

# 삼성전기 (009150)

## MLCC 펀더멘털 레벨업

### 3Q20 Preview: 영업이익 2,726억원으로 상향

삼성전기의 20년 3분기 매출액은 2조 2,381억원(YoY + 1%, QoQ + 23%), 영업이익은 2,726억원(YoY + 44%, QoQ + 184%)으로 전망한다. 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 최근 상향되고 있는 컨센서스 2,429억원을 12% 상회할 것으로 추정된다. 주력 사업부인 컴포넌트솔루션의 매출액과 영업이익 전망치를 기존 추정치대비 각각 5%, 25% 상향 조정한다. 국내 주요 거래선향 스마트폰 출하량 증가에 의해서 공급 물량이 당초 예상보다 많았고, 그에 따른 영업이익 레버리지 효과가 크게 나오며 수익성도 전분기대비 대폭 개선된 것으로 분석된다. 기관솔루션에서도 북미 거래선향 물량이 예년보다 적긴 하지만 적자에서 벗어나며 영업이익에 기여한 것으로 판단된다.

### MLCC의 기초 체력 향상을 실적으로 입증

컴포넌트 솔루션의 20년 3분기 매출액은 9,796억원(YoY + 20%, QoQ + 17%)으로 18년 3분기 최대 실적인 1조 268억원에 육박할 것으로 전망된다. 18년 3분기에는 MLCC의 역대급 공급 부족으로 인해 가격이 전년동기대비 50% 내외 상승했던 시기로 영업이익률 38%, 영업이익 3,930억원을 기록한 바 있다. 그에 비해 20년 3분기 영업이익은 1,886억원으로 추정되어 당시대비 절반 수준에 불과하다. 그럼에도 하나금융투자는 20년 3분기 실적을 유의미하게 평가하는데 최근 1년 가까이 Blended ASP 상승 없이 영업이익률 20%에 근접한 것은 MLCC의 펀더멘털이 레벨업되었음을 입증하는 것으로 판단하기 때문이다. 이를 기반으로 20년 4분기와 2021년 연간 영업이익을 상향 조정하며, 2021년에는 전장향 수요 회복으로 Blended ASP 상승 가능성도 상존한다.

### MLCC 업황과 실적 모두 양호하고, 타 사업부도 지원사격

삼성전기에 대한 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 178,000원으로 상향한다. 2020과 2021년 영업이익을 각각 기존대비 11%, 10% 상향한 것에 기인한다. 실적 상향의 배경은 1) 핵심 사업부인 MLCC의 업황 회복과 기초 체력 향상, 2) 기관솔루션에서 패키지가판 증설에 따른 실적 향상, 3) 모듈솔루션에서 5G 관련 아이템 추가와 북미 고객사향 렌즈 공급이다. 3가지 사업부 모두 실적 향상에 기여했다는 점이 유의미하다는 판단이다. 2021년은 2018년 이후 재차 영업이익 1조원 이상을 시도하는 해로 MLCC의 근본적 레벨업과 3개 사업부의 균형잡힌 실적을 감안하면 신고가 갱신 가능성이 높다고 판단된다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

TP(12M): 178,000원(상향) | CP(9월28일): 139,000원

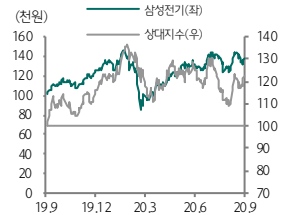
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,308.08
52주 최고/최저(원)	146,000/85,700
시가총액(십억원)	10,382.4
시가총액비중(%)	0.66
발행주식수(천주)	74,693.7
60일 평균 거래량(천주)	634.5 65.6
60일 평균 거래대금(십억원)	86.7
20년 배당금(예상, 원)	1,100
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	32.92
주요주주 지분율(%)	삼성전자 외 5인 23.94 국민연금공단 12.56
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.8 40.1 38.3
상대	9.9 4.3 22.8

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	8,293.3	9,206.8
영업이익(십억원)	703.2	917.7
순이익(십억원)	509.9	677.0
EPS(원)	6,301	8,399
BPS(원)	75,852	83,259

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	8,002.0	8,040.8	8,427.1	9,441.1	10,346.8
영업이익	십억원	1,149.9	734.0	777.2	1,076.6	1,229.5
세전이익	십억원	1,085.2	690.6	691.2	971.2	1,118.0
순이익	십억원	656.2	514.3	514.0	738.8	881.4
EPS	원	8,457	6,627	6,623	9,521	11,358
증감율	%	305.81	(21.64)	(0.06)	43.76	19.29
PER	배	12.24	18.86	20.99	14.60	12.24
PBR	배	1.62	1.79	1.83	1.65	1.47
EV/EBITDA	배	4.87	6.72	6.99	5.65	4.92
ROE	%	14.50	10.18	9.32	12.16	12.96
BPS	원	64,017	69,996	75,953	84,401	94,686
DPS	원	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 김정현

