

Company Update

Analyst 김운호

02) 6915-5656

unokim88@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 150,000원

현재가 (2/18) 112,500원

KOSPI (2/18)	2,210.89pt
시가총액	8,403십억원
발행주식수	74,694천주
액면가	5,000원
52주 최고가	163,000원
최저가	89,000원
60일 일평균거래대금	173십억원
외국인 지분율	20.9%
배당수익률 (2018F)	0.7%

주주구성	
삼성전자 외 5 인	23.92%
국민연금	10.84%

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	14%	-17%	27%
절대기준	19%	-18%	16%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	150,000	150,000	-
EPS(18)	8,129	8,097	▲
EPS(19)	10,611	10,178	▲

삼성전기 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

삼성전기 (009150)

하반기 반등, 아직은 유효한 스토리

1분기, 큰 기대를 하기엔 이른 시점

삼성전기의 2019년 1분기 매출액은 2018년 4분기 대비 7.2% 증가한 2조 1,418억 원으로 예상된다. 모듈 사업부가 성장을 주도할 전망이다. 기관사업부와 컴포넌트 사업부 매출액은 전 분기 대비 감소할 것으로 예상된다. 삼성전기의 2019년 1분기 영업이익은 2018년 4분기 대비 8.4% 감소한 2,312억원으로 예상된다. 컴포넌트 사업부의 수익성은 여전히 유동적이나 보수적으로 접근할 시점인 것으로 판단한다.

5G 시대에 삼성전기도 빛난다

5G로 네트워크 환경이 변화하면 기지국 장비 및 스마트폰 단말기는 이전 제품에 비해서 통신 모듈이 변한다. 새로운 주파수를 지원해야 하기 때문이다. 고단파 특성을 해결하기 위해서 보다 많은 안테나가 장착되고 이에 따라 통신모듈 관련 BOM(Bill of Material)이 이전 제품에 비해서 크게 상승할 것으로 예상되고 고난이도 기술로 인해 경쟁 구도는 단순해질 것으로 기대한다. 삼성전기의 역할도 시장 확산에 비례해서 커질 것으로 기대한다. 5G의 확산에 따라 IoT, 자율주행, 전기차에 대한 시장도 확산될 전망이다. 내연기관에 비교해서 전기차는 MLCC를 5~10배 더 사용할 것으로 전망한다. 단순 소요량뿐만 아니라 용량도 증가하면서 매출액 기여도가 높아질 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 150,000원 유지

삼성전기에 대한 투자의견을 매수를 유지한다. 이는 2019년 1분기 실적 부진 가능성에 대해서 이미 주가는 과하게 반영한 수준이라 판단되고, 2019년 영업이익은 2018년 대비 안정적 성장이 가능할 것으로 예상하고, 주력 제품인 MLCC의 업황이 호조세를 유지할 것으로 예상하기 때문이다. 삼성전기에 대한 목표주가는 150,000원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	6,033	6,838	8,193	8,832	9,806
영업이익	24	306	1,022	1,196	1,344
세전이익	32	254	948	1,231	1,309
지배주주순이익	15	162	631	823	880
EPS(원)	190	2,084	8,129	10,611	11,345
증가율(%)	31.5	999.7	290.0	30.5	6.9
영업이익률(%)	0.4	4.5	12.5	13.5	13.7
순이익률(%)	0.4	2.6	8.4	10.2	9.8
ROE(%)	0.3	3.8	13.9	15.8	14.7
PER	268.0	48.0	12.7	10.6	9.9
PBR	0.9	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.4	10.4	5.2	4.8	4.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

I. 1분기 실적 Preview

2019년 1분기 매출액은 2조 1,418억 원으로 예상

모듈 사업부 매출액이 성장
주도

삼성전기의 2019년 1분기 매출액은 2018년 4분기 대비 7.2% 증가한 2조 1,418억 원으로 예상된다. 모듈 사업부가 성장을 주도할 전망이다. 사업부별로는

