

삼성전기(009150)

하회	부합	상회
영업이익의 컨센서스 대비를 의미		

MLCC의 힘

매출액과 영업이익 컨센서스를 각 6%, 12% 상회
 MLCC 매출액이 전년대비 60.4%, 전분기대비 9% 증가
 목표주가 150,000원으로 7% 상향

Facts : 시장 기대치 상회하는 실적

1분기 실적은 시장 기대치를 상회했다. 매출액 2조 188억원, 영업이익은 1,540억원을 기록했는데, 이는 전년대비 각각 28.5%, 503% 증가한 것이다. 컨센서스(1조 9,090억원, 영업이익 1,380억원)대비는 각각 6%, 12% 상회했다. 세전이익은 1,523억원(+1,224% YoY), 당기순이익은 1,112억원(+4,979% YoY)을 기록했다.

Pros & cons : MLCC가 반쳐주는 안정된 실적

컴포넌트사업부의 실적은 매출액 7,530억원으로 전년대비 53.5%, 전분기대비 8.1% 증가했다. MLCC 매출액이 전년대비 60.4%, 전분기대비 9.3% 늘었기 때문이다. 영업이익률도 20%를 상회한 것으로 추정된다. 당분간 MLCC 산업은 호황이 지속될 것이다. 전자기기의 고도화로 수요는 늘어나나 공급 증가가 제한적이다. 하반기부터는 자동차전장화용 MLCC 매출액도 늘어날 것이다. 모듈사업부도 주요거래선의 플래그십 모델 출시가 17년대비 5~6주 빨라 매출액이 전년대비 16.4% 증가했다. 2분기에는 플래그십 출시 효과가 전분기대비 약해져 매출액이 감소하나 3분기부터는 다시 증가할 것이다. 기판사업부는 3분기부터 북미 주요고객사 신모델 출시로 실적이 개선될 것이다.

Action : 목표가 7% 상향. 밝은 중장기 전망

목표주가를 기준 140,000원에서 150,000원(12MF PBR 2.3배)으로 7% 상향한다. 기대대비 더 좋은 MLCC 실적을 반영해 18년, 19년 연간 순이익을 18%, 18% 상향조정(ROE 각 1.6%p, 1.8%p 상승)했다. 2018년 예상 실적은 매출액 8조 1,690억원, 영업이익 7,620억원, 당기순이익 5,000억원이다. 이는 전년대비 각각 19.5%, 148.8%, 209.3% 증가하는 것이다. MLCC 산업 호황은 향후 2~3년간 이어지면서 이익 증가세가 이어질 것이다. Valuation 부담도 17년 기준 PER 46.8배에서 18년 17.9배, 19년 12.5배로 빠르게 완화될 것이다.

매수(유지)

목표주가: 150,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(4/26)	2,476
주가(4/26)	118,500
시가총액(십억원)	8,851
발행주식수(백만)	75
52주 최고/최저가(원)	128,000/70,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	81,856
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.3/24.1
주요주주(%)	삼성전자 외 4 인
	24.0
	국민연금
	10.8

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	46.8	17.9	12.5
PBR(x)	1.8	1.9	1.7
ROE(%)	3.8	11.2	14.3
DY(%)	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA(x)	10.2	7.5	5.9
EPS(원)	2,139	6,617	9,482
BPS(원)	56,421	62,131	70,629

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	13.4	22.4	67.8
KOSPI 대비(%)	11.8	22.6	55.7

주가추이



자료: WISEfn

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,570.5	1,709.9	1,841.1	1,717.0	2,018.8	17.6	28.5	1,909.0
영업이익	25.5	70.7	103.2	106.8	154.0	44.2	503.1	138.3
영업이익률(%)	1.6	4.1	5.6	6.2	7.6	1.4p	6.0p	7.2
세전이익	11.5	64.0	98.5	79.6	152.3	91.4	1,223.8	128.8
순이익	2.2	33.4	71.9	54.3	111.2	104.6	4,979.2	90.5

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 수익예상 변경표

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2017	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	6,838	8,016	9,486	8,169	9,743	1.9	2.7
영업이익	306	702	982	762	1,069	8.5	8.8
세전이익	254	644	925	723	1,036	12.3	12.1
순이익	29	423	607	500	716	18.2	17.9
EPS	2,139	5,599	8,040	6,617	9,482	18.2	17.9

