2020년 01월 14일

기업분석 | 가전/전기전자

삼성전기 (009150)

2018년도를 회상하며

Analyst
이왕진
02 3779 8832
Wangjin4268@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	257,000 원
현재주가	203,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI (1/13)		3,148.29 pt
시가총액		152,002 억원
발행주식수		74,694 천주
52 주 최고가/최저가		203,500 / 85,700 원
90 일 일평균거래대금		1,148.26 억원
외국인 지분율		35.5%
배당수익률(20.12E)		0.5%
BPS(20.12E)		74,792 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	8.9%
	6 개월	15.6%
	12 개월	10.1%
주주구성	삼성전자 (외 6 인)	23.9%
	국민연금공단 (외 1 인)	12.8%

Stock Price

멀티플에 대한 고민

삼성전기의 멀티플은 어연 2018년도 고점에 근접한 상황이다. 2018년을 회귀해 보자면, Murata의 초소형 MLCC CAPA를 전장 CAPA로 이전 증설함에 따라 단기적인 공급&수요 차이가 발생하였다. 이에 따라 Yageo는 이러한 수급 밸런스 불균형을 이용해 MLCC 가격을 이례적으로 상승시켰고, 이에 따라 업계에서 비슷한 포지션에 위치한 삼성전기, Walsin, Yageo와 같은 업체들은 강한 영업 레버리지를 경험하였다. 참고로 당시 3Q18 삼성전기 컴포넌트 사업부의 OPM은 38%에 육박했으며, 전사 영업이익 비중의 97%가 컴포넌트 사업부에서 발생하였다. MLCC가격은 분기평균 약 +12.9% 상승하였다.

여기서 고민은 과연 2018년도 수준의 멀티플이 회사의 펀더멘탈과 비교하였을 때 합당하냐 일 것이다. **결론부터 말하자면 유지가능성 측면에서 보았을 때 합당하다 판단한다**. 당사가 추정하는 2021년 예상 실적은 매출액 9.7조원(vs 2018년 8.0조원), 영업이익 1.2조원(vs 2018년 1.1조원)으로, 이익의 절대 레벨은 2018년도와 비슷한 수준이다. 다른 점은 1) 당시 전체 영업이익의 97%를 담당했던 컴포넌트 사업부와 달리, 21E 전사 영업이익 중 **컴포넌트 사업부의 기여도는 69.8% 수준으로 낮아졌으며**, 2) **이익률과 demand가 상대적으로 안정적인 전장 비중이 3% 수준에서 11% 수준으로 높아진 점**, 3) HDI사업부 정리와 CSP+BGA 호황으로 인한 **기판사업부의 흑자전환** 등이 있다. 이익의 질적인 측면을 고려해 보았을 때 보다 사업부 별 기여도가 올라갔으며, 사업부 내 이익 구성도 탄탄해 지고 있다.

투자의견 매수 및 목표주가 상향

동사에 대한 목표주가를 257,000원으로 상향 조정한다. 목표주가는 21E~22E 평균 BPS에 Target Multiple 2.8배(2018년 당시 멀티플 상단)를 적용하였다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	6,838	8,002	8,041	8,494	9,665
영업이익	306	1,150	734	827	1,176
세전계속사업손익	254	1,085	691	785	1,176
순이익	177	685	528	621	915
EPS (원)	2,194	8,986	7,030	8,237	12,430
증감률 (%)	0.0	309.7	-21.8	17.2	50.9
PER (x)	45.6	11.5	28.9	24.7	16.4
PBR (x)	1.8	1.7	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA (x)	10.3	4.8	10.4	9.5	7.3
영업이익률 (%)	4.5	14.4	9.1	9.7	12.2
EBITDA 마진 (%)	13.7	23.6	19.9	20.0	22.0
ROE (%)	3.8	14.5	10.2	10.9	14.6
부채비율 (%)	79.3	74.8	59.7	55.6	42.9

주: IFRS 연결 기준
자료: 삼성전기, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

공급수급 밸런스에 대한 고민

현재 공급수급 밸런스의 근본적 원인에 대해 생각해 볼 필요가 있다. 당사는 최근 쌓여가는 스마트폰 Sell-in 재고와, 중국의 판매량 부진, 중3사와 honor의 터무니없이 강한 판매 계획 등 더블북킹 (Double-Booking)에 대해 걱정하였다. 동사의 전체 매출비중의 30% 수준이 중화향인 것을 감안한다면 부담스러운 환경이다.

