

2018/04/27

삼성전기 (009150)

전기전자 고의영

(2122-9179) ey.ko@hi-ib.com

모바일 수요 부진을 압도하는 MLCC 효과

Buy (Maintain)

■ 1분기 Review: 모바일 부진을 압도하는 MLCC 효과

1Q18 실적은 매출액 2.02조원 (+28.5%YoY) 영업이익 1,540억원 (+503.1% YoY, 영업이익률 7.6%)으로 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 상회했다.

MLCC 효과가 주요했던 것으로 보인다. 중국 및 북미거래선의 모바일 수요 부진에도 불구하고, 타이트한 공급 환경 하에 세트당 고용량/초소형 MLCC 채용량 증가가 맞물린 결과다. 모듈은 전략거래선향 플래그십 모델 효과로 외형은 확대됐으나 카메라 모듈 수율 이슈로 수익성은 부진했던 것으로 추정된다. 기판은 북미거래선의 플래그십 세트 출하 부진 따라 RF-PCB 가동률이 하락하며 전분기 대비 적자 전환한 것으로 추정된다.

■ 2분기 역시 전방 세트 부진을 MLCC가 상쇄하는 그림

2Q18 매출액은 1.9조원 (11.5%YoY), 영업이익 1,796억원 (154.1%YoY, 영업이익률 9.5%)로 추정된다. 카메라, 메인기판 등 모바일 부품 수요 감소에도 불구하고 MLCC 중심의 실적 개선세가 이어질 것으로 전망된다.

모듈사업부는 중화거래선향 계절적 수요 확대에도 불구하고, 전략거래선 플래그십 스마트폰 Sell-in 감소에 따라 카메라 모듈의 외형 및 수익성 악화가 전망된다. 기판사업부 역시 북미거래선의 신규 플래그십 양산이 본격적으로 반영되는 3Q18 이전까지는 적자가 불가피해 보인다. 다만, MLCC는 세트 수요 부진을 빚겨나갈 것이다. 타이트한 공급의 시장 환경이 유지되는 가운데, 2Q18 출시되는 중화 플래그십 스마트폰에 고부가 MLCC 채용량이 증가할 것이기 때문이다. 이처럼 MLCC의 사업 호조가 유지되는 가운데, 북미거래선 중심으로 모바일 수요 개선세가 본격화되는 3Q18부터는 실적 개선세가 극대화 될 수 있을 것으로 전망된다.

■ MLCC 따라서 Valuation도 간다

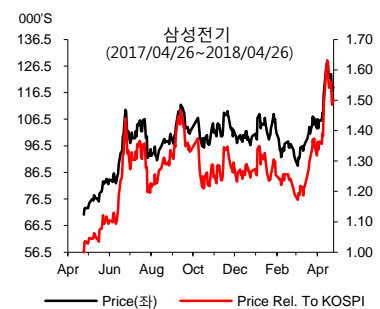
2018년은 연간 실적은 매출액 8.3조원 (+21.4%YoY), 영업이익 7,582억원 (+147.6%YoY, 영업이익률 9.2%)으로 전망된다. 당초 영업이익 추정치인 7,153억원 대비 5.3% 상향했다. 모바일 수요 부진을 감안하여 모듈 및 기판의 추정치는 하향했지만, 기대 이상의 MLCC ASP 효과를 추가 반영하여 컴포넌트의 추정치는 상향했다. MLCC ASP 증가율 가정은 30%YoY, 생산증가율 가정은 13%YoY다. (vs. '17년 ASP +22.5%YoY, 생산 4.3%YoY)

목표주가(12M)	145,000원
종가 (2018/04/26)	118,500원

Stock Indicator

자본금	388십억원
발행주식수	7,760만주
시가총액	8,995십억원
외국인지분율	24.3%
배당금(2016)	1,550원
EPS(2017E)	6,139원
BPS(2017E)	58,172원
ROE(2017E)	10.9%
52주 주가	70,600~128,000원
60일평균거래량	844,924주
60일평균거래대금	89.8십억원

Price Trend



스마트폰 사양의 상향평준화와 길어지는 교체주기에 따른 모바일 수요 부진은 피해갈 수 없는 환경이다. 그러나 1) 세트당 고용량/초소형MLCC 채용량은 오히려 증가하고 있고, 2) 주요 업체들의 전장 위주의 공급능력 확장 및 장비 Lead time 증가로 IT용 MLCC의 수급은 Tight하게 유지될 것으로 전망된다. 따라서 세트 수요와 무관하게 MLCC의 ASP 인상 사이클은 지속될 가능성이 높다.

