

# SK COMPANY Analysis



Analyst

박형우

hyungwou@sk.com

02-3773-8889

## Company Data

자본금	3,880 억원
발행주식수	7,760 만주
자사주	202 만주
액면가	5,000 원
시가총액	38,990 억원
주요주주	
삼성전자(주)(외5)	23.78%
국민연금공단	9.33%
외국인지분률	14.70%
배당수익률	1.00%

## Stock Data

주가(17/01/19)	52,200 원
KOSPI	2072.79 pt
52주 Beta	1.21
52주 최고가	61,300 원
52주 최저가	45,350 원
60일 평균 거래대금	182 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.8%	8.0%
6개월	0.8%	-1.9%
12개월	-6.1%	-14.4%

## 삼성전기 (009150/KS | 매수(유지) | T.P 70,000 원(상향))

### 2017 년 실적개선이 유력한 IT 부품 대장주

삼성전기를 휴대폰/전기전자 업종 대형주 중, 최선호주로 추천합니다. 동사는 4Q16 실적이 크게 부진했던 것으로 예상되지만, 2017 년 실적개선 가시성이 높고, 다수의 미래 성장동력을 보유하고 있다는 판단에 기인합니다. 국내뿐 아니라 글로벌 시장에서도 손 꼽히는 종합부품사로 삼성 그룹 전자계열사 내 핵심적인 위치를 유지할 것이라 전망합니다.

### 2017 년 턴어라운드 가시성과 미래 성장동력에 주목

삼성전기를 휴대폰/전기전자 산업 내 대형주 Top Pick 으로 제시한다. LG 이노텍, LG 전자와 비교 시, 4Q16 실적이 크게 부진할 전망임에도 최선호주로 추천하는 이유는 동사가 2017 년에 실적 반등의 가시성이 가장 높고, 빠르게 변화하는 IT 산업 환경에서 다수의 미래 성장동력을 보유하고 있다고 판단하기 때문이다.

### 2017 년 실적개선 근거 세 가지

삼성전기의 2017 년 실적 개선 가능성을 높게 점치는 이유는 ① 사업구조, 인력구조 개선으로 비용 절감 효과가 나타날 것이고, ② 베트남 생산비중 상승과 RFPCB 사업 확대로 기판 사업부의 적자 축소가 예상되며, ③ 카메라 사업은 중화권 제조사들과 주요 고객사 향 듀얼카메라 공급으로 성장이 전망되기 때문이다. 전장 사업은 지속적으로 성장하고 있으나, 아직 규모가 미미해 본격적인 매출 확대는 2018 년으로 예상된다.

### 투자의견 매수, 목표주가 70,000 원으로 상향

2017 년 추정치의 변경이 미미함에도 목표주가를 상향하는 이유는 상반기 갤럭시 S8 향 부품공급이 임박했을 뿐 아니라, 중장기적 관점에서도 다수의 성장동력이 포착되고 있기 때문이다. 삼성전기는 향후 ① 패키징, 기판, RFPCB 산업 판도 변화의 중심에 위치할 것이고, ② 듀얼카메라 시장 개화의 수혜를 받을 수 있으며, ③ 미래 ICT 산업에서 핵심 부품으로 부각될 통신부품과 전장부품 기업으로 주목 받을 것으로 전망된다. 현재 주가는 PBR 0.98 배고, 목표주가는 과거 2 년 전고점 수준인 PBR 1.32 배다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	82,566	61,004	61,763	60,419	64,846	70,973
yoy	%	4.3	-26.1	1.2	-2.2	7.3	9.5
영업이익	억원	4,640	649	3,013	138	2,231	3,821
yoy	%	-20.1	-86.0	364.0	-95.4	1,517.6	71.3
EBITDA	억원	10,832	7,252	7,954	5,184	7,861	9,850
세전이익	억원	4,360	8,162	3,668	312	2,548	4,192
순이익(지배주주)	억원	3,302	5,027	112	43	1,695	2,927
영업이익률%	%	5.6	1.1	4.9	0.2	3.4	5.4
EBITDA%	%	13.1	11.9	12.9	8.6	12.1	13.9
순이익률	%	4.2	8.3	0.3	0.2	3.1	4.6
EPS	원	4,256	8,798	4,031	55	2,184	3,771
PER	배	17.2	6.2	15.6	919.3	23.9	13.8
PBR	배	1.4	0.9	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	6.2	6.4	7.5	10.1	7.1	5.7
ROE	%	8.2	11.5	0.3	0.1	4.1	6.8
순차입금	억원	8,365	2,354	9,164	12,104	14,591	15,856
부채비율	%	68.8	66.3	68.5	73.4	73.4	70.4

