2019년 10월 18일

기업분석 | 가전/전기전자

삼성전기 (009150)

결국 빼앗긴 모듈 성장 vs 5G 모멘텀

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

Buy (maintain)

목표주가	124,000 원
현재주가	110,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (10/17)		2,077.94 pt
시가총액		82,537 억원
발행주식수		74,694 천주
52 주 최고가/최저가		139,000 / 84,600 원
90 일 일평균거래대금		838.54 억원
외국인 지분율		23.8%
배당수익률(19.12E)		0.9%
BPS(19.12E)		69,884 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	13.5%
	6 개월	1.5%
	12 개월	-16.4%
주주구성	삼성전자 (외 2 인)	24.0%
	국민연금공단	12.1%

Stock Price

우려가 현실로

내년 상반기 출시될 고객사 플래그십 모델의 카메라 모듈 조립 공정을 고객사가 직접 진행하기로 한 것으로 보여진다. 기존에는 플래그십 후면 카메라의 70%가량을 동사가 완제품 형태로 납품하였지만, 차기 모델은(혹은 부터) 반제품 형태로 고객사에 납품할 것으로 전망된다. ToF 모듈 역시 고객사가 직접 받기 때문에 동사의 카메라 모듈 ASP하락은 사실상 불가피해 보인다. 물론 차기작 z(상위)모델에 광학줌이 탑재되며, x(저가)와 z모델 모두 카메라 개수가 +1 늘어나기 때문에 감소분이 상충되며 올해 대비 ASP에 대한 큰 변동은 없을 것으로 보여지지만, 당사 기대에 비해선 아쉬운 결론이다.

초고속 성장보단 큰 그림을 보자

당사는 2020년 글로벌 5G 스마트폰 출하량을 bear 2.1억대에서 bull 3.0억대로 전망한다. 이는 올해 5G 예상 출하량 16백만대 대비 11.8배~17.7배 증가한 수치이다. 4G vs 5G에 MLCC 탑재량이 Sub-6 기준 약 +10% 증가하는 점을 감안한다면 사실상 MLCC Q증가는 반박할 수 없는 사실이다. 동사의 컴포넌트 사업부 매출의 65%를 스마트폰이 차지한다는 점을 고려한다면 동사에겐 분명한 모멘텀의 시작이다. 하지만 분명 P가 유지된다는 가정하에 매출 업사이드는 6.5% 미만(동사 MLCC 탑재 전모델이 5G로 전환되었을 경우 6.5% 수준)으로 당장 내년에 18년의 영광을 기대하긴 힘들어 보인다.

어차피 주가는 컴포넌트 사업부

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 유지한다 우려했던 악재가 발발한건 부정적이나, 동사의 주가는 모듈보단 컴포넌트사업부와 매우 밀접한 관계이다. 당장의 초고속 성장은 어려워 보이지만, 방향성은 분명하다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,838	8,193	8,224	8,726	9,163
영업이익	306	1,018	678	900	945
세전계속사업손익	254	940	614	880	943
순이익	177	685	691	685	734
EPS (원)	2,194	8,986	9,294	9,147	9,810
증감률 (%)	n/a	309.7	3.4	-1.6	7.3
PER (x)	45.6	11.5	11.9	12.1	11.3
PBR (x)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	10.3	5.2	5.6	4.7	4.3
영업이익률 (%)	4.5	12.4	8.2	10.3	10.3
EBITDA 마진 (%)	13.7	21.4	18.4	19.6	19.5
ROE (%)	3.8	14.5	13.2	11.7	11.3
부채비율 (%)	79.3	74.8	37.7	33.5	27.0

