

삼성전기(009150)

매수(유지)

목표주가: 99,000원(상향)

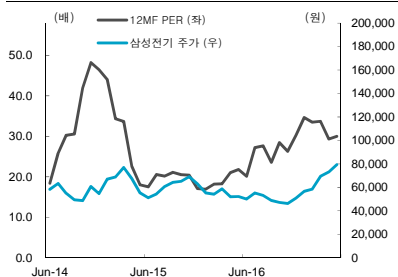
Stock Data

KOSPI(5/22)	2,304
주가(5/22)	79,400
시가총액(십억원)	5,931
발행주식수(백만)	75
52주 최고/최저가(원)	79,400/45,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	29,659
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.4/19.7
주요주주(%)	삼성전자 외 5인 23.9
	국민연금 10.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.7	66.6	57.2
상대주가(%p)	8.3	50.5	38.9

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

MLCC와 듀얼카메라가 이끌어주는 2017년

MLCC 수익성은 좋고 듀얼카메라 공급은 본격화 되고 있다

삼성전기의 2017년 전사 영업이익을 22% 상향하여 목표주가를 99,000원으로 기존대비 19% 상향한다. 첫째, MLCC(적층 세라믹 capacitor) 수익성이 예상보다 좋아 2017년 LCR 사업부 영업이익을 기존대비 24% 상향했다. 둘째, 업그레이드된 스펙의 듀얼카메라 공급이 예상되는 만큼 DM(카메라모듈) 사업부 영업이익을 기존대비 5% 상향했다. 목표주가 산출 시 글로벌 듀얼카메라 peer들을 추가하여 DM 사업부의 목표 EV/EBITDA를 기존의 5.6배에서 8배로 높였다(표3).

1분기에 개선된 MLCC 수익성은 앞으로도 지속

1분기 LCR 사업부의 영업이익률은 8.9%를 기록했는데 이는 1분기말 MLCC 영업이익률이 10% 이상 수준을 기록했기 때문이다. 앞으로도 이러한 MLCC 수익성은 지속될 것으로 전망되며 주요 요인은 다음과 같다. MLCC 가동률과 가격은 기존의 예상과 변동이 없지만 세라믹 적층수가 많은 고용량/고효율 MLCC의 제품믹스가 예상보다 좋기 때문에 기존대비 높은 수익성이 예상된다. 이를 반영해 연간 LCR 사업부의 영업이익을 2,662억원(OPM 12.1%)으로 기존대비 24% 상향했다. 장기적으로는 일반 IT용 MLCC보다 수익성이 더 높은 전장용 MLCC에 주목하고 있다.

듀얼카메라도 우리가 예상했던 스펙보다 한 단계 진화된 버전

국내 주력 고객사가 하반기 flagship 스마트폰에 장착할 것으로 예상되는 듀얼카메라는 우리가 예상했던 모듈보다 더욱 진화된 제품으로 전망된다(광학줌, 속도 및 두께 등의 개선). 이 고객사는 애플 대비 듀얼카메라 채택이 1년 늦은 만큼 상대적으로 고스펙의 모듈을 준비하는 것으로 추정되기 때문이다. 이에 따라 전년에 개발이 진행되었던 모듈대비 평균단가도 20% 높게 전망된다. 다만, DM 사업부의 2017년 영업이익률은 높아진 기술 난이도에 대한 생산 수율 부담을 감안해 기존과 유사한 4.2%로 유지했다. 참고로, 동사의 2017년 듀얼카메라 매출은 국내 4,263억원, 해외 4,948억원으로 전망된다.