자료: 한국투자증권

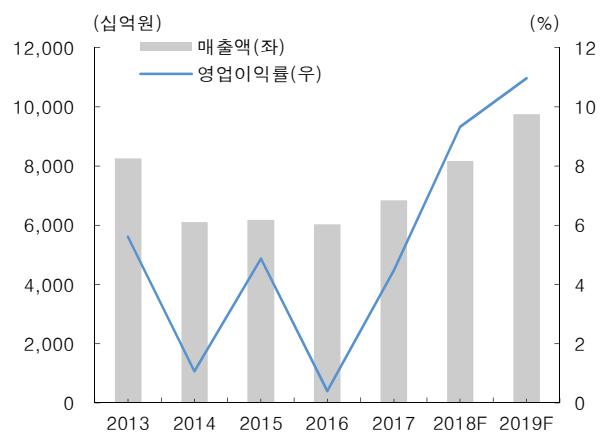
〈표 3〉 삼성전기 실적 및 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	1,571	1,710	1,841	1,717	2,019	1,893	2,269	1,954	2,393	2,320	2,627	2,353	6,839	8,169	9,743
모듈	773	836	822	581	900	759	939	600	1,068	970	1,042	711	3,011	3,197	3,791
컴포넌트	490	542	608	697	753	807	845	901	947	1,007	1,064	1,120	2,338	3,305	4,139
기판	293	320	400	435	357	328	486	453	378	342	521	521	1,446	1,624	1,763
연결조정	15	13	12	5	9	14	14	6	11	17	16	7	44	43	51
영업이익	26	71	103	107	154	154	234	221	251	259	275	283	306	762	1,069
모듈	26	45	28	(14)	13	13	38	10	37	29	31	16	86	74	97
컴포넌트	34	57	78	118	164	177	189	206	218	234	249	272	288	737	791
기판	(35)	(32)	(3)	2	(25)	(36)	7	5	(4)	(3)	(5)	(5)	(69)	(49)	(28)
연결조정	(0)	(0)	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익률	1.6	4.1	5.6	6.2	7.6	8.1	10.3	11.3	10.5	11.2	10.5	12.0	4.5	9.3	11.0
모듈	3.4	5.4	3.4	(2.5)	1.5	1.7	4.0	1.6	3.5	3.0	3.0	2.2	2.8	2.3	2.6
컴포넌트	6.9	10.6	12.9	17.0	21.8	22.0	22.4	22.9	23.0	23.2	23.4	24.3	12.3	22.3	19.1
기판	(11.8)	(10.1)	(0.9)	0.4	(7.0)	(11.0)	1.5	1.1	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(4.7)	(3.0)	(1.6)