주: IFRS 연결 기준
자료: 삼성전기, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

표1 삼성전기 실적추이

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	**2,019**	**1,810**	**2,366**	**1,998**	**2,130**	**1,958**	**2,069**	**2,034**	**8,193**	**8,159**	**8,726**
YoY	30%	7%	29%	17%	5%	8%	-13%	0%	310%	20%	7%
부분별											
모듈	891	620	897	706	944	824	849	819	3,114	3,437	3,647
컴포넌트	760	883	1027	880	838	787	811	803	3,550	3,239	3,700
기판	368	307	443	412	349	341	409	386	1,529	1,484	1,380
YoY											
모듈	15%	-26%	9%	22%	6%	33%	-5%	16%	3%	10%	6%
컴포넌트	55%	63%	69%	26%	10%	-11%	-21%	-9%	52%	-9%	14%
기판	26%	-4%	11%	-5%	-5%	11%	-8%	-6%	6%	-3%	-7%
영업이익	**154**	**207**	**405**	**252**	**190**	**145**	**173**	**169**	**1,018**	**678**	**900**
YoY	504%	193%	292%	136%	58%	-30%	-61%	-42%	332%	-33%	38%
부분별											
모듈	11	1	48	29	72	50	59	49	89	229	306
컴포넌트	173	256	393	295	191	119	105	112	1,117	528	603
기판	-30	-50	-36	-71	-72	-25	8	8	-188	-81	28
OPM											
모듈	1%	0%	5%	4%	8%	6%	7%	6%	3%	7%	7%
컴포넌트	23%	29%	38%	34%	23%	15%	13%	14%	31%	16%	16%
기판	-8%	-16%	-8%	-17%	-21%	-7%	2%	2%	-12%	-5%	2%

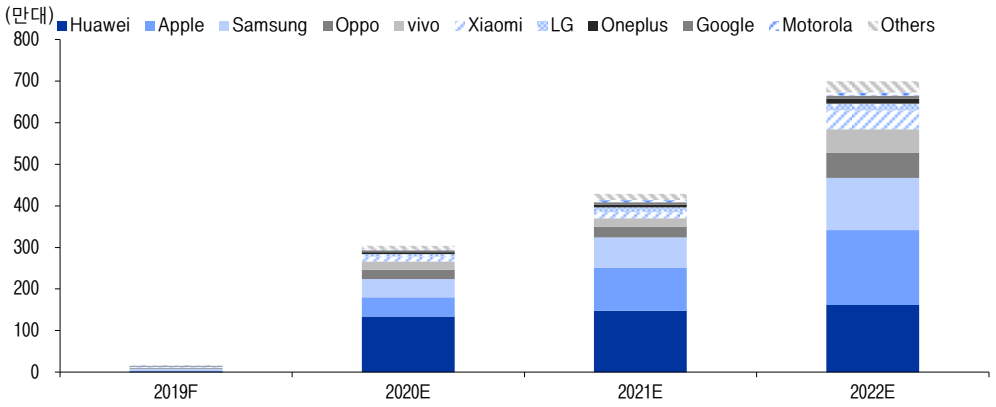
자료: 삼성전기, 이베스트투자증권 리서치센터

5G 스마트폰 가정

Bull case: 1) 화웨이 자체적 5G 생산계획 1.6억대 고려, 내년 출시 전기종 5G 탑재 가정. 하지만 5G 개화국 및 GMS 제재 지속 반영하여 중국 내수 물량만 적용. 2) 애플 + 삼성전자 내년 출시 플래그십 전기종 5G 가정. 삼전 중저가 상, 하반기 1모델씩 가정 판매국은 5G 개화국 및 내년 개화국 미국, 일본, 한국, 중국, 유럽 일부국가 등. 3) 중3사 플래그십 채택 가정.