## 1. 사업구조 및 인력구조 개선 효과

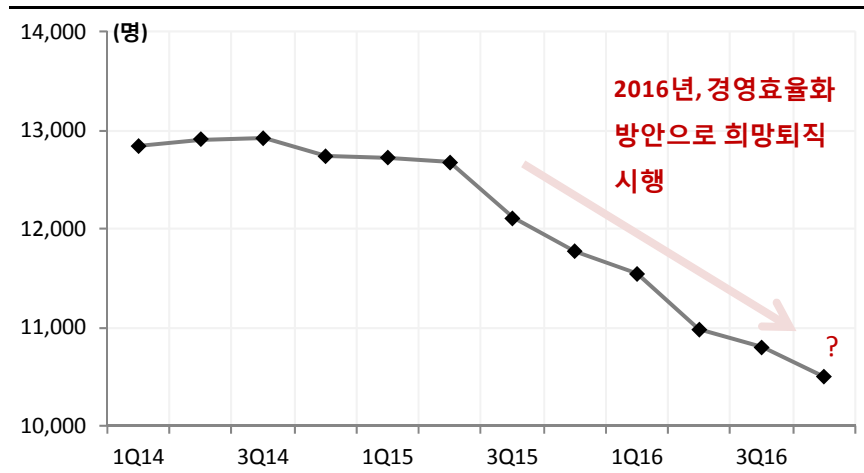
삼성전기는 2017 년에 일회성 영업비용이 크게 감소할 것으로 전망된다. 동사는 2015 년에 HDD 모터사업과 진동모터사업을 중단/매각했었고, 2016 년에는 경영효율화 차원에서 희망퇴직을 실시함에 따라 약 750 억원의 인력조정 관련 비용을 집행했다. 이에 따라, 임직원 수는 1Q14, 12,841 명에서 3Q16, 10,796 명으로 크게 감소했다. 이미 인력구조 개선이 상당부분 진행됐다고 판단되기에 2017 년 경영효율화 관련 일회성비용 집행은 전년대비 약 500 억원 감소할 것으로 예상된다. 또한, 임직원수 감소에 따른 인건비 절감 효과도 발생할 것으로 기대된다.

