

삼성전기 (009150)

MLCC 업황 개선엔 시간이 필요

**Buy** (신규)

목표주가(신규): 115,000 원

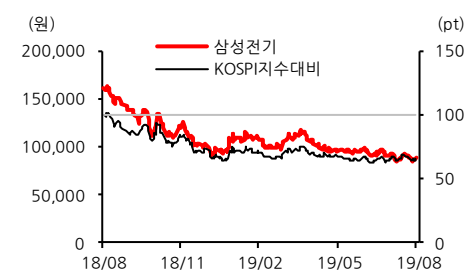
현재 주가(9/2)	90,000 원
상승여력	▲ 27.8%
시가총액	67,224 억원
발행주식수	74,694 천주
52 주 최고가 / 최저가	163,000 / 84,600 원
90 일 일평균 거래대금	750.25 억원
외국인 지분율	18.9%
주주 구성	
삼성전자 (외 6 인)	24.0%
국민연금공단 (외 1 인)	11.7%
자사주 (외 1 인)	2.7%

주가수익률(%)	1 개월	3 개월	6 개월	12 개월
절대수익률	-3.3	-5.5	-15.9	-44.1
상대수익률(KOSPI)	-1.9	-1.9	-5.6	-28.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	6,838	8,193	8,040	8,645
영업이익	306	1,018	628	793
EBITDA	937	1,754	1,463	1,617
지배주주순이익	162	656	616	531
EPS	2,165	8,786	8,207	7,071
순차입금	2,002	1,209	725	535
PER	46.2	11.8	11.0	12.7
PBR	1.8	1.7	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.3	5.2	5.2	4.6
배당수익률	0.8	1.0	1.1	1.1
ROE	3.8	14.5	12.1	9.5

주가 추이



▶ Analyst 김준환 joonh.kim@hanwha.com 02-3772-7473

MLCC 업황은 예상보다 더딘 회복세를 보일것으로 판단합니다. 다만, 5G 및 전기차 시장 성장으로 나타날 중장기적 MLCC 업황 개선과 동사가 누릴 수혜를 재평가해야 합니다. 또한 기관 사업부의 개선, 전장부품, RF 모듈의 성장성 등 MLCC 외의 사업 확장에 대비해야 합니다.

글로벌 No.2 MLCC 업체

동사는 글로벌 MLCC 업체로서, 2018 년 유례없는 산업 호황을 통해 큰 이익 성장을 거두었다. 1 위 사업자 Murata 의 전장향 캐파 전환으로 나타난 수급 불균형이 주요 원인이었다. 이후 업체 간의 캐파 증설 및 가동률 상승은 평가 인하로 연결됐고, 현재는 Back-to-Normal 의 과정이 진행 중이다. MLCC blended ASP 는 하반기에도 전년동기 대비 약 10% 하락하며 단기간의 반등은 어려우나, 2020 년 연간 기준으로는 업황 안정화로 재차 성장하길 기대해 본다. 전사에서 MLCC 의 이익 비중이 약 80%로 MLCC 가격 상승이 동사 주가의 핵심 모멘텀이다. 다만, 단기적인 반등에 집중하기보다 5G 와 전장용 산업 개화에 따른 중장기적 MLCC 호황에 대비하자.

