

삼성전기(009150)

조금 늦어져도 괜찮아

1분기 실적은 컨센서스 소폭 하회, 최근 낮아진 눈높이 수준
MLCC 회복 속도 다소 더디나, 하반기부터 점진적 회복 전망
PLP 매각 이익, 실적 개선 방향성 고려 시 매수 기회

Facts : 영업이익 컨센에 소폭 못 미침

1분기 실적은 매출액 2조 1,305억원, 영업이익 1,903억원(영업이익률 8.9%)을 기록했다. 매출액은 전분기대비 6.6% 늘어났지만, 영업이익은 24.6% 감소했다. 모듈 사업부(카메라 모듈)의 성수기 도래로 매출액은 늘었지만, 컴포넌트(MLCC 등) 사업부 실적이 부진해 영업이익이 감소했다. 참고로 삼성전기는 실적발표와 동시에 PLP(Panel Level Package, 기관사업부 소속) 사업을 7,850억원을 받고 삼성전자에 양도하는 공시를 냈다.

Pros & cons : 카메라 모듈은 전성기, MLCC 바닥은 2분기에

모듈 사업부 매출액은 9,512억원으로 전년동기대비 5.7%, 전분기대비 11.1% 늘었다. 국내 전략고객사 플래그십 스마트폰이 출시되는 계절적 성수기인데다가, 멀티카메라 트렌드로 양호한 실적을 기록했다. 영업이익률은 6.5%를 기록한 것으로 추정된다. 2분기에는 계절성으로 인해 매출액과 영업이익이 줄어들지만 연간 매출액은 21.5% 증가할 것이다. MLCC가 포함된 컴포넌트 사업부 매출액은 비수기 영향으로 전분기대비 6.7% 감소에 그쳤지만 영업이익률은 10.6%p 하락한 것으로 추정된다. 1분기 중국 스마트폰 업황 부진으로 판매 수량이 20% 넘게 줄었기 때문이다. 그러나 2분기부터는 계절적 영향으로 전분기대비 중국향 MLCC 판매량이 늘어날 것이다. 범용 MLCC ASP가 2분기까지는 추가적으로 소폭 하락할 것으로 예상돼 큰 폭의 매출액 증가를 기대하기 어렵지만, ASP 하락이 멈추는 3분기부터는 중국 스마트폰 업황 회복과 함께 MLCC 사업부 실적도 개선이 기대된다.

Action : MLCC 업황 바닥 시점은 2분기로 순연, 개선 방향성은 불변

매수 의견과 목표주가 170,000원(PBR 2.2배, mid-cycle)을 유지한다. 당초 MLCC 업황 회복을 2분기부터로 전망했지만, 2분기는 1분기와 유사할 전망이다. 그러나 3분기부터는 납품량 증가와 함께 IT용 MLCC ASP 하락도 멈추며 매출액 증가세가 본격화될 것이다. 또한 PLP 사업부 매각에 따라 연말 순차입금도 전년도 1.2조원 대비 크게 줄어든 0.4조원으로 예상됨에 따라 안정적인 재무구조도 돋보인다. 업황 개선이 시작되는 지금이 매수 적기다.

| 하 회 | 부 합 | 상 회 |
|-----|-----|-----|
|-----|-----|-----|

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 170,000원(유지)

Stock Data

| | |
|-------------------|----------------|
| KOSPI(4/30) | 2,204 |
| 주가(4/30) | 108,500 |
| 시가총액(십억원) | 8,104 |
| 발행주식수(백만) | 75 |
| 52주 최고/최저(원) | 163,000/92,000 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 157,511 |
| 유동주식비율/외국인지분율(%) | 73.4/20.2 |
| 주요주주(%) | 삼성전자 외 5인 23.9 |
| | 국민연금 10.7 |

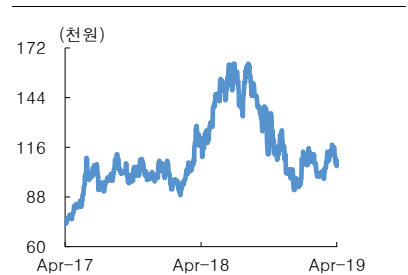
Valuation 지표

| | 2018A | 2019F | 2020F |
|--------------|--------|--------|--------|
| PER(x) | 11.9 | 10.7 | 9.3 |
| PBR(x) | 1.6 | 1.5 | 1.3 |
| ROE(%) | 14.5 | 14.8 | 14.9 |
| DY(%) | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| EV/EBITDA(x) | 5.2 | 4.9 | 4.0 |
| EPS(원) | 8,685 | 10,115 | 11,629 |
| BPS(원) | 64,017 | 72,888 | 83,232 |