2분기 영업이익은 컨센서스를 상회할 전망

2분기 영업이익은 901억원(OPM 5.3%)으로 전분기대비 253% 증가할 전망이다. 이는 기존 전망치대비 14%, 컨센서스대비 27% 높은 수치다. 2분기중 주요 주가 모멘텀은 국내 주요 고객사의 상반기 flagship 스마트폰 판매와 본격적인 중화권향 듀얼카메라 공급이다. 2017년 매출액은 7조 224억원으로 전년대비 16% 증가하고 영업이익은 3,206억원(OPM 4.6%)으로 전년대비 대폭 증가하는 만큼 주가도 함께 오를 것이다. 휴대폰 대형주 중 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	7,022	321	130	1,720	791.1	1,076	46.2	7.0	1.4	3.0	0.6
2018F	7,879	480	227	3,009	75.0	1,271	26.4	6.0	1.3	5.1	0.6
2019F	8,603	532	249	3,299	9.6	1,341	24.1	5.7	1.3	5.4	0.6

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			3Q17F			2017F		
	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률
매출액	1,692.2	1,692.8	0.0	1,922.7	1,955.4	1.7	6,957.9	7,022.4	0.9
DM	826.9	827.6	0.1	963.8	996.6	3.4	3,414.5	3,479.0	1.9
LCR	559.3	559.3	0.0	588.2	588.2	0.0	2,198.4	2,198.4	0.0
ACI	305.9	305.9	0.0	370.6	370.6	0.0	1,330.5	1,330.5	0.0
영업이익	78.8	90.1	14.3	96.2	116.1	20.7	262.8	320.6	22.0
영업이익률	4.7	5.3	0.7	5.0	5.9	0.9	3.8	4.6	0.8
순이익	28.3	33.1	16.7	38.9	48.0	23.5	101.1	130.1	28.7
순이익률	1.7	2.0	0.3	2.0	2.5	0.4	1.5	1.9	0.4

주 1. K-IFRS(연결) 기준, 순이익은 지배 주주지분 기준

2. DM(카메라모듈), LCR(MLCC), ACI(기판)

자료: DataGuide, 한국투자증권

〈표 2〉 사업부문별 실적 - 1분기 저점 이후 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	1,692.8	1,955.4	1,803.7	6,159.9	6,033.0	7,022.4	7,879.4
DM	739.5	763.0	693.6	595.2	773.0	827.6	996.6	881.8	2,631.4	2,791.2	3,479.0	3,832.3
LCR	519.4	505.3	439.7	448.2	490.4	559.3	588.2	560.4	2,008.0	1,912.6	2,198.4	2,452.7
ACI	345.5	348.1	334.0	301.6	292.5	305.9	370.6	361.4	1,489.9	1,329.2	1,330.5	1,594.3
영업이익	42.9	15.2	12.8	(46.5)	25.5	90.1	116.1	88.8	301.3	24.4	320.6	480.0
DM	11.1	35.5	17.7	2.0	19.0	40.6	54.1	32.8	81.4	66.3	146.5	181.2
LCR	60.6	50.4	25.8	10.3	43.5	77.0	78.2	67.4	224.0	147.2	266.2	300.0
ACI	(27.8)	(20.2)	(19.7)	(41.9)	(29.6)	(27.4)	(16.3)	(11.4)	(71.3)	(109.6)	(84.6)	(1.3)
영업이익률	2.7	0.9	0.9	(3.5)	1.6	5.3	5.9	4.9	4.9	0.4	4.6	6.1
DM	1.5	4.6	2.5	0.3	2.5	4.9	5.4	3.7	3.1	2.4	4.2	4.7
LCR	11.7	10.0	5.9	2.3	8.9	13.8	13.3	12.0	11.2	7.7	12.1	12.2
ACI	(8.0)	(5.8)	(5.9)	(13.9)	(10.1)	(9.0)	(4.4)	(3.1)	(4.8)	(8.2)	(6.4)	(0.1)
순이익	31.3	16.5	2.2	(35.3)	2.2	33.1	48.0	46.9	11.2	14.7	130.1	227.2
순이익률	1.9	1.0	0.1	(2.6)	0.1	2.0	2.5	2.6	0.2	0.2	1.9	2.9