인건비 감소 효과 기대

1Q14, 12,841 명

→ 3Q16, 10,796 명

삼성전기 전사 임직원 수 추이



자료 : Dart, SK 증권

삼성전기 주가 추이 : 경영구조 효율화 및 신성장 동력 확보 노력 중

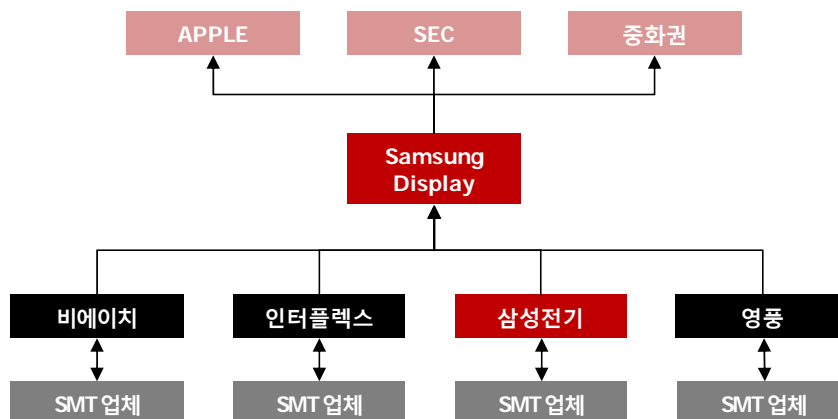


자료 : Dataguide, Dart, SK 증권

## 2. HDI 사업부 수익성 개선 전망

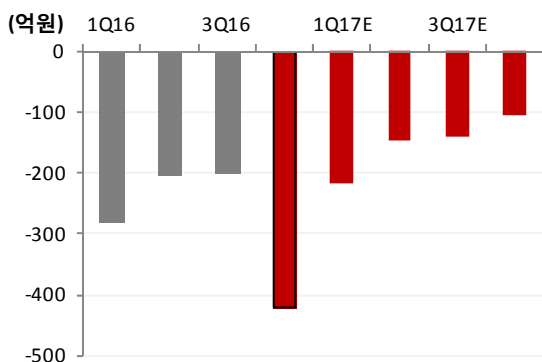
HDI 사업부의 적자규모 축소가능성도 2017년 실적개선의 원동력이다. 삼성전기 ACI 부문 내 HDI(기판) 사업은 매 분기 약 200~300억원의 적자를 기록 중이다. 4Q16에는 갤럭시노트 7의 단종으로 적자폭이 더욱 확대됐을 것이다. 그럼에도 불구하고 2017년 HDI 사업의 수익성 반등이 유력하다고 판단하는 이유는 ① HDI의 베트남 생산 비중이 '16년 말, 20% → '17년 말, 50%로 상승함에 따라 원가구조가 개선될 것이고, ② 하반기부터는 삼성디스플레이로 RFPCB 공급이 확대되며 외형성장이 가능하기 때문이다. 이미 다수의 RFPCB 공급 경험을 보유하고 있기에 '17년 상반기에 생산능력(capacity) 증설만 원활히 이루어진다면, 하반기 적자축소에 기여할 전망이다. 또한, 우려되는 전략 고객사 차기 플래그십으로의 기판 공급 여부는 조금 더 추이를 지켜봐야 겠으나, 벤더그룹에서 제외되는 최악의 상황은 발생하지 않을 것으로 예상된다.

삼성디스플레이 FPCB 서플라이체인 전망



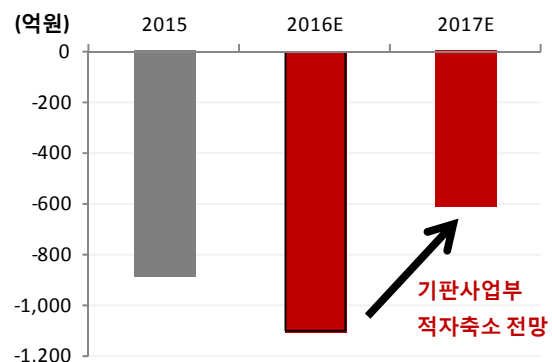
자료: SK 증권

ACI 분기별 영업이익 전망



자료: Dart, SK 증권 추정

ACI 연간 영업이익 전망



자료: Dart, SK 증권 추정

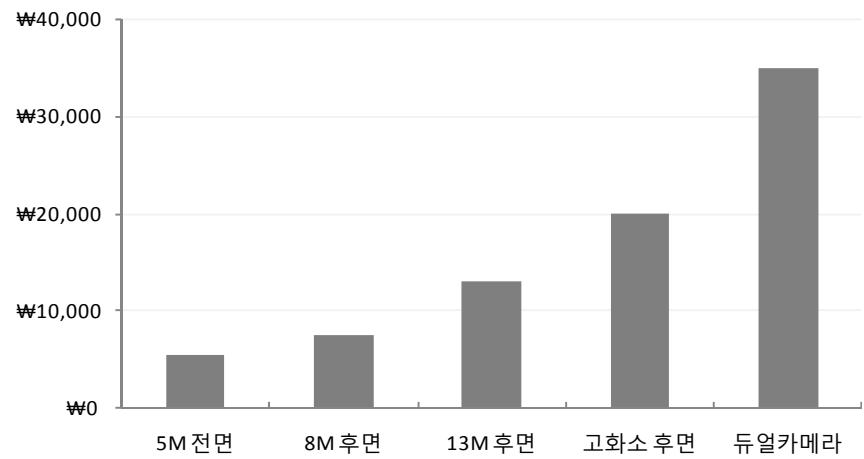
### 3. 듀얼카메라 시장의 개화

#### 삼성전기 카메라 사업의 미래는 듀얼카메라와 전장카메라

갤럭시 S8은 듀얼카메라를 채용하지 않을 가능성이 높다. 그러나 2017년 삼성전기의 실적개선에서 듀얼카메라는 여전히 중요한 부분을 차지할 것이다. 이는 삼성전기가 계획대로 다수의 중화권 업체와 듀얼카메라 개발을 진행 중이고, 듀얼모듈의 높은 판가로 기존 싱글카메라 대비 높은 수익성이 기대되기 때문이다. 우리는 갤럭시 S8 후면에 듀얼모듈이 채용되지 않는다는 전제에도 삼성전기의 2017년 듀얼카메라 매출액이 최소 3,000억원을 상회할 것으로 전망한다. 전장카메라의 본격적인 매출 증가도 2018년에 나타날 것으로 전망된다.

