



삼성전기(009150)

매분기 기대 이상

■ 2Q18 Review: MLCC, 매 분기 기대 이상

2Q18 연결 기준 실적은 매출액 1.81조원 (+5.8%YoY) 영업이익 2,068억원 (+192.6% YoY, 영업이익률 11.4%)으로 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 상회했다. 컴포넌트솔루션의 영업이익률은 27.5%로 전분기 대비 4.6%p 개선되며 전사 실적을 견인한 것으로 추정된다. 당초 전분기 대비 MLCC ASP 상승률을 mid-single%로 가정했으나 실제로는 High-single% 상승한 것으로 추정된다.

다만 모듈솔루션과 기판솔루션은 부진했다. 모듈의 영업이익률은 1.3%로 추정된다. 1분기 수익성 악화의 원인이었던 수율 이슈는 해소됐으나, 전략 거래선 스마트폰 출하 부진으로 가동률이 저하되며 개선폭이 제한됐다. 기판의 영업이익률은 -13.4%로, 마찬가지로 전방의 부진한 수요 영향으로 전분기 대비 적자폭이 확대된 것으로 추정된다.

3Q18 실적은 매출액 2.17조원 (+18.1%YoY) 영업이익 2,710억원 (+162.7% YoY, 영업이익률 12.5%)으로 전망된다. 3분기는 세트 수요 성수기다. 특히 MLCC 라인이 풀가동으로 유지되는 가운데, 전략 거래선 및 중화세트 업체들의 하반기 플래그십 스마트폰 출시 시점이 맞물리며 MLCC ASP 상승폭은 전분기 대비 확대될 것으로 전망된다. FoPLP 라인 가동에 따라 기판 솔루션의 감가상각비가 분기 300억원 증가할 것으로 추정되나, MLCC의 이익 증가속도가 더 가파른 상황이다.

■ 대내외적으로 우호적인 환경 전개

2018년 연간 실적은 매출액 8.23조원 (+20.6%YoY), 영업이익 9,109억원 (+197.5%YoY, 영업이익률 11.1%)로 전망된다. 기존 영업이익 추정치인 8,035억원 대비 +13.4% 상향했다. 2018년 2분기 실적을 반영하여 연간 MLCC ASP 상승률 가정을 기존 28.5%에서 38.7%로 상향 조정한 결과다.

더불어 2019년의 연간 영업이익 추정치도 기존 1.09조원에서 1.23조원으로 +12.9% 상향 조정했다. 대내외 환경이 긍정적이다. 내부적으로는 전장용 MLCC 라인 증설에 따라 Blended ASP 상승폭이 가파를 수 있다는 점이 감안되어야 할 것이다. IT용 MLCC 1,000개당 \$3, 전장용 MLCC 1,000개 당 \$7 이상] 증설 추이를 감안 시 2019년 연간 전체 MLCC 매출 중 전장용 MLCC의 매출 비중은 최소 10%까지 확대될 것으로 전망된다. 외부적으로

2018/07/26

전기전자 고의영

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

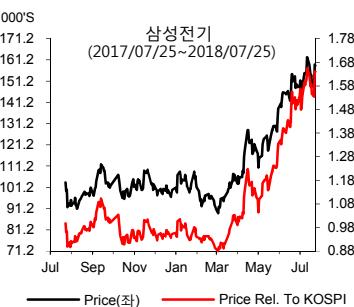
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	210,000원
종가 (2018/07/25)	158,500원

Stock Indicator

자본금	388십억원
발행주식수	7,760만주
시가총액	12,001십억원
외국인지분율	30.6%
배당금(2016)	1,550원
EPS(2017E)	7,679원
BPS(2017E)	59,712원
ROE(2017E)	13.4%
52주 주가	89,000~162,500원
60일평균거래량	776,778주
60일평균거래대금	107.3십억원

Price Trend



는 글로벌 1위 MLCC 사업자인 Murata의 가격 인상 결정이 향후 삼성전기의 가격정책에 긍정적인 영향을 미칠 가능성을 배제할 수 없다.

