

삼성전기(009150)

매수(유지)

목표주가: 130,000원(상향)

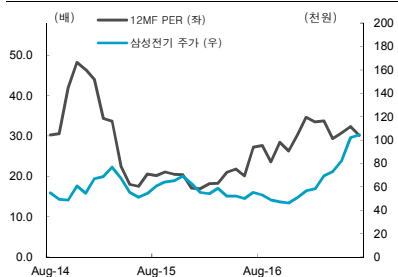
Stock Data

KOSPI(7/13)	2,409
주가(7/13)	104,500
시가총액(십억원)	7,805
발행주식수(백만)	75
52주 최고/최저가(원)	110,000/45,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	51,157
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.3/20.8
주요주주(%)	삼성전자 외 5인 24.0
	국민연금 12.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	24.9	105.7	109.6
상대주가(%p)	23.4	89.7	89.5

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

예상보다 강한 부품 업그레이드 사이클

모든 사업부의 실적 개선 속도 빠르다

17년 18년 연간 영업이익을 각각 7%, 19% 상향하여 목표주가를 130,000원으로 기존대비 31% 상향한다. 첫째, MLCC 수익성이 예상보다 좋아 LCR 사업부 영업이익을 기존대비 6%(2017년), 22%(2018년) 상향했다. 둘째, 높은 단가와 업그레이드된 스펙의 듀얼카메라 공급이 예상되는 DM(카메라모듈) 사업부 영업이익을 기존대비 2%(2017년), 14%(2018년) 상향했다. 목표주가 산출을 위한 실적추정 구간을 3Q17-2Q18(기존 2017년)으로 변경했고 글로벌 경쟁사들의 최근 주가를 고려해 각 사업부의 목표 EV/EBITDA를 다음과 같이 높였다. DM: 8.0→9.3배, LCR: 7.5→8.2배, ACI: 4.0→4.5배.

2017년 영업이익의 82%는 MLCC 사업부가 담당

대만의 MLCC 후발업체들이 2017년에 MLCC 가격을 이미 두 차례(4월, 7월) 인상했고 삼성전기의 MLCC 판가 또한 인상된 것으로 추정된다. 동사의 하반기 MLCC 가동률은 기존 예상과 변동 없지만 하반기 평균 가격은 기존대비 8% 상승할 것으로 전망된다. 또한 세라믹 적층수가 많은 고용량/고효율 MLCC의 제품믹스가 예상보다 좋기 때문에 기존대비 높은 수익성이 예상된다. 이를 반영해 2017 및 2018년 LCR 사업부 영업이익을 상향 조정했다. 삼성전기의 2017년 전사 영업이익 개선은 LCR 사업부가 주도할 것이다(연간 영업이익에서 82% 비중 차지).

듀얼카메라 점검: 하반기에는 가격 메리트, 2018년에는 스펙 업그레이드

국내 주력 고객사가 하반기 flagship 스마트폰에 장착할 것으로 예상되는 듀얼카메라의 단가는 기존 예상보다 10% 높게 전망되고 스펙은 해외 주력 경쟁사와 유사한 수준으로 파악된다. 반면, 업그레이드된 스펙(5배 광학줌, 화소수 증가 및 얇은 두께 등)의 듀얼카메라 공급은 2018년 상반기로 예상된다. 이를 반영해 2017년 DM 사업부 영업이익을 1,492억원(OPM 4.3%)으로 기존대비 2%, 2018년 영업이익을 2,070억원(OPM 5.1%)으로 기존대비 12% 상향했다.

2분기 영업이익은 컨센서스에 부합한 것으로 추정, Top pick 유지

2분기 영업이익은 773억원(OPM 4.7%)으로 컨센서스인 787억원에 부합한 것으로 추정된다. 다만, 당사의 기존 예상치보다 낮게 추정되는 이유는 국내 주요 고객사가 6월에 전반적인 부품 재고조정을 단행했고 당사가 예상했던 MLCC 가격인상은 2분기 중반부터가 아닌 3분기초부터 반영될 것으로 예상되기 때문이다. 매분기 새로운 모멘텀이 준비되어있는 삼성전기를 통신장비/전기전자 대형주 top-pick으로 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	6,176	301	11	146	(97.7)	795	430.8	7.1	1.1	0.3	0.8
2016A	6,033	24	15	193	32.2	633	263.2	8.2	0.9	0.3	1.0
2017F	7,108	342	144	1,903	886.1	1,098	54.9	8.7	1.8	3.4	0.5
2018F	8,446	573	284	3,754	97.2	1,365	27.8	7.0	1.7	6.3	0.5
2019F	9,283	725	365	4,827	28.6	1,535	21.6	6.2	1.6	7.7	0.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