02-3771-7056

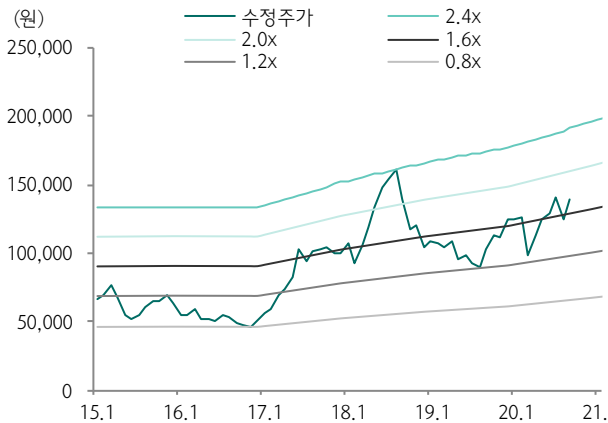
Junghyun.kim@hanafn.com

표 1. 삼성전기의 Valuation

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비교1	비교2
	기판 솔루션	425	5.6	2,379	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	Ibiden, Kinsus, Shinko, Unimicron Murata, TDK, Yageo Lite-On, Sunny Optical, MCNEX
	컴포넌트 솔루션	1,149	8.3	9,537	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	
	모듈 솔루션	431	5.0	2,109	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	
	Sub-Total (A)	2,005	5.6	14,025.3		
비영업가치(십억원)	구분	시가총액/장부가	지분율	Value		
	삼성중공업	3,578	2.4%	85	장부가 및 시가 대비 30% 할인	
	아이마켓코리아	297	1.7%	5		
	비상장 주식	68		68		
	Sub-Total (B)	24,220		110.6		
순현금(십억원)	구분	Value		Value		
	현금 등	1,512		1,512		
	차입금	2,382		2,382		
	Sub-Total (C)	-870		-870		
주주가치(십억원)		(A)+(B)+(C)		13,265.6		
주식수				주식수		
주식수	발행주식수			74,694	자기주식 포함	자기주식 포함
주식수(천주)	유통주식수			72,694		
목표주가(원)				177,600		

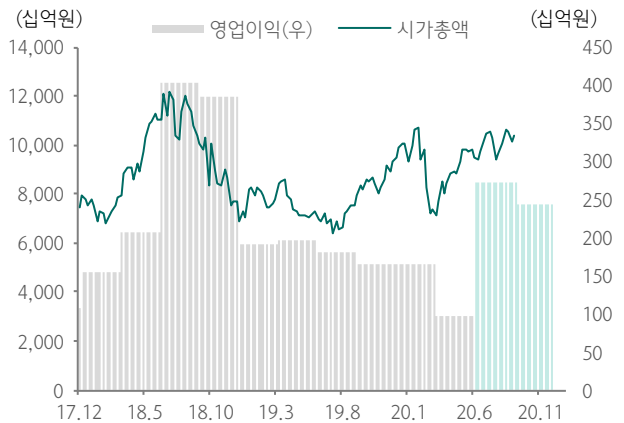
자료: 하나금융투자

그림 1. PBR 밴드



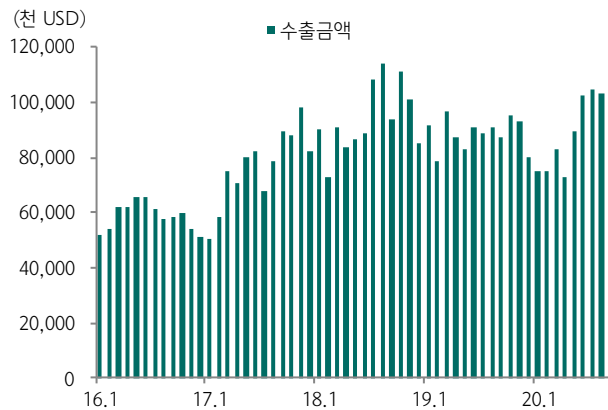
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 2. 영업이익과 시가총액 추이