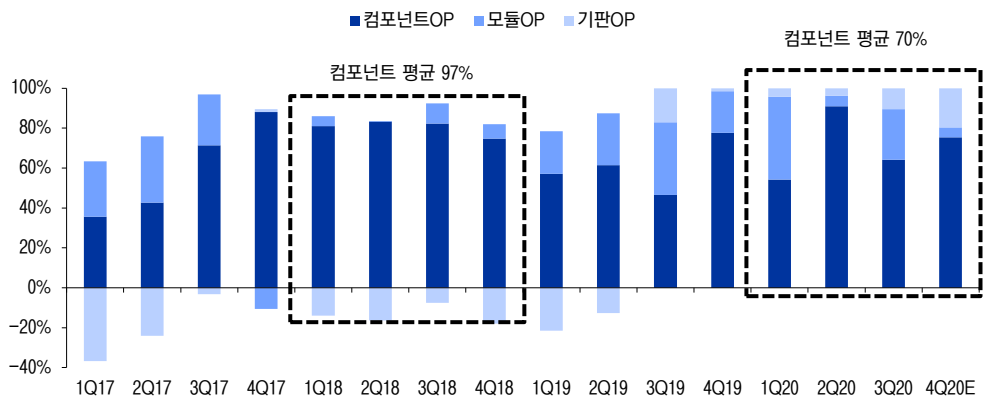
당사는 1분기 중화권 업체들의 재고조정 가능성을 아직 염두 해두고 있지만, 2018년 수준의 오더컷으로 인한 공급초과 현상은 힘들 것으로 전망한다. 이유는 COVID-19여파로 인한 Tablet+Laptop 교체수요가 아직도 강하게 일어나고 있으며, MLCC공급업체들의 과거 학습을 통한 보수적인 CAPA운영이 방파제역할을 하고 있다 판단하기 때문이다. 참고로 삼성전자 Tablet 판매량은 3분기 누적 yoy +44%상승하였으며, 1.5조원에 달하던 CAPEX 투자는 2020년 8,878억원 수준으로 감소하였다.

표1 사업부별 실적추이

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	**2,224**	**1,812**	**2,288**	**2,169**	**2,478**	**2,152**	**2,589**	**2,446**	**8,200**	**8,494**	**9,665**
YoY	8%	-5%	3%	18%	11%	19%	13%	13%	20%	4%	14%
부분별											
모듈	983	605	853	640	1037	767	961	724	3,351	3,081	3,488
컴포넌트	858	840	983	1010	1029	987	1143	1167	3,220	3,691	4,326
기판	384	368	452	520	413	398	485	555	1,629	1,724	1,851
YoY											
모듈	4%	-27%	-9%	0%	5%	27%	13%	13%	8%	-8%	13%
컴포넌트	2%	7%	20%	30%	20%	18%	16%	16%	-9%	15%	17%
기판	10%	8%	-12%	21%	8%	8%	7%	7%	7%	6%	7%
영업이익	**164.6**	**96.0**	**302.5**	**263.7**	**273.3**	**223.0**	**363.6**	**316.2**	**654**	**827**	**1,176**
YoY	19%	-42%	215%	-13%	4%	-18%	63%	-13%	-36%	26%	42%
부분별											
모듈	68	5	77	13	83	38	86	22	217	163	229
컴포넌트	89	87	194	199	182	177	229	233	501	569	821
기판	7	4	32	52	8	8	48	61	-64	94	126
OPM											
모듈	7%	2%	9%	2%	8%	5%	9%	3%	6%	5%	7%
컴포넌트	10%	10%	20%	20%	18%	18%	20%	20%	16%	15%	19%
기판	2%	1%	7%	10%	2%	2%	10%	11%	-4%	5%	7%

