

Company Update

Analyst 김운호
02) 6915-5656
unokim88@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	200,000원
현재가 (10/31)	118,000원

KOSPI (10/31)	2,029.69pt
시가총액	8,949십억원
발행주식수	77,601천주
액면가	5,000원
52주 최고가	163,000원
최저가	89,000원
60일 일평균거래대금	175십억원
외국인 지분율	20.5%
배당수익률 (2018F)	0.6%
주주구성	
삼성전자 외 4 인	23.99%
국민연금	12.01%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	-2% 23% 41%
절대기준	-15% 0% 13%
	현재 직전 변동
투자 의견	매수 매수 -
목표주가	200,000 200,000 -
EPS(18)	8,369 7,247 ▲
EPS(19)	15,119 8,704 ▲

삼성전기 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

삼성전기 (009150)

계절성에 흔들리지 말자

3분기, 사상 최대 실적

삼성전기의 2018년 3분기 매출액은 2분기 대비 30.8% 증가한 2조 3,663억 원이다. 분기 사상 최대 규모이자 이전 전망치를 크게 상회한 규모이다. 전 사업부 매출액이 2분기 대비 증가하였다. 삼성전기의 2018년 3분기 영업이익은 2분기 대비 2배 가까이 증가한 4,050억원이다. 전 사업부의 영업이익이 2분기 대비 개선되었다.

고점을 논하기는 이르다

2005년부터 2017년까지 삼성전기 칩 사업부 영업이익은 최저 -77억원에서 최대 2,418억원까지 높은 변동성을 보였다. 이는 사이클 산업의 전형적인 특징으로 공급 과잉과 공급 부족에 따른 영향이다. 2018년 들어 MLCC는 사이클 산업 보다는 성장 산업으로서의 특징을 보이고 있다. 수요의 안정적 증가와 공급 증가의 제한으로 가격이 상승하고 있다는 점은 단순한 사이클 순환에 따른 영향은 아닌 것으로 판단된다. 이는 DRAM의 장기 성장 그림과 유사하다. 향후 IoT, 5G와 관련된 아이템이 증가할 수록 DRAM과 함께 MLCC의 수요도 동반 성장할 것으로 기대하고 이와 관련된 실적도 안정적으로 증가할 수 있다고 판단한다.

투자 의견 매수, 목표주가 200,000원 유지

삼성전기에 대한 투자 의견을 매수를 유지한다. 이는 2018년 3분기까지 실적 개선 모멘텀이 유지될 것으로 예상되고, 주력 제품인 MLCC의 업황이 호조세를 유지할 것으로 예상하고, 3분기부터 중국향 매출이 개선될 것으로 기대되고, 현 주가는 추가적인 상승 여력을 확보하고 있다고 판단하기 때문이다. 삼성전기에 대한 목표주가는 200,000원을 유지한다.

(단위:십억원 배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	6,033	6,838	8,266	9,043	9,610
영업이익	24	306	1,131	1,738	1,997
세전이익	32	254	1,057	1,748	1,967
지배주주순이익	15	162	649	1,173	1,321
EPS(원)	190	2,084	8,369	15,119	17,017
증가율(%)	31.5	999.7	301.5	80.7	12.6
영업이익률(%)	0.4	4.5	13.7	19.2	20.8
순이익률(%)	0.4	2.6	9.0	14.2	15.0
ROE(%)	0.3	3.8	14.3	21.7	20.0
PER	268.0	48.0	14.1	7.8	6.9
PBR	0.9	1.8	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.4	10.4	5.8	4.0	3.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

I. 3분기 실적 Review

2018년 3분기 매출액은 2조 3,663억원

전 사업부 매출 2분기 대비 증가

삼성전기의 2018년 3분기 매출액은 2분기 대비 30.8% 증가한 2조 3,663억 원이다. 분기 사상 최대 규모이자 이전 전망치를 크게 상회한 규모이다. 전 사업부 매출액이 2분기 대비 증가하였다. 사업부별로는