박기흥 3276-4130
kiheung.park@truefriend.com

조민영 3276-6169
minyoung@truefriend.com

<표 1> 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17F			2017F			2018F		
	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률
매출액	1,692.8	1,652.9	(2.4)	7,022.4	7,108.1	1.2	7,879.4	8,446.0	7.2
DM	827.6	792.3	(4.3)	3,479.0	3,476.3	(0.1)	3,832.3	4,088.9	6.7
LCR	559.3	554.4	(0.9)	2,198.4	2,277.3	3.6	2,452.7	2,690.5	9.7
ACI	305.9	306.2	0.1	1,330.5	1,340.0	0.7	1,594.3	1,666.5	4.5
영업이익	90.1	77.3	(14.2)	320.6	342.2	6.7	480.0	572.6	19.3
영업이익률	5.3	4.7	(0.6)	4.6	4.8	0.2	6.1	6.8	0.7
순이익	33.1	27.7	(16.1)	130.1	143.9	10.6	227.2	283.6	24.8
순이익률	2.0	1.7	(0.3)	1.9	2.0	0.2	2.9	3.4	0.5

주 1. K-IFRS(연결) 기준, 순이익은 지배주주지분 기준, 2. DM(카메라모듈), LCR(MLCC), ACI(기판)
 자료: DataGuide, 한국투자증권

<표 2> 사업부문별 실적 - 1분기 저점이후 매분기 신규 모멘텀 발생

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	1,604.3	1,616.4	1,467.3	1,345.1	1,570.5	1,652.9	1,990.3	1,894.5	6,159.9	6,033.0	7,108.1	8,446.0
DM	739.5	763.0	693.6	595.2	773.0	792.3	1,003.6	907.4	2,631.4	2,791.2	3,476.3	4,088.9
LCR	519.4	505.3	439.7	448.2	490.4	554.4	613.6	618.9	2,008.0	1,912.6	2,277.3	2,690.5
ACI	345.5	348.1	334.0	301.6	292.5	306.2	373.1	368.2	1,489.9	1,329.2	1,340.0	1,666.5
영업이익	42.9	15.2	12.8	(46.5)	25.5	77.3	120.8	118.6	301.3	24.4	342.2	572.6
DM	11.1	35.5	17.7	2.0	19.1	37.4	52.3	40.4	81.4	66.3	149.2	207.0
LCR	60.6	50.4	25.8	10.3	43.5	67.7	83.3	87.1	224.0	147.2	281.5	365.8
ACI	(27.8)	(20.2)	(19.7)	(41.9)	(29.6)	(27.7)	(14.8)	(8.9)	(71.3)	(109.6)	(81.0)	(0.2)
영업이익률	2.7	0.9	0.9	(3.5)	1.6	4.7	6.1	6.3	4.9	0.4	4.8	6.8
DM	1.5	4.6	2.5	0.3	2.5	4.7	5.2	4.4	3.1	2.4	4.3	5.1
LCR	11.7	10.0	5.9	2.3	8.9	12.2	13.6	14.1	11.2	7.7	12.4	13.6
ACI	(8.0)	(5.8)	(5.9)	(13.9)	(10.1)	(9.1)	(4.0)	(2.4)	(4.8)	(8.2)	(6.0)	(0.0)
순이익	31.3	16.5	2.2	(35.3)	2.2	27.7	50.1	63.9	11.2	14.7	143.9	283.6
순이익률	1.9	1.0	0.1	(2.6)	0.1	1.7	2.5	3.4	0.2	0.2	2.0	3.4

주 1. K-IFRS(연결) 기준, 순이익은 지배주주지분 기준, 2. DM(카메라모듈), LCR(MLCC), ACI(기판)
 자료: DataGuide, 한국투자증권

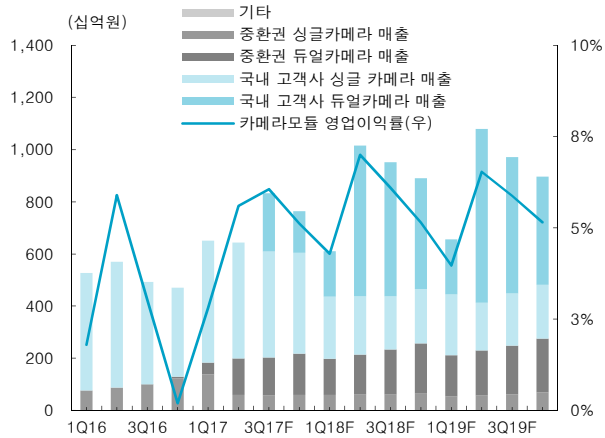
<표 3> Sum of the parts, EV/EBITDA에 의한 valuation