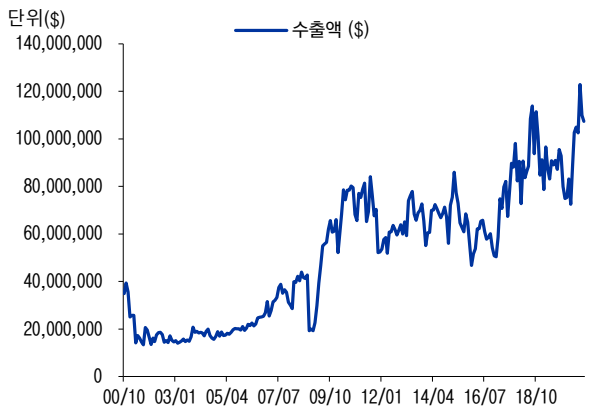
자료: 삼성전기, 이베스트투자증권 리서치센터
* 2019년 HDI 실적 포함

그림1 낮아진 컴포넌트 사업부 이익 기여도



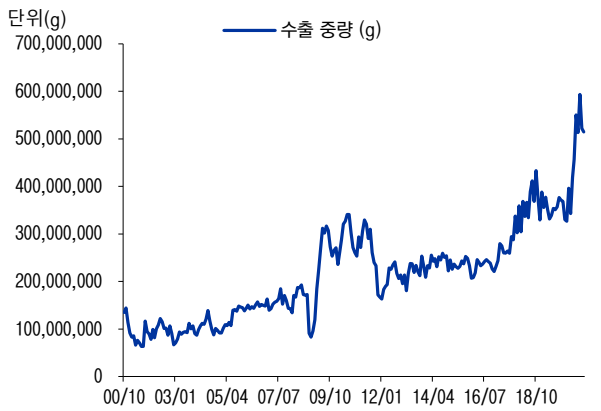
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 MLCC 수출액



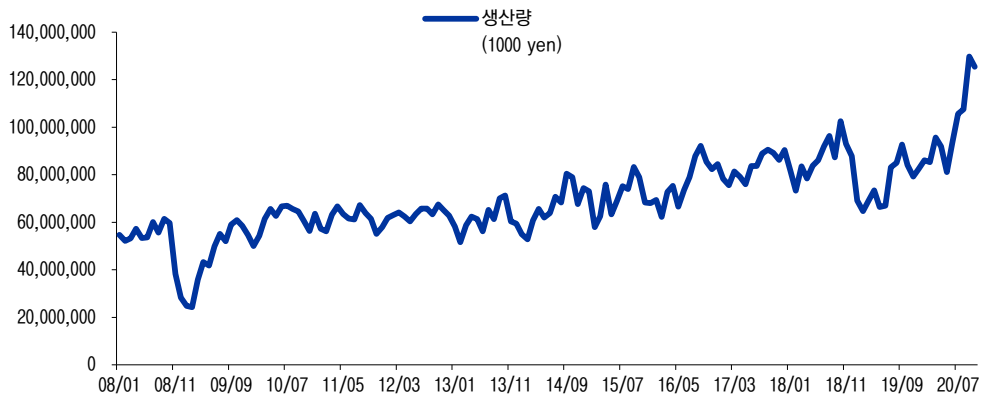
자료: 한국무역협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 MLCC 수출 중량