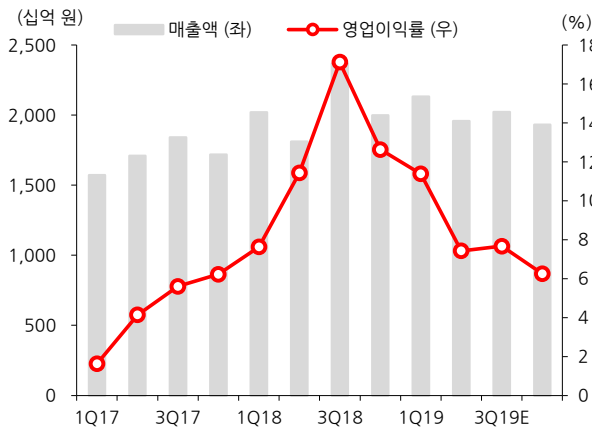
하반기 모듈은 쉬어가나 기판은 개선될 것

상반기 모듈 및 기판 사업부는 양호한 실적을 달성했다. 삼성전자 플래그십 스마트폰 판매량은 부진하나 카메라 스펙상향으로 연간 모듈 실적은 개선될 것이다. 또한 내년에도 멀티 카메라 확대 및 5 배 광학줌, 화소 수 상향 등 동사의 ASP 상승 요인이 많다. 플래그십 매출 비중이 90% 이상이라 ODM 영향도 적을 것이다. 반면, 기판 사업부 적자 폭은 전년 대비 축소될 전망이다. HDI 의 적자는 당분간 지속될 것이나, 북미 고객사향 RF-PCB 실적 반등으로 기판 사업부의 하반기 수익성은 개선될 것이다. FC-CSP 또한 Ibiden 의 모바일 사업부 중단으로 주요 고객사 내 점유율 상승 수혜가 예상된다.

목표주가 115,000 원, 투자의견 BUY로 신규 커버리지 개시

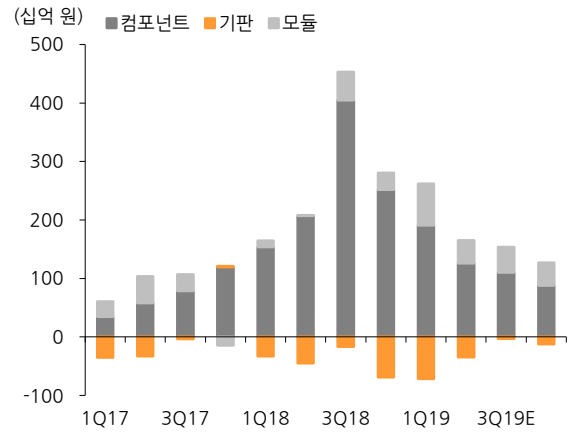
삼성전기에 대해 목표주가 115,000 원, 투자의견 BUY 를 제시하며 조사 분석을 개시한다. 목표주가는 2019 년과 2020 년 예상실적 평균 BPS 에 1.6 배를 적용하였다. 목표 PBR 은 과거 삼성전기의 ROE 10% 구간 시기의 평균 PBR 배수이다.

[그림71] 삼성전기 분기별 실적 추이



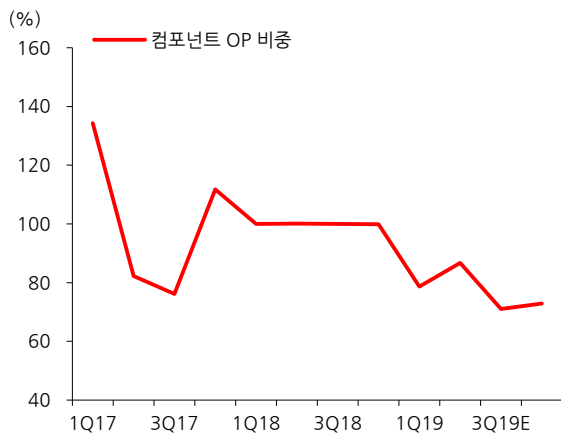
자료: 삼성전기, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 부문별 영업이익 추이 전망



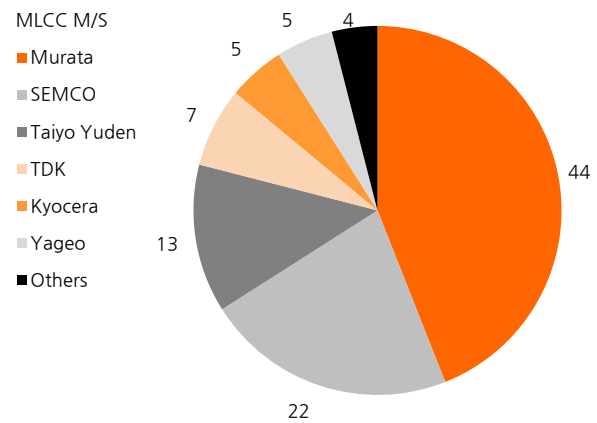
자료: 삼성전기, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 컴포넌트 부문 영업이익 비중 추이