주가상승률

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|-----|--------|-------|
| 절대주가(%) | 3.8 | (10.3) | (8.4) |
| KOSPI 대비(%p) | 0.9 | (19.7) | 4.0 |

주가추이



자료: FnGuide

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

PLP 매각이 주는 영향은 긍정적 – 재무구조 개선, 영업이익 증가

매각 공시에 따르면 삼성전자로부터 7,850억원을 받고 6월 1일까지 넘기는 조건이다. PLP사업 관련된 장부가는 아직 미공개이나, 기투자 금액이 5천억원 내외임을 감안할 때 2분기 매각차익이 2,000억원 이상 발생할 것으로 추정된다. 6월 1일이 매각 시점인 것을 감안하면 2분기 예상되는 PLP 관련 영업손실 400억원 회계상 재분류 되면서 중단사업 손실(영업외)로 분류될 전망이다. PLP 매각으로 유입되는 현금 이외에도 올해 예상했던 PLP 관련 capex 2,000억~3,000억원을 사용하지 않음으로써 현금흐름이 크게 개선될 것이다. 또한 실적면에서도 연간 1,200억~1,300억원의 고정적인 PLP관련 영업손실이 사라질 것이다. 일각의 우려처럼 중장기 성장 동력이 사라질 수 있다는 점은 아쉬울 수 있지만, 해당 사업의 주체가 삼성전기일 경우 기술 개발의 높은 난이도와 고객사와의 다양한 이해관계 문제로 사업 성공 가능성 또한 불투명했던 것이어서 긍정적 관점의 접근이 합리적이라는 판단이다.

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19P | QoQ(%) | YoY(%) | 컨센서스 |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 매출액 | 2,018.8 | 1,809.8 | 2,366.3 | 1,998.2 | 2,130.5 | 6.6 | 5.5 | 2,153.8 |
| 영업이익 | 154.0 | 206.8 | 405.0 | 252.3 | 190.3 | (24.6) | 23.6 | 218.4 |
| 영업이익률 | 7.6 | 11.4 | 17.1 | 12.6 | 8.9 | (3.7) | 1.3 | 10.1 |
| 세전이익 | 152.3 | 181.7 | 368.7 | 237.8 | 171.8 | (27.8) | 12.8 | 197.5 |
| 순이익 | 111.2 | 122.0 | 237.7 | 185.4 | 129.8 | (30.0) | 16.7 | 146.9 |

