

삼성전기

BUY(유지)

009150 기업분석 | 전기전자

목표주가(상향)	160,000원	현재주가(04/26)	118,500원	Up/Downside	+35.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 04. 27

우린 달리고 있다, 같이 달리고 있나?

News

어느새 매출 2조원, 어느새 영업이익 1,500억원: 삼성전기의 1Q18 매출액은 2조 188억원 (+17.6%QoQ, +28.5%YoY), 영업이익은 1,540억원(+44.2%QoQ, +503.1%YoY)으로 분기 매출 2조원, 분기 영업이익 1,500억원을 어느새 돌파했다. 2조원 이상 매출과 1,500억원 이상 영업이익은 2013년 이후 간만이다. 당연히 영업이익 컨센서스 1,410억원도 상회했다.

Comment

MLCC 힘 만으로도 2Q17 영업이익 1,700억원 이상: 1Q18때 MLCC가 있는 컴포넌트솔루션이 전사 영업이익을 다 벌었다고 해도 과언이 아니다. 이런 주제는 2Q18도 마찬가지인데 MLCC 매출액은 10% 가량 증가하고 수익성도 지속 개선될 전망이다. IT용 하이엔드 MLCC 매출 증가와 고부가제품 비중 증가에 따른 ASP 상승으로 MLCC 실적 개선의 기울기는 예상보다 더욱 가파르다. 기판솔루션의 약세와 모듈솔루션의 낮은 수익성을 감안해도 2Q18 영업이익은 1,743억원 (+13.2%QoQ, +146.5%YoY)으로 개선될 전망이다. 종전 추정치는 1,580억원이었다.

하반기에는 조연이 뒷받침해준다: 기판솔루션은 3Q18에 흑자 전환할 것으로 기대된다. OLED용 RF PCB가 신모델 출시로 매출액이 크게 증가하면서 사업부 텐어리운드를 주도하고 연간 영업흑자를 기대해 본다. 모듈 사업부의 수익성은 기대에 못 미치지만 캡티브고객의 듀얼카메라 채택 비중이 늘고 수율이 안정화되면서 점진적인 이익 증가는 가능하다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)			Stock Data		
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고		70,600/128,000원		
매출액	6,033	6,838	8,265	9,851	10,976	KOSDAQ /KOSPI		879/2,476pt		
(증가율)	-2.3	13.4	20.9	19.2	11.4	시가총액		88,512억원		
영업이익	24	306	814	1,265	1,542	60일-평균거래량		845,020		
(증가율)	-91.9	1,155.0	165.8	55.4	21.9	외국인지분율		24.1%		
자배주주순이익	15	162	587	919	1,123	60일-외국인지분율변동추이		+2.8%		
EPS	176	2,135	7,833	12,264	14,992	주요주주	삼성전자 외 4 인 24.0%			
PER (H/L)	359.9/254.7	53.6/23.4	15.1	9.7	7.9	(천원)	삼성전자(좌) KOSPI지수대비(우)			(pt)
PBR (H/L)	1.2/0.8	2.1/0.9	1.9	1.6	1.4	0	200			0
EV/EBITDA (H/L)	9.7/7.7	11.3/6.3	7.8	6.1	5.1	0	17/04 17/08 17/11 18/03			200
영업이익률	0.4	4.5	9.8	12.8	14.0	주가상승률	1M	3M	12M	
ROE	0.3	3.8	13.1	17.7	18.3	절대기준	13.4	13.4	67.8	
						상대기준	11.6	17.9	49.7	

Action

같이 달리고 있는가: 생각보다 가파른 MLCC 수익성을 감안하여 18년 영업이익률을 26% 상향 조정한다. 목표주가는 Sum of Parts 방식을 이용하여 160,000원으로 상향 제시한다. 현재 시가총액은 MLCC가치에도 못 미치며 텐어라운드를 목전에 둔 기판, 기회요인이 많은 모듈 가치를 보수적으로 보더라도 12조원 이상의 가치를 부여할 수 있다. MLCC 초강세 국면을 길게 즐겨야 한다. BUY!

