LEADING

Company Report

삼성전기(009150)

2018년 6월 20일

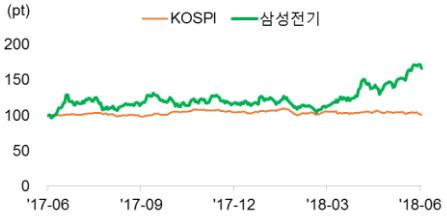
High-end MLCC 수요 증가의 수혜 지속

BUY(TP 상향)

목표주가	180,000 원
현재주가	142,000 원
목표수익률	26.8 %
Key Data	2018 년 6 월 19 일
산업분류	전기, 전자
KOSPI	2,340.11
시가총액 (억원)	106,065
발행주식수 (백만주)	75
외국인 지분율 (%)	29.3
52 주 고가 (원)	146,500
저가 (원)	89,000
60 일 일평균거래대금 (십억원)	106.3
주요주주	(%)
삼성전자㈜ 외 4인	24.0

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	18.3	39.2	51.4
상대주가	24.4	47.4	53.4

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 서형석
hsseo@leading.co.kr
+822-2009-7086

Analyst 정태원
twchung@leading.co.kr
+822-2009-7087

1. 투자의견 및 목표주가 : BUY & 180,000원

투자의견 '매수(BUY)' 유지. 목표주가는 180,000 원으로 상향조정. 목표주가 180,000 원은 12M Fwd BPS 66,793 원에 Target PBR 2.7 배를 적용. TP 상향은 일본 업체들의 전장용 MLCC 투자 집중에 따른 IT 용 MLCC 의 제한적인 공급 증가로 지속적인 ASP 상승이 기대되기 때문.

2. '18년 실적전망 및 투자포인트

동사의 **'18 년 실적은 매출액 8 조 2,082 억원(YoY+20.0%), 영업이익 7,702 억원(YoY+151.5%), 당기순이익 5,155 억원 (YoY+190.8%) 전망**. 주요 High-end 급 제품 시장 內 주요 경쟁사인 일본 업체들의 전장용 MLCC 위주 투자에 기인하여 IT 용 High-end 급 MLCC 의 공급 증가는 제한적일 것으로 예상. 제품가격 상승에 따른 동사 수혜 전망.

'18 년 하반기부터 본격적으로 시작되는 전장용 MLCC 라인 가동으로 실적개선 기대. 전기차의 경우 내연기관 차량 대비 MLCC 수요량이 5~10 배 이상으로 전기차 시장 확대됨에 따른 동사 수혜 예상.

5G 도입으로 소형 기지국에 공급되는 MLCC 수요 확대 및 스마트폰 고사양화 촉진에 따른 MLCC 탑재량 증가. 스마트폰 內 낮은 BoM cost 비중을 차지하는 MLCC 의 가격 상승 부담은 제한적.

스마트폰 고사양화로 배터리 용량 확대를 위한 SLP 채택 스마트폰 증가 예상. 북미 고객사의 신형 모델 및 조기 출시 예상되는 국내 고객사 신제품 向 SLP 및 RF-PCB 공급에 따른 기판 사업부 실적 개선 전망.

Valuation Forecast

구분	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	억원	61,763	60,330	68,385	82,082	94,910
영업이익	억원	3,013	244	3,062	7,702	10,100
세전이익	억원	3,668	321	2,535	7,262	9,676
순이익	억원	206	229	1,773	5,155	6,771
지배순이익	억원	112	147	1,617	4,909	6,432
PER	배	419.92	258.00	46.18	21.61	16.49
PBR	배	1.11	0.89	1.77	2.25	1.97
EV/EBITDA	배	6.92	7.94	9.99	8.85	7.41

Source: Leading Research Center, K-IFRS 연결기준

3. MLCC 시장 호황으로 동사의 실적 호조 지속

'18 년 동사의 컴포넌트 부문 실적은 매출액 3 조 2,755 억원(YoY+39.0%), 영업이익 7,376 억원(YoY+154.0%)을 기록할 것으로 추정된다. '18 년에도 이어지는 MLCC 의 제한적인 공급 증가와 각 산업에서 빠르게 증가하는 MLCC 수요가 맞물려 가격상승이 지속됨에 따른 동사의 수혜가 예상되기 때문이다.

현재 글로벌 MLCC 시장은 소수 업체들이 과점하고 있는 시장이다. 글로벌 MLCC 제조사로는 Murata, Taiyo Yuden, TDK, Yageo, Walsin, 삼화콘덴서 등 일본 및 대만 업체들이 있다. 특히 동사는 High-end 급 제품 시장에서 Murata, Taiyo Yuden, TDK 와 경쟁하고 있다.

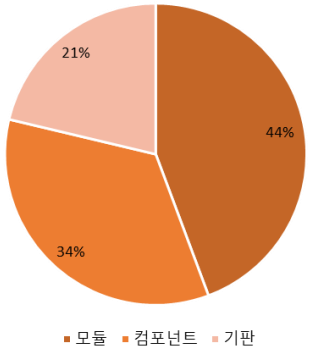
주목해야할 점은 주요 경쟁사들의 전장용 MLCC 제품 위주로 투자확대 여부이다. 동사의 MLCC 매출액은 High-end 급 IT 용 제품이 대부분을 구성하고 있는데, 경쟁업체들이 전장용 투자에 집중함에 따라 IT 용 제품의 공급 증가가 제한적이기 때문이다. 동사는 High-end 급 IT 용 MLCC 를 주력으로 공급하고 있어 제품 가격 상승에 따른 최대 수혜를 받을 것으로 전망된다.