- 1) 기관 사업부 매출액은 2018년 4분기 대비 5.2% 감소한 3,620억원으로 예상된다. HDI 매출액은 2018년 4분기 대비 14.8% 감소할 것으로 전망한다. RF-PCB 물량은 2018년 4분기 대비 큰 폭으로 감소할 것으로 예상하기 때문이다. 해외 거래선 신제품 물량 감소에 따른 영향이다. FC-CSP는 전 분기 규모를 유지하고, FC-BGA 매출액은 전 분기 대비 매출액이 증가할 전망이다.
- 2) 컴포넌트 사업부 매출액은 2018년 4분기 대비 6.0% 감소할 것으로 예상된다. 전 장비중 확대로 물량이 감소할 것으로 예상하기 때문이다. 가동률은 90%를 상회할 것으로 전망한다. 중저가 물량 회복이 늦어질 것으로 예상하고 Mobile 신제품 효과로 매출 부진을 만회하기는 어려울 것으로 예상된다.
- 3) 모듈 사업부 매출액은 2018년 4분기 대비 36.5% 증가할 것으로 예상된다. 국내 거래선의 신제품 효과로 판단된다. Flagship 모델로는 처음으로 Triple 카메라 모듈을 채택함에 따라 ASP가 상승할 것으로 예상되기 때문이다.

표 1. 삼성전기 분기별 실적 추이 및 전망

구분(단위: 억원)		2018				2019E				1분기 증감률	
		1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	QoQ(%)	YoY(%)
매출액	기판사업부	3,678	3,068	4,427	3,818	3,620	3,663	4,011	4,059	-5.2	-1.6
	컴포넌트	7,602	8,829	10,268	8,961	8,419	9,798	11,201	10,106	-6.0	10.8
	모듈 사업부	8,907	6,200	8,968	6,873	9,379	7,422	9,032	7,615	36.5	5.3
	소계	20,188	18,098	23,663	19,981	21,418	20,883	24,243	21,781	7.2	6.1
영업 이익	기판사업부	-300	-504	-361	-485	-523	-478	-272	-338	적자 지속	적자지속
	컴포넌트	1,734	2,561	3,926	2,873	2,412	3,271	3,757	3,092	-16.0	39.1
	모듈 사업부	107	11	484	136	423	141	332	144	212.3	295.8
	소계	1,541	2,068	4,049	2,523	2,312	2,934	3,817	2,899	-8.4	50.1
영업 이익률	기판사업부	-8.2%	-16.4%	-8.1%	-12.7%	-14.5%	-13.1%	-6.8%	-8.3%		
	컴포넌트	22.8%	29.0%	38.2%	32.1%	28.6%	33.4%	33.5%	30.6%		
	모듈 사업부	1.2%	0.2%	5.4%	2.0%	4.5%	1.9%	3.7%	1.9%		
	합계	7.6%	11.4%	17.1%	12.6%	10.8%	14.1%	15.7%	13.3%		

자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

2019년 1분기 영업이익은 2,312억 원으로 예상

모듈은 개선

삼성전기의 2019년 1분기 영업이익은 2018년 4분기 대비 8.4% 감소한 2,312억원으로 예상한다. 사업부별로는

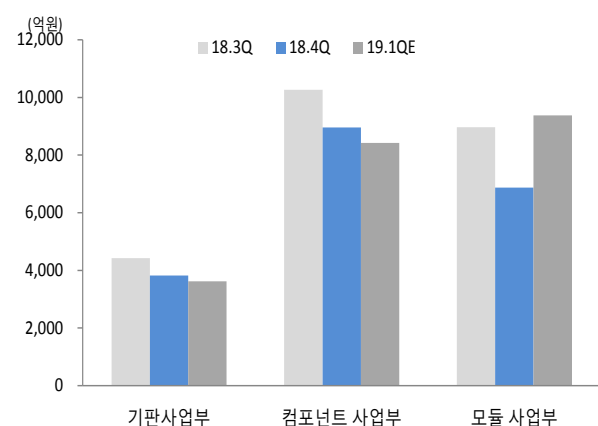
- 1) 기판 사업부 영업이익은 2018년 4분기 대비 적자 규모가 확대될 것으로 예상된다. HDI는 RF-PCB 매출이 감소함에 따라 영업적자 규모가 확대될 것으로 전망되기 때문이다. PLP 영업적자 규모의 변화는 없을 전망이다.
- 2) 컴포넌트 사업부 영업이익은 2018년 4분기 대비 감소할 전망이다. 매출액 감소 및 영업이익률 하락에 따른 영향으로 추정한다. 제품믹스 변화는 가동률에는 긍정적이고 장기적으로는 바람직한 변화이지만 단기적인 수익성에는 부정적 영향을 미칠 전망이다.
- 3) 모듈 사업부 영업이익은 2018년 4분기 대비 큰 폭으로 개선될 전망이다. 매출액 증가와 ASP 상승 효과로 추정된다.

