

# 삼성전기(009150)

## 바닥 주가에 대한 고민

영업이익이 컨센서스 하회  
MLCC 사업부 부진 예상했으나, 조금 더 힘들었던 업황  
하반기까지는 업황부진 지속, 주가 바닥은 9만원 내외 전망

### Facts : 영업이익이 컨센서스를 21.4% 하회

2분기 실적은 매출액 1조 9,577억원, 영업이익 1,452억원(영업이익률 7.4%)을 기록했다. 컨센서스 영업이익 1,848억원(한투 추정치 1,670억원)에 크게 못 미친 실적이었다. 참고로 삼성전기는 6월 1일 PLP사업(Panel Level Package, 기존 기판사업부 소속)을 삼성전자에 양도함에 따라 2분기 실적에서 관련 손익이 중단영업손익(2,512억원)으로 분류됐다. 이에 따라 세전계속사업이익이 1,192억원인 반면, 당기순이익은 3,036억원을 기록했다.

### Pros & cons : MLCC 하반기까지 부진 지속

MLCC가 속한 컴포넌트 사업부의 매출액은 7,816억원을 기록했다. 전분기대비 6.5%, 전년동기대비 10% 감소했다. 영업이익률은 1분기 22.7%에서 2분기에 19% 수준으로 하락한 것으로 추정된다. 전장용 MLCC 매출액은 증가했지만 IT용 중저가 MLCC 업황이 부진했기 때문이다. 중국 스마트폰 출하량이 2분기에 전년동기 대비 감소 기조가 멈추는 등 수요가 부진한 상황은 아니다. 현재 수준의 수요가 유지되면 재고조정은 올해 바닥을 다지고 내년 회복을 노릴 것이다.

### Action : 하반기 업황 부진 지속, 주가는 9만원 내외가 바닥권일 것

목표주가를 120,000원으로 14% 하향한다. 실적 추정치를 하향했고, 목표 PBR을 기존 1.6배에서 1.4배로 낮췄다. [그림 4]처럼 2018년 이후의 MLCC cycle을 고려한 기존 valuation(2018년 이후 평균인 1.6배)에서 MLCC 업황 개선 초반인 2016년부터의 평균 PBR 1.4배로 변경했다. 추가적인 업황 부진 가능성을 감안한 것이다. 그러나 과거 바닥 PBR인 0.8배는 2016년말 노트7 배터리 이슈 영향으로 스마트폰 및 부품주 투자심리가 가장 부진했었고, 2016년, 2017년 ROE는 0.3%, 3.8%로 낮았다. 지배주주순이익도 각각 150억원, 1,620억원이었다. 올해와 내년 예상 ROE가 12.1%, 9.5%인 점을 감안하면 12개월 forward PBR 1.2배 수준의 주가 9만원이 삼성전기의 주가의 바닥권이라 판단한다. 단기 투자심리는 부진할 수 있으나 연말, 내년부터 스마트폰 부품 재고조정 마무리에 따른 업황 개선 가능성이 커 지속적인 관심이 필요하다.

하 회      부 합      상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 120,000원(하향)

### Stock Data

KOSPI(7/24)	2,082
주가(7/24)	94,300
시가총액(십억원)	7,044
발행주식수(백만)	75
52주 최고/최저(원)	163,000/90,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	112,203
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.3/18.2
주요주주(%)	삼성전자 외 5 인 24.0
	국민연금공단 11.7

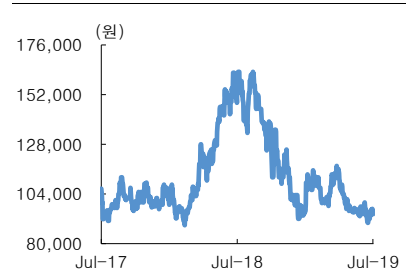
### Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	11.9	11.5	13.2
PBR(x)	1.6	1.3	1.2
ROE(%)	14.5	12.1	9.5
DY(%)	1.0	1.1	1.1
EV/EBITDA(x)	5.2	5.5	4.7
EPS(원)	8,685	8,168	7,160
BPS(원)	64,017	71,660	78,321