■ 목표주가 18.5만원에서 21만원으로 상향 조정

실적 추정치 조정을 반영하여 목표주가를 기존 18.5만원에서 21만원으로 +13.5% 상향한다. 목표주가는 2019년 예상 EPS에 목표 배수 19.2x (EPS 성장률 +37.7%YoY)를 적용했다. 목표 배수는 무라타, TDK, 태양유전, 교세라 등 일본 MLCC 업체들의 '19년 평균 P/E인 16.1x에 20% 할증된 값이다. '18년에 이어서 '19년에도 경쟁사 대비 순이익 성장률이 높으며, (당사 추정 삼성전기 +37.7%YoY vs. 일본 4개社 평균 +23.0%YoY) 전장용 MLCC 비중 확대, MLCC ASP 추가 인상에 따라 EPS 상향 조정 여지가 있다. Buy&Hold 전략이 유효하다.

<표 1> 삼성전기 연결기준 영업실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액											
모듈솔루션	773	836	822	581	900	612	713	621	3,011	2,846	3,103
YoY	12.7%	14.2%	24.8%	-0.2%	16.4%	-26.8%	-13.2%	7.0%	13.3%	-5.5%	9.0%
컴포넌트솔루션	490	542	608	697	753	869	987	1,064	2,338	3,672	4,459
YoY	-6.7%	7.3%	34.9%	55.6%	53.5%	60.1%	62.3%	52.8%	21.2%	57.1%	21.4%
기판솔루션	293	320	400	435	357	300	474	548	1,446	1,678	1,942
YoY	-15.5%	-7.2%	21.9%	45.9%	22.1%	-6.3%	18.5%	26.0%	9.9%	16.0%	15.8%
전사합계	1,571	1,710	1,841	1,717	2,019	1,810	2,173	2,233	6,826	8,235	9,504
YoY	-2.1%	5.8%	25.5%	27.7%	28.6%	5.8%	18.1%	30.1%	13.1%	20.6%	15.4%
영업이익											
모듈솔루션	26.5	45.3	28.1	-14.3	10.6	7.7	20.4	-4.1	85.6	34.6	64.2
OPM	3.4%	5.4%	3.4%	-2.5%	1.2%	1.3%	2.9%	-0.7%	2.8%	1.2%	2.1%
컴포넌트솔루션	34.2	58.2	78.6	119.4	173.4	239.1	294.8	312.2	290.4	1,019.5	1,337.9
OPM	7.0%	10.7%	12.9%	17.1%	23.0%	27.5%	29.9%	29.3%	12.4%	27.8%	30.0%
기판솔루션	-35.2	-32.8	-3.5	1.8	-30.0	-40.0	-44.2	-29.0	-69.8	-143.2	-167.6
OPM	-12.0%	-10.3%	-0.9%	0.4%	-8.4%	-13.4%	-9.3%	-5.3%	-4.8%	-8.5%	-8.6%
전사합계	25.5	70.7	103.2	106.8	154.0	206.8	271.0	279.1	306.2	910.9	1,234.5
OPM	1.6%	4.2%	5.6%	6.2%	7.6%	11.4%	12.5%	12.5%	4.5%	11.1%	13.0%

자료: 삼성전기, 하이투자증권

<표 2> 삼성전기 실적 Review

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(p)	YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	차이
매출액	1,710	1,841	1,717	2,019	1,810	5.8	-10.4	1,878	1,856	-2.5
영업이익	71	103	107	154	207	192.6	34.3	179	173	19.5
세전이익	64	99	80	152	182	183.9	19.3	165	159	14.3
지배주주순이익	33	72	54	111	122	265.7	9.7	118	112	8.9
영업이익률	4.1	5.6	6.2	7.6	11.4			9.5	9.3	
세전이익률	3.7	5.4	4.6	7.5	10.0			8.8	8.6	
지배주주순이익률	2.0	3.9	3.2	5.5	6.7			6.3	6.0	