주 1. K-IFRS(연결) 기준, 순이익은 지배 주주지분 기준

2. DM(카메라모듈), LCR(MLCC), ACI(기판)

자료: DataGuide, 한국투자증권

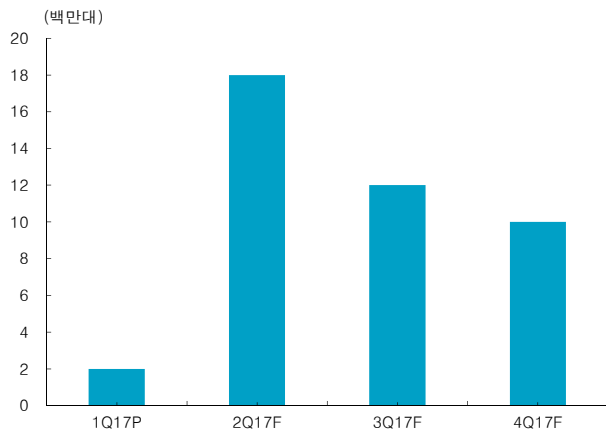
〈표 3〉 Sum of the parts, EV/EBITDA에 의한 valuation

(단위: 십억원, 배, 원)

1. 영업가치					
	EBIT	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고
주요 사업					
DM	147	338	8.0	2,688	글로벌 peer multiple 적용
LCR	266	581	7.5	4,356	글로벌 peer multiple 적용
ACI	(85)	165	4.2	687	글로벌 peer multiple 적용
소계	328	1,084		7,731 (A)	2017F EBITDA
2. 자산가치					
			Book value	Value	
매도가능금융자산(상장)			759	759	
매도가능금융자산(비상장)			46	32	30% 할인
소계			805	791 (B)	
3. 순부채					
				Value	
순부채				(1,338) (C)	
4. 적정주가					
삼성전기 주식수 (천주)				72,640	
영업가치와 자산가치의 합				7,184 (D)	(D=A+B+C)
목표주가				98,896	

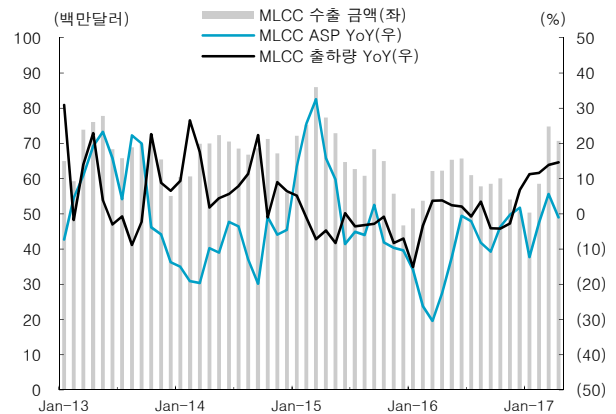
자료: 한국투자증권

[그림 1] 갤럭시S8 분기별 출하량 - 2분기부터 본격 출하 시작



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 패키지기판과 고밀도다층기판을 제조하는 ACI 사업부로 구성, 2016년 주요 사업부문별 매출 비중은: DM(46%), LCR(32%) 및 ACI(22%). 최대주주는 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	3,117	3,409	3,582
현금성자산	1,035	796	834	870	921
매출채권및기타채권	825	784	922	1,014	1,052
재고자산	679	827	915	1,026	1,064
비유동자산	4,539	4,850	5,186	5,434	5,502
투자자산	909	848	961	1,078	1,074
유형자산	3,298	3,714	3,904	4,004	4,054
무형자산	91	92	93	95	95
자산총계	7,269	7,663	8,303	8,843	9,085
유동부채	1,768	2,043	2,540	2,799	2,730
매입채무및기타채무	721	850	843	946	955
단기차입금및단기사채	691	842	1,032	1,052	1,072
유동성장기부채	334	324	424	424	424
비유동부채	1,186	1,282	1,263	1,248	1,234
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1,017	1,278	1,258	1,243	1,228
부채총계	2,954	3,325	3,803	4,048	3,964
지배주주지분	4,222	4,240	4,332	4,522	4,733
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	2,626	2,815	3,027
비지배주주지분	93	97	168	274	388
자본총계	4,315	4,338	4,500	4,795	5,121