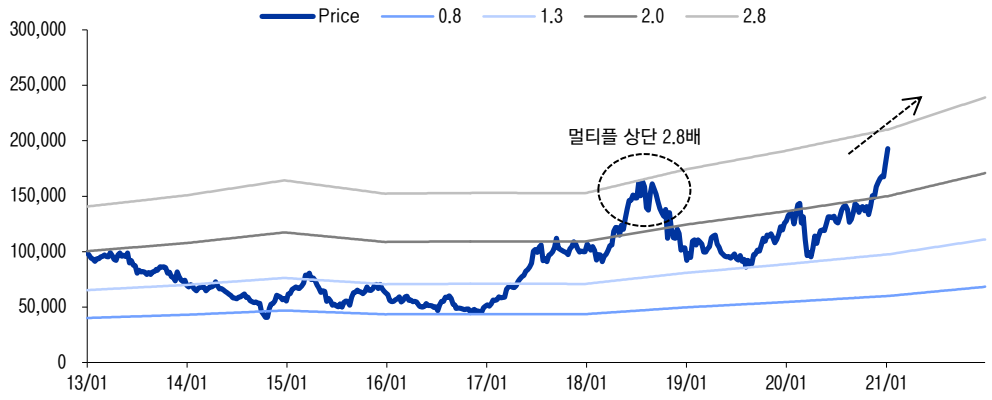
자료: 한국무역협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 일본 MLCC 생산량



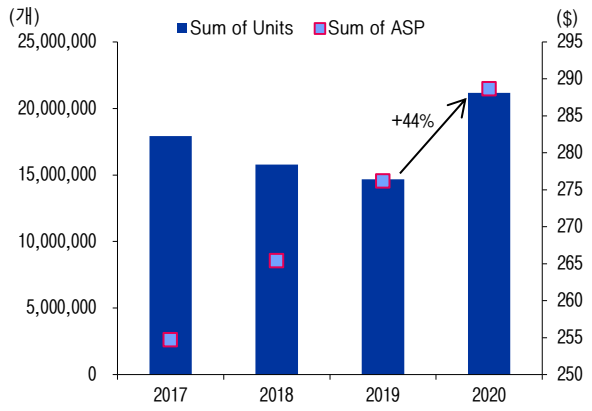
자료: METI, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 Supply-Demand 상당히 타이트한 상황에서 공급 이슈 대두 시 멀티플 상단 돌파 가능



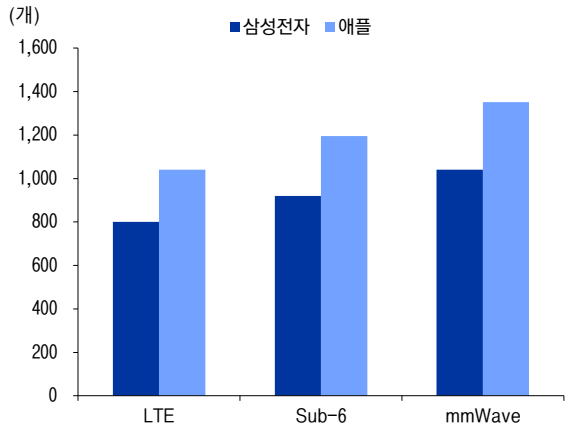
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 삼성전자 테블릿 3분기 누적 +44%



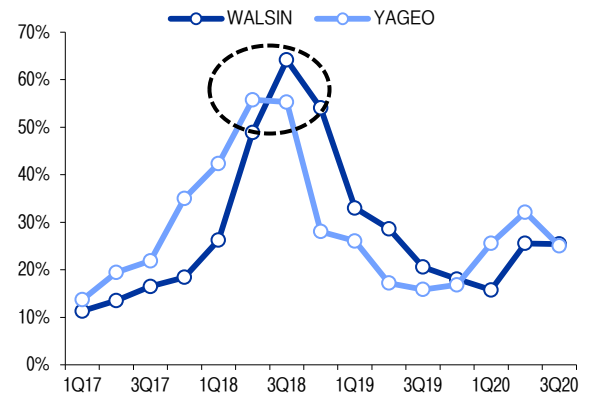
자료: IDC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 MLCC 탑재량