- 1) 기관 사업부 매출액은 2018년 2분기 대비 40.9% 증가한 4,324억원이다. HDI 매출액은 2분기 대비 90% 이상 증가하였다. RF-PCB 물량은 2분기 대비 4배 이상 증가한 것으로 추정한다. 해외 거래선 신제품 출시에 따른 영향으로 추정된다. FC-CSP 물량은 전 분기 대비 5% 증가하였다. 국내 거래선 신제품 출시에 따른 영향이다. FC-BGA 매출액은 2분기 대비 15% 증가하였다. PLP 매출액도 일부 반영되었다.
- 2) 컴포넌트 사업부 매출액은 2018년 2분기 대비 16.3% 증가한 1조 268억원이다. MLCC 매출액은 2분기 대비 18.2% 증가하였다. High End IT 공급 부족으로 ASP가 상승한 것과 전장 비중 증가로 2분기 대비 ASP가 크게 상승하였기 때문이다. 출하량은 2분기 대비 소폭 증가하였다. 매출액 증가는 가격이 주도하고 있다.
- 3) 모듈 사업부 매출액은 2018년 2분기 대비 42.8% 증가한 8,851억원이다. 카메라 모듈 매출액은 2분기 대비 44.8% 증가하였다. 국내 전략 고객의 신제품 출시로 ASP 상승 효과 및 물량 증가를 반영하였다. 중국 거래선 물량도 3분기부터 본격화될 것으로 기대한다. 3분기부터는 Triple 카메라 모듈 매출이 시작될 전망이다. 3분기 중국 거래선은 전체 매출에서 20% 수준일 것으로 추정한다.

표 1. 삼성전기 분기별 실적 추이 및 전망

구분(단위: 억원)	2017				2018E				3분기 증감률		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QE	QoQ(%)	YoY(%)	
매출액	기관사업부	2,925	3,264	3,996	4,345	3,678	3,068	4,324	3,152	40.9	8.2
	컴포넌트	4,904	5,495	6,051	6,967	7,602	8,829	10,268	10,684	16.3	69.7
	모듈 사업부	7,877	8,340	8,220	5,807	8,907	6,200	8,851	6,873	42.8	7.7
	소계	15,706	17,099	18,411	17,170	20,196	18,098	23,663	20,710	30.8	28.5
영업 이익	기관사업부	-409	-328	-158	18	-300	-504	-198	-566	적자 유지	적자 유지
	컴포넌트	436	582	798	1,036	1,734	2,561	3,991	4,145	55.8	400.2
	모듈 사업부	227	453	392	15	107	11	257	74	2,316.3	-34.4
	소계	255	707	1,032	1,068	1,541	2,068	4,050	3,654	95.9	292.5
영업 이익률	기관사업부	-14.0%	-10.1%	-4.0%	0.4%	-8.2%	-16.4%	-4.6%	-18.0%		
	컴포넌트	8.9%	10.5%	13.1%	14.9%	22.8%	29.0%	38.9%	38.8%		
	모듈 사업부	2.9%	5.4%	4.8%	0.3%	1.2%	0.2%	2.9%	1.1%		
	합계	1.6%	4.1%	5.6%	6.2%	7.6%	11.4%	17.1%	17.6%		

자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

2018년 3분기 영업이익은 4,050억 원

전 사업부 영업이익 개선될 것

삼성전기의 2018년 3분기 영업이익은 2분기 대비 2배 가까이 증가한 4,050억원이다. 전 사업부의 영업이익이 2분기 대비 개선되었다. 사업부별로는