도표 1. 삼성전기 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,571	1,710	1,841	1,717	2,019	1,880	2,179	2,187	6,033	6,838	8,265	9,851
기판	293	320	400	435	357	325	438	624	1,316	1,446	1,744	2,038
회로기판	114	128	212	256	164	142	264	460	486	710	1,030	1,418
패키지기판	178	192	188	178	193	183	174	164	830	736	714	619
컴포넌트	490	542	608	697	753	826	874	925	1,929	2,338	3,378	4,136
MLCC	437	483	547	641	700	770	813	868	1,681	2,107	3,151	3,898
기타	54	60	61	56	53	55	61	58	248	230	227	238
모듈	773	836	822	581	900	729	867	638	2,658	3,011	3,134	3,678
통신모듈	124	159	140	110	153	115	126	101	594	533	495	488
카메라모듈	649	677	682	470	747	615	740	537	2,064	2,479	2,639	3,189
영업이익	25	71	103	107	154	174	233	252	24	306	814	1,265
영업이익률(%)	1.6	4.1	5.6	6.2	7.6	9.3	10.7	11.5	0.4	4.5	9.8	12.8

자료: 삼성전기 DB금융투자

도표 2. Sum of Parts 방식을 이용한 삼성전기 목표주가는 160,000원

(단위: 십억원)

	영업이익	순자산	P/B 적용배수(X)	적정가치	산출 근거
컴포넌트	777.4	2,082.7	N/A	9,726.6	MLCC업체 시총에서 환산
기판	10.1	1,652.8	0.9	1,432.4	글로벌 PCB업체 평균
모듈	26.4	1,151.7	0.5	575.9	
삼성전기 고유의 영업가치				11,734.8	
삼성전기가 보유한 삼성물산의 가치 (2.6%)				688.0	시가반영
삼성전기가 보유한 삼성중공업의 가치 (2.3%)				34.4	시가의 50%
삼성전기의 적정가치				12,457.2	
주식수 (백만주)				77.6	우선주 포함
적정주가 (원)				160,529	

자료: 삼성전기 DB금융투자

주 1): 순자산은 Capex 비율에 따라 임의배분

주 2): 2018년 예상실적 기준

도표 3. MLCC 경쟁업체 시가총액을 통한 삼성전기 | 컴포넌트(MLCC)사업부 가치|

(단위: 백만달러)

		Murata	Taiyo Yuden	YAGEO	평균	삼성전기	3사 평균 대비
전자	매출액	14,577.0	2,446.0	1,488.0	6,170.3	7,709.9	125.0%
	영업이익	2,079.0	223.0	501.0	934.3	759.3	81.3%
	영업이익률	14.3%	9.1%	33.7%	15.1%	9.8%	65.0%
	시가총액	29,177.0	2,148.3	7,005.4	12,776.9		
MLCC 관련 종	시가총액/영업이익	14.0	9.6	14.0	13.7		
	MLCC 매출액	9,620.8	1,418.7	892.8	3,977.4	3,133.6	78.8%
	MLCC 매출 비중	66%	58%	60%	64%	33%	
	MLCC 영업이익	2,453.2	258.7	350.7	1,020.9	721.2	70.6%
	MLCC 영업이익/전자 영업이익	118%	116%	70%		95%	
	MLCC로 설명될 수 있는 시총 비중	100%	100%	70%			
	MLCC로 설명될 수 있는 시총	29,177.0	2,148.3	4,903.8	12,076.4	9,022.8	<-달러기준
	MLCC시총/MLCC 영업이익	11.9	8.3	14.0	11.8	9,726.6	<-원화기준

자료: DB 금융투자

주: 2018/04/26 기준, MLCC 관련은 무리타의 경우 컴포넌트 사업부, Taiyo yuden 은 Capacitor, YAGEO는 MLCC, 삼성전기는 컴포넌트 사업부를 말함