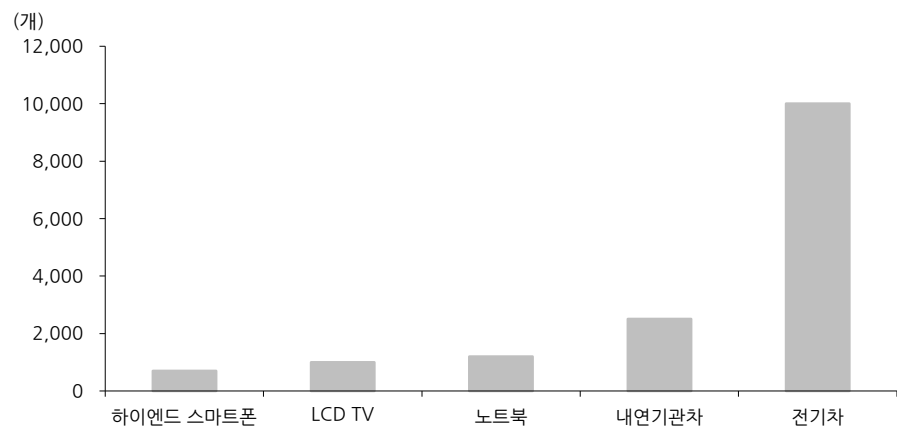
자료: 삼성전기, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 2018년 기준 MLCC 글로벌 점유율



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] Application 별 MLCC 수요 전망



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[표27] 삼성전기의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	2,019	1,810	2,366	1,998	2,131	1,957	2,022	1,930	8,193	8,039	8,645
컴포넌트	753	869	1,027	896	838	782	754	755	3,545	3,129	3,297
기판	357	300	432	382	329	347	481	431	1,471	1,588	1,659
모듈	900	612	885	687	951	811	770	726	3,084	3,258	3,608
영업이익	154	207	405	252	190	145	160	133	1,018	628	793
컴포넌트	154	207	405	252	191	126	118	103	1,018	537	605
기판	(33)	(45)	(17)	(69)	(72)	(35)	(3)	(12)	(164)	(122)	(69)
모듈	11	1	48	29	72	39	44	39	89	194	243
영업이익률	7.6	11.4	17.1	12.6	8.9	7.4	7.9	6.9	12.4	7.8	9.2
컴포넌트	20.5	23.8	39.4	28.1	22.7	16.1	15.6	13.6	28.7	17.2	18.4
기판	(9.2)	(15.1)	(3.8)	(18.1)	(21.9)	(10.0)	(0.7)	(2.9)	(11.1)	(7.7)	(4.1)
모듈	1.2	0.2	5.5	4.2	7.5	4.9	5.7	5.4	2.9	6.0	6.7

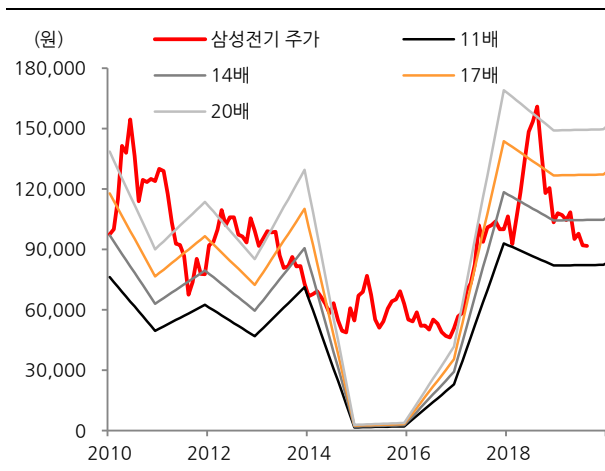
자료: 삼성전기, 한화투자증권 리서치센터

[표28] 목표주가 산정

구분		비고
BPS	71,859	2019E, 2020E 평균 BPS
적용 P/B (배)	1.6	ROE 10% 시기의 2011, 2012, 2014년 평균 PBR 배수 적용
주당 적정가치	114,974	
목표주가(원)	115,000	
현재주가	90,000	
상승 여력(%)	27.8	