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.3)	(4.7)	(40.7)
KOSPI 대비(%p)	0.8	(1.8)	(32.0)

### 주가추이



자료: FnGuide

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,809.8	2,366.3	1,998.2	2,130.6	1,957.7	(8.1)	8.2	1,982.5
영업이익	206.8	405.0	252.3	190.3	145.2	(23.7)	(29.8)	184.8
영업이익률(%)	11.4	17.1	12.6	8.9	7.4	(2.5p)	(4.0p)	9.3
세전이익	181.7	368.7	237.8	171.8	119.2	(30.6)	(34.4)	205.1
순이익	122.0	237.7	185.4	129.8	303.6	133.9	148.9	166.1

주: PLP 양도에 따른 중단사업손익 분류는 2Q19부터. 향후 수정재무제표 공시 후 과거치(3Q18~1Q19)도 조정할 예정  
 자료: 한국투자증권

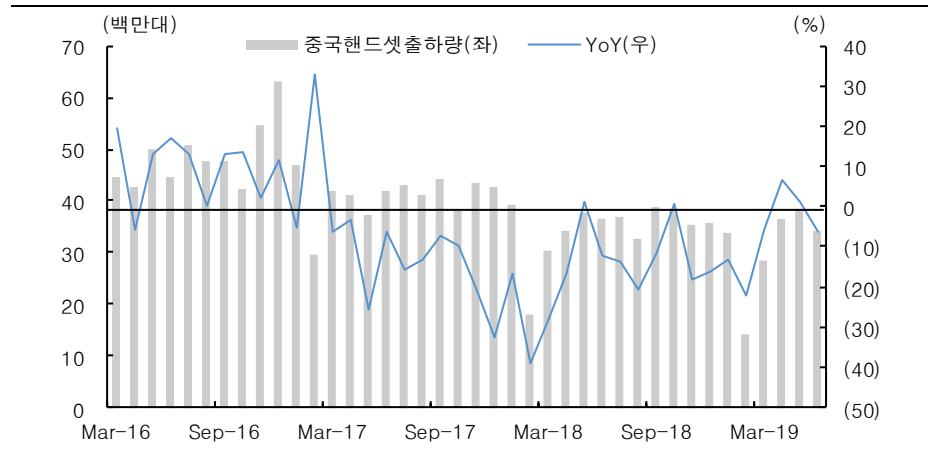
〈표 2〉 수익예상 변경

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2018	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	8,193	8,625	9,321	8,104	8,790	(6.0)	(5.7)
영업이익	1,018	781	1,160	644	822	(17.4)	(29.1)
세전이익	940	965	1,110	561	773	(41.8)	(30.3)
순이익	656	635	775	617	541	(2.9)	(30.2)
EPS	8,685	8,408	10,253	8,168	7,160	(2.9)	(30.2)