(단위: 십억원, 배, 원)

1. 영업가치					
	EBIT	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고
주요 사업					12MF EBITDA
DM	193	372	9.3	3,477	글로벌 peer multiple 적용
LCR	359	685	8.2	5,645	글로벌 peer multiple 적용
ACI	(30)	220	4.5	1,000	글로벌 peer multiple 적용
소계	522	1,278	7.9	10,122 (A)	12MF EBITDA
2. 자산가치					
	Book value		Value		
매도가능금융자산(상장)	839		839		
매도가능금융자산(비상장)	46		32		
			30% 할인		
소계	885		871 (B)		
3. 순부채					
	Value				
순부채	(1,530) (C)				
4. 적정주가					
삼성전기 주식수 (천주)	72,640				
영업가치와 자산가치의 합	9,464 (D) (D=A+B+C)				
목표주가	130,285				

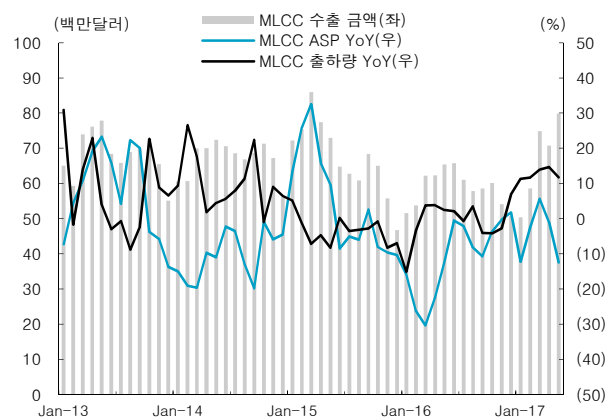
자료: 한국투자증권

[그림 1] 카메라모듈 매출 추이 - 2분기부터 듀얼카메라 비중 증가



자료: 한국투자증권

[그림 2] 월별 MLCC 수출 추이 - 출하량 및 ASP 모두 전년대비 안정적



자료: KITA, 한국투자증권

기업개요

삼성전기(009150)는 1973년 8월 설립, 1979년 1월 거래소에 상장. 전자부품산업의 3대 기술인 소재, 다층박막성형, 고주파 회로설계에 주력, 카메라모듈과 통신모듈을 제조하는 DM사업부, 수동소자를 제조하는 LCR 사업부 그리고 반도체 패키지와 고밀도다층기판을 제조하는 ACI 사업부로 구성, 2016년 주요 사업부문별 매출 비중은: DM(46%), LCR(32%) 및 ACI(22%). 최대주주인 삼성전자(005930)로 지분율은 23.69%. 아울러 삼성전기는 2014년 삼성그룹 차원에서 경영진단을 받은 후 다음과 같은 경영효율화 작업을 단행. 1) 2014~2015년에 걸쳐 HDD(Hard Disk Drive) 모터 사업의 매각, 파워모듈, 튜너모듈 및 ESL(전자가격표시 태그) 사업의 분사를 통해 비주력 사업을 정리. 2) 2016년에는 대대적인 인력 구조조정.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	2,730	2,812	3,155	3,655	3,866
현금성자산	1,035	796	844	933	994
매출채권및기타채권	825	784	933	1,087	1,135
재고자산	679	827	926	1,100	1,149
비유동자산	4,539	4,850	5,201	5,536	5,617
투자자산	909	848	973	1,156	1,159
유형자산	3,298	3,714	3,904	4,004	4,054
무형자산	91	92	94	102	102
자산총계	7,269	7,663	8,356	9,191	9,483
유동부채	1,768	2,043	2,578	3,058	2,883
매입채무및기타채무	721	850	853	1,014	1,030
단기차입금및단기사채	691	842	1,032	1,052	1,072
유동성장기부채	334	324	424	424	424
비유동부채	1,186	1,282	1,263	1,249	1,234
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1,017	1,278	1,258	1,243	1,228
부채총계	2,954	3,325	3,840	4,307	4,117
지배주주지분	4,222	4,240	4,346	4,592	4,919
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
기타자본	(147)	(147)	(147)	(147)	(147)
이익잉여금	2,446	2,534	2,640	2,885	3,212
비지배주주지분	93	97	170	292	447
자본총계	4,315	4,338	4,516	4,884	5,366