표 2. 분기 및 연간 실적 추정치 변경

항목	2019년 1분기 실적			2019년 연간 실적		
	신규 추정치	기존 추정치	변화폭	신규 추정치	기존 추정치	변화폭
기판 사업부	3,620	3,678	-1.6%	15,352	15,742	-2.5%
컴포넌트	8,419	8,863	-5.0%	39,524	39,967	-1.1%
모듈 사업부	9,379	8,955	4.7%	33,448	34,878	-4.1%
매출액	21,418	21,495	-0.4%	88,324	90,586	-2.5%
기판 사업부	-523	-689	적자축소	-1,611	-2,240	적자축소
컴포넌트	2,412	2,794	-13.7%	12,532	12,915	-3.0%
모듈 사업부	423	286	47.9%	1,041	773	34.7%
영업이익	2,312	2,390	4.9%	11,962	11,448	6.2%

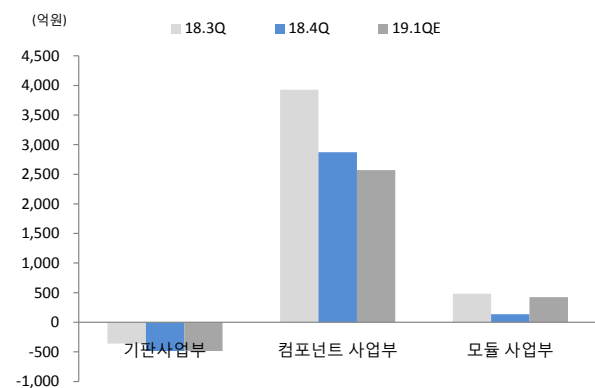
자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

그림 1. 삼성전기 사업부별 분기별 매출액 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권 리서치센터

그림 2. 삼성전기 사업부별 분기별 영업이익 추이



자료: IBK투자증권 리서치센터

II. 5G와 삼성전기

MLCC, 통신 모듈에서 성장 돌파구

MLCC, 통신 모듈이 차기 성장 주도

5G로 네트워크 환경이 변화하면 기지국 장비 및 스마트폰 단말기는 이전 제품에 비해서 통신 모듈이 변한다. 새로운 주파수를 지원해야 하기 때문이다. RF(Radio Frequency) 관련 부품들 비중이 4G 이전에 비해서 높아질 전망이다.

고단파 특성을 해결하기 위해서 보다 많은 안테나가 장착되고 이에 따라 통신모듈 관련 BOM(Bill of Material)이 이전 제품에 비해서 크게 상승할 것으로 예상되고 고난이도 기술로 인해 경쟁 구도는 단순해질 것으로 기대한다. 삼성전기의 역할도 시장 확산에 비례해서 커질 것으로 기대한다.