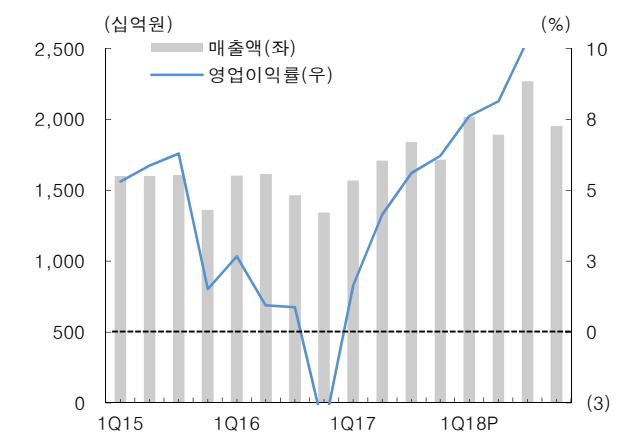
자료: 한국투자증권

[그림 1] 연간실적 추이 및 전망



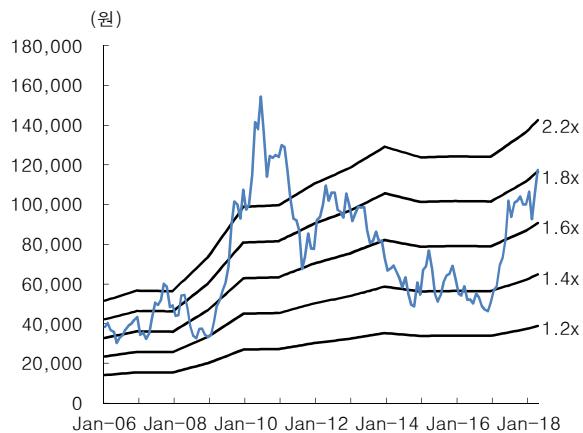
자료: 한국투자증권

[그림 2] 분기 실적 추이 및 전망



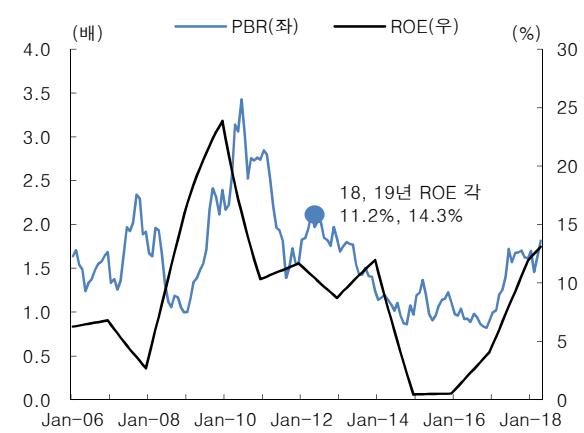
자료: 한국투자증권

[그림 3] PBR 밴드



자료: 한국투자증권

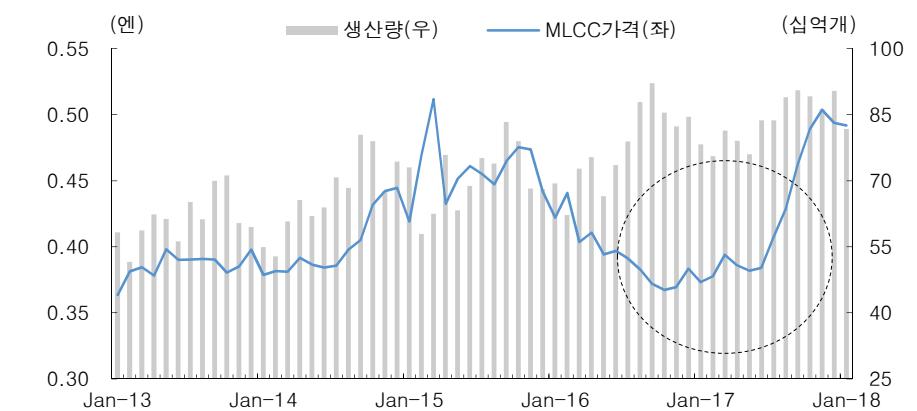
[그림 4] ROE 상승 예상. 직전 peak PBR이 목표



자료: 한국투자증권

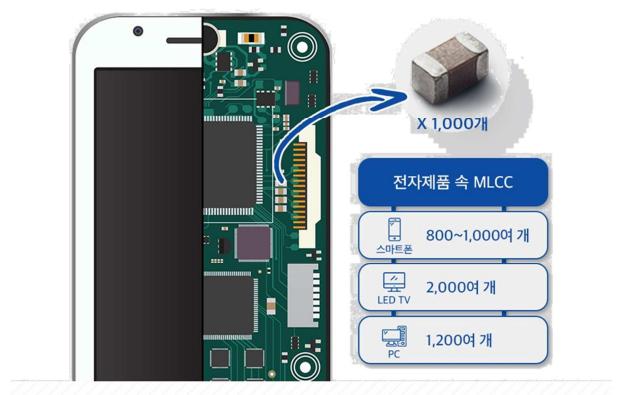
MLCC, 쇼티지 산업의 정석: 일반적으로 수요, 공급 모델에서 shortage(쇼티지)는 수요가 늘어나는데 공급이 제한적인 상황을 말한다. 이렇게 되면 공급자(판매자) 우위의 시장이 되며, 제품가격은 자연스럽게 올라간다. 현재 글로벌 MLCC 시장이 공급 쇼티지다. 글로벌 수요는 지속적으로 늘어나는데 주요 공급자는 일본, 한국, 중화권 업체 몇 개로 제한적이다. 공급자들은 빠르게 capa를 늘리기보다는 적정 capa를 유지하면서 시장 호황을 누리고 있다. 지난해까지는 수요 증가가 업체들의 실적을 견인했다면 올해부터는 가격 인상이 호실적을 이끌 것이다.