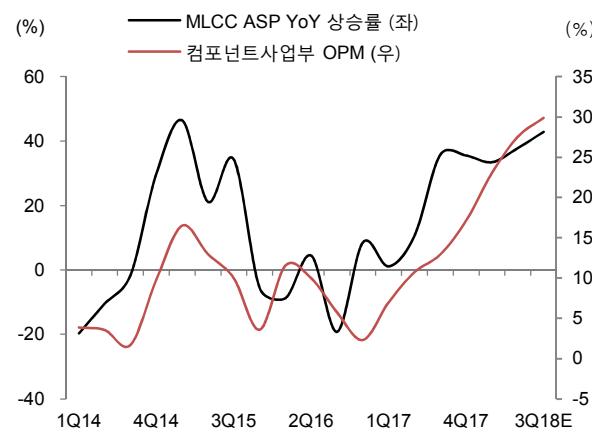
자료: Dataguide, 하이투자증권

<표 3> 삼성전기 실적추정 변경

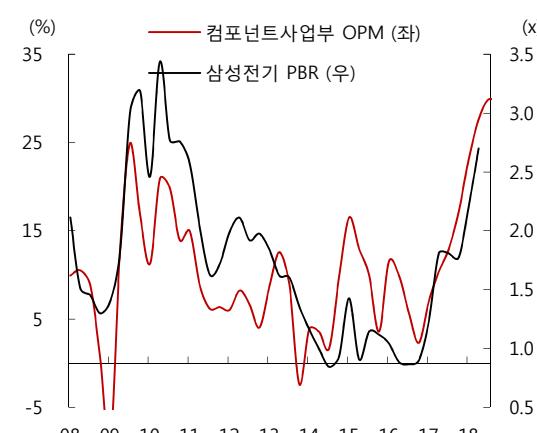
	신규추정		기존추정		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	8,235	9,504	8,211	9,205	0.3	3.3
영업이익	911	1,235	803	1,093	13.4	12.9
영업이익률	11.1	13.0	9.8	11.9		
세전이익	870	1,198	761	1,054	14.3	13.7
세전이익률	10.6	12.6	9.3	11.4		
지배주주순이익	596	821	521	722	14.4	13.7
지배주주순이익률	7.2	8.6	6.3	7.8	0.3	3.3

자료: 하이투자증권

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



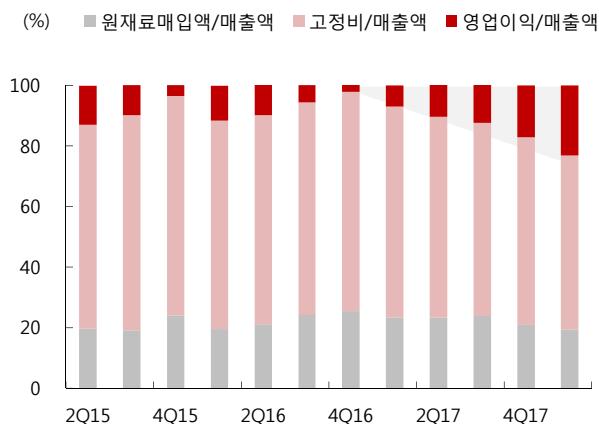
<그림 2> 삼성전기 컴포넌트 사업부의 영업이익률과 역사적 PBR 추이



자료: 삼성전기, 하이투자증권

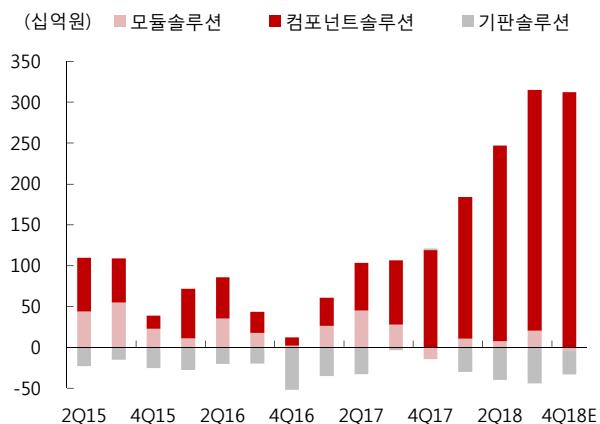
자료: 삼성전기, 하이투자증권

<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



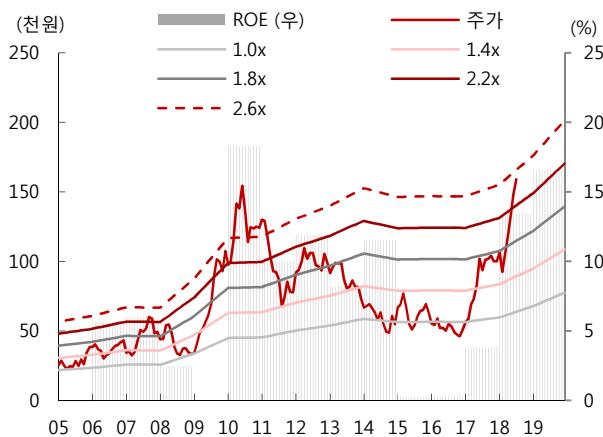
자료: 삼성전기, 하이투자증권

<표 4> 삼성전기 Valuation Table

항목		비고	
① 지배주주순이익	821	2019년 예상치	
② 발행주식수	74,694		
③ EPS	10,992	① / ②	
④ Target Multiple	19.20	일본 경쟁사 대비 20% 할증	
- 적정주가	211,039	③ * ④	
⑤ 목표주가	210,000		
⑥ 현재주가	158,500		
상승여력	32%	④ / ⑤ - 1	