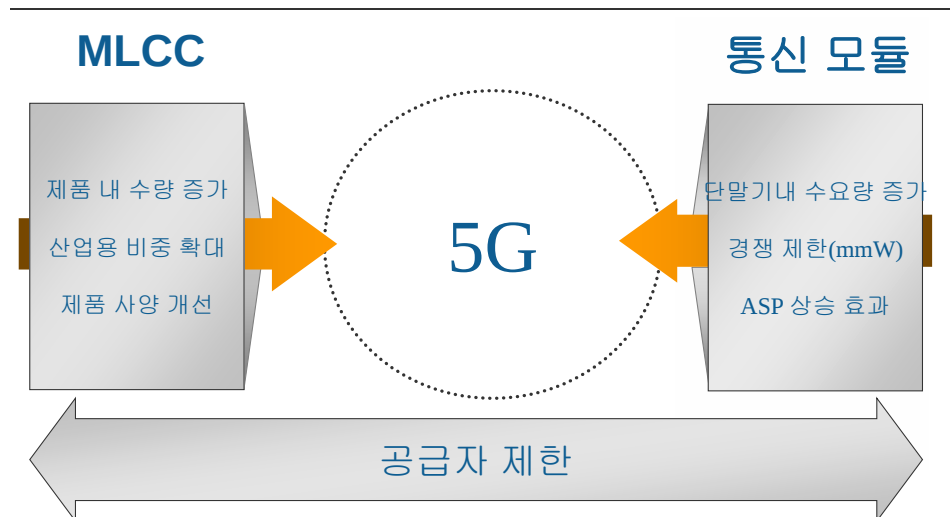
5G의 확산에 따라 IoT, 자율주행, 전기차에 대한 시장도 확산될 전망이다. 내연기관에 비교해서 전기차는 MLCC를 5~10배 더 사용할 것으로 전망한다. 단순 소요량뿐만 아니라 용량도 증가하면서 매출액 기여도가 높아질 것으로 예상된다.

표 3. 전장용 MLCC 사용량 현황

	Conventional	Low-end	Mid calss	High end	Ultra High-end
	Pure ICE	ISS	Micro HEV	PHEV	EV
Power Train	450~600	600~800	800~1,000	1,900~2,300	2,700~3,100
ADAS			2,000~2,400		
Safety			450~700		
Comfort			500~800		
Infortainment			400~700		
Others			1,000		

자료: 무라타, IBK투자증권 리서치센터

그림 3. 5G에서 삼성전기 역량



자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

III. 투자 전략

투자의견 매수 유지, 목표주가 150,000원 유지

하반기 영업이익 증가
추세에 투자하자

삼성전기에 대한 투자의견을 매수를 유지한다. 이는

- 1) 2019년 1분기 실적 부진 가능성에 대해서 이미 주가는 과하게 반영한 수준이라 판단되고
- 2) 2019년 영업이익은 2018년 대비 안정적 성장이 가능할 것으로 예상하고
- 3) 주력 제품인 MLCC의 업황이 호조세를 유지할 것으로 예상하기 때문이다.

삼성전기에 대한 목표주가는 150,000원을 유지한다. Sum of the Parts로 목표주가를 산정하였다. EBITDA는 12개월 예상치를 적용하였다. 전 사업부에 대한 EV/EBITDA를 6.5배를 적용하였다. 수동부품의 대표업체인 무라타와 Yageo의 예상 EV/EBITDA가 10~11배 수준에서 거래가 된다는 점을 반영하였다. 보유자산 가치는 2,511억원이다. 자산가치의 80%를 반영하였다.

표 4. 삼성전기 적정주가는 151,407원

	영업이익	감가상각비	EBITDA	적용 EV/EBITDA	EV	비고
기판	-1,611	3,540	1,929	4.0	7,715	
컴포넌트	12,532	2,065	14,597	7.0	102,182	
모듈	1,041	295	1,336	4.0	5,343	
소계	11,962	5,900	17,862	6.5	115,239	
Net Debt					4,156	2019년 말예상
영업가치					111,083	
보유자산					2,511	2,008
적정 Market CAP						113,092
적정 주가(원)						151,407

자료: IBK투자증권 리서치센터

그림 4. 삼성전기 영업이익 및 주가 추이



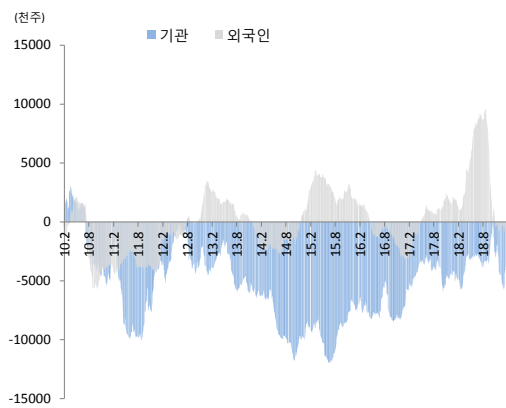
자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