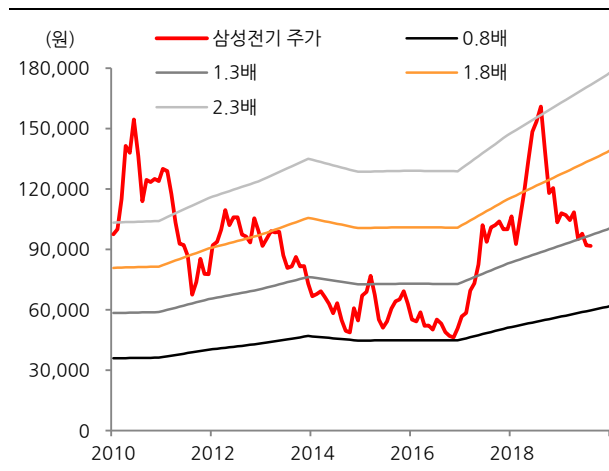
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 삼성전기의 12개월 Forward PER 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 삼성전기의 12개월 Forward PBR 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표29] 밸류에이션 및 실적 (컨센서스 기준)

(단위: 십억 원, %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
PER(12M Fwd)											
최대	60.39	22.87	23.61	20.20	14.75	50.07	47.02	30.50	37.31	20.96	
평균	33.61	17.23	16.41	16.99	12.64	25.38	24.54	22.34	27.70	15.51	11.80
최소	17.66	11.75	12.19	12.75	10.78	11.82	16.89	14.83	19.07	7.22	
PBR(12M Fwd)											
최대	3.44	4.24	2.88	2.12	1.75	1.27	1.31	1.06	1.84	2.39	
평균	2.28	3.08	1.92	1.84	1.48	1.06	1.03	0.90	1.41	1.80	1.19
최소	1.24	2.35	1.11	1.56	1.20	0.73	0.79	0.80	0.88	1.27	
ROE(%)	12.30	20.21	10.22	11.53	8.41	11.44	0.46	0.53	4.09	14.77	11.31
실적											
매출액	3,192	5,651	6,032	7,913	8,257	6,100	6,176	6,033	6,838	8,193	8,181
YoY (%)		77.0	6.7	31.2	4.3	(26.1)	1.2	(2.3)	13.4	19.8	(0.1)
영업이익	216	466	278	580	464	65	301	24	306	1,018	685
YoY (%)		115.6	(40.3)	108.9	(20.1)	(86.0)	363.9	(91.9)	1154.9	232.5	(32.8)
순이익	278	555	349	441	330	503	11	15	162	656	584
YoY (%)		99.2	(37.0)	26.1	(25.1)	52.2	(97.8)	31.5	999.5	305.7	(11.0)
영업이익률 (%)	6.8	8.2	4.6	7.3	5.6	1.1	4.9	0.4	4.5	12.4	8.4
순이익률 (%)	8.7	9.8	5.8	5.6	4.0	8.2	0.2	0.2	2.4	8.0	7.1