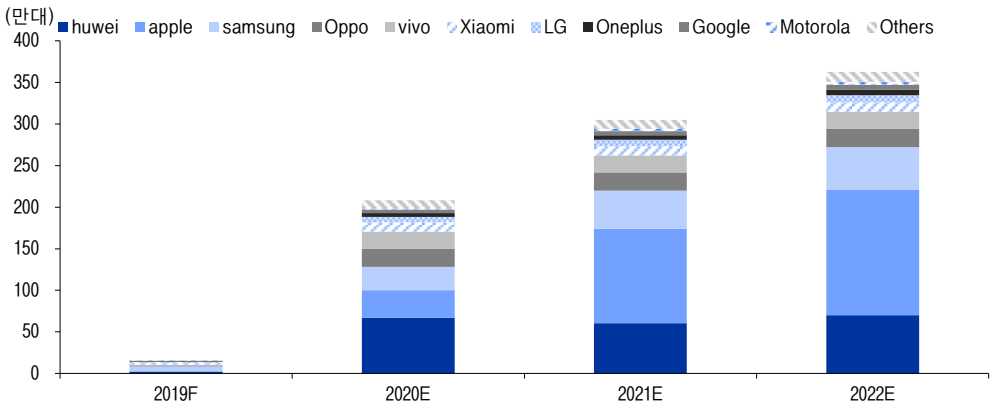
Base case: 1) 화웨이 내년 출시 플래그십 전기종 5G 탑재, honor 등 중저가 일부 탑재 가정. 중국 내수물량만 가정. 2) 애플 2기종 5G, 삼성전자 S시리즈 2기종 Note시리즈 1기종 가정, 중저가 상,하반기 1기종씩 가정. 3) 중3사 플래그십 채택 가정. 판매국은 Bull과 동

그림1 Bull case



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 Bear case



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 영업이익 vs 수정주가

자료: quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,479	3,525	2,569	2,953	3,174
현금 및 현금성자산	445	1,002	514	799	884
매출채권 및 기타채권	913	1,061	896	940	1,004
재고자산	919	1,116	784	822	879
기타유동자산	202	346	376	391	407
비유동자산	5,289	5,120	5,086	5,260	5,455
관계기업투자등	779	211	221	230	239
유형자산	4,155	4,558	4,589	4,750	4,930
무형자산	149	162	75	72	69
자산총계	**7,767**	**8,645**	**7,655**	**8,213**	**8,630**
유동부채	2,454	2,510	905	865	635
매입채무 및 기타재무	522	577	694	728	778
단기금융부채	1,671	1,394	-277	-371	-672
기타유동부채	260	538	488	508	528
비유동부채	982	1,189	1,189	1,195	1,201
장기금융부채	898	1,060	1,037	1,037	1,037
기타비유동부채	84	129	152	158	164
부채총계	**3,436**	**3,698**	**2,094**	**2,060**	**1,836**
지배주주지분	4,232	4,821	5,423	6,015	6,656
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
이익잉여금	2,610	3,179	3,781	4,374	5,014
비지배주주지분(연결)	100	125	138	138	138
자본총계	**4,331**	**4,946**	**5,561**	**6,153**	**6,794**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**6,838**	**8,193**	**8,224**	**8,726**	**9,163**
매출원가	5,430	5,806	6,123	6,221	6,689
매출총이익	**1,408**	**2,387**	**2,101**	**2,505**	**2,474**
판매비 및 관리비	1,102	1,369	1,423	1,605	1,529
영업이익	**306**	**1,018**	**678**	**900**	**945**
(EBITDA)	937	1,754	1,510	1,711	1,784
금융손익	-49	-83	-62	-21	-3
이자비용	66	90	69	41	23
관계기업등 투자손익	8	7	-7	-6	-6
기타영업외손익	-11	-2	6	7	7
세전계속사업이익	**254**	**940**	**614**	**880**	**943**
계속사업법인세비용	76	255	174	195	209
계속사업이익	177	685	440	685	734
중단사업이익	0	0	251	0	0
당기순이익	**177**	**685**	**691**	**685**	**734**
지배주주	162	656	679	668	716
총포괄이익	**93**	**705**	**691**	**685**	**734**
매출총이익률 (%)	20.6	29.1	25.5	28.7	27.0
영업이익률 (%)	4.5	12.4	8.2	10.3	10.3
EBITDA마진률 (%)	13.7	21.4	18.4	19.6	19.5
당기순이익률 (%)	2.6	8.4	8.4	7.8	8.0
ROA (%)	2.1	8.0	8.3	8.4	8.5
ROE (%)	3.8	14.5	13.2	11.7	11.3
ROIC (%)	4.1	12.9	8.6	12.9	13.0