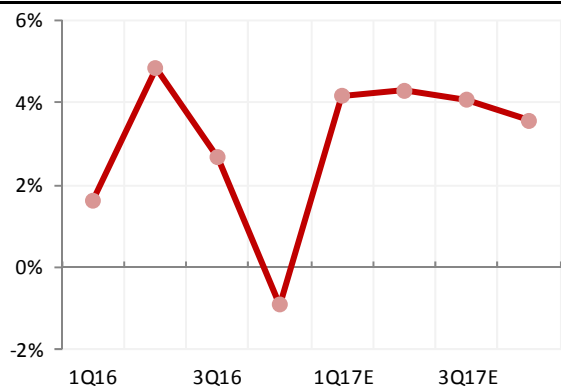
카메라모듈 가격 추정

(단위: 원)



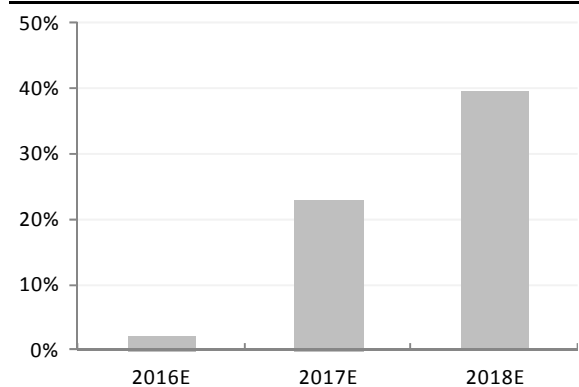
자료: SK 증권 추정

DM 분기별 영업이익률 전망



자료: Dart, SK 증권 추정

삼성전기 카메라 매출액 중, 듀얼카메라 비중 전망



자료: Dart, SK 증권 추정

## 4. 실적전망

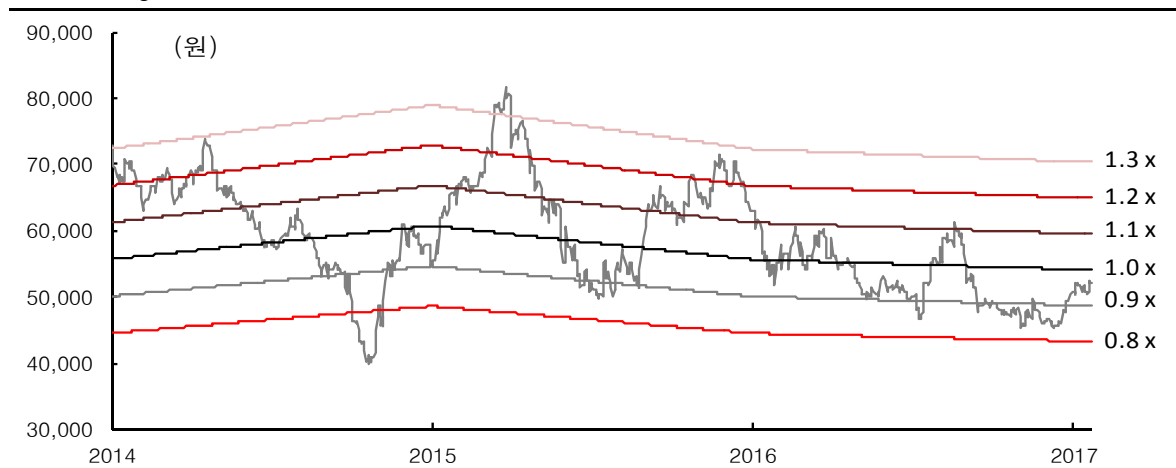
삼성전기 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	16,043	16,164	14,673	13,539	15,147	17,086	16,843	15,771	61,762	60,419	64,846
DM	6,859	7,318	6,585	6,017	6,541	7,836	7,882	6,902	26,564	26,779	29,161
LCR	5,254	5,053	4,508	4,203	4,970	5,627	4,959	4,426	20,277	19,018	19,981
ACI	3,460	3,443	3,278	3,019	3,435	3,419	3,805	4,243	15,172	13,200	14,902
조정&기타	470	350	302	300	202	204	197	200	-251	1,422	803
매출액 YoY	0%	1%	-9%	-1%	-6%	6%	15%	16%	1%	-2%	7%
DM	1%	-1%	-1%	5%	-5%	7%	20%	15%	4%	1%	9%
LCR	-2%	0%	-17%	-5%	-5%	11%	10%	5%	8%	-6%	5%
ACI	-11%	-8%	-17%	-16%	-1%	-1%	16%	41%	-7%	-13%	13%
매출비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
DM	43%	45%	45%	44%	43%	46%	47%	44%	43%	44%	45%
LCR	33%	31%	31%	31%	33%	33%	29%	28%	33%	31%	31%
ACI	22%	21%	22%	22%	23%	20%	23%	27%	25%	22%	23%
영업이익	429	152	128	-571	364	736	641	490	3,013	138	2,231
DM	111	355	177	-54	273	336	321	246	1,438	588	1,176
LCR	606	504	258	181	384	620	535	423	2,240	1,549	1,961
ACI	-278	-202	-197	-421	-218	-146	-140	-104	-883	-1,098	-607
조정&기타	-11	-505	-110	-277	-75	-75	-75	-75	218	-902	-300
영업이익률	2.7%	0.9%	0.9%	-4.2%	2.4%	4.3%	3.8%	3.1%	4.9%	0.2%	3.4%
DM	1.6%	4.8%	2.7%	-0.9%	4.2%	4.3%	4.1%	3.6%	5.4%	2.2%	4.0%
LCR	11.5%	10.0%	5.7%	4.3%	7.7%	11.0%	10.8%	9.5%	11.0%	8.1%	9.8%
ACI	-8.0%	-5.9%	-6.0%	-13.9%	-6.3%	-4.3%	-3.7%	-2.4%	-5.8%	-8.3%	-4.1%

