

2018/06/20

전기전자 고의영

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

삼성전기(009150)

탄탄대로

■ 2분기 실적은 컨센서스 부합할 것으로 추정

2Q18 실적은 매출액 1,850억원 (+9.3%YoY) 영업이익 1,730억원 (+144.8%YoY, 영업이익률 9.3%)으로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 추정된다. 스마트폰 출하 부진에 따라 모듈, 기판 부문의 부진이 예상됨에도 불구하고 MLCC의 ASP 인상 효과에 따른 컴포넌트 솔루션의 실적호조가 이를 상쇄할 것으로 보인다.

2018년 연간 실적은 매출액 8,210억원 (+20.3%YoY), 영업이익 8,035억원 (+162.4%YoY, 영업이익률 9.8%)로 전망된다. 컴포넌트 솔루션 사업부의 실적은 2017년 2,904억원 → 2018년(E) 8,300억원 → 2019년(E) 1.07조원으로 전망된다. 이 경우 2018년과 2019년의 영업이익 기여도는 각각 103%, 98%에 이를 것으로 보인다.

■ 타이트한 수급 지속 = 높은 이익 가시성

타이트한 수급 환경에 기인한 MLCC ASP 효과는 지속되고 있다. 2017년 연간 삼성전기의 MLCC ASP 상승률은 +20.1%YoY였으며, 당사는 2018년 MLCC ASP 상승률을 +28%YoY로 가정하고 있다. 전년비 상승폭 확대를 전망하는 이유는, 1) 3Q17 실적부터 본격적으로 반영되기 시작한 MLCC ASP 효과가 올해는 온기로 반영될 것이기 때문이다. 이미 1Q18 ASP 상승률만 +33%YoY에 달한다. [그림1] 2) 또한 2017년과 달리 올해는 동사의 주력품인 초소형, 고용량 특성의 제품 위주로 ASP가 인상되는 점도 전년대비 긍정적이다.

2019년 ASP 상승률 가정은 18%인데, 이 또한 보수적인 수치라고 판단한다. 모바일 대비 ASP가 2배 이상인 전장용 MLCC의 비중이 확대될 것이기 때문이다. 2Q18 전체 MLCC 매출 중 1~2% 수준인 전장용 MLCC 비중은 2019년 10%까지 확대될 것으로 예상된다. 모바일 역시 5G 채용, SLP 기판 등 성능의 고도화로 초소형, 고용량 MLCC의 세트당 수요는 확대될 것으로 전망된다.

ASP 상승에 따라 영업이익률 개선 추이도 지속될 것이다. 이는 영업 레버리지가 큰 사업 특성에 기인한다. 컴포넌트 솔루션 사업부의 매출액 대비 원재료비 비중은 20~23%로 안정적으로 유지되는 가운데, 1Q17 70%에 달했던 매출액 대비 고정비 비중은 1Q18 57%까지 감소했다. 이 같은 감소

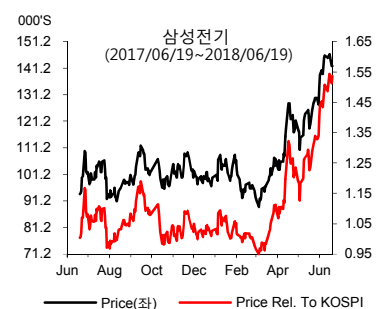
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	185,000원
종가 (2018/06/19)	143,000원

Stock Indicator

자본금	388십억원
발행주식수	7,760만주
시가총액	10,764십억원
외국인지분율	29.4%
배당금(2016)	1,550원
EPS(2017E)	6,717원
BPS(2017E)	58,751원
ROE(2017E)	11.9%
52주 주가	89,000~146,500원
60일평균거래량	882,072주
60일평균거래대금	106.3십억원

Price Trend



분은 고스란히 영업이익률 상승으로 반영되고 있다. [그림3]

주요 MLCC 업체들은 성장성이 둔화된 모바일 부문보다는 고성장이 예상되는 전장용 MLCC 투자에 집중하고 있다. 한정된 자본 하에 합리적인 의사결정이다. 이 같은 추세가 깨지지 않는 한 타이트한 수급 환경은 지속될 것이고, ASP 상승에 따른 수익성 개선 국면도 이어질 것으로 전망된다. 2019년까지 실적 가시성이 높다는 의미다.