2018년 이후를 바라봐도 수요 측면에서의 긍정적 요소들이 산재해있다. 1) 5G로의 통신표준 변화는 세트당 MLCC 채용량 증가뿐 아니라 네트워크 장비용 MLCC에 대한 수요를 촉발할 것이고, 2) 수익성 높은 전장용 MLCC를 바탕으로 한 믹스 개선도 지속되며 기존 모바일 위주의 제품군을 다변화해 나갈 것으로 전망된다. 결론적으로 올해도 좋고 내년에는 더 긍정적인 환경이다. 그동안 삼성전기의 PBR은 MLCC의 수익성 개선과 함께 동행해왔다. [그림1, 2] 투자의견 및 목표주가를 유지한다.

<표 1> 삼성전기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18(p)	YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	차이
매출액	1,570	1,710	1,841	1,717	2,019	28.5	17.6	1,912	1,850	9.1
영업이익	26	71	103	107	154	503.1	3.6	140	136	13.4
세전이익	12	64	99	80	152	1223.8	-19.2	131	125	22.2
지배주주순이익	2	33	72	54	111	4979.2	-24.4	106	89	24.8
영업이익률	1.6	4.1	5.6	6.2	7.6			7.3	7.3	
세전이익률	0.7	3.7	5.4	4.6	7.5			6.9	6.7	
지배주주순이익률	0.1	2.0	3.9	3.2	5.5			5.5	4.8	

자료: Dataguide, 하이투자증권

<표 2> 삼성전기 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18(p)	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액											
모듈솔루션	773	836	822	581	900	763	768	658	3,011	3,089	3,063
YoY	12.7%	14.2%	24.8%	-0.2%	16.4%	-8.7%	-6.5%	13.3%	13.3%	2.6%	-0.9%
컴포넌트솔루션	490	542	608	697	753	823	890	910	2,338	3,377	3,710
YoY	-6.7%	7.3%	34.9%	55.6%	53.5%	51.8%	46.4%	30.7%	21.2%	44.5%	9.9%
기판솔루션	293	320	400	435	357	307	518	629	1,446	1,811	2,076
YoY	-15.5%	-7.2%	21.9%	45.9%	22.1%	-4.1%	29.6%	44.8%	9.9%	25.2%	14.6%
전사합계	1,571	1,697	1,841	1,717	2,019	1,893	2,177	2,197	6,826	8,286	8,848
YoY	-2.1%	5.0%	25.5%	27.7%	28.6%	11.5%	18.2%	28.0%	13.1%	21.4%	6.8%
영업이익											
모듈솔루션	26.5	45.3	28.1	-14.3	22.9	18.0	24.4	3.3	85.6	68.6	75.2
OPM	3.4%	5.4%	3.4%	-2.5%	2.5%	2.4%	3.2%	0.5%	2.8%	2.2%	2.5%
컴포넌트솔루션	34.2	58.2	78.6	119.4	147.4	177.3	198.5	174.9	290.4	697.9	796.2
OPM	7.0%	10.7%	12.9%	17.1%	19.6%	21.5%	22.3%	19.2%	12.4%	20.7%	21.5%
기판솔루션	-35.2	-32.8	-3.5	1.8	-16.2	-15.7	10.8	12.8	-69.8	-8.3	31.4
OPM	-12.0%	-10.3%	-0.9%	0.4%	-4.5%	-5.1%	2.1%	2.0%	-4.8%	-0.5%	1.5%
전사합계	25.5	70.7	103.2	106.8	154.0	179.6	233.7	191.0	306.2	758.2	902.8
OPM	1.6%	4.2%	5.6%	6.2%	7.6%	9.5%	10.7%	8.7%	4.5%	9.2%	10.2%

자료: 삼성전기, 하이투자증권

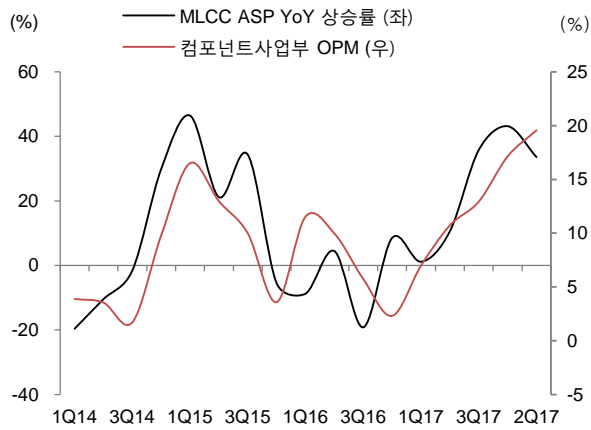
<표 3> 삼성전기 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)