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	537	680	992	1,391	1,149
당기순이익	21	23	216	406	520
유형자산감가상각비	478	589	734	769	787
무형자산상각비	16	19	22	24	24
자산부채변동	161	(48)	(44)	80	(324)
기타	(139)	97	64	112	143
투자활동현금흐름	(221)	(1,186)	(1,104)	(1,146)	(899)
유형자산투자	(1,196)	(1,052)	(924)	(869)	(837)
유형자산매각	186	68	0	0	0
투자자산순증	756	(235)	(116)	(172)	9
무형자산순증	22	28	(23)	(32)	(23)
기타	11	5	(41)	(73)	(48)
재무활동현금흐름	30	281	160	(155)	(188)
자본의증가	0	2	0	0	0
차입금의순증	280	369	270	5	5
배당금지급	(63)	(41)	(41)	(41)	(41)
기타	(187)	(49)	(69)	(119)	(152)
기타현금흐름	1	(14)	0	0	0
현금의증가	347	(239)	48	89	62

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

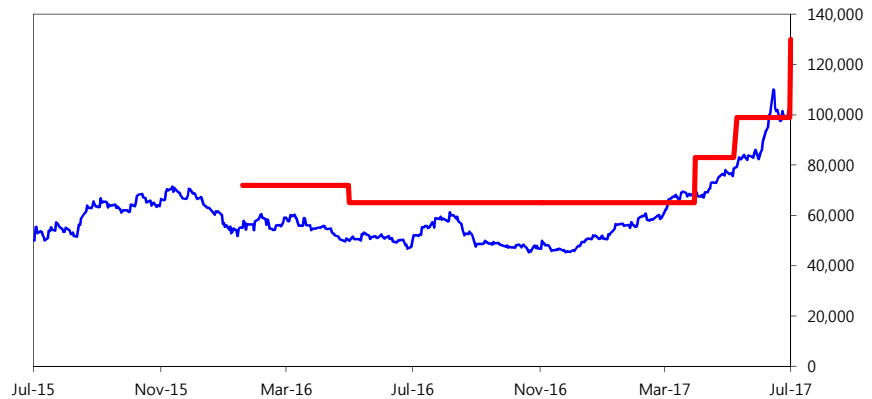
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	6,176	6,033	7,108	8,446	9,283
매출원가	4,865	5,006	5,736	6,728	7,365
매출총이익	1,312	1,027	1,372	1,718	1,918
판매관리비	1,010	1,002	1,030	1,145	1,194
영업이익	301	24	342	573	725
금융수익	19	18	18	20	22
이자수익	19	18	18	20	22
금융비용	35	49	56	59	59
이자비용	35	49	56	59	59
기타영업외손익	75	30	(14)	12	12
관계기업관련손익	7	9	9	11	12
세전계속사업이익	367	32	300	556	712
법인세비용	45	9	83	150	192
연결당기순이익	21	23	216	406	520
지배주주지분순이익	11	15	144	284	365
기타포괄이익	(139)	41	0	0	0
총포괄이익	(119)	64	216	406	520
지배주주지분포괄이익	(127)	56	144	284	365
EBITDA	795	633	1,098	1,365	1,535

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	146	193	1,903	3,754	4,827
BPS	56,299	56,531	57,896	61,063	65,274
DPS	500	500	500	500	500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.2	(2.3)	17.8	18.8	9.9
영업이익증가율	364.0	(91.9)	1,302.6	67.3	26.6
순이익증가율	(97.8)	31.5	878.4	97.1	28.6
EPS증가율	(97.7)	32.2	886.1	97.2	28.6
EBITDA증가율	9.7	(20.5)	73.6	24.3	12.5
수익성(%)					
영업이익률	4.9	0.4	4.8	6.8	7.8
순이익률	0.2	0.2	2.0	3.4	3.9
EBITDA Margin	12.9	10.5	15.4	16.2	16.5
ROA	0.3	0.3	2.7	4.6	5.6
ROE	0.3	0.3	3.4	6.3	7.7
배당수익률	0.8	1.0	0.5	0.5	0.5
배당성향	338.9	257.8	26.4	13.4	10.4
안정성					
순차입금(십억원)	915	1,338	1,530	1,386	1,290
차입금/자본총계비율(%)	47.3	56.3	60.1	55.7	50.8
Valuation(X)					
PER	430.8	263.2	54.9	27.8	21.6
PBR	1.1	0.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.1	8.2	8.7	7.0	6.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성전기(009150)	2015.07.29	중립	-
	2016.01.31	매수	72,000 원
	2016.05.13	매수	65,000 원
	2017.04.12	매수	83,000 원
	2017.05.22	매수	99,000 원
	2017.07.13	매수	130,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 13일 현재 삼성전기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성전기 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.