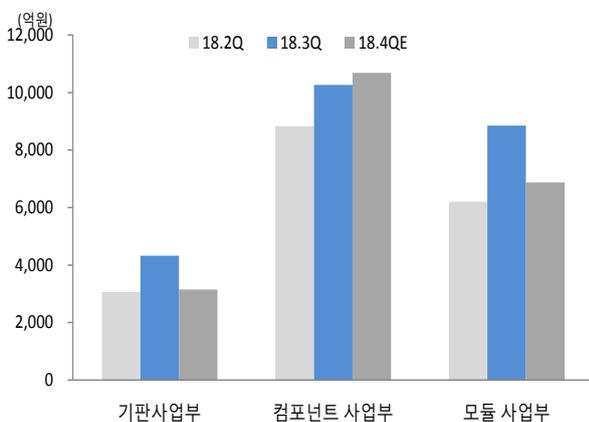
- 1) 기관 사업부 영업이익은 2분기 대비 적자 규모가 감소하였다. HDI는 RF-PCB 매출이 증가함에 따라 영업흑자로 전환하였다. BGA, FC-BGA 모두 영업흑자를 유지하였다. 다만 PLP 양산에 따른 감가상각비가 3분기부터 반영되면서 영업적자 198억원이다.
- 2) 컴포넌트 사업부 영업이익은 2분기 대비 55.8% 증가하였다. 매출액 증가와 영업이익률 상승이 동반될 것으로 기대하기 때문이다. 영업이익률은 30%후반을 기록하였다. 사상 최대 수준이다.
- 3) 모듈 사업부 영업이익은 2분기 대비 큰 폭으로 증가하였다. 신제품 출시에 따른 물량 증가와 ASP 상승으로 영업이익률은 2분기 대비 개선되었기 때문이다.

표 2. 분기 및 연간 실적 추정치 변경

항목	2018년 3분기 실적			2018년 연간 실적		
	실적치	기존 추정치	변화폭	신규 추정치	기존 추정치	변화폭
매출액	23,663	20,645	14.6%	82,658	78,464	5.3%
기관 사업부	4,324	4,224	2.4%	14,223	14,868	-4.3%
컴포넌트	10,268	9,528	7.8%	37,383	35,291	5.9%
모듈 사업부	8,851	6,893	28.4%	30,830	28,303	8.9%
영업이익	4,050	3,086	31.2%	11,312	9,249	22.3%
기관 사업부	-198	-377	적자축소	-1,569	-1,655	적자축소
컴포넌트	3,991	3,266	22.2%	12,432	10,521	18.2%
모듈 사업부	257	197	30.5%	449	384	16.9%

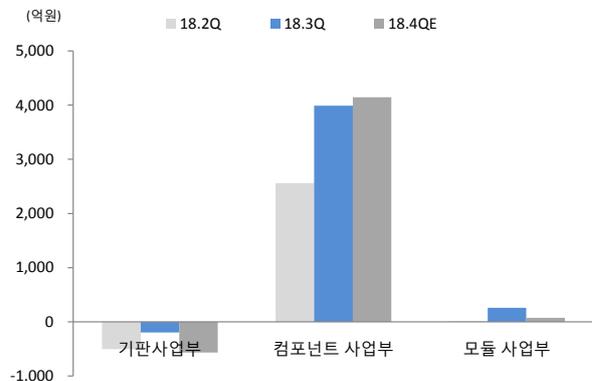
자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

그림 1. 삼성전기 사업부별 분기별 매출액 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권 리서치센터

그림 2. 삼성전기 사업부별 분기별 영업이익 추이



자료: IBK투자증권 리서치센터

II. 4분기 Preview

2018년 4분기 매출액은 2조 710억 원으로 예상

컴포넌트 제외한 사업부
매출액은 감소할 것

삼성전기의 2018년 4분기 매출액은 2분기 대비 14.1% 증가한 2조 645억 원으로 예상된다. 분기 사상 최대 규모일 전망이다. 전 사업부 매출액이 2분기 대비 증가할 것으로 예상된다. 사업부별로는