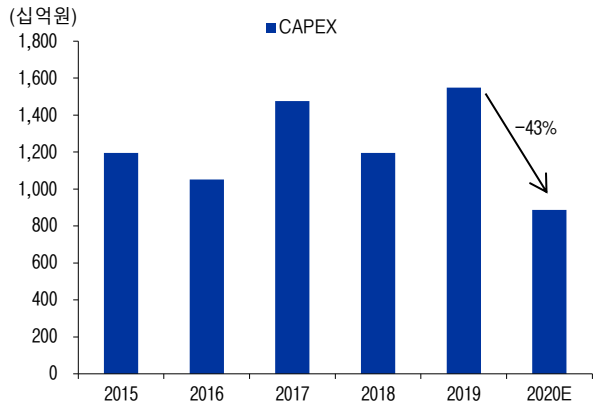
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 Walsin + Yageo OPM 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 삼성전기 CAPEX 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	3Q20	4Q19	qoq(%)	yoy(%)
매출액	2169	2288	1846	-5%	18%
영업이익	264	302	139	-13%	90%
세전사업계속이익	260	301	149	-13%	75%
순이익	202	240	-21	-16%	흑전
이익률(%)					
영업이익	12.2%	13.2%	7.5%	-1%	5%
세전사업계속이익	12.0%	13.1%	8.1%	-1%	4%
순이익	9.3%	10.5%	-1.1%	-1%	10%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 주가 산출 표

항목①②		비고
① 지배지분(십억원)	6,891	21E & 22E Average
② 발행주식수(천주)	74,694	
③ BPS(원)	92,258	① / ②
④ Target Multiple	2.8	2018년 멀티플 상단
* 적정주가	256,478	③ x ④
⑤ 목표주가	257,000	
⑥ 현재주가	203,500	
상승여력	26%	⑤ / ⑥ -1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	2,479	3,525	3,508	4,036	4,310
현금 및 현금성자산	445	1,002	804	1,487	1,595
매출채권 및 기타채권	913	1,061	1,096	1,070	1,072
재고자산	919	1,116	1,271	1,189	1,340
기타유동자산	202	346	337	290	302
비유동자산	5,289	5,120	5,167	5,249	5,397
관계기업투자등	779	211	242	206	214
유형자산	4,155	4,558	4,515	4,640	4,781
무형자산	149	162	141	141	129
자산총계	**7,767**	**8,645**	**8,674**	**9,285**	**9,707**
유동부채	2,454	2,510	1,850	1,951	1,542
매입채무 및 기타재무	522	577	505	547	617
단기금융부채	1,671	1,394	760	868	368
기타유동부채	260	538	585	536	557
비유동부채	982	1,189	1,394	1,366	1,372
장기금융부채	898	1,060	1,251	1,202	1,202
기타비유동부채	84	129	142	163	170
부채총계	**3,436**	**3,698**	**3,244**	**3,317**	**2,915**
지배주주지분	4,232	4,821	5,285	5,804	6,628
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
이익잉여금	2,610	3,179	3,573	4,092	4,915
비지배주주지분(연결)	100	125	145	165	165
자본총계	**4,331**	**4,946**	**5,430**	**5,969**	**6,792**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**6,838**	**8,002**	**8,041**	**8,494**	**9,665**
매출원가	5,430	5,515	5,990	6,417	7,107
매출총이익	**1,408**	**2,487**	**2,051**	**2,076**	**2,558**
판매비 및 관리비	1,102	1,337	1,317	1,250	1,382
영업이익	**306**	**1,150**	**734**	**827**	**1,176**
(EBITDA)	937	1,886	1,604	1,699	2,124
금융손익	-49	-68	-73	-46	-22
이자비용	66	76	78	60	41
관계기업등 투자손익	8	7	12	-1	9
기타영업외손익	-11	-4	18	5	13
세전계속사업이익	**254**	**1,085**	**691**	**785**	**1,176**
계속사업법인세비용	76	280	71	173	261
계속사업이익	177	805	619	612	915
중단사업이익	0	-120	-91	9	0
당기순이익	**177**	**685**	**528**	**621**	**915**
지배주주	162	656	514	602	907
총포괄이익	**93**	**705**	**599**	**621**	**915**
매출총이익률 (%)	20.6	31.1	25.5	24.4	26.5
영업이익률 (%)	4.5	14.4	9.1	9.7	12.2
EBITDA마진률 (%)	13.7	23.6	19.9	20.0	22.0
당기순이익률 (%)	2.6	8.6	6.6	7.3	9.5
ROA (%)	2.1	8.0	5.9	6.7	9.5
ROE (%)	3.8	14.5	10.2	10.9	14.6
ROIC (%)	4.1	14.8	10.7	10.2	14.3