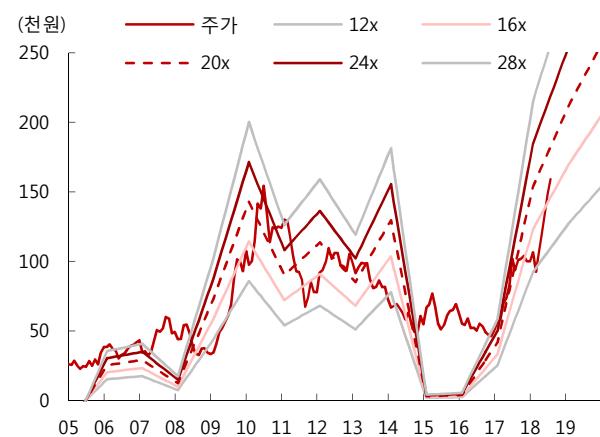
자료: Dataguide, 하이투자증권

<그림 5> 삼성전기 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

<그림 6> 삼성전기 12개월 선행 PER 밴드



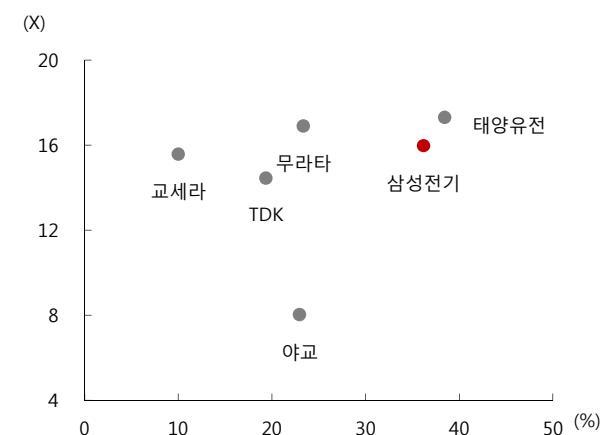
자료: Dataguide, 하이투자증권

<표 5> 삼성전기 Global peer group

		삼성전기	무라타	TDK	태양유전	교세라	야고
현재주가(USD)		141.6	178.2	105.1	32.7	56.7	303
시가총액(MUSD)		10,578	40,155	13,626	3,943	21,410	12,849
Growth (YoY,%)	매출액성장률	2017A	16.2	17.9	5.3	3.2	23.0
		2018E	18.9	16.8	7.5	9.8	138.6
		2019E	14.2	9.9	6.0	9.6	25.1
	순이익성장률	2017A	1027.6	-8.7	-57.3	194.0	-23.2
		2018E	246.3	39.5	28.3	15.4	62.5
		2019E	36.2	23.4	19.4	38.5	10.0
Profitability (%)	영업이익률	2017A	4.5	11.8	6.7	8.3	6.1
		2018E	10.1	16.5	8.2	10.1	9.3
		2019E	11.9	18.5	9.6	12.5	10.1
	ROE	2017A	3.7	10.4	7.8	10.1	3.5
		2018E	12.4	13.5	9.7	10.9	5.6
		2019E	14.6	14.9	10.7	13.8	5.9
Valuation (X)	PER	2017A	46.8	22.0	17.9	12.7	33.1
		2018E	21.8	20.7	18.1	23.6	17.1
		2019E	16.0	16.9	14.4	17.3	15.6
	PBR	2017A	1.7	2.2	1.4	1.2	1.2
		2018E	2.6	2.6	1.7	2.3	0.9
		2019E	2.2	2.4	1.5	2.1	0.9
	EV/EBITDA	2017A	9.2	9.6	7.7	4.8	9.6
		2018E	8.8	11.0	7.4	7.9	8.1
		2019E	7.3	8.9	6.4	6.3	7.3
							6.2