표 5. 삼성전기 보유 투자유가증권

구분	회사명	기 말 잔 액			보유단가(원)	적용단가(원)	현재가치
		수량(주)	지분율(%)	장부가액			
상장	삼성중공업(주)	5,508,563	2.4	994	18,000	8,830	486
	롯데정밀화학(주)	66,911	0.3	28	40,750	49,950	33
	소계			1,022			520
비상장	삼성라이온즈	25,000	12.5	7	26,928	26,928	7
	삼성종합화학	5,158,443	9.0	1,711	500	500	1,711
	삼성벤처투자	1,020,000	17.0	69	5,100	5,000	69
	삼성경제연구소	2,856,000	23.8	204	6,857	6,857	204
	소계			1,991			1,991
합계							2,511

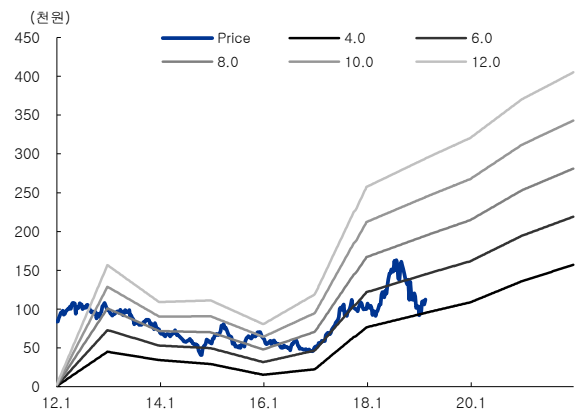
자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

그림 5. 삼성전기 투자주체별 순매수 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권 리서치센터

그림 6. 삼성전기 EV/EBITDA 밴드



자료: IBK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	6,033	6,838	8,193	8,832	9,806
증가율(%)	-2.3	13.4	19.8	7.8	11.0
매출원가	5,006	5,430	5,771	6,183	6,864
매출총이익	1,027	1,408	2,422	2,650	2,942
매출총이익률 (%)	17.0	20.6	29.6	30.0	30.0
판매비	1,002	1,102	1,400	1,454	1,598
판매비율(%)	16.6	16.1	17.1	16.5	16.3
영업이익	24	306	1,022	1,196	1,344
증가율(%)	-91.9	1,155.0	233.7	17.1	12.4
영업이익률(%)	0.4	4.5	12.5	13.5	13.7
순금융손익	-31	-55	-80	-71	-64
이자손익	-31	-55	-80	-71	-64
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	30	-6	-1	97	23
종속/관계기업손익	9	8	7	9	6
세전이익	32	254	948	1,231	1,309
법인세	9	76	262	328	347
법인세율	28.6	30.1	27.7	26.6	26.5
계속사업이익	23	177	686	903	962
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	23	177	686	903	962
증가율(%)	11.0	673.6	286.8	31.7	6.5
당기순이익률 (%)	0.4	2.6	8.4	10.2	9.8
지배주주당순이익	15	162	631	823	880
기타포괄이익	41	-137	1	0	0
총포괄이익	64	40	687	903	962
EBITDA	633	937	1,755	1,908	2,055
증가율(%)	-20.5	48.1	87.3	8.8	7.7
EBITDA마진율(%)	10.5	13.7	21.4	21.6	21.0