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**712**	**1,547**	**1,028**	**1,630**	**1,780**
당기순이익(손실)	177	685	528	621	915
비현금수익비용가감	864	1,325	1,076	1,080	938
유형자산감가상각비	611	711	844	840	923
무형자산상각비	20	26	26	32	25
기타현금수익비용	-27	10	-1	208	-10
영업활동 자산부채변동	-271	-382	-312	66	-73
매출채권 감소(증가)	-202	-164	-2	43	-3
재고자산 감소(증가)	-76	-276	-261	-15	-152
매입채무 증가(감소)	-99	2	-8	29	70
기타자산, 부채변동	106	57	-42	10	12
투자활동 현금	**-1,231**	**-698**	**-517**	**-865**	**-1,088**
유형자산처분(취득)	-1,385	-1,164	-1,512	-850	-1,063
무형자산 감소(증가)	-67	-11	-10	-18	-13
투자자산 감소(증가)	18	578	10	0	-1
기타투자활동	203	-102	995	3	-11
재무활동 현금	**201**	**-224**	**-626**	**-131**	**-583**
차입금의 증가(감소)	315	-74	-461	-7	-500
자본의 증가(감소)	-48	-61	-76	-83	-83
배당금의 지급	48	61	76	83	83
기타재무활동	-66	-89	-89	-41	0
현금의 증가	**-351**	**558**	**-147**	**683**	**108**
기초현금	796	445	1,002	804	1,487
기말현금	445	1,002	855	1,487	1,595

주요 투자지표

	2017	2018	2019	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	45.6	11.5	28.9	24.7	16.4
P/B	1.8	1.7	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	10.3	4.8	10.4	9.5	7.3
P/CF	7.5	4.0	9.8	9.3	8.5
배당수익률 (%)	0.8	1.0	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	0.0	17.0	0.5	5.6	13.8
영업이익	0.0	275.5	-36.2	12.6	42.3
세전이익	0.0	328.0	-36.4	13.7	49.7
당기순이익	0.0	286.5	-22.9	17.6	47.2
EPS	0.0	309.7	-21.8	17.2	50.9
안정성 (%)					
부채비율	79.3	74.8	59.7	55.6	42.9
유동비율	101.0	140.5	189.6	206.9	279.4
순차입금/자기자본(x)	46.2	24.4	21.5	9.1	-1.0
영업이익/금융비용(x)	4.6	15.1	9.4	13.7	28.7
총차입금 (십억원)	2,569	2,454	2,011	2,071	1,571
순차입금 (십억원)	2,002	1,209	1,168	544	-66
주당지표(원)					
EPS	2,194	8,986	7,030	8,237	12,430
BPS	54,531	62,126	68,106	74,792	85,405
CFPS	13,415	25,905	20,672	21,928	23,875
DPS	750	1,000	1,100	1,100	1,100

자료: 삼성전기, 이베스트투자증권 리서치센터

삼성전기 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.08.20	Buy	200,000	-18.5		-29.0						
2018.11.01	Buy	180,000	-25.0		-38.2						
2019.01.14	Buy	140,000	-16.1		-28.3						
2019.07.23		커버리지제외									
2019.08.26	변경	이왕진									
2019.08.26	Buy	124,000	-8.1		-18.2						
2019.10.25	Buy	134,000	2.2		-10.5						
2020.01.30	Buy	155,000	-5.8		-20.9						
2020.07.29	Buy	175,000	-17.4		-22.4						
2020.09.14	Buy	180,000	13.1		-15.0						
2021.01.14	Buy	257,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이왕진)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	87.8% 12.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)