[그림 5] 일본의 MLCC 생산량 및 ASP 추이 – 2017년부터 급격히 개선된 업황



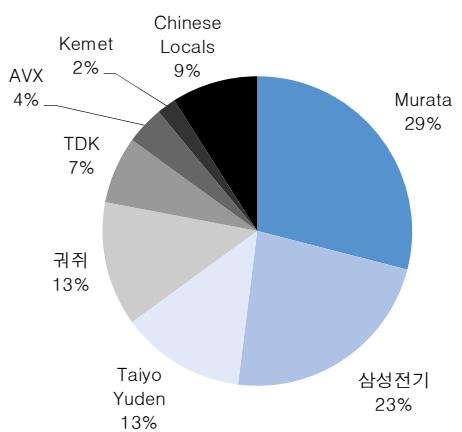
자료: METI, 한국투자증권

[그림 6] 전자기기에 사용되는 MLCC



자료: 삼성전기, 한국투자증권

[그림 7] MLCC 시장점유율 – 삼성전기 2위

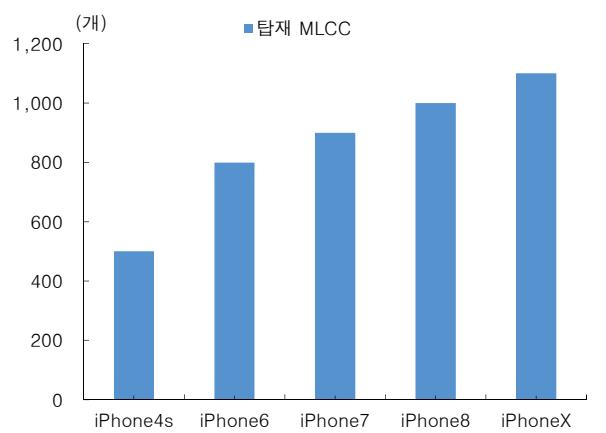


자료: 언론보도, 한국투자증권

수요가 증가하는 이유는 다음의 세가지다. 첫번째는 전자기기의 다기능화, 소형화 추세다. 아이폰 시리즈를 예로 들면 신제품이 출시될 때마다 부품의 성능이 향상되면서 기기당 MLCC 필요량이 늘어난다. 아이폰6S의 경우 기기당 약 500개의 MLCC가 필요했는데, 지난해 출시한 아이폰X는 기기당 1,000개의 MLCC가 필요하다. 이는 비단 스마트폰뿐만 아니라 TV, 컴퓨터 등 대부분의 전자제품에서 성능 개선 시 동일하게 MLCC 필요량이 늘어난다.

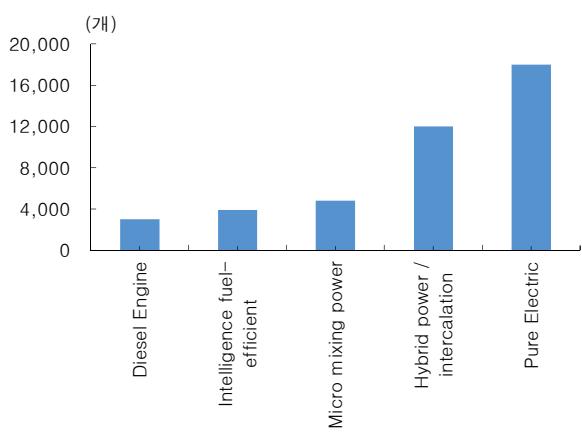
두번째로는 새로운 수요산업의 등장이다. 가장 큰 산업은 자동차의 전장화다. 자동차산업은 현재 전장화가 빠르게 진행 중이다. 기존 내연기관에서 전기차로의 발전이 이뤄지면서 대당 필요한 MLCC의 수량도 빠르게 늘어나고, 높은 온도와 압력에서 견디는 고사양의 MLCC가 필요하다. [그림 9]에서처럼 대당 MLCC 필요량이 순수 전기차의 경우 내연기관차에 비해 6배 더 많다. 자동차용 MLCC는 IT용에 비해 수익성이 월등히 좋아 업계 선두인 Murata 등의 경우 현재 자동차용 MLCC를 중심으로 투자를 진행 중이다.