- 1) 기관 사업부 매출액은 2018년 3분기 대비 27.1% 감소한 3,152억원으로 예상된다. HDI 매출액은 3분기 대비 30% 이상 감소할 것으로 전망한다. RF-PCB 물량은 3분기 대비 큰 폭으로 감소할 것으로 예상하기 때문이다. 해외 거래선 신제품 관련 물량이 감소할 것으로 전망되기 때문이다. FC-CSP, FC-BGA 매출액은 3분기 대비 10% 이상 감소할 것으로 예상된다.
- 2) 컴포넌트 사업부 매출액은 2018년 3분기 대비 4.1% 증가한 1조 684억원으로 예상된다. MLCC 매출액은 3분기 대비 5.9% 증가할 것으로 전망한다. 산업용 제품 비중은 20% 이상의 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 가격 상승은 4분기에도 유지될 것으로 전망한다.
- 3) 모듈 사업부 매출액은 2018년 3분기 대비 20% 이상 감소할 것으로 예상된다. 카메라 모듈 매출액은 3분기 대비 20.5% 감소할 전망이다. 국내 전략 고객의 신제품 물량 효과가 감소하기 때문이다. 중국 고객 물량은 3분기 수준을 거의 유지할 수 있을 것으로 예상된다. 멀티 카메라 모듈 비중은 아직 낮아서 4분기 매출 기여도는 낮을 전망이다.

2018년 4분기 영업이익은 3,654억 원으로 예상

컴포넌트 제외 감소할 전망

삼성전기의 2018년 3분기 영업이익은 3분기 대비 9.8% 감소한 3,654억원으로 예상된다. 사업부별로는

- 1) 기관 사업부 영업이익은 3분기 대비 적자 규모가 확대될 것으로 예상된다. HDI는 RF-PCB 매출이 감소함에 따라 영업적자로 전환할 것으로 기대한다. PLP의 영업적자는 3분기 수준을 유지할 것으로 예상된다.
- 2) 컴포넌트 사업부 영업이익은 3분기 대비 3.9% 증가할 것으로 예상된다. 매출액 증가에 따른 영향으로 추정된다. 4분기 영업이익률은 3분기 수준을 유지할 것으로 예상된다.
- 3) 모듈 사업부 영업이익은 3분기 대비 큰 폭으로 감소할 것으로 예상된다. 물량 감소에 따른 영업이익률 하락이 예상되기 때문이다.

III. 투자 전략

투자의견 매수 유지, 목표주가 200,000원 유지

영업이익 증가 추세에
투자하자

삼성전기에 대한 투자의견을 매수를 유지한다. 이는

- 1) 이익 규모에 비해서 현재 주가는 지나치게 저평가되어 있고
- 2) 계절성으로 4분기 영업이익은 감소하지만 이는 일시적인 현상에 불과하고 2019년 영업이익도 2018년 대비 안정적 성장이 가능할 것으로 예상하고
- 3) 주력 제품인 MLCC의 업황이 호조세를 유지할 것으로 예상하기 때문이다.

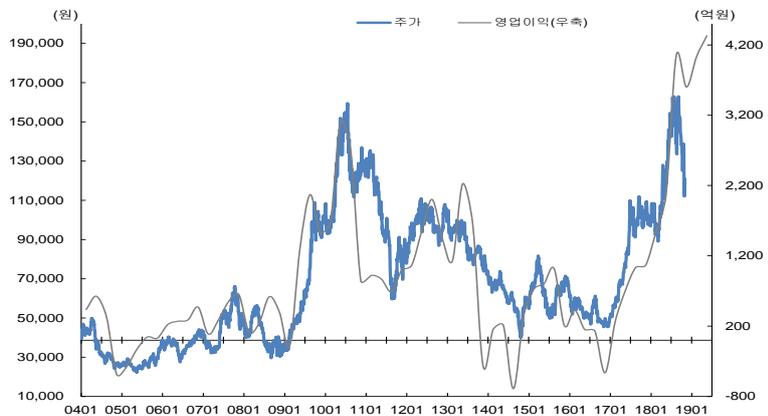
삼성전기에 대한 목표주가는 200,000원을 유지한다. Sum of the Parts로 목표주가를 산정하였다. EBITDA는 12개월 예상치를 적용하였다. 전 사업부에 대한 EV/EBITDA를 7.4배를 적용하였다. 수동부품의 대표업체인 무라타와 Yageo의 예상 EV/EBITDA가 10~11배 수준에서 거래가 된다는 점을 반영하였다. 보유자산 가치는 2,415억원이다. 자산가치의 80%를 반영하였다.