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	537	680	961	1,221	1,083
당기순이익	21	23	200	333	364
유형자산감가상각비	478	589	734	769	787
무형자산상각비	16	19	21	22	22
자산부채변동	161	(48)	(55)	1	(193)
기타	(139)	97	61	96	103
투자활동현금흐름	(221)	(1,186)	(1,085)	(1,046)	(884)
유형자산투자	(1,196)	(1,052)	(924)	(869)	(837)
유형자산매각	186	68	0	0	0
투자자산순증	756	(235)	(104)	(107)	16
무형자산순증	22	28	(22)	(25)	(21)
기타	11	5	(35)	(45)	(42)
재무활동현금흐름	30	281	162	(139)	(147)
자본의증가	0	2	0	0	0
차입금의순증	280	369	270	5	5
배당금지급	(63)	(41)	(41)	(41)	(41)
기타	(187)	(49)	(67)	(103)	(111)
기타현금흐름	1	(14)	0	0	0
현금의증가	347	(239)	38	36	51

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

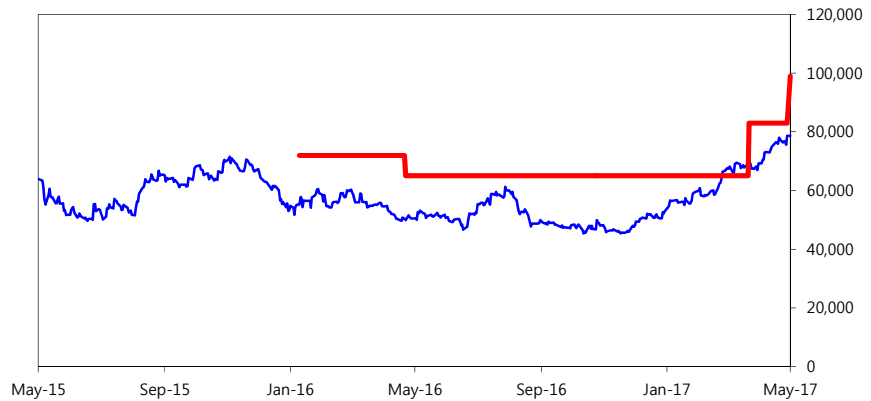
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	6,176	6,033	7,022	7,879	8,603
매출원가	4,865	5,006	5,666	6,277	6,825
매출총이익	1,312	1,027	1,356	1,602	1,777
판매관리비	1,010	1,002	1,036	1,122	1,245
영업이익	301	24	321	480	532
금융수익	19	18	18	19	21
이자수익	19	18	18	19	21
금융비용	35	49	56	59	59
이자비용	35	49	56	59	59
기타영업외손익	75	30	(14)	12	0
관계기업관련손익	7	9	9	10	12
세전계속사업이익	367	32	278	463	505
법인세비용	45	9	78	130	141
연결당기순이익	21	23	200	333	364
지배주주지분순이익	11	15	130	227	249
기타포괄이익	(139)	41	0	0	0
총포괄이익	(119)	64	200	333	364
지배주주지분포괄이익	(127)	56	130	227	249
EBITDA	795	633	1,076	1,271	1,341

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	146	193	1,720	3,009	3,299
BPS	56,299	56,531	57,718	60,160	62,884
DPS	500	500	500	500	500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	1.2	(2.3)	16.4	12.2	9.2
영업이익증가율	364.0	(91.9)	1,214.1	49.7	10.9
순이익증가율	(97.8)	31.5	784.2	74.9	9.6
EPS증가율	(97.7)	32.2	791.1	75.0	9.6
EBITDA증가율	9.7	(20.5)	70.1	18.1	5.5
수익성(%)					
영업이익률	4.9	0.4	4.6	6.1	6.2
순이익률	0.2	0.2	1.9	2.9	2.9
EBITDA Margin	12.9	10.5	15.3	16.1	15.6
ROA	0.3	0.3	2.5	3.9	4.1
ROE	0.3	0.3	3.0	5.1	5.4
배당수익률	0.8	1.0	0.6	0.6	0.6
배당성향	338.9	257.8	29.2	16.7	15.2
안정성					
순차입금(십억원)	915	1,338	1,544	1,476	1,395
차입금/자본총계비율(%)	47.3	56.3	60.3	56.7	53.2
Valuation(X)					
PER	430.8	263.2	46.2	26.4	24.1
PBR	1.1	0.9	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	7.1	8.2	7.0	6.0	5.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성전기(009150)	2015.06.21	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



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 5월 22일 현재 삼성전기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	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.