[그림 8] 아이폰 탑재 MLCC 수량 변화



자료: Chlue Research, 한국투자증권

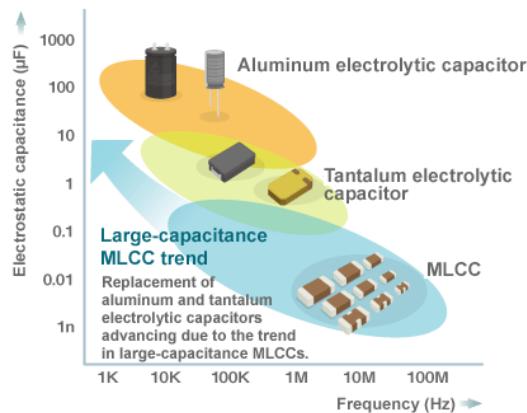
[그림 9] 차량 연료별 MLCC 필요량



자료: Chlue Research, 한국투자증권

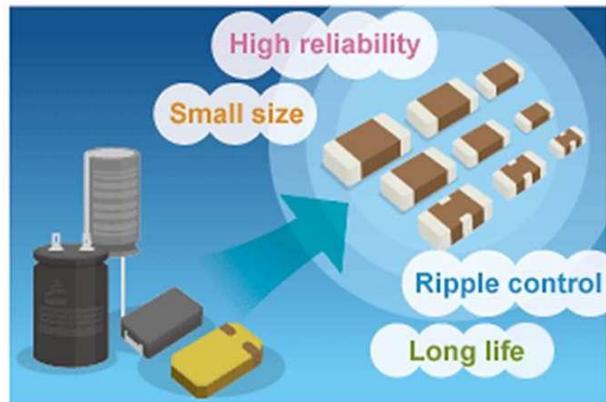
마지막으로 MLCC가 소형화/대용량화되면서 기존의 알루미늄 콘덴서, 탄탈룸 콘덴서를 대체하고 있다. 각각의 콘덴서는 원재료의 특성에 맞게 용도가 다소 상이 했다. 그러나 세라믹 콘덴서의 단점이었던 적은 용량 등이 성능 개량으로 인해 극복되면서 MLCC의 범용성이 더 커졌다.

[그림 10] MLCC가 알루미늄, 탄탈룸을 대체 중



자료: TDK, 한국투자증권

[그림 11] MLCC의 장점은 작고, 높은 신뢰도 보임



자료: Synaptics, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,812	2,479	2,977	3,629	4,340
현금성자산	796	445	572	779	930
매출채권및기타채권	784	914	1,091	1,302	1,552
재고자산	827	919	1,098	1,309	1,562
비유동자산	4,850	5,289	5,589	5,920	6,269
투자자산	848	823	819	842	868
유형자산	3,714	4,155	4,414	4,654	4,894
무형자산	92	149	163	195	232
자산총계	7,663	7,767	8,567	9,549	10,609
유동부채	2,043	2,454	2,768	3,032	3,215
매입채무및기타채무	850	752	898	1,072	1,278
단기차입금및단기사채	842	1,204	1,209	1,204	1,199
유동성장기부채	324	468	468	468	468
비유동부채	1,282	982	1,003	1,033	1,066
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1,278	898	903	913	923
부채총계	3,325	3,436	3,771	4,065	4,281
지배주주지분	4,240	4,232	4,675	5,334	6,141
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
기타자본	(147)	(147)	(147)	(147)	(147)
이익잉여금	2,534	2,610	3,053	3,712	4,519
비지배주주지분	97	100	121	151	187
자본총계	4,338	4,331	4,795	5,485	6,328

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,033	6,838	8,169	9,743	11,621
매출원가	5,006	5,430	6,090	7,104	8,473
매출총이익	1,027	1,408	2,078	2,639	3,148
판매관리비	1,002	1,102	1,317	1,570	1,873
영업이익	24	306	762	1,069	1,275
금융수익	18	11	8	11	13
이자수익	18	11	8	11	13
금융비용	49	66	68	68	68
이자비용	49	66	68	68	68
기타영업외손익	30	(6)	12	14	17
관계기업관련손익	9	8	9	11	13
세전계속사업이익	32	254	723	1,036	1,249
법인세비용	9	76	202	290	350
연결당기순이익	23	177	521	746	900
지배주주지분순이익	15	162	500	716	864
기타포괄이익	41	(137)	0	0	0
총포괄이익	64	40	521	746	900
지배주주지분포괄이익	56	29	500	716	864
EBITDA	633	937	1,456	1,804	2,051