표 3. 삼성전기 적정주가는 204,126원

	영업이익	감가상각비	EBITDA	적용 EV/EBITDA	EV	비고
기판	-1,260	3,540	2,280	4.0	9,120	
컴포넌트	17,197	2,065	19,262	8.0	154,094	
모듈	622	295	917	4.0	3,669	
소계	16,559	5,900	22,459	7.4	166,882	
Net Debt					16,344	2018년 말예상
영업가치					150,538	
보유자산					2,415	1,932
적정 Market CAP						152,470
적정 주가(원)						204,126

자료: IBK투자증권 리서치센터

그림 3. 삼성전기 영업이익 및 주가 추이



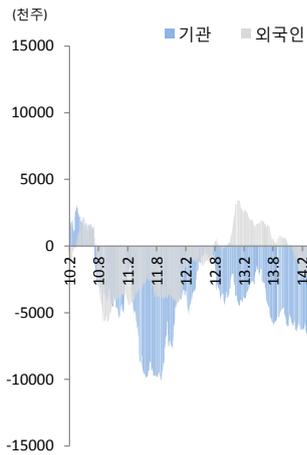
자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

표 4. 삼성전기 보유 투자유가증권

구분	회사명	기 말 잔 액			보유단가(원)	적용단가(원)	현재가치
		수량주	지분율(%)	장부가액			
상장	삼성중공업(주)	5,508,563	2.4	994	18,000	6,960	383
	롯데정밀화학(주)	66,911	0.3	28	40,750	61,300	41
소계				1,022			424
비상장	삼성라이온즈	25,000	12.5	7	26,928	26,928	7
	삼성종합화학	5,158,443	9.0	1,711	500	500	1,711
	삼성벤처투자	1,020,000	17.0	69	5,100	5,000	69
	삼성경제연구소	2,856,000	23.8	204	6,857	6,857	204
소계				1,991			1,991
합계							2,415

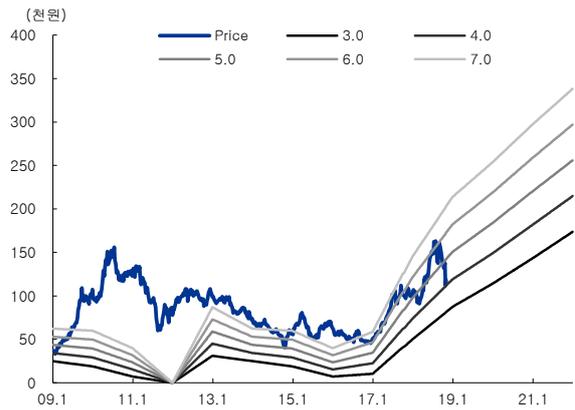
자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

그림 4. 삼성전기 투자주체별 순매수 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권 리서치센터

그림 5. 삼성전기 EV/EBITDA 밴드



자료: IBK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	6,033	6,838	8,266	9,043	9,610
증가율(%)	-2.3	13.4	20.9	9.4	6.3
매출원가	5,006	5,430	5,937	6,330	6,727
매출총이익	1,027	1,408	2,329	2,713	2,883
매출총이익률 (%)	17.0	20.6	28.2	30.0	30.0
판매비	1,002	1,102	1,197	975	886
판매비율(%)	16.6	16.1	14.5	10.8	9.2
영업이익	24	306	1,131	1,738	1,997
증가율(%)	-91.9	1,155.0	269.4	53.6	14.9
영업이익률(%)	0.4	4.5	13.7	19.2	20.8
순금융손익	-31	-55	-80	-73	-58
이자손익	-31	-55	-80	-73	-58
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	30	-6	-5	74	23
중속/관계기업손익	9	8	11	9	6
세전이익	32	254	1,057	1,748	1,967
법인세	9	76	311	464	522
법인세율	28.6	30.1	29.4	26.5	26.5
계속사업이익	23	177	746	1,284	1,445
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	23	177	746	1,284	1,445
증가율(%)	11.0	673.6	321.1	72.0	12.6
당기순이익률 (%)	0.4	2.6	9.0	14.2	15.0
지배주주당순이익	15	162	649	1,173	1,321
기타포괄이익	41	-137	5	0	0
총포괄이익	64	40	751	1,284	1,445
EBITDA	633	937	1,849	2,449	2,707
증가율(%)	-20.5	48.1	97.3	32.5	10.6
EBITDA마진율(%)	10.5	13.7	22.4	27.1	28.2