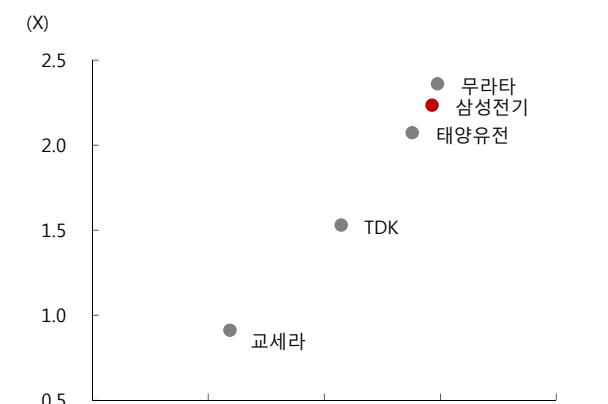
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 7> 주요 MLCC 업체 PER-EPS 성장을 비교



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 8> 주요 MLCC 업체 PBR-ROE 비교



자료: Bloomberg, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원, %)			
		2017	2018E	2019E	2020E			2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,479	2,901	3,252	3,625		매출액	6,838	8,235	9,504	10,446	
현금 및 현금성자산	445	543	566	685		증가율(%)	13.4	20.4	15.4	9.9	
단기금융자산	123	132	141	151		매출원가	5,430	5,979	6,765	7,335	
매출채권	953	1,130	1,294	1,425		매출총이익	1,408	2,257	2,739	3,111	
재고자산	919	1,071	1,236	1,358		판매비와관리비	1,102	1,346	1,505	1,617	
비유동자산	5,289	5,617	5,828	5,976		연구개발비	321	387	447	491	
유형자산	4,155	4,507	4,735	4,895		기타영수수익	-	-	-	-	
무형자산	149	118	93	73		기타영업비용	-	-	-	-	
자산총계	7,767	8,518	9,079	9,601		영업이익	306	911	1,235	1,494	
유동부채	2,454	2,645	2,551	2,258		증가율(%)	1,155.0	197.5	35.5	21.0	
매입채무	281	339	391	430		영업이익률(%)	4.5	11.1	13.0	14.3	
단기차입금	1,204	1,304	1,173	880		이자수익	11	13	14	16	
유동성장기부채	468	499	474	426		이자비용	66	72	67	56	
비유동부채	982	1,082	1,032	937		지분법이익(손실)	8	8	8	8	
사채	-	-	-	-		기타영업외손익	-6	10	9	6	
장기차입금	898	998	948	853		세전계속사업이익	254	870	1,198	1,469	
부채총계	3,436	3,727	3,583	3,195		법인세비용	76	217	298	366	
지배주주지분	4,232	4,634	5,261	6,073		세전계속이익률(%)	3.7	10.6	12.6	14.1	
자본금	388	388	388	388		당기순이익	177	653	900	1,103	
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045		순이익률(%)	2.6	7.9	9.5	10.6	
이익잉여금	2,610	3,149	3,913	4,863		지배주주귀속 순이익	162	596	821	1,006	
기타자본항목	189	52	-85	-222		기타포괄이익	-137	-137	-137	-137	
비지배주주지분	100	157	236	332		총포괄이익	40	516	763	966	
자본총계	4,331	4,791	5,497	6,406		지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-	

현금흐름표

	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	718	1,206	1,516	1,822
당기순이익	177	653	900	1,103
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	-	-	-	-
현금및현금성자산의증 감	-351	99	23	119
기초현금및현금성자산	796	445	543	566
기말현금및현금성자산	445	543	566	685

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	2,084	7,679	10,580	12,969
BPS	54,531	59,712	67,794	78,265
CFPS	10,211	16,973	20,721	23,646
DPS	1,550	1,550	1,550	1,550
Valuation(배)				
PER	48.0	20.6	15.0	12.2
PBR	1.8	2.7	2.3	2.0
PCR	9.8	9.3	7.6	6.7
EV/EBITDA	10.3	8.7	6.9	5.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.8	13.4	16.6	17.8
EBITDA 이익률	13.7	19.8	21.3	22.2
부채비율	79.3	77.8	65.2	49.9
순부채비율	46.2	44.4	34.3	20.7
매출채권회전율(x)	7.6	7.9	7.8	7.7
재고자산회전율(x)	7.8	8.3	8.2	8.1

자료 : 삼성전기, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(삼성전기)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				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	-17.8%	-12.2%
2018-07-25	Buy	210,000	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-mail 등을 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 간접 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -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 %	-