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	680	718	1,154	1,318	1,349
당기순이익	23	177	521	746	900
유형자산감가상각비	589	611	667	704	739
무형자산상각비	19	20	27	32	38
자산부채변동	(48)	(265)	(75)	(186)	(354)
기타	97	175	14	22	26
투자활동현금흐름	(1,186)	(1,232)	(959)	(1,029)	(1,111)
유형자산투자	(1,052)	(1,476)	(1,007)	(1,029)	(1,061)
유형자산매각	68	92	80	86	83
투자자산순증	(235)	214	13	(11)	(14)
무형자산순증	28	(67)	(40)	(63)	(75)
기타	5	5	(5)	(12)	(44)
재무활동현금흐름	281	196	(68)	(82)	(88)
자본의증가	2	0	0	0	0
차입금의순증	369	310	10	5	5
배당금지급	(41)	(48)	(57)	(57)	(57)
기타	(49)	(66)	(21)	(30)	(36)
기타현금흐름	(14)	(33)	0	0	0
현금의증가	(239)	(351)	127	208	150

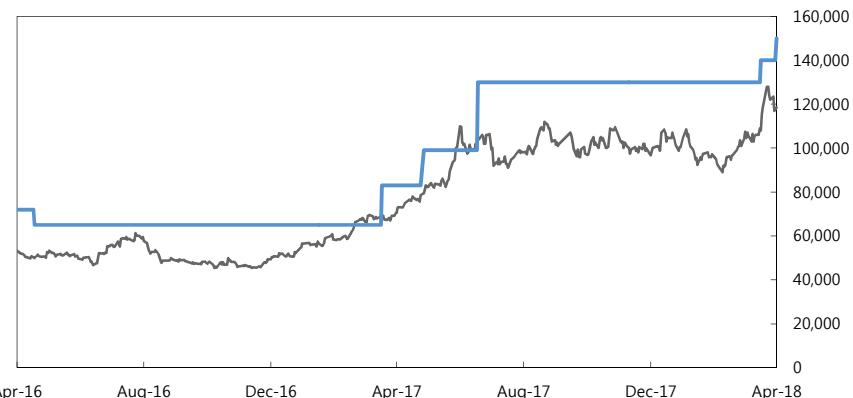
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	193	2,139	6,617	9,482	11,433
BPS	56,531	56,421	62,131	70,629	81,026
DPS	500	750	750	750	750
성장성(% YoY)					
매출증가율	(2.3)	13.4	19.5	19.3	19.3
영업이익증가율	(91.9)	1,155.0	148.8	40.3	19.3
순이익증가율	31.5	999.7	209.1	43.3	20.6
EPS증가율	32.2	1,008.3	209.3	43.3	20.6
EBITDA증가율	(20.5)	48.1	55.4	24.0	13.7
수익성(%)					
영업이익률	0.4	4.5	9.3	11.0	11.0
순이익률	0.2	2.4	6.1	7.4	7.4
EBITDA Margin	10.5	13.7	17.8	18.5	17.7
ROA	0.3	2.3	6.4	8.2	8.9
ROE	0.3	3.8	11.2	14.3	15.1
배당수익률	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
배당성향	257.8	35.1	11.4	7.9	6.6
안정성					
순차입금(십억원)	1,338	2,001	1,885	1,678	1,497
차입금/자본총계비율(%)	56.3	59.3	53.8	47.1	40.9
Valuation(X)					
PER	263.2	46.8	17.9	12.5	10.4
PBR	0.9	1.8	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.2	10.2	7.5	5.9	5.1

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성전기(009150)	2016.04.21	매수	72,000원	-27.9	-23.9
	2016.05.13	매수	65,000원	-18.1	6.9
	2017.04.12	매수	83,000원	-12.4	-5.3
	2017.05.22	매수	99,000원	-7.0	11.1
	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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 26일 현재 삼성전기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성전기 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 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
- 중립 : 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 돋기 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.