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 및 추정

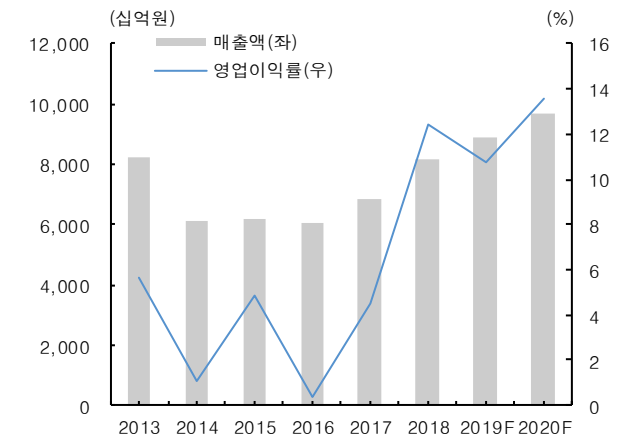
(단위: 십억원, %)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19P | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2017 | 2018 | 2019F |
|-------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 매출액 | 1,571 | 1,710 | 1,841 | 1,717 | 2,019 | 1,810 | 2,366 | 1,998 | 2,131 | 2,075 | 2,666 | 2,210 | 6,839 | 8,193 | 9,082 |
| 모듈 | 773 | 836 | 822 | 581 | 900 | 612 | 885 | 687 | 951 | 830 | 1,180 | 786 | 3,011 | 3,084 | 3,747 |
| 컴포넌트 | 490 | 542 | 608 | 697 | 753 | 869 | 1,027 | 896 | 836 | 898 | 1,003 | 974 | 2,338 | 3,545 | 3,712 |
| 기판 | 293 | 320 | 400 | 435 | 357 | 300 | 432 | 382 | 329 | 313 | 459 | 414 | 1,446 | 1,471 | 1,514 |
| 연결조정 | 15 | 13 | 12 | 5 | 9 | 30 | 22 | 33 | 14 | 34 | 24 | 36 | 44 | 94 | 108 |
| 영업이익 | 26 | 71 | 103 | 107 | 154 | 207 | 405 | 252 | 190 | 202 | 328 | 284 | 306 | 1,018 | 999 |
| 모듈 | 26 | 45 | 28 | (14) | 11 | 1 | 48 | 33 | 62 | 33 | 65 | 46 | 86 | 92 | 206 |
| 컴포넌트 | 34 | 57 | 78 | 118 | 172 | 252 | 393 | 300 | 192 | 209 | 268 | 260 | 288 | 1,117 | 929 |
| 기판 | (35) | (32) | (3) | 2 | (29) | (49) | (35) | (66) | (69) | (41) | (5) | (22) | (69) | (180) | (136) |
| 연결조정 | (0) | (0) | 0 | 1 | 1 | 3 | (0) | (14) | 6 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 |
| 영업이익률 | 1.6 | 4.1 | 5.6 | 6.2 | 7.6 | 11.4 | 17.1 | 12.6 | 8.9 | 9.7 | 12.3 | 12.9 | 4.5 | 12.4 | 11.0 |
| 모듈 | 3.4 | 5.4 | 3.4 | (2.5) | 1.2 | 0.2 | 5.4 | 4.7 | 6.5 | 4.0 | 5.5 | 5.9 | 2.8 | 3.0 | 5.5 |
| 컴포넌트 | 6.9 | 10.6 | 12.9 | 17.0 | 22.8 | 29.0 | 38.2 | 33.5 | 22.9 | 23.3 | 26.7 | 26.7 | 12.3 | 31.5 | 25.0 |
| 기판 | (11.8) | (10.1) | (0.9) | 0.4 | (8.2) | (16.4) | (8.1) | (17.3) | (21.0) | (13.0) | (1.0) | (5.3) | (4.7) | (12.2) | (9.0) |