	신규추정		기존추정		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	8,286	8,848	8,256	8,968	0.4	-1.3
영업이익	758	903	715	875	6.0	3.2
영업이익률	9.2	10.2	8.7	9.8		
세전이익	695	842	651	812	6.8	3.7
세전이익률	8.4	9.5	7.9	9.1		
지배주주순이익	476	577	446	556	6.8	3.8
지배주주순이익률	5.7	6.5	5.4	6.2		

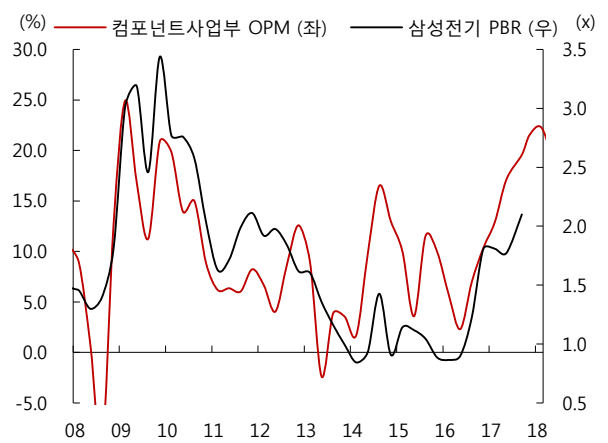
자료: 하이투자증권

<그림 1> 삼성전기의 MLCC ASP YoY 상승률과 컴포넌트사업부의 영업이익률 추이



자료: 삼성전기, 하이투자증권

<그림 2> 삼성전기 컴포넌트 사업부의 영업이익률과 역사적 PBR 추이



자료: 삼성전기, 하이투자증권

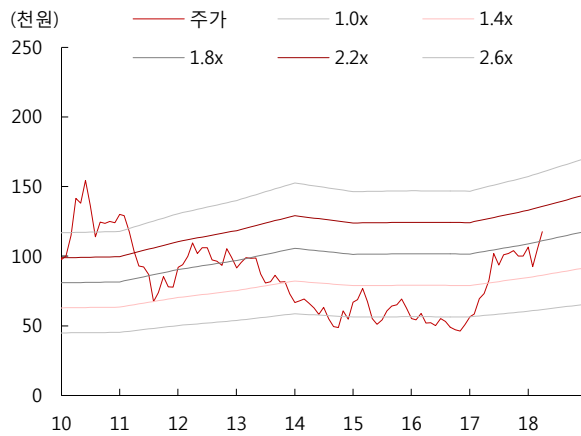
<표 4> 삼성전기 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)

항목		비고
① 지배지분	4,514	2018년 예상치
② 발행주식수	74,694	
③ BPS	60,436	① / ②
④ Target Multiple	2.40	2010년 이후 연간 EPS 증익 구간에서의 PBR 곱점 배수 평균
- 적정주가	145,047	③ * ④
⑤ 목표주가	145,000	
⑥ 현재주가	118,500	
상승여력	22%	④ / ⑤ - 1

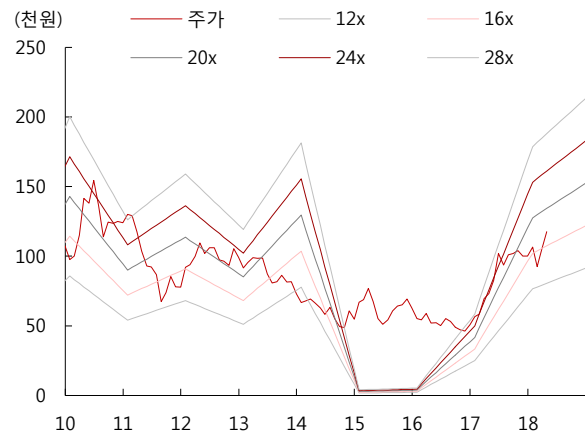
자료: Dataguide, 하이투자증권

<그림 3> 삼성전기 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

<그림 4> 삼성전기 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,479	2,772	2,891	2,983
현금 및 현금성자산	445	401	378	354
단기금융자산	123	132	141	151
매출채권	953	1,136	1,207	1,268
재고자산	919	1,077	1,150	1,204
비유동자산	5,289	5,617	5,828	5,976
유형자산	4,155	4,507	4,735	4,895
무형자산	149	118	93	73
자산총계	7,767	8,389	8,719	8,959
유동부채	2,454	2,647	2,589	2,406
매입채무	281	341	364	381
단기차입금	1,204	1,304	1,239	1,053
유동성장기부채	468	499	474	450
비유동부채	982	1,082	1,032	985
사채	-	-	-	-
장기차입금	898	998	948	900
부채총계	3,436	3,729	3,621	3,391
지배주주지분	4,232	4,514	4,897	5,309
자본금	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045
이익잉여금	2,610	3,029	3,550	4,099
기타자본항목	189	52	-85	-222
비지배주주지분	100	146	201	259
자본총계	4,331	4,660	5,098	5,568