자료: 한국투자증권

[그림 1] 중국 스마트폰 월별 출하량 추이 - 4월, 5월 전년대비 증가



자료: 중국신통원, 한국투자증권

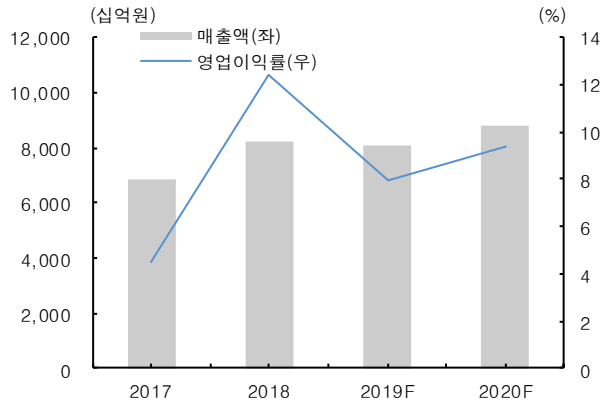
〈표 3〉 실적 및 추정(2Q19부터 PLP 사업 제거 기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	1,571	1,710	1,841	1,717	2,019	1,810	2,366	1,998	2,131	1,958	2,083	1,933	6,839	8,193	8,104
모듈	773	836	822	581	900	612	885	687	951	811	851	759	3,011	3,084	3,372
컴포넌트	490	542	608	697	753	869	1,027	896	836	782	754	721	2,338	3,545	3,094
기판	293	320	400	435	357	300	432	382	329	347	454	417	1,446	1,471	1,547
연결조정	15	13	12	5	9	30	22	33	14	18	24	36	44	94	92
영업이익	26	71	103	107	154	207	405	252	190	145	167	129	306	1,018	644
모듈	26	45	28	(14)	11	1	48	33	72	45	47	39	86	92	202
컴포넌트	34	57	78	118	172	252	393	300	190	150	125	116	288	1,117	581
기판	(35)	(32)	(3)	2	(29)	(49)	(35)	(66)	(68)	(42)	(5)	(25)	(69)	(180)	(139)
연결조정	(0)	(0)	0	1	1	3	(0)	(14)	(4)	(8)	0	0	1	1	0
영업이익률	1.6	4.1	5.6	6.2	7.6	11.4	17.1	12.6	8.9	7.4	8.0	6.7	4.5	12.4	8.0
모듈	3.4	5.4	3.4	(2.5)	1.2	0.2	5.4	4.7	7.6	5.5	5.5	5.1	2.8	3.0	6.0
컴포넌트	6.9	10.6	12.9	17.0	22.8	29.0	38.2	33.5	22.7	19.2	16.5	16.0	12.3	31.5	18.8
기판	(11.8)	(10.1)	(0.9)	0.4	(8.2)	(16.4)	(8.1)	(17.3)	(20.6)	(12.0)	(1.0)	(6.1)	(4.7)	(12.2)	(9.0)

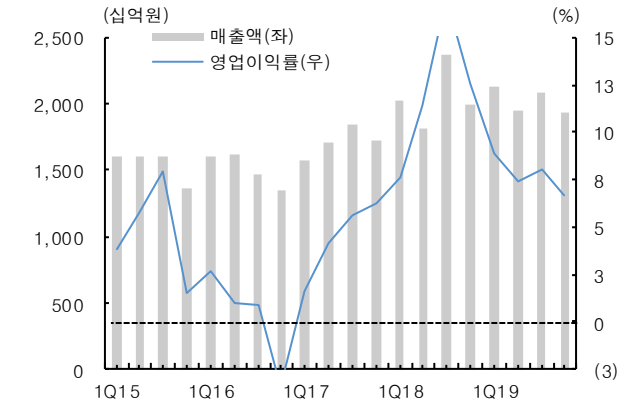
주: PLP 양도에 따른 중단사업손익 분류는 2Q19부터. 향후 수정재무제표 공시 후 과거치(3Q18~1Q19)도 조정할 예정  
 자료: 한국투자증권

[그림 2] 연간 실적 추이 및 전망



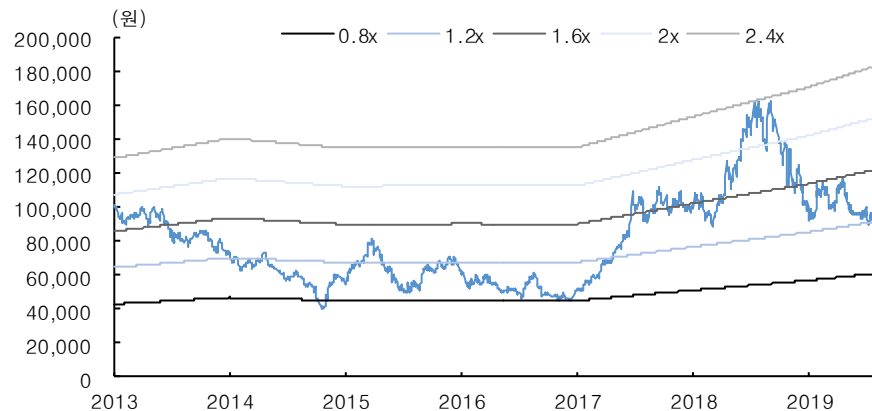
자료: 한국투자증권

[그림 3] 분기 실적 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

[그림 4] PBR 밴드(목표 PBR: 2018년 이후의 평균에서 2017년 이후의 평균으로)



