPS	103,118	103,618	109,028	124,206	134,367
DPS	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100
주가지표(배)					
PER	12.24	18.86	23.48	17.86	16.90
PBR	1.62	1.79	2.31	2.05	1.85
PCR	4.00	6.05	7.55	7.15	6.75
EV/EBITDA	4.87	6.72	6.77	5.41	4.79
PSR	1.00	1.21	1.63	1.42	1.31
재무비율(%)					
ROE	14.50	10.18	10.60	12.41	11.77
ROA	8.00	5.94	6.43	7.70	7.58
ROIC	14.73	10.69	10.15	14.17	15.74
부채비율	74.77	59.74	60.76	52.71	49.15
순부채비율	24.42	21.21	18.20	9.67	1.83
이자보상배율(배)	15.08	9.38	13.96	20.03	24.11

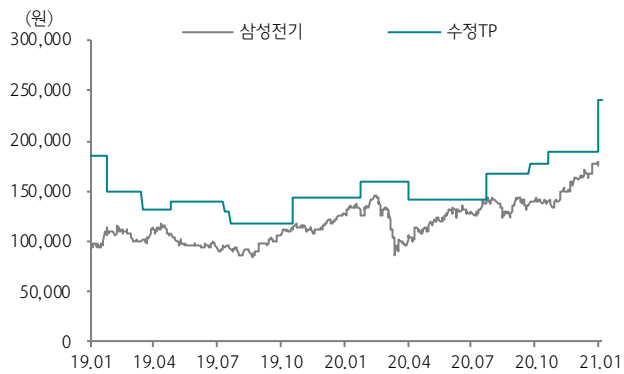
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,525.3	3,507.5	4,342.1	4,839.1	5,591.4
금융자산	1,246.0	859.9	1,113.5	1,250.6	1,762.0
현금성자산	1,002.4	803.8	1,042.5	1,169.7	1,674.5
매출채권	984.7	976.0	1,236.1	1,408.1	1,523.3
재고자산	1,115.6	1,271.3	1,609.9	1,834.1	1,984.1
기타유동자산	179.0	400.3	382.6	346.3	322.0
비유동자산	5,119.6	5,166.7	5,286.1	5,386.6	5,517.5
투자자산	250.1	258.9	262.7	277.8	287.8
금융자산	189.9	190.6	176.2	179.3	181.3
유형자산	4,558.0	4,514.5	4,634.6	4,746.4	4,888.1
무형자산	162.5	141.2	126.7	100.4	79.5
기타비유동자산	149.0	252.1	262.1	262.0	262.1
자산총계	8,644.9	8,674.2	9,628.2	10,225.7	11,108.9
유동부채	2,509.6	1,850.4	2,356.6	2,222.0	2,336.2
금융부채	1,394.0	760.1	1,101.2	796.0	796.0
매입채무	276.7	263.0	333.1	379.4	410.5
기타유동부채	838.9	827.3	922.3	1,046.6	1,129.7
비유동부채	1,188.8	1,393.7	1,282.6	1,307.8	1,324.6
금융부채	1,060.1	1,251.3	1,102.3	1,102.3	1,102.3
기타비유동부채	128.7	142.4	180.3	205.5	222.3
부채총계	3,698.4	3,244.2	3,639.2	3,529.7	3,660.7
지배주주지분	4,821.1	5,285.0	5,821.7	6,503.0	7,228.1
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	355.2	425.7	457.2	457.2	457.2
이익잉여금	3,179.3	3,572.9	4,078.0	4,759.3	5,484.5
비지배주주지분	125.4	145.1	167.3	192.9	220.0
자본총계	4,946.5	5,430.1	5,989.0	6,695.9	7,448.1
순금융부채	1,208.2	1,151.5	1,090.0	647.7	136.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,558.7	1,021.3	1,100.7	1,550.4	1,750.5
당기순이익	685.0	528.0	608.1	790.1	835.5
조정	124	81	99	92	102
감가상각비	736.4	870.0	860.6	881.4	911.2
외환거래손익	8.8	11.3	6.0	63.0	80.0
지분법손익	(7.2)	(11.9)	(2.6)	0.0	0.0
기타	(614.0)	(788.4)	(765.0)	(852.4)	(889.2)
영업활동 자산부채 변동	(369.8)	(319.1)	(493.5)	(164.1)	(109.9)
투자활동 현금흐름	(698.1)	(517.0)	(879.1)	(1,048.6)	(1,122.5)
투자자산감소(증가)	580.3	3.1	9.9	(15.1)	(10.1)
자본증가(감소)	(1,163.6)	(1,511.7)	(830.2)	(966.9)	(1,032.0)
기타	(114.8)	991.6	(58.8)	(66.6)	(80.4)
재무활동 현금흐름	(235.8)	(619.5)	(32.4)	(445.6)	(136.1)
금융부채증가(감소)	(114.8)	(442.7)	192.0	(305.2)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(60.5)	(100.8)	(141.2)	(57.2)	(52.9)
배당지급	(60.5)	(76.0)	(83.2)	(83.2)	(83.2)
현금의 증감	557.8	(146.9)	187.0	127.2	504.8
Unlevered CFO	2,010.3	1,604.1	1,828.4	1,908.9	2,024.5
Free Cash Flow	363.5	(526.7)	252.8	583.6	718.5

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 삼성전기



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.6	BUY	240,000		
20.10.26	BUY	190,000	-17.93%	-5.26%
20.9.28	BUY	178,000	-21.18%	-19.66%
20.7.29	BUY	167,000	-18.44%	-13.47%
20.4.8	BUY	141,000	-12.16%	2.48%
20.1.30	BUY	160,000	-24.36%	-8.75%
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%

## 투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	93.31%	6.69%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 01월 03일

## 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 2021년 1월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2021년 1월 6일 현재 해당회사의 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.