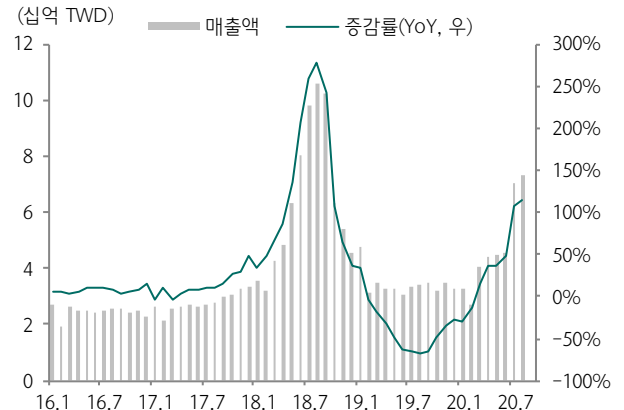
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 3. MLCC 수출금액 추이



자료: 관세청, 하나금융투자

그림 4. Yageo 매출액 추이



자료: WISEfn, 하나금융투자

표 2. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>2,062.3</b>	<b>1,917.0</b>	<b>2,215.9</b>	<b>1,845.6</b>	<b>2,224.5</b>	<b>1,812.2</b>	<b>2,238.1</b>	<b>2,152.3</b>	<b>8,040.9</b>	<b>8,427.1</b>	<b>9,441.1</b>
증감률 (YoY)	5.7%	8.4%	-5.3%	-5.0%	7.9%	-5.5%	1.0%	16.6%	0.5%	4.8%	12.0%
증감률 (QoQ)	6.1%	-7.0%	15.6%	-16.7%	20.5%	-18.5%	23.5%	-3.8%			
컴포넌트 솔루션	836.3	786.7	820.1	775.0	857.6	839.6	979.6	924.8	3,218.2	3,601.6	4,107.6
모듈 솔루션	951.2	824.3	941.0	641.8	983.2	604.8	804.3	657.3	3,358.4	3,049.6	3,374.6
기판 솔루션	266.9	306.0	454.8	428.8	383.7	367.8	454.2	570.1	1,456.5	1,775.9	1,958.9
<b>영업이익</b>	<b>242.3</b>	<b>163.8</b>	<b>189.2</b>	<b>138.7</b>	<b>164.5</b>	<b>96.0</b>	<b>272.6</b>	<b>244.0</b>	<b>734.0</b>	<b>777.2</b>	<b>1,076.6</b>
증감률 (YoY)	59.1%	-29.4%	-58.2%	-55.7%	-32.1%	-41.4%	44.1%	75.9%	-36.2%	5.9%	38.5%
증감률 (QoQ)	-22.7%	-32.4%	15.5%	-26.7%	18.6%	-41.7%	184.1%	-10.5%			
컴포넌트 솔루션	190.6	119.3	85.6	112.6	89.6	87.8	188.6	169.8	508.2	536.0	754.7
모듈 솔루션	71.5	50.4	68.9	26.3	67.2	1.5	42.0	27.8	217.1	138.6	173.1
기판 솔루션	-19.9	-6.0	34.7	-0.2	7.7	6.6	41.9	46.4	8.7	102.6	148.9
<b>영업이익률</b>	<b>11.7%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.4%</b>	<b>5.3%</b>	<b>12.2%</b>	<b>11.3%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.2%</b>	<b>11.4%</b>
컴포넌트 솔루션	22.8%	15.2%	10.4%	14.5%	10.5%	10.5%	19.3%	18.4%	15.8%	14.9%	18.4%
모듈 솔루션	7.5%	6.1%	7.3%	4.1%	6.8%	0.2%	5.2%	4.2%	6.5%	4.5%	5.1%
기판 솔루션	-7.4%	-2.0%	7.6%	0.0%	2.0%	1.8%	9.2%	8.1%	0.6%	5.8%	7.6%