자료: 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

삼성전기는 핵심 전자부품을 생산하는 종합부품업체로서 소재, 다층박막성형, 회로기술을 기반으로 수동부품, 기판, 모듈 등의 사업을 영위하고 있는 종합부품 회사임. 사업부는 크게 모듈(DM), 컴포넌트(LCR), 기판(ACI) 사업부로 나뉘어져 있음. 모듈 사업부는 카메라모듈, 통신모듈, 무선충전모듈 등 모듈을 제조하는 사업부임. 컴포넌트 사업부는 MLCC(Multi Layer Ceramic Capacitor), 칩 인덕터, 칩 저항 등을 개발, 생산함. 기판 사업부는 반도체용 패키지 기판, 고밀도 다층기판 등 인쇄회로기판을 제조함. 2017년 3분기 주요 사업부문별 누적매출비중은 모듈 47.6%, 컴포넌트 32.3%, 기판 20.1%, 최대주주는 삼성전자 외 특수관계인으로 지분율은 24.0%임.

- MLCC: 적층세라믹콘덴서, 금속판 사이에 전기를 유도하는 물질을 넣어 전기를 저장했다가 필요에 따라 안정적으로 회로에 공급하는 기능. 대부분의 전자제품에 필수적으로 들어감.
- 전장부품: 일반적으로 기존에 기계식으로 작동하던 장치들을 전자식으로 바꾸기 위해 필요한 부품들을 말함.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,479	3,525	3,707	3,933	4,266
현금성자산	445	1,002	1,135	1,231	1,335
매출채권및기타채권	914	1,061	1,054	1,143	1,239
재고자산	919	1,116	1,216	1,231	1,335
비유동자산	5,289	5,120	5,347	5,623	5,902
투자자산	823	250	230	249	270
유형자산	4,155	4,558	4,808	5,038	5,268
무형자산	149	162	162	176	191
자산총계	7,767	8,645	9,055	9,556	10,169
유동부채	2,454	2,510	2,288	2,226	2,222
매입채무및기타채무	752	927	917	744	807
단기차입금및단기사채	1,204	962	662	657	652
유동성장기부채	468	432	382	392	402
비유동부채	982	1,189	1,197	1,218	1,240
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	898	1,060	1,070	1,080	1,090
부채총계	3,436	3,698	3,486	3,445	3,462
지배주주지분	4,232	4,821	5,414	5,931	6,498
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
기타자본	(147)	(147)	(147)	(147)	(147)
이익잉여금	2,610	3,179	3,721	4,186	4,701
비지배주주지분	100	125	155	181	209
자본총계	4,331	4,946	5,569	6,112	6,707

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	718	1,559	1,508	1,244	1,300
당기순이익	177	685	644	565	617
유형자산감가상각비	611	711	778	813	852
무형자산상각비	20	26	26	29	31
자산부채변동	(265)	(370)	38	(182)	(222)
기타	175	507	22	19	22
투자활동현금흐름	(1,232)	(698)	(933)	(1,064)	(1,110)
유형자산투자	(1,476)	(1,195)	(1,090)	(1,089)	(1,136)
유형자산매각	92	32	62	47	54
투자자산순증	214	464	80	40	39
무형자산순증	(67)	(11)	(26)	(42)	(46)
기타	5	12	41	(20)	(21)
재무활동현금흐름	196	(236)	(443)	(84)	(87)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	310	(86)	(340)	15	15
배당금지급	(48)	(61)	(76)	(76)	(76)
기타	(66)	(89)	(27)	(23)	(26)
기타현금흐름	(33)	(67)	0	0	0
현금의증가	(351)	558	132	96	104