현금흐름표

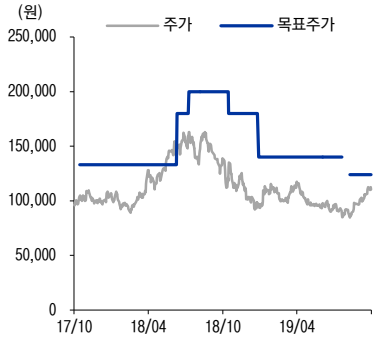
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**712**	**1,547**	**1,774**	**1,457**	**1,512**
당기순이익(손실)	177	685	691	685	734
비현금수익비용가감	864	1,325	706	807	834
유형자산감가상각비	611	711	811	799	828
무형자산상각비	20	26	22	12	11
기타현금수익비용	-27	10	-126	-4	-5
영업활동 자산부채변동	-271	-382	555	-34	-56
매출채권 감소(증가)	-202	-164	190	-44	-64
재고자산 감소(증가)	-76	-276	281	-39	-56
매입채무 증가(감소)	-99	2	125	34	50
기타자산, 부채변동	106	57	-41	15	15
투자활동 현금	**-1,231**	**-698**	**-376**	**-1,002**	**-1,051**
유형자산처분(취득)	-1,385	-1,164	-1,123	-960	-1,008
무형자산 감소(증가)	-67	-11	-9	-8	-8
투자자산 감소(증가)	18	578	-32	-25	-26
기타투자활동	203	-102	788	-8	-8
재무활동 현금	**201**	**-224**	**-1,893**	**-170**	**-376**
차입금의 증가(감소)	315	-74	-1,763	-94	-301
자본의 증가(감소)	-48	-61	-76	-76	-76
배당금의 지급	48	61	76	76	76
기타재무활동	-66	-89	-54	0	0
현금의 증가	**-351**	**558**	**-488**	**285**	**85**
기초현금	796	445	1,002	514	799
기말현금	445	1,002	514	799	884

자료: 삼성전기, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	45.6	11.5	11.9	12.1	11.3
P/B	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.3	5.2	5.6	4.7	4.3
P/CF	7.5	4.0	6.1	5.8	5.5
배당수익률 (%)	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
매출액	13.4	19.8	0.4	6.1	5.0
영업이익	1,155.0	232.5	-33.4	32.8	5.0
세전이익	690.3	270.9	-34.7	43.3	7.2
당기순이익	673.6	286.5	0.9	-0.9	7.2
EPS	1,113.7	309.7	3.4	-1.6	7.3
안정성 (%)					
부채비율	79.3	74.8	37.7	33.5	27.0
유동비율	101.0	140.5	283.8	341.4	500.0
순차입금/자기자본(x)	46.2	24.4	0.0	-6.4	-11.6
영업이익/금융비용(x)	4.6	11.3	9.9	22.0	40.4
총차입금 (십억원)	2,569	2,454	760	666	365
순차입금 (십억원)	2,002	1,209	-2	-392	-788
주당지표(원)					
EPS	2,194	8,986	9,294	9,147	9,810
BPS	54,531	62,126	69,884	77,516	85,769
CFPS	13,415	25,905	18,009	19,216	20,203
DPS	750	1,000	1,000	1,000	1,000

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
2017.10.31	Buy	133,000	16.2		-17.3						
2018.06.27	Buy	180,000	-9.7		-15.3						
2018.07.26	Buy	200,000	-18.5		-28.0						
2018.11.01	Buy	180,000	-25.0		-38.2						
2019.01.14	Buy	140,000	-16.1		-28.3						
2019.08.26	변경	이왕진									
2019.08.26	Buy	124,000									

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	94.6% 5.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018. 10. 1 ~ 2019. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)