■ 목표주가 18.5만원으로 상향

목표주가를 기존 15만원에서 18.5만원으로 상향한다. 목표주가는 2019년 예상 EPS에 목표 배수 19.2x (EPS 성장률 +38.5%YoY)를 적용했다. 구조적 성장에 따라 '19년까지 이익 가시성에 대한 확신이 있는 현 시점에서 P/E 접근이 가능하다. 목표 배수는 무라타, TDK, 태양유전, 교세라 등 일본 MLCC 업체들의 '19년 평균 P/E인 16.0x에 20% 할증된 값이다. 경쟁사 대비 '19년까지 순이익 성장률이 높으므로 (당사 추정 삼성전기 +38.5%YoY vs. 일본 4개社 평균 +15.7%YoY) 할증이 가능하다. [표4, 그림7] 한편, EPS 성장 국면 ['10년, '12년, '14년, '17년]에 삼성전기가 평균적으로 부여 받던 21.2x보다는 할인된 수치다. Buy & Hold 전략이 유효한 것으로 판단한다.

<표 1> 삼성전기 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액											
모듈솔루션	773	836	822	581	900	721	748	636	3,011	3,005	3,013
YoY	12.7%	14.2%	24.8%	-0.2%	16.4%	-13.7%	-9.0%	9.5%	13.3%	-0.2%	0.3%
컴포넌트솔루션	490	542	608	697	753	830	882	950	2,338	3,416	4,053
YoY	-6.7%	7.3%	34.9%	55.6%	53.5%	53.1%	45.1%	36.4%	21.2%	46.2%	18.6%
기판솔루션	293	320	400	435	357	304	513	607	1,446	1,781	2,139
YoY	-15.5%	-7.2%	21.9%	45.9%	22.1%	-4.7%	28.4%	39.7%	9.9%	23.2%	20.1%
전사합계	1,571	1,697	1,841	1,717	2,019	1,856	2,144	2,193	6,826	8,211	9,205
YoY	-2.1%	5.0%	25.5%	27.7%	28.6%	9.3%	16.4%	27.7%	13.1%	20.3%	12.1%
영업이익											
모듈솔루션	26.5	45.3	28.1	-14.3	10.6	-0.5	19.7	3.2	85.6	32.9	56.0
OPM	3.4%	5.4%	3.4%	-2.5%	1.2%	-0.1%	2.6%	0.5%	2.8%	1.1%	1.9%
컴포넌트솔루션	34.2	58.2	78.6	119.4	173.4	207.0	226.6	221.0	290.4	828.0	1,071.4
OPM	7.0%	10.7%	12.9%	17.1%	23.0%	24.9%	25.7%	23.3%	12.4%	24.2%	26.4%
기판솔루션	-35.2	-32.8	-3.5	1.8	-30.0	-33.4	-6.2	12.2	-69.8	-57.4	-34.5
OPM	-12.0%	-10.3%	-0.9%	0.4%	-8.4%	-11.0%	-1.2%	2.0%	-4.8%	-3.2%	-1.6%
전사합계	25.5	70.7	103.2	106.8	154.0	173.0	240.1	236.4	306.2	803.5	1,092.9
OPM	1.6%	4.2%	5.6%	6.2%	7.6%	9.3%	11.2%	10.8%	4.5%	9.8%	11.9%

자료: 삼성전기, 하이투자증권

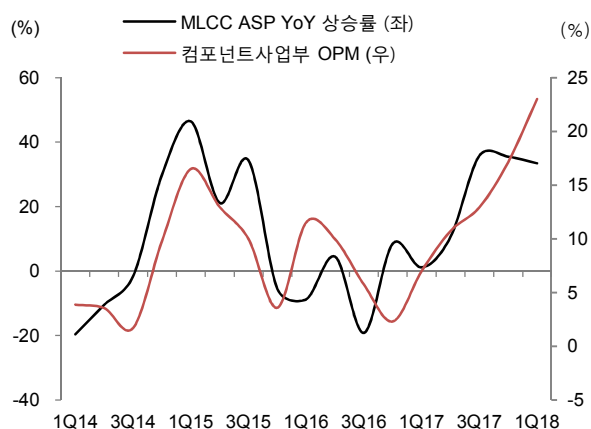
<표 2> 삼성전기 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)

	신규추정		기존추정		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	8,211	9,205	8,416	9,050	-2.4	1.7
영업이익	803	1,093	812	1,027	-1.0	6.4
영업이익률	9.8	11.9	9.7	11.3		
세전이익	761	1,054	750	968	1.4	8.9
세전이익률	9.3	11.4	8.9	10.7		
지배주주순이익	521	722	514	663	1.4	8.9
지배주주순이익률	6.3	7.8	6.1	7.3		