자료: 삼성전기, 하나금융투자

표 3. 삼성전기 사업부별 분기 실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>2,062.3</b>	<b>1,917.0</b>	<b>2,215.9</b>	<b>1,845.6</b>	<b>2,224.5</b>	<b>1,812.2</b>	<b>2,191.9</b>	<b>2,091.3</b>	<b>8,040.9</b>	<b>8,320.0</b>	<b>9,417.9</b>
증감률 (YoY)	5.7%	8.4%	-5.3%	-5.0%	7.9%	-5.5%	-1.1%	13.3%	0.5%	3.5%	13.2%
증감률 (QoQ)	6.1%	-7.0%	15.6%	-16.7%	20.5%	-18.5%	21.0%	-4.6%			
컴포넌트 솔루션	836.3	786.7	820.1	775.0	857.6	839.6	932.9	906.2	3,218.2	3,536.2	4,153.2
모듈 솔루션	951.2	824.3	941.0	641.8	983.2	604.8	802.0	642.4	3,358.4	3,032.4	3,431.9
기판 솔루션	266.9	306.0	454.8	428.8	383.7	367.8	457.1	542.7	1,456.5	1,751.4	1,832.8
<b>영업이익</b>	<b>242.3</b>	<b>163.8</b>	<b>189.2</b>	<b>138.7</b>	<b>164.6</b>	<b>96.0</b>	<b>236.1</b>	<b>205.6</b>	<b>734.0</b>	<b>702.2</b>	<b>975.9</b>
증감률 (YoY)	59.1%	-29.4%	-58.2%	-55.7%	-32.1%	-41.4%	24.8%	48.2%	-36.2%	-4.3%	39.0%
증감률 (QoQ)	-22.7%	-32.4%	15.5%	-26.7%	18.6%	-41.7%	146.0%	-12.9%			
컴포넌트 솔루션	190.6	119.3	85.6	112.6	89.6	87.8	151.4	139.2	508.2	468.1	665.6
모듈 솔루션	71.5	50.4	68.9	26.3	67.2	1.5	45.2	23.6	217.1	137.5	178.0
기판 솔루션	-19.9	-6.0	34.7	-0.2	7.7	6.6	39.5	42.8	8.7	96.6	132.3
<b>영업이익률</b>	<b>11.7%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.4%</b>	<b>5.3%</b>	<b>10.8%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.1%</b>	<b>8.4%</b>	<b>10.4%</b>
컴포넌트 솔루션	22.8%	15.2%	10.4%	14.5%	10.5%	10.5%	16.2%	15.4%	15.8%	13.2%	16.0%
모듈 솔루션	7.5%	6.1%	7.3%	4.1%	6.8%	0.2%	5.6%	3.7%	6.5%	4.5%	5.2%
기판 솔루션	-7.4%	-2.0%	7.6%	0.0%	2.0%	1.8%	8.7%	7.9%	0.6%	5.5%	7.2%

자료: 삼성전기, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	8,002.0	8,040.8	8,427.1	9,441.1	10,346.8
매출원가	5,514.6	5,990.0	6,404.0	7,052.8	7,687.5
매출총이익	2,487.4	2,050.8	2,023.1	2,388.3	2,659.3
판매비	1,337.5	1,316.9	1,245.8	1,311.7	1,429.7
영업이익	1,149.9	734.0	777.2	1,076.6	1,229.5
금융손익	(63.9)	(56.6)	(67.7)	(42.4)	(32.6)
종속/관계기업손익	7.2	11.9	2.6	0.0	1.0
기타영업외손익	(8.1)	1.3	(20.9)	(63.0)	(80.0)
세전이익	1,085.2	690.6	691.2	971.2	1,118.0
법인세	280.4	71.1	164.8	206.2	205.3
계속사업이익	804.9	619.5	526.4	765.1	912.7
중단사업이익	(119.8)	(91.4)	5.8	0.0	0.0
당기순이익	685.0	528.0	532.2	765.1	912.7
비배주주지분 손이익	28.8	13.8	18.3	26.2	31.3
지배주주순이익	656.2	514.3	514.0	738.8	881.4
지배주주지분포괄이익	629.8	540.6	503.8	680.6	812.0
NOPAT	852.8	658.4	591.9	848.1	1,003.7
EBITDA	1,886.4	1,604.0	1,627.5	1,925.0	2,074.7
성장성(%)					
매출액증가율	17.01	0.48	4.80	12.03	9.59
NOPAT증가율	298.32	(22.80)	(10.10)	43.28	18.35
EBITDA증가율	101.37	(14.97)	1.47	18.28	7.78
영업이익증가율	275.54	(36.17)	5.89	38.52	14.20
(지배주주)순이익증가율	305.81	(21.62)	(0.06)	43.74	19.30
EPS증가율	305.81	(21.64)	(0.06)	43.76	19.29
수익성(%)					
매출총이익률	31.08	25.50	24.01	25.30	25.70
EBITDA이익률	23.57	19.95	19.31	20.39	20.05
영업이익률	14.37	9.13	9.22	11.40	11.88
계속사업이익률	10.06	7.70	6.25	8.10	8.82

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	8,457	6,627	6,623	9,521	11,358
BPS	64,017	69,996	75,953	84,401	94,686
CFPS	25,905	20,672	22,287	24,726	26,669
EBITDAPS	24,308	20,670	20,972	24,806	26,735
SPS	103,118	103,618	108,595	121,662	133,334
DPS	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100
주가지표(배)					
PER	12.24	18.86	20.99	14.60	12.24
PBR	1.62	1.79	1.83	1.65	1.47
PCFR	4.00	6.05	6.24	5.62	5.21
EV/EBITDA	4.87	6.72	6.99	5.65	4.92
PSR	1.00	1.21	1.28	1.14	1.04
재무비율(%)					
ROE	14.50	10.18	9.32	12.16	12.96
ROA	8.00	5.94	5.64	7.51	8.31
ROIC	14.73	10.69	9.54	13.55	15.66
부채비율	74.77	59.74	61.73	53.30	49.40
순부채비율	24.42	21.21	18.43	8.46	(1.93)
이자보상배율(배)	15.08	9.38	13.23	18.84	23.24