주: PLP 관련 영업손실은 2Q19부터 중단사업(영업외)로 재분류. 2분기 분기보고서 공시 후 과거 실적도 수정해 반영할 예정

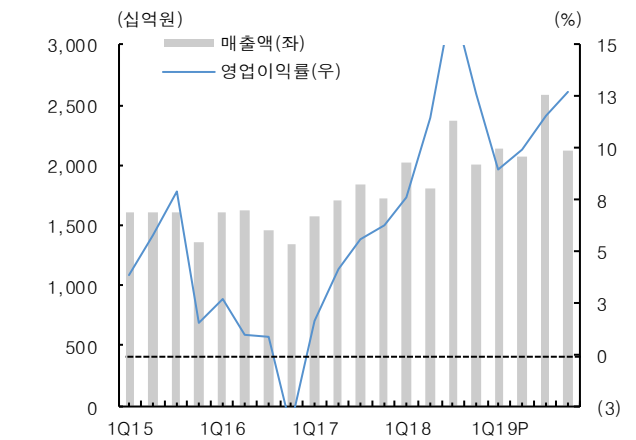
자료: 한국투자증권

[그림 1] 연간 실적 추이 및 전망



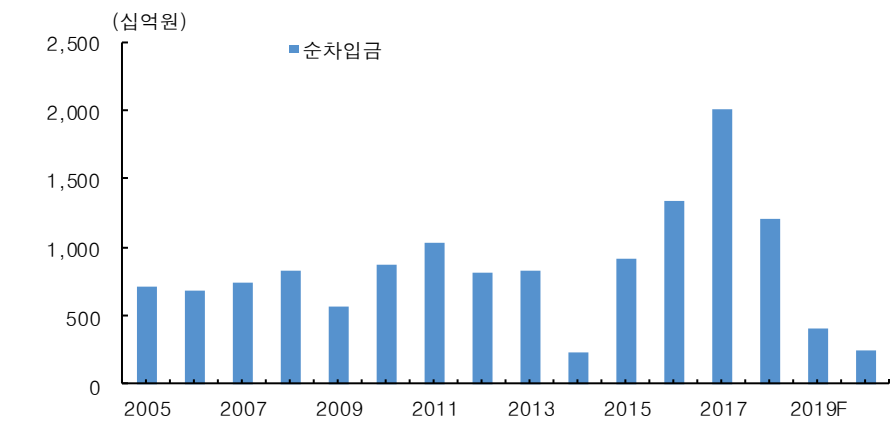
자료: 한국투자증권

[그림 2] 분기 실적 추이 및 전망



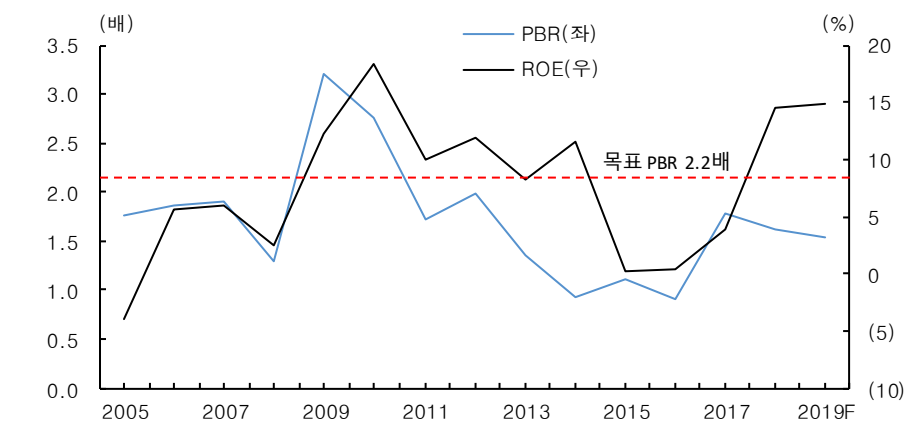
자료: 한국투자증권

[그림 3] 순차입금 추이 - 재무구조 크게 개선



자료: 한국투자증권

[그림 4] PBR, ROE - 목표 PBR 2.2배



자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

삼성전기는 핵심 전자부품을 생산하는 종합부품업체로서 소재, 다층박막성형, 회로기술을 기반으로 수동부품, 기판, 모듈 등의 사업을 영위하고 있는 종합부품 회사임. 사업부는 크게 모듈(DM), 컴포넌트(LCR), 기판(ACI) 사업부로 나뉘어져 있음. 모듈 사업부는 카메라모듈, 통신모듈, 무선충전모듈 등 모듈을 제조하는 사업부임. 컴포넌트 사업부는 MLCC(Multi Layer Ceramic Capacitor), 칩 인덕터, 칩 저항 등을 개발, 생산함. 기판 사업부는 반도체용 패키지 기판, 고밀도 다층기판 등 인쇄회로기판을 제조함. 2017년 3분기 주요 사업부문별 누적매출비중은 모듈 47.6%, 컴포넌트 32.3%, 기판 20.1%, 최대주주는 삼성전자 외 특수관계인으로 지분율은 24.0%임.

- MLCC: 적층세라믹콘덴서, 금속판 사이에 전기를 유도하는 물질을 넣어 전기를 저장했다가 필요에 따라 안정적으로 회로에 공급하는 기능. 대부분의 전자제품에 필수적으로 들어감.
- 전장부품: 일반적으로 기존에 기계식으로 작동하던 장치들을 전자식으로 바꾸기 위해 필요한 부품들을 말함.

재무상태표

(단위: 십억원)

| | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 유동자산 | 2,479 | 3,525 | 4,488 | 4,867 | 5,279 |
| 현금성자산 | 445 | 1,002 | 1,782 | 1,933 | 2,096 |
| 매출채권및기타채권 | 914 | 1,061 | 1,158 | 1,256 | 1,362 |
| 재고자산 | 919 | 1,116 | 1,213 | 1,316 | 1,427 |
| 비유동자산 | 5,289 | 5,120 | 5,301 | 5,881 | 6,466 |
| 투자자산 | 823 | 250 | 253 | 274 | 297 |
| 유형자산 | 4,155 | 4,558 | 4,708 | 5,238 | 5,768 |
| 무형자산 | 149 | 162 | 178 | 193 | 210 |
| 자산총계 | 7,767 | 8,645 | 9,789 | 10,749 | 11,744 |
| 유동부채 | 2,454 | 2,510 | 2,911 | 3,007 | 3,056 |
| 매입채무및기타채무 | 752 | 927 | 1,008 | 817 | 886 |
| 단기차입금및단기사채 | 1,204 | 962 | 957 | 952 | 947 |
| 유동성장기부채 | 468 | 432 | 382 | 392 | 402 |
| 비유동부채 | 982 | 1,189 | 1,210 | 1,232 | 1,255 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금및금융부채 | 898 | 1,060 | 1,070 | 1,080 | 1,090 |
| 부채총계 | 3,436 | 3,698 | 4,121 | 4,239 | 4,311 |
| 지배주주지분 | 4,232 | 4,821 | 5,509 | 6,312 | 7,194 |
| 자본금 | 388 | 388 | 388 | 388 | 388 |
| 자본잉여금 | 1,045 | 1,045 | 1,045 | 1,045 | 1,045 |
| 기타자본 | (147) | (147) | (147) | (147) | (147) |
| 이익잉여금 | 2,610 | 3,179 | 3,868 | 4,670 | 5,552 |
| 비지배주주지분 | 100 | 125 | 159 | 197 | 239 |
| 자본총계 | 4,331 | 4,946 | 5,668 | 6,510 | 7,433 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------|---------|---------|-------|---------|---------|
| 영업활동현금흐름 | 718 | 1,559 | 1,873 | 1,683 | 1,804 |
| 당기순이익 | 177 | 685 | 798 | 917 | 999 |
| 유형자산감가상각비 | 611 | 711 | 768 | 822 | 921 |
| 무형자산상각비 | 20 | 26 | 29 | 32 | 34 |
| 자산부채변동 | (265) | (370) | 250 | (121) | (186) |
| 기타 | 175 | 507 | 28 | 33 | 36 |
| 투자활동현금흐름 | (1,232) | (698) | (939) | (1,433) | (1,538) |
| 유형자산투자 | (1,476) | (1,195) | (980) | (1,399) | (1,505) |
| 유형자산매각 | 92 | 32 | 62 | 47 | 54 |
| 투자자산순증 | 214 | 464 | 5 | (13) | (14) |
| 무형자산순증 | (67) | (11) | (45) | (47) | (51) |
| 기타 | 5 | 12 | 19 | (21) | (22) |
| 재무활동현금흐름 | 196 | (236) | (154) | (99) | (103) |
| 자본의증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 차입금의순증 | 310 | (86) | (45) | 15 | 15 |
| 배당금지급 | (48) | (61) | (76) | (76) | (76) |
| 기타 | (66) | (89) | (33) | (38) | (42) |
| 기타현금흐름 | (33) | (67) | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | (351) | 558 | 780 | 151 | 163 |