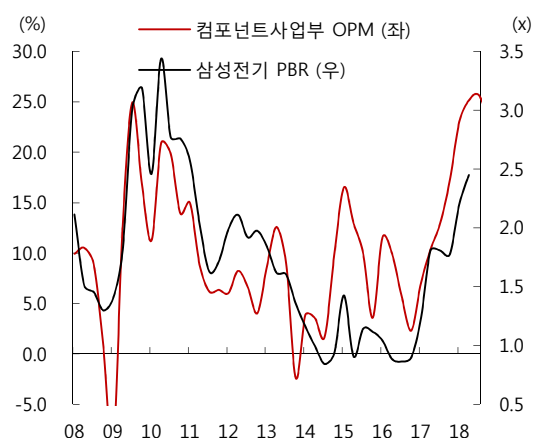
자료: 하이투자증권

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



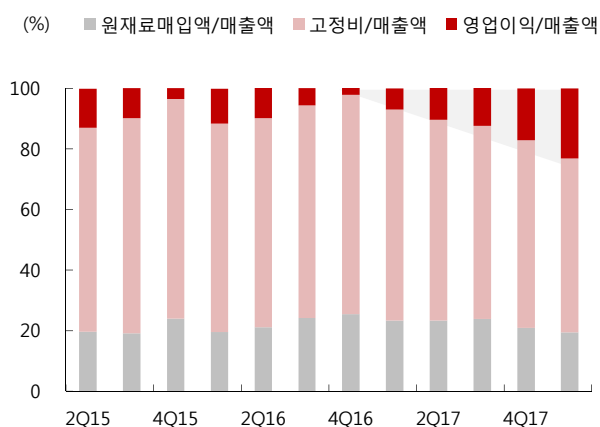
자료: 삼성전기, 하이투자증권

<그림 2> 삼성전기 컴포넌트 사업부의 영업이익률과 역사적 PBR 추이



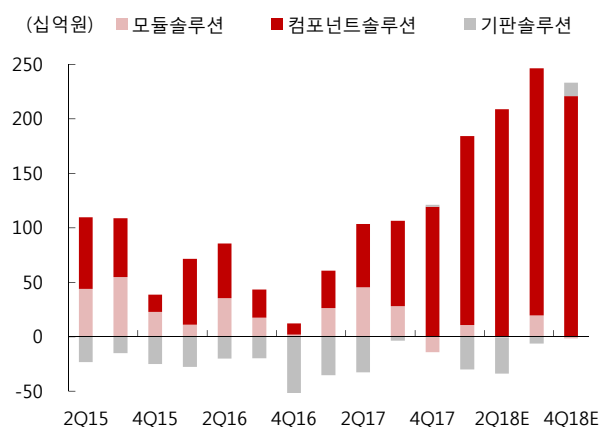
자료: 삼성전기, 하이투자증권

<그림 3> 영업레버리지가 큰 MLCC 부문: 고정비율 하락분이 영업이익률 상승으로 이어지는 모습



자료: 삼성전기, 하이투자증권

<그림 4> 삼성전기 부문별 영업이익 추이: '17년 이후 MLCC의 영업이익 기여도가 절대적



자료: 삼성전기, 하이투자증권

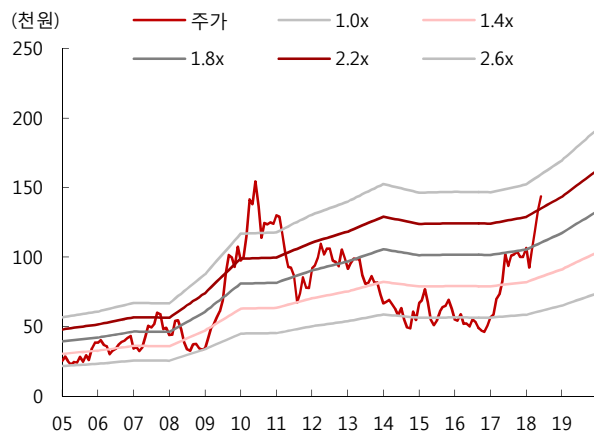
<표 3> 삼성전기 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)

항목		비고
① 지배주주순이익	722	2019년 예상치
② 발행주식수	74,694	
③ EPS	9,669	① / ②
④ Target Multiple	19.20	일본 경쟁사 대비 20% 할인
- 적정주가	185,646	③ * ④
⑤ 목표주가	185,000	
⑥ 현재주가	142,000	
상승여력	30%	④ / ⑤ - 1