대차대조표

12월 결산(상여원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,812	2,479	2,420	2,813	3,521
현금및현금성자산	796	445	308	295	716
매출채권및기타채권	784	914	1,002	1,194	1,330
재고자산	827	919	1,111	1,324	1,475
비유동자산	4,850	5,289	5,980	6,553	7,000
유형자산	3,714	4,155	4,866	5,456	5,918
무형자산	92	149	130	113	98
투자자산	848	823	823	823	823
자산총계	7,663	7,767	8,400	9,366	10,521
유동부채	2,043	2,454	2,531	2,621	2,693
매입채무및기타채무	850	752	834	924	997
단기应付 및 당기차지	842	1,204	1,204	1,204	1,204
유동성장기부채	324	468	468	468	468
비유동부채	1,282	982	982	982	982
사례및장기차입금	1,278	898	898	898	898
부채총계	3,325	3,436	3,513	3,603	3,675
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
이익잉여금	2,534	2,610	3,140	3,984	5,031
비자매주주지분	97	100	125	157	194
자본총계	4,338	4,331	4,887	5,763	6,846

현금흐름표

12월 결산(상여원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	680	718	1,187	1,304	1,634
당기순이익	23	177	612	951	1,159
현금유동이없는비용및수익	728	864	893	988	1,057
유형및무형자산상각비	608	631	637	623	629
영업관련자산부채변동	-48	-265	-124	-334	-215
매출채권및기타채권의감소	48	-202	-88	-192	-136
재고자산의감소	-174	-76	-192	-213	-151
매입채권및기타채무의증가	109	-99	82	90	72
투자활동현금흐름	-1,186	-1,232	-1,200	-1,192	-1,070
CAPEX	-1,052	-1,476	-1,329	-1,196	-1,076
투자자산의순증	70	33	0	0	0
재무활동현금흐름	281	196	-125	-125	-143
사례제작지분의증가	402	125	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-41	-48	-57	-57	-76
기타현금흐름	-14	-33	0	0	0
현금의증가	-239	-351	-137	-13	421
기초현금	1,035	796	445	308	295
기말현금	796	445	308	295	716

자료: 삼성전기 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(상여원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,033	6,838	8,265	9,851	10,976
매출원가	5,006	5,430	6,119	6,999	7,665
매출총이익	1,027	1,408	2,146	2,853	3,311
판관비	1,002	1,102	1,332	1,588	1,769
영업이익	24	306	814	1,265	1,542
EBITDA	633	937	1,451	1,888	2,171
영업외손익	8	-53	-7	-12	-16
금융순익	-31	-55	-62	-64	-61
투자순익	9	8	0	0	0
기타영업외손익	30	-6	55	52	45
세전이익	32	254	807	1,253	1,526
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	23	177	612	951	1,159
자비주주지분순이익	15	162	587	919	1,123
비자비주주지분순이익	8	16	25	32	36
총포괄이익	64	40	612	951	1,159
증감률(%YoY)					
매출액	-2.3	13.4	20.9	19.2	11.4
영업이익	-91.9	1,155.0	165.8	55.4	21.9
EPS	36.6	1,113.7	266.9	56.6	22.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	176	2,135	7,833	12,264	14,992
BPS	54,640	54,531	61,368	72,236	85,729
DPS	500	750	750	1,000	1,000
Multiple(배)					
P/E	288.8	46.8	15.1	9.7	7.9
P/B	0.9	1.8	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.4	10.4	7.8	6.1	5.1
수익성(%)					
영업이익률	0.4	45	98	128	14.0
EBITDA마진	10.5	13.7	17.6	19.2	19.8
순이익률	0.4	2.6	7.4	9.7	10.6
ROE	0.3	3.8	13.1	17.7	18.3
ROA	0.3	2.3	7.6	10.7	11.7
ROIC	0.4	4.2	10.4	14.2	15.5
안정성및기타					
부채비율(%)	76.7	79.3	71.9	62.5	53.7
이자보상배율(배)	0.5	4.6	12.0	18.7	22.8
배당성향(배)	158.6	30.8	8.9	7.6	6.3

자료: 삼성전기 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인인 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하위없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 신출하였습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변동



일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
16/06/29	Buy	63,000	-20.1	-12.2	17/11/28	Buy	140,000
16/07/25	Hold	63,000	-12.1	-2.7	18/04/03	Buy	155,000
16/09/23	Hold	55,000	-11.8	2.9	18/04/27	Buy	160,000
17/01/26	Buy	74,000	-14.7	-4.6			
17/04/27	Buy	85,000	-10.7	-8.2			
17/05/18	Buy	95,000	-4.4	15.8			
17/07/11	Buy	130,000	-22.1	-13.8			

주: *표는 담당자 변경