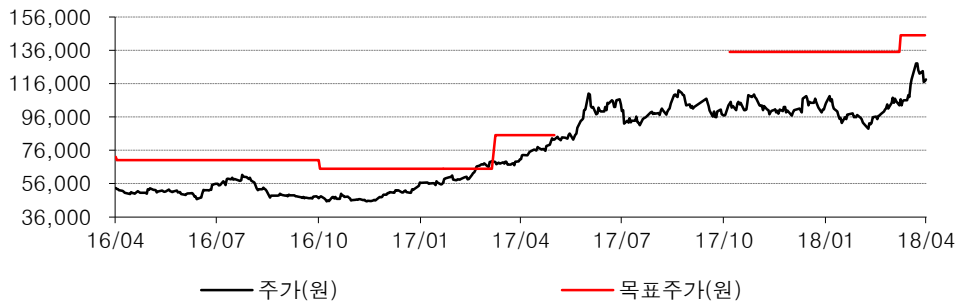
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,838	8,286	8,848	9,261
증가율(%)	13.4	21.2	6.8	4.7
매출원가	5,430	6,192	6,557	6,904
매출총이익	1,408	2,094	2,291	2,357
판매비와관리비	1,102	1,335	1,388	1,417
연구개발비	321	389	416	435
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	306	758	903	941
증가율(%)	1,155.0	147.6	19.1	4.2
영업이익률(%)	4.5	9.2	10.2	10.2
이자수익	11	10	10	10
이자비용	66	72	68	62
지분법이익(손실)	8	8	8	8
기타영업외손익	-6	-9	-10	-13
세전계속사업이익	254	695	842	884
법인세비용	76	173	210	220
세전계속이익률(%)	3.7	8.4	9.5	9.5
당기순이익	177	522	632	664
순이익률(%)	2.6	6.3	7.1	7.2
지배주주귀속 순이익	162	476	577	606
기타포괄이익	-137	-137	-137	-137
총포괄이익	40	385	495	527
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	718	1,089	1,403	1,508
당기순이익	177	522	632	664
유형자산감가상각비	611	689	762	809
무형자산상각비	20	32	25	20
지분법관련손실(이익)	8	8	8	8
투자활동 현금흐름	-1,232	-1,050	-999	-979
유형자산의 처분(취득)	-1,385	-1,041	-990	-969
무형자산의 처분(취득)	-67	-	-	-
금융상품의 증감	33	-	-	-
재무활동 현금흐름	196	109	-263	-379
단기금융부채의증감	65	131	-90	-209
장기금융부채의증감	245	100	-50	-47
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-351	-44	-23	-24
기초현금및현금성자산	796	445	401	378
기말현금및현금성자산	445	401	378	354

주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	2,084	6,138	7,436	7,807
BPS	54,531	58,172	63,110	68,419
CFPS	10,211	15,433	17,577	18,484
DPS	1,550	1,550	1,550	1,550
Valuation(배)				
PER	48.0	19.3	15.9	15.2
PBR	1.8	2.0	1.9	1.7
PCR	9.8	7.7	6.7	6.4
EV/EBITDA	10.3	7.6	6.6	6.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.8	10.9	12.3	11.9
EBITDA 이익률	13.7	17.9	19.1	19.1
부채비율	79.3	80.0	71.0	60.9
순부채비율	46.2	48.7	42.0	34.1
매출채권회전율(x)	7.6	7.9	7.6	7.5
재고자산회전율(x)	7.8	8.3	7.9	7.9

자료 : 삼성전기, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(삼성전기)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-04-27	Buy	70,000	6개월	-25.9%	-12.4%
2016-10-27	Buy	65,000	6개월	-17.5%	6.9%
2017-04-03	Buy	85,000	6개월	-14.0%	-2.2%
2017-05-29	Buy	100,000	6개월	-1.7%	12.0%
2017-10-31(담당자변경)	Buy	135,000	1년	-25.4%	-18.9%
2018-04-03	Buy	145,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-