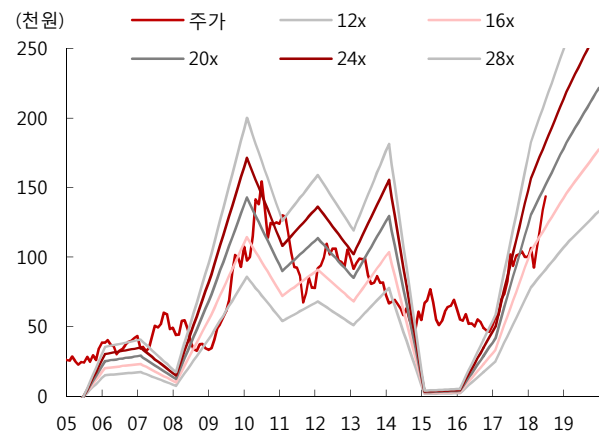
자료: Dataguide, 하이투자증권

<그림 5> 삼성전기 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

<그림 6> 삼성전기 12개월 선행 PER 밴드



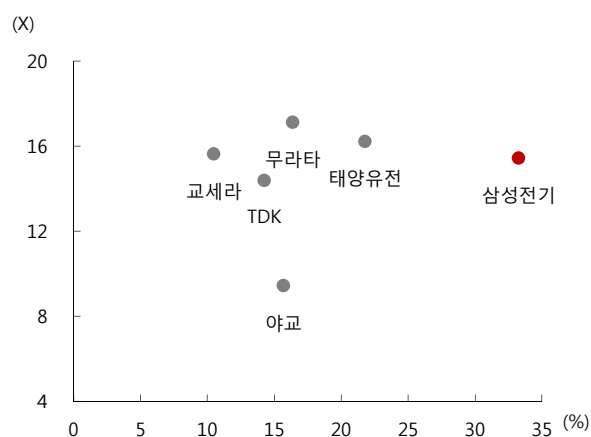
자료: Dataguide, 하이투자증권

<표 4> 삼성전기 Global peer group

			삼성전기	무라타	TDK	태양유전	교세라	야교
현재주가(USD)			127.5	167.3	101.5	25.7	57.4	34.2
시가총액(MUSD)			9,523	37,699	13,157	3,091	21,664	11,999
Growth (YoY,%)	매출액성장률	2017A	162	17.9	5.3	3.2	8.2	23.0
		2018E	222	16.9	6.6	9.9	3.9	121.9
		2019E	13.5	8.1	6.0	6.5	2.9	20.2
	순이익성장률	2017A	1027.6	-8.7	-57.3	194.0	-23.2	98.5
		2018E	235.8	35.6	27.9	7.9	65.0	411.9
		2019E	33.3	16.4	14.3	21.8	10.5	15.7
Profitability (%)	영업이익률	2017A	4.5	11.8	6.7	8.3	6.1	23.5
		2018E	9.6	16.1	8.3	9.5	9.4	58.3
		2019E	11.1	17.3	9.5	10.7	10.1	56.8
	ROE	2017A	3.7	10.4	7.8	10.1	3.5	24.6
		2018E	11.8	13.0	9.6	10.3	5.6	57.3
		2019E	14.0	13.4	10.1	10.9	5.9	50.8
Valuation (X)	PER	2017A	46.8	22.0	17.9	12.7	33.1	22.6
		2018E	20.5	19.9	17.5	19.5	17.3	10.8
		2019E	15.5	17.1	14.4	16.2	15.6	9.4
	PBR	2017A	1.7	2.2	1.4	1.2	1.2	4.0
		2018E	2.3	2.5	1.6	1.8	1.0	7.0
		2019E	2.0	2.2	1.5	1.6	0.9	4.7
	EV/EBITDA	2017A	9.2	9.6	7.7	4.7	9.6	13.8
		2018E	8.1	10.4	7.2	6.5	8.2	8.7
		2019E	6.7	8.9	6.4	5.6	7.4	7.0

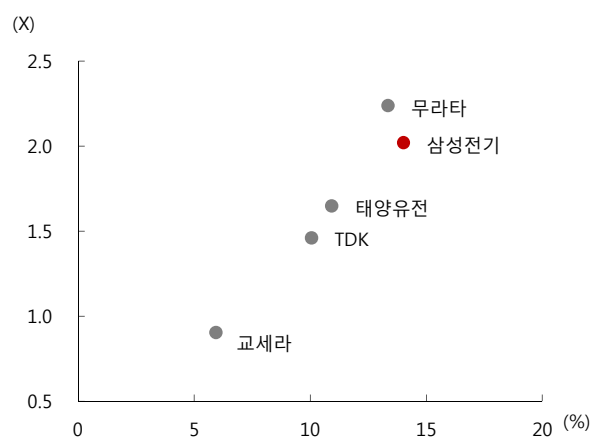
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 7> 주요 MLCC 업체 PER-EPS 성장률 비교