자료: Dart, SK 증권 추정

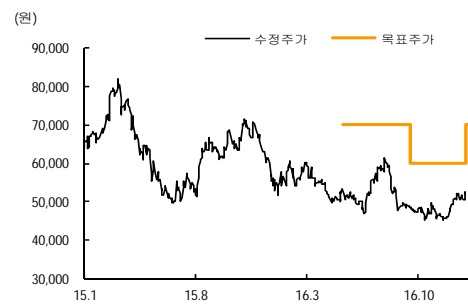
삼성전기 Trailing PBR 밴드



자료: Bloomberg, SK 증권

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.01.20	매수	70,000원
2017.01.09	매수	60,000원
2016.10.05	매수	60,000원
2016.08.03	매수	70,000원
2016.07.13	매수	70,000원
2016.05.31	매수	70,000원



## Compliance Notice

- 작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 1월 20일 기준)

매수	94.74%	중립	5.26%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	35,540	27,300	25,768	24,200	24,615
현금및현금성자산	6,880	10,353	7,760	5,323	4,192
매출채권및기타채권	9,655	8,212	8,163	8,590	9,400
재고자산	8,412	6,790	6,749	7,065	7,732
<b>비유동자산</b>	41,646	45,395	47,401	50,701	52,861
장기금융자산	9,420	8,015	8,336	8,336	8,336
유형자산	29,259	32,984	34,840	38,242	40,568
무형자산	1,039	912	881	460	117
<b>자산총계</b>	77,186	72,695	73,170	74,900	77,475
<b>유동부채</b>	21,510	17,683	18,623	19,791	20,588
단기금융부채	11,164	10,250	11,235	11,185	11,170
매입채무 및 기타채무	5,988	4,849	4,820	5,615	6,144
단기충당부채	60	73	73	85	93
<b>비유동부채</b>	9,248	11,858	12,357	11,906	11,418
장기금융부채	5,967	10,166	10,726	10,826	10,976
장기매입채무 및 기타채무	22	25	6	6	6
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	30,758	29,541	30,980	31,697	32,006
<b>지배주주지분</b>	45,534	42,221	41,274	42,067	44,092
자본금	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880
자본잉여금	10,452	10,452	10,452	10,452	10,452
기타자본구성요소	-10	-1,467	-1,467	-1,467	-1,467
자기주식	-10	-1,467	-1,467	-1,467	-1,467
이익잉여금	25,046	24,455	24,639	26,043	28,679
비지배주주지분	894	933	916	1,136	1,378
<b>자본총계</b>	46,428	43,154	42,190	43,203	45,470
<b>부채와자본총계</b>	77,186	72,695	73,170	74,900	77,475