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	190	2,084	8,369	15,119	17,017
BPS	54,640	54,531	62,404	76,791	93,077
DPS	500	750	750	750	750
밸류에이션(배)					
PER	268.0	48.0	14.1	7.8	6.9
PBR	0.9	1.8	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.4	10.4	5.8	4.0	3.2
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.3	13.4	20.9	9.4	6.3
EPS증가율	31.5	999.7	301.5	80.7	12.6
수익성지표(%)					
배당수익률	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
ROE	0.3	3.8	14.3	21.7	20.0
ROA	0.3	2.3	9.0	13.7	13.4
ROIC	0.5	3.5	13.2	21.5	23.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	76.7	79.3	73.8	60.6	50.8
순차입금 비율(%)	30.9	46.2	33.0	9.2	-9.2
이자보상배율(배)	0.5	4.6	12.9	19.8	22.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.1	9.3	8.9	8.4	8.3
재고자산회전율	8.0	7.8	9.2	10.0	9.9
총자산회전율	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,812	2,479	3,060	4,355	5,860
현금및현금성자산	796	445	893	2,035	3,378
유가증권	309	122	43	46	50
매출채권	648	829	1,035	1,112	1,193
재고자산	827	919	872	936	1,005
비유동자산	4,850	5,289	5,685	5,701	5,669
유형자산	3,714	4,155	4,590	4,646	4,649
무형자산	92	149	144	127	114
투자자산	848	823	826	794	763
자산총계	7,663	7,767	8,745	10,055	11,529
유동부채	2,043	2,454	2,823	2,996	3,221
매입채무및기타채무	396	281	377	404	434
단기차입금	842	1,204	1,309	1,417	1,474
유동성장기부채	324	468	547	597	757
비유동부채	1,282	982	889	800	661
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1,278	898	743	643	493
부채총계	3,325	3,436	3,712	3,796	3,881
지배주주지분	4,240	4,232	4,843	5,959	7,223
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
자본조정등	-147	-147	-147	-147	-147
기타포괄이익누계액	420	335	357	357	357
이익잉여금	2,534	2,610	3,199	4,316	5,580
비지배주주지분	97	100	190	301	425
자본총계	4,338	4,331	5,033	6,260	7,648
비이자부채	881	867	1,113	1,140	1,158
총차입금	2,444	2,569	2,599	2,656	2,724
순차입금	1,339	2,002	1,663	574	-705

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	680	718	1,584	1,802	2,010
당기순이익	23	177	746	1,284	1,445
비현금성 비용 및 수익	728	864	1,002	701	740
유형자산감가상각비	589	611	697	694	697
무형자산상각비	19	20	20	17	13
운전자본변동	-48	-265	-91	-110	-117
매출채권등의 감소	48	-202	-171	-76	-81
재고자산의 감소	-174	-76	15	-64	-68
매입채무등의 증가	109	-99	56	28	30
기타 영업현금흐름	-23	-58	-73	-73	-58
투자활동 현금흐름	-1,186	-1,232	-1,044	-682	-686
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,052	-1,476	-1,062	-750	-700
유형자산의 감소	68	92	18	0	0
무형자산의 감소(증가)	28	-67	-9	0	0
투자자산의 감소(증가)	-235	214	51	32	31
기타	5	5	-42	36	-17
재무활동 현금흐름	281	196	-53	22	19
차입금의 증가(감소)	411	245	80	-100	-150
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-129	-48	-133	122	169
기타 및 조정	-14	-33	-39	0	0
현금의 증가	-239	-351	449	1,142	1,343
기초현금	1,035	796	445	893	2,035
기말현금	796	445	893	2,035	3,378

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자이견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2017.10.01~2018.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	127	84.1
중립	24	15.9
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