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 8> 주요 MLCC 업체 PBR-ROE 비교



자료: Bloomberg, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,479	2,818	3,049	3,296
현금 및 현금성자산	445	467	443	434
단기금융자산	123	132	141	151
매출채권	953	1,126	1,254	1,386
재고자산	919	1,067	1,197	1,319
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	8,435	8,877	9,272
유동부채	2,454	2,644	2,538	2,246
매입채무	281	338	379	418
단기차입금	1,204	1,304	1,173	880
유동성장기부채	468	499	474	426
비유동부채	982	1,082	1,032	937
사채	-	-	-	-
장기차입금	898	998	948	853
부채총계	3,436	3,726	3,570	3,183
지배주주지분	4,232	4,559	5,088	5,784
자본금	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045
이익잉여금	2,610	3,074	3,740	4,573
기타자본항목	189	52	-85	-222
비지배주주지분	100	150	219	305
자본총계	4,331	4,709	5,307	6,089

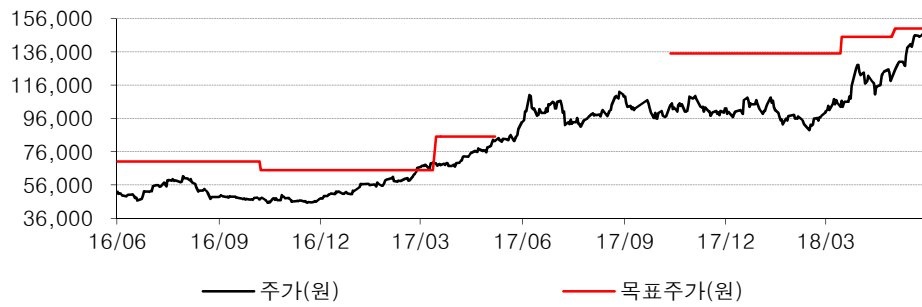
포괄손익계산서	(단위:십억원/%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,838	8,211	9,205	10,149
증가율(%)	13.4	20.1	12.1	10.3
매출원가	5,430	6,066	6,654	7,249
매출총이익	1,408	2,145	2,551	2,900
판매비와관리비	1,102	1,341	1,458	1,571
연구개발비	321	386	433	477
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	306	803	1,093	1,329
증가율(%)	1,155.0	162.4	36.0	21.6
영업이익률(%)	4.5	9.8	11.9	13.1
이자수익	11	12	11	11
이자비용	66	72	67	56
지분법이익(손실)	8	8	8	8
기타영업외손익	-6	10	9	6
세전계속사업이익	254	761	1,054	1,299
법인세비용	76	189	262	323
세전계속이익률(%)	3.7	9.3	11.5	12.8
당기순이익	177	571	792	976
순이익률(%)	2.6	7.0	8.6	9.6
지배주주귀속 순이익	162	521	722	890
기타포괄이익	-137	-137	-137	-137
총포괄이익	40	434	655	839
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	718	1,130	1,469	1,695
당기순이익	177	571	792	976
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	-328	-558
단기금융부채의증감	65	131	-155	-341
장기금융부채의증감	245	100	-50	-95
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-351	22	-24	-9
기초현금및현금성자산	796	445	467	443
기말현금및현금성자산	445	467	443	434

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	2,084	6,717	9,308	11,472
BPS	54,531	58,751	65,561	74,535
CFPS	10,211	16,012	19,450	22,150
DPS	1,550	1,550	1,550	1,550
Valuation(배)				
PER	48.0	21.1	15.3	12.4
PBR	1.8	2.4	2.2	1.9
PCR	9.8	8.9	7.3	6.4
EV/EBITDA	10.3	8.5	6.8	5.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.8	11.9	15.0	16.4
EBITDA 이익률	13.7	18.6	20.4	21.3
부채비율	79.3	79.1	67.3	52.3
순부채비율	46.2	46.8	37.9	25.9
매출채권회전율(x)	7.6	7.9	7.7	7.7
재고자산회전율(x)	7.8	8.3	8.1	8.1

자료 : 삼성전기, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(삼성전기)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-10-27	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	-18.7%	-11.7%
2018-05-21	Buy	150,000	1년	-8.0%	-2.3%
2018-06-20	Buy	185,000	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 기관투자자 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) 종목투자의견은 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 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

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