자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 주요 이벤트



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	6,033	6,838	8,193	8,040	8,645
매출총이익	1,027	1,408	2,387	2,034	2,242
영업이익	24	306	1,018	628	793
EBITDA	633	937	1,754	1,463	1,617
순이자손익	-28	-52	-67	-50	-41
외화관련손익	7	3	-16	-22	-24
지분법손익	9	8	7	-7	-6
세전계속사업손익	32	254	940	542	730
당기순이익	23	177	685	628	548
지배주주순이익	15	162	656	616	531
증가율(%)					
매출액	-2.3	13.4	19.8	-1.9	7.5
영업이익	-91.9	1,155.0	232.5	-38.3	26.2
EBITDA	-20.5	48.1	87.3	-16.6	10.5
순이익	11.0	673.6	286.5	-8.3	-12.8
이익률(%)					
매출총이익률	17.0	20.6	29.1	25.3	25.9
영업이익률	0.4	4.5	12.4	7.8	9.2
EBITDA 이익률	10.5	13.7	21.4	18.2	18.7
세전이익률	0.5	3.7	11.5	6.7	8.4
순이익률	0.4	2.6	8.4	7.8	6.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	678	712	1,547	1,117	1,299
당기순이익	23	177	685	628	548
자산상각비	608	631	736	835	825
운전자본증감	-50	-271	-382	-42	-69
매출채권 감소(증가)	48	-202	-164	134	-28
재고자산 감소(증가)	-174	-76	-276	-95	-61
매입채무 증가(감소)	109	-99	2	-40	6
투자현금흐름	-1,187	-1,231	-698	-446	-1,042
유형자산처분(취득)	-984	-1,385	-1,164	-1,193	-1,000
무형자산 감소(증가)	28	-67	-11	-9	-8
투자자산 감소(증가)	0	1	578	-25	-10
재무현금흐름	284	201	-224	-428	-144
차입금의 증가(감소)	371	315	-74	-298	-66
자본의 증가(감소)	-41	-48	-61	-76	-78
배당금의 지급	41	48	61	76	78
총현금흐름	750	1,041	2,010	1,338	1,368
(-)운전자본증가(감소)	-31	299	36	57	69
(-)설비투자	1,052	1,476	1,195	1,204	1,000
(+)자산매각	96	24	21	2	-8
Free Cash Flow	-174	-709	800	79	290
(-)기타투자	312	-247	448	-795	23
잉여현금	-486	-463	352	874	267
NOPLAT	17	214	742	437	594
(+) Dep	608	631	736	835	825
(-)운전자본투자	-31	299	36	57	69
(-)Capex	1,052	1,476	1,195	1,204	1,000
OpFCF	-395	-930	247	11	350

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	2,812	2,479	3,525	3,738	3,957
현금성자산	1,105	567	1,245	1,500	1,624
매출채권	782	913	1,061	952	980
재고자산	827	919	1,116	1,159	1,221
비유동자산	4,850	5,289	5,120	5,153	5,354
투자자산	1,044	984	399	421	438
유형자산	3,714	4,155	4,558	4,657	4,844
무형자산	92	149	162	75	72
자산총계	7,663	7,767	8,645	8,892	9,311
유동부채	2,043	2,454	2,510	2,283	2,521
매입채무	620	522	577	529	534
유동성이자부채	1,166	1,671	1,394	1,267	1,478
비유동부채	1,282	982	1,189	1,110	839
비유동이자부채	1,278	898	1,060	958	681
부채총계	3,325	3,436	3,698	3,393	3,359
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
이익잉여금	2,534	2,610	3,179	3,719	4,172
자본조정	273	189	208	208	208
자기주식	-147	-147	-147	-147	-147
자본총계	4,338	4,331	4,946	5,498	5,952

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	197	2,165	8,786	8,207	7,071
BPS	54,640	54,531	62,126	69,079	74,922
DPS	500	750	1,000	1,000	1,000
CFPS	9,671	13,415	25,905	17,237	17,629
ROA(%)	0.2	2.1	8.0	7.0	5.8
ROE(%)	0.3	3.8	14.5	12.1	9.5
ROIC(%)	0.4	4.1	12.9	7.3	9.7
Multiples(x, %)					
PER	258.0	46.2	11.8	11.0	12.7
PBR	0.9	1.8	1.7	1.3	1.2
PSR	0.7	1.1	1.0	0.9	0.8
PCR	5.3	7.5	4.0	5.2	5.1
EV/EBITDA	8.2	10.3	5.2	5.2	4.6
배당수익률	1.0	0.8	1.0	1.1	1.1
안정성(%)					
부채비율	76.7	79.3	74.8	61.7	56.4
Net debt/Equity	30.9	46.2	24.4	13.2	9.0
Net debt/EBITDA	211.5	213.7	68.9	49.5	33.1
유동비율	137.7	101.0	140.5	163.7	157.0
이자보상배율(배)	0.5	4.6	11.3	9.5	13.1
자산구조(%)					
투하자본	69.4	78.2	78.3	75.8	75.2
현금+투자자산	30.6	21.8	21.7	24.2	24.8
자본구조(%)					
차입금	36.0	37.2	33.2	28.8	26.6
자기자본	64.0	62.8	66.8	71.2	73.4