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	3,705	5,406	5,369	6,743	7,394
당기순이익(손실)	5,089	206	125	1,995	3,249
비현금성항목등	2,334	6,226	5,947	5,866	6,601
유형자산감가상각비	6,419	4,780	4,862	5,497	5,975
무형자산상각비	183	161	184	133	55
기타	-5,755	1,038	301	-473	-411
운전자본감소(증가)	-3,363	1,797	-668	-795	-1,744
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,779	2,227	5	-427	-810
재고자산감소(증가)	588	2,020	3	-316	-666
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-18	-1,219	263	795	529
기타	-2,153	-1,230	-939	-847	-798
법인세납부	-356	-2,824	-36	-323	-712
<b>투자활동현금흐름</b>	-3,615	-2,040	-8,939	-8,469	-7,897
금융자산감소(증가)	4,875	7,584	-1,111	0	0
유형자산감소(증가)	-8,449	-10,105	-8,318	-8,900	-8,300
무형자산감소(증가)	-196	223	288	288	288
기타	155	258	202	143	115
<b>재무활동현금흐름</b>	-304	96	1,500	-711	-627
단기금융부채증가(감소)	-2,466	-4,638	-471	-50	-15
장기금융부채증가(감소)	3,132	7,229	2,828	100	150
자본의증가(감소)	4	-1,457	20	0	0
배당금의 지급	-583	-630	-379	-291	-291
기타	-392	-409	-463	-470	-472
<b>현금의 증가(감소)</b>	-505	3,472	-2,593	-2,437	-1,131
기초현금	7,385	6,880	10,353	7,760	5,323
기말현금	6,880	10,353	7,760	5,323	4,192
FCF	-554	-3,666	-2,852	-1,331	-67

자료 : 삼성전기, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	61,004	61,763	60,419	64,846	70,973
<b>매출원가</b>	50,650	48,647	49,818	52,697	56,761
<b>매출총이익</b>	10,354	13,116	10,601	12,149	14,212
매출총이익률 (%)	17.0	21.2	17.6	18.7	20.0
<b>판매비외관리비</b>	9,705	10,102	10,463	9,919	10,392
영업이익	649	3,013	138	2,231	3,821
영업이익률 (%)	1.1	4.9	0.2	3.4	5.4
비영업손익	7,513	655	174	317	371
<b>순금융비용</b>	226	166	313	367	396
외환관련손익	-32	-59	78	105	250
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	23	70	106	106	106
세전계속사업이익	8,162	3,668	312	2,548	4,192
세전계속사업이익률 (%)	13.4	5.9	0.5	3.9	5.9
계속사업법인세	1,273	446	187	554	943
<b>계속사업이익</b>	6,890	3,222	125	1,994	3,249
중단사업이익	-1,801	-3,016	0	0	0
*법인세효과	31	-281	0	0	0
당기순이익	5,089	206	125	1,994	3,249
<b>순이익률 (%)</b>	8.3	0.3	0.2	3.1	4.6
지배주주	5,027	112	43	1,695	2,927
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	8.24	0.18	0.07	2.61	4.12
<b>비지배주주</b>	62	95	82	299	322
<b>총포괄이익</b>	4,450	-1,188	-566	1,303	2,558
<b>지배주주</b>	4,372	-1,273	-568	1,084	2,315
<b>비지배주주</b>	78	85	2	219	242
EBITDA	7,252	7,954	5,184	7,861	9,850

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-26.1	1.2	-2.2	7.3	9.5
영업이익	-86.0	364.0	-95.4	1,517.6	71.3
세전계속사업이익	87.2	-55.1	-91.5	715.6	64.5
EBITDA	-33.1	9.7	-34.8	51.6	25.3
EPS(계속사업)	106.7	-54.2	-98.6	3,852.1	72.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.5	0.3	0.1	4.1	6.8
ROA	6.8	0.3	0.2	2.7	4.3
EBITDA마진	11.9	12.9	8.6	12.1	13.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	165.2	154.4	138.4	122.3	119.6
부채비율	66.3	68.5	73.4	73.4	70.4
순차입금/자기자본	5.1	21.2	28.7	33.8	34.9
EBITDA/이자비용(배)	20.9	22.5	11.3	16.7	20.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	8,798	4,031	55	2,184	3,771
BPS	58,677	54,408	53,187	54,210	56,819
CFPS	14,986	6,512	6,558	9,439	11,541
주당 현금배당금	750	500	400	400	400
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	8.4	20.3	1,114.7	24.1	14.0
PER(최저)	4.6	12.3	820.7	23.1	13.4
PBR(최고)	1.3	1.5	1.2	1.0	0.9
PBR(최저)	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
PCR	3.7	9.7	7.8	5.5	4.5
EV/EBITDA(최고)	8.4	9.3	11.7	7.1	5.8
EV/EBITDA(최저)	4.9	6.2	9.3	6.9	5.6