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

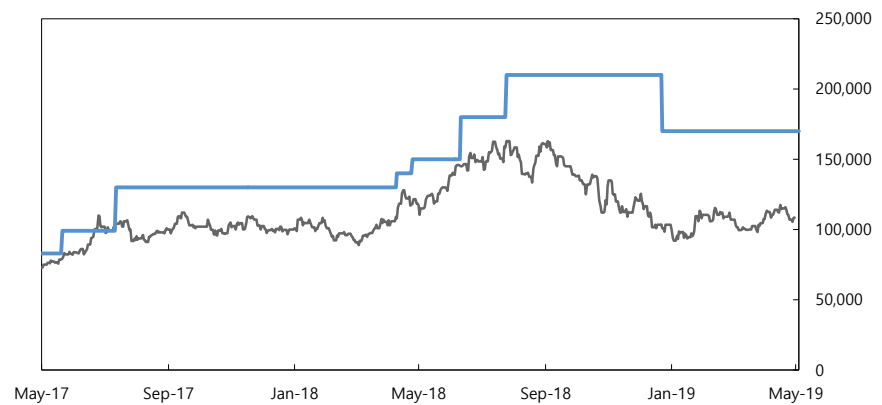
| | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 6,838 | 8,193 | 8,911 | 9,664 | 10,481 |
| 매출원가 | 5,430 | 5,806 | 6,465 | 6,741 | 7,311 |
| 매출총이익 | 1,408 | 2,387 | 2,446 | 2,923 | 3,170 |
| 판매관리비 | 1,102 | 1,369 | 1,489 | 1,615 | 1,752 |
| 영업이익 | 306 | 1,018 | 957 | 1,307 | 1,418 |
| 금융수익 | 11 | 13 | 23 | 29 | 32 |
| 이자수익 | 11 | 13 | 23 | 29 | 32 |
| 금융비용 | 66 | 90 | 87 | 87 | 87 |
| 이자비용 | 66 | 90 | 87 | 87 | 87 |
| 기타영업외손익 | (6) | (8) | 250 | 0 | 0 |
| 관계기업관련손익 | 8 | 7 | 8 | 9 | 9 |
| 세전계속사업이익 | 254 | 940 | 1,150 | 1,259 | 1,372 |
| 법인세비용 | 76 | 255 | 312 | 342 | 373 |
| 연결당기순이익 | 177 | 685 | 798 | 917 | 999 |
| 지배주주지분순이익 | 162 | 656 | 764 | 878 | 957 |
| 기타포괄이익 | (137) | (25) | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 40 | 660 | 798 | 917 | 999 |
| 지배주주지분포괄이익 | 29 | 630 | 764 | 878 | 957 |
| EBITDA | 937 | 1,754 | 1,754 | 2,161 | 2,373 |

주요투자지표

| | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,139 | 8,685 | 10,115 | 11,629 | 12,674 |
| BPS | 56,421 | 64,017 | 72,888 | 83,232 | 94,594 |
| DPS | 750 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 성장성(% YoY) | | | | | |
| 매출증가율 | 13.4 | 19.8 | 8.8 | 8.4 | 8.4 |
| 영업이익증가율 | 1,155.0 | 232.5 | (6.0) | 36.7 | 8.4 |
| 순이익증가율 | 999.7 | 305.7 | 16.4 | 15.0 | 9.0 |
| EPS증가율 | 1,008.3 | 306.0 | 16.5 | 15.0 | 9.0 |
| EBITDA증가율 | 48.1 | 87.3 | (0.0) | 23.2 | 9.8 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 4.5 | 12.4 | 10.7 | 13.5 | 13.5 |
| 순이익률 | 2.4 | 8.0 | 8.6 | 9.1 | 9.1 |
| EBITDA Margin | 13.7 | 21.4 | 19.7 | 22.4 | 22.6 |
| ROA | 2.3 | 8.3 | 8.7 | 8.9 | 8.9 |
| ROE | 3.8 | 14.5 | 14.8 | 14.9 | 14.2 |
| 배당수익률 | 0.8 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 배당성향 | 35.1 | 11.5 | 9.9 | 8.6 | 7.9 |
| 안정성 | | | | | |
| 순차입금(십억원) | 2,001 | 1,208 | 404 | 250 | 81 |
| 차입금/자본총계비율(%) | 59.3 | 49.6 | 42.5 | 37.2 | 32.8 |
| Valuation(X) | | | | | |
| PER | 46.8 | 11.9 | 10.7 | 9.3 | 8.6 |
| PBR | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 10.2 | 5.2 | 4.9 | 4.0 | 3.5 |

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---------------|------------|------|----------|---------|-------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 삼성전기 (009150) | 2017.04.12 | 매수 | 83,000원 | -12.4 | -5.3 |
| | 2017.05.22 | 매수 | 99,000원 | -7.0 | 11.1 |
| | 2017.07.13 | 매수 | 130,000원 | -22.5 | -13.8 |
| | 2018.04.11 | 매수 | 140,000원 | -12.9 | -8.6 |
| | 2018.04.26 | 매수 | 150,000원 | -15.1 | -2.7 |
| | 2018.06.12 | 매수 | 180,000원 | -16.0 | -9.7 |
| | 2018.07.26 | 매수 | 210,000원 | -36.5 | -22.4 |
| | 2018.12.24 | 매수 | 170,000원 | - | - |



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 2일 현재 삼성전기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성전기 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 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 (2019. 3. 31 기준)

| 매수 | 중립 | 비중축소(매도) |
|-------|-------|----------|
| 79.7% | 20.3% | 0% |

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 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.