자료: 하나금융투자

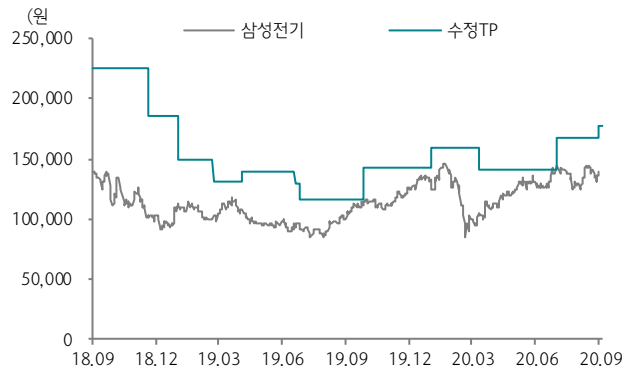
대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,525.3	3,507.5	4,365.8	4,906.2	5,888.1
금융자산	1,246.0	859.9	1,113.7	1,340.3	2,041.8
현금성자산	1,002.4	803.8	1,042.2	1,260.1	1,954.0
매출채권	984.7	976.0	1,245.5	1,395.3	1,529.2
재고자산	1,115.6	1,271.3	1,622.2	1,817.4	1,991.7
기타유동자산	179.0	400.3	384.4	353.2	325.4
비유동자산	5,119.6	5,166.7	5,197.3	5,203.9	5,203.8
투자자산	250.1	258.9	263.5	276.6	288.4
금융자산	189.9	190.6	176.4	179.0	181.4
유형자산	4,558.0	4,514.5	4,545.0	4,564.8	4,573.8
무형자산	162.5	141.2	126.7	100.4	79.5
기타비유동자산	149.0	252.1	262.1	262.1	262.1
자산총계	8,644.9	8,674.2	9,563.1	10,110.1	11,091.8
유동부채	2,509.6	1,850.4	2,365.9	2,209.3	2,342.0
금융부채	1,394.0	760.1	1,101.2	796.0	796.0
매입채무	276.7	263.0	335.6	376.0	412.1
기타유동부채	838.9	827.3	929.1	1,037.3	1,133.9
비유동부채	1,188.8	1,393.7	1,284.0	1,305.9	1,325.4
금융부채	1,060.1	1,251.3	1,102.3	1,102.3	1,102.3
기타비유동부채	128.7	142.4	181.7	203.6	223.1
부채총계	3,698.4	3,244.2	3,649.9	3,515.2	3,667.4
지배주주지분	4,821.1	5,285.0	5,747.2	6,402.9	7,201.0
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	4,003.6	4,659.2	5,457.3
비지배주주지분	125.4	145.1	165.9	192.1	223.4
자본총계	4,946.5	5,430.1	5,913.1	6,595.0	7,424.4
순금융부채	1,208.2	1,151.5	1,089.8	558.0	(143.5)

현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,558.7	1,021.3	1,001.8	1,584.0	1,756.4
당기순이익	685.0	528.0	532.2	765.1	912.7
조정	124	81	98	96	97
감가상각비	736.4	870.0	850.2	848.3	845.1
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)	(755.6)	(815.3)	(828.1)
영업활동 자산부채 변동	(369.8)	(319.1)	(506.2)	(143.4)	(128.1)
투자활동 현금흐름	(698.1)	(517.0)	(780.4)	(920.4)	(926.5)
투자자산감소(증가)	580.3	3.1	9.0	(13.1)	(11.7)
자본증가(감소)	(1,163.6)	(1,511.7)	(730.2)	(841.9)	(833.2)
기타	(114.8)	991.6	(59.2)	(65.4)	(81.6)
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)	186.7	218.0	693.8
Unlevered CFO	2,010.3	1,604.1	1,729.5	1,918.8	2,069.5
Free Cash Flow	363.5	(526.7)	253.8	742.1	923.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성전기



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.9.28	BUY	178,000		
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%
18.8.23	BUY	225,000	-41.66%	-27.56%

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	91.79%	8.21%	0.00%	100%

\* 기준일: 2020년 09월 25일

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 9월 28일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2020년 9월 28일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.