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	190	2,084	8,129	10,611	11,345
BPS	54,640	54,531	62,151	72,031	82,644
DPS	500	750	750	750	750
밸류에이션(배)					
PER	268.0	48.0	12.7	10.6	9.9
PBR	0.9	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.4	10.4	5.2	4.8	4.2
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.3	13.4	19.8	7.8	11.0
EPS증가율	31.5	999.7	290.0	30.5	6.9
수익성지표(%)					
배당수익률	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE	0.3	3.8	13.9	15.8	14.7
ROA	0.3	2.3	8.3	9.8	9.5
ROIC	0.5	3.5	12.2	15.2	15.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	76.7	79.3	75.9	66.3	58.7
순차입금 비율(%)	30.9	46.2	21.7	7.4	-3.2
이자보상배율(배)	0.5	4.6	11.4	13.4	14.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.1	9.3	9.0	8.5	8.5
재고자산회전율	8.0	7.8	8.1	7.6	7.6
총자산회전율	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,812	2,479	3,766	4,660	5,663
현금및현금성자산	796	445	1,409	2,101	2,804
유가증권	309	122	42	45	49
매출채권	648	829	999	1,089	1,225
재고자산	827	919	1,115	1,215	1,367
비유동자산	4,850	5,289	4,974	5,012	5,006
유형자산	3,714	4,155	4,464	4,524	4,529
무형자산	92	149	162	141	124
투자자산	848	823	250	241	232
자산총계	7,663	7,767	8,740	9,672	10,669
유동부채	2,043	2,454	2,725	2,898	3,123
매입채무및기타채무	396	281	307	348	392
단기차입금	842	1,204	1,204	1,303	1,356
유동성장기부채	324	468	402	452	612
비유동부채	1,282	982	1,046	958	825
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1,278	898	922	822	672
부채총계	3,325	3,436	3,771	3,856	3,948
지배주주지분	4,240	4,232	4,823	5,590	6,413
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
자본조정등	-147	-147	-147	-147	-147
기타포괄이익누계액	420	335	356	356	356
이익잉여금	2,534	2,610	3,181	3,948	4,771
비지배주주지분	97	100	146	226	308
자본총계	4,338	4,331	4,969	5,816	6,721
비이자부채	881	867	1,243	1,279	1,308
총차입금	2,444	2,569	2,528	2,576	2,639
순차입금	1,339	2,002	1,077	430	-214

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	680	718	1,529	1,363	1,405
당기순이익	23	177	686	903	962
비현금성 비용 및 수익	728	864	1,188	677	746
유형자산감가상각비	589	611	709	691	694
무형자산감가상각비	19	20	23	21	16
운전자본변동	-48	-265	-268	-146	-239
매출채권등의 감소	48	-202	-166	-90	-136
재고자산의 감소	-174	-76	-255	-100	-152
매입채무등의 증가	109	-99	22	41	44
기타 영업현금흐름	-23	-58	-76	-71	-64
투자활동 현금흐름	-1,186	-1,232	-383	-681	-711
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,052	-1,476	-1,059	-750	-700
유형자산의 감소	68	92	23	0	0
무형자산의 감소(증가)	28	-67	-11	0	0
투자자산의 감소(증가)	-235	214	666	9	9
기타	5	5	-2	60	-20
재무활동 현금흐름	281	196	-54	9	9
차입금의 증가(감소)	411	245	178	-100	-150
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-129	-48	-232	109	159
기타 및 조정	-14	-33	-128	0	0
현금의 증가	-239	-351	965	692	703
기초현금	1,035	796	445	1,409	2,101
기말현금	796	445	1,409	2,101	2,804

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당사항없음												

투자익전 안내 (투자기간 12개월)

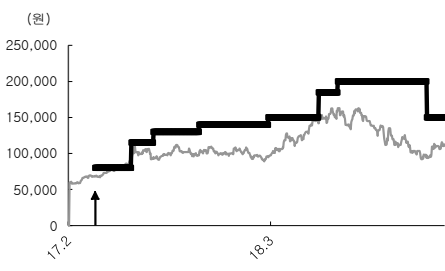
종목 투자익전 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익전 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.01.01~2018.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	85.3
중립	24	14.7
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

삼성전기 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.04.11	매수	80,000	-2.74	17.25					
	2017.06.20	매수	115,000	-11.99	-4.35					
	2017.08.02	매수	130,000	-22.92	-13.85					
	2017.10.30	매수	140,000	-28.12	-21.79					
	2018.03.13	매수	150,000	-20.24	-2.33					
	2018.06.19	매수	185,000	-17.63	-12.16					
	2018.07.26	매수	200,000	-35.41	-18.50					
	2019.01.15	매수	150,000	-29.76	-23.00					
	2019.02.18	매수	150,000							