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

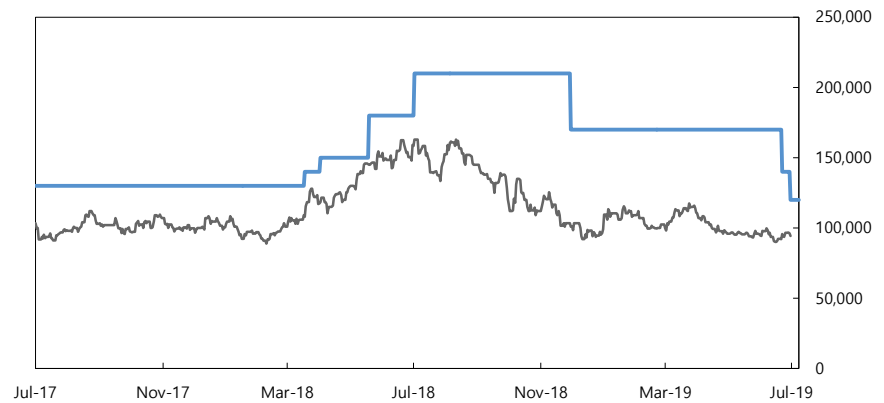
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	6,838	8,193	8,104	8,790	9,534
매출원가	5,430	5,806	6,105	6,520	7,072
매출총이익	1,408	2,387	1,999	2,270	2,462
판매관리비	1,102	1,369	1,355	1,448	1,570
영업이익	306	1,018	644	822	892
금융수익	11	13	18	20	21
이자수익	11	13	18	20	21
금융비용	66	90	109	76	77
이자비용	66	90	82	76	77
기타영업외손익	(6)	(8)	0	0	0
관계기업관련손익	8	7	8	8	9
세전계속사업이익	254	940	561	773	845
법인세비용	76	255	168	209	228
연결당기순이익	177	685	644	565	617
지배주주지분순이익	162	656	617	541	591
기타포괄이익	(137)	(25)	54	54	54
총포괄이익	40	660	698	619	671
지배주주지분포괄이익	29	630	669	593	643
EBITDA	937	1,754	1,449	1,663	1,775

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,139	8,685	8,168	7,160	7,820
BPS	56,421	64,017	71,660	78,321	85,625
DPS	750	1,000	1,000	1,000	1,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	13.4	19.8	(1.1)	8.5	8.5
영업이익증가율	1,155.0	232.5	(36.7)	27.6	8.5
순이익증가율	999.7	305.7	(6.0)	(12.3)	9.2
EPS증가율	1,008.3	306.0	(6.0)	(12.3)	9.2
EBITDA증가율	48.1	87.3	(17.4)	14.8	6.7
수익성(%)					
영업이익률	4.5	12.4	8.0	9.4	9.4
순이익률	2.4	8.0	7.6	6.2	6.2
EBITDA Margin	13.7	21.4	17.9	18.9	18.6
ROA	2.3	8.3	7.3	6.1	6.3
ROE	3.8	14.5	12.1	9.5	9.5
배당수익률	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1
배당성향	35.1	11.5	12.3	14.0	12.8
안정성					
순차입금(십억원)	2,001	1,208	777	679	571
차입금/자본총계비율(%)	59.3	49.6	38.0	34.8	32.0
Valuation(X)					
PER	46.8	11.9	11.5	13.2	12.1
PBR	1.8	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.2	5.2	5.5	4.7	4.4

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성전기 (009150)	2017.07.13	매수	130,000원	-22.5	-13.8
	2018.04.11	매수	140,000원	-12.9	-8.6
	2018.04.26	매수	150,000원	-15.1	-2.7
	2018.06.12	매수	180,000원	-16.0	-9.7
	2018.07.26	매수	210,000원	-36.5	-22.4
	2018.12.24	매수	170,000원	-40.0	-30.9
	2019.07.16	매수	140,000원	-31.8	-30.8
	2019.07.24	매수	120,000원	-	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 25일 현재 삼성전기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성전기 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.