전장용 MLCC 시장은 Murata, Taiyo Yuden, TDK 등 3 개 일본 업체들이 장악하고 있다. TDK 는 이미 대부분의 생산라인을 전장용 MLCC 로 전환하였다. '17 년 기준 글로벌 시장점유율 34% 로 1 위를 점유하고 있는 Murata 또한 전장용 MLCC 로 대규모 증설 투자를 발표하였다. 후쿠이현 공장 인근에 6 층 규모 공장으로 약 2,822 억원이 투입된다. '19 년말 완공 예정이다. 이를 통해 매년 IT 용 MLCC 비중을 축소하며 전장용 MLCC 에 집중하겠다는 의미로 분석된다.

동사 역시 전장용 MLCC 시장 진입을 위한 투자를 진행하고 있다. '18 년 하반기부터 부산공장에서 전장용 MLCC 라인의 본격 가동이 예상된다. '20 년 까지 전장용 MLCC 비중이 30% 까지 확대될 것으로 추정된다. 이에 따른 실적 성장 및 수익성 개선이 기대된다.

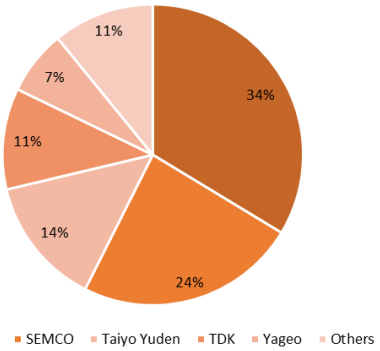
전장용 제품은 IT 용 제품 대비 ASP 가 4 배 이상 높다. MLCC 수량 또한 증가한다. 스마트폰의 경우 MLCC 700~1,000 개가 탑재된다. 기존 내연기관 자동차 한 대에 2,000~3,000 개 수준의 MLCC 가 필요하며, 자동차의 전장화 및 전기자동차 출시에 따라 최대 10,000~15,000 개의 MLCC 가 탑재되는 것으로 분석된다. P 와 Q 의 성장을 동시에 누리며 MLCC 시장의 호황기가 기대되는 이유이다.

Exhibit 1. 동사 매출액 비중(2017)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 2. 글로벌 MLCC 시장점유율(2017)



Source: Company data, Leading Research Center

MLCC 의 Q 의 증가는 전장용 MLCC 수요에 의해서만 기인하는 것은 아니다. 5G 이동통신 시대가 도래함에 따른 MLCC 수요 확대가 기대된다. 5G 는 AR, VR 및 웨어러블 기기와 같은 다양한 사물인터넷 기기들의 출현을 촉진시킨다. 5G 인프라 확충에 필수적인 초소형 기지국(스몰셀)의 MLCC 수요 또한 증가할 전망이다. 하지만 5G 도입으로 가장 직접적으로 MLCC 수요에 영향을 미치는 원인은 바로 스마트폰 內 MLCC 탑재량일 것이다.

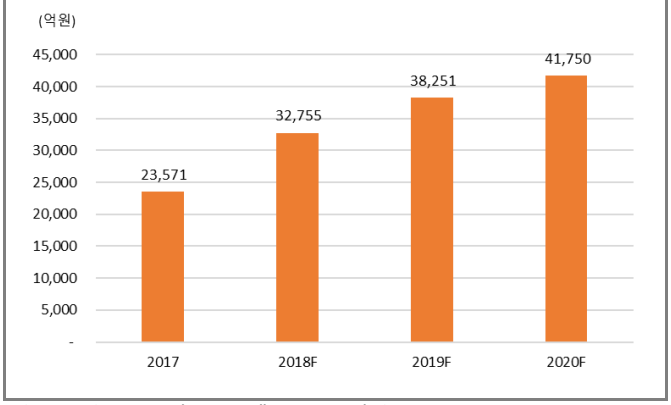
하지만 현재 우리가 사용하고 있는 스마트폰에는 700~1,000 개의 MLCC 가 필요하다. 1 세대부터 2 세대까지의 피쳐폰(Feature Phone)에는 200 개 미만의 MLCC 가 소요될 뿐이었다. 스마트폰의 데이터 속도 증가와 다양한 기능의 탑재 등 스마트폰 고사양화는 곧 스마트폰 內 MLCC 탑재량 증가를 의미한다.

국내 1 세대 이동통신은 음성통화만 가능했고, 2 세대 이동통신은 문자메세지를 주고 받는 것에 불과했다. '02 년부터 3 세대 이동통신을 활용해 사진 및 동영상을 주고 받는 통신이 가능해졌다. '11 년 4 세대 이동통신, 즉 4G 시대가 시작되었고, LTE-A, 광대역 LTE-A, 3band LTE-A 등 지속적으로 향상된 데이터 통신 속도를 제공하며 현재 스마트폰으로 다양한 기능을 활용할 수 있는 시대가 도래하였다.

'11 년 첫 4G 이동통신의 데이터 다운로드 속도는 75Mbps 에 불과했으나 3band LTE-A 에 이르러 300Mbps 까지 증가했다. 반면 5G 의 데이터 다운로드 속도는 최저 100Mbps, 최대 20Gbps 에 달한다. 5G 시대 도래에 따른 이동통신 속도 상승, 이에 따른 스마트폰의 고기능/고사양화로 스마트폰 內 MLCC 는 점차 증가할 가능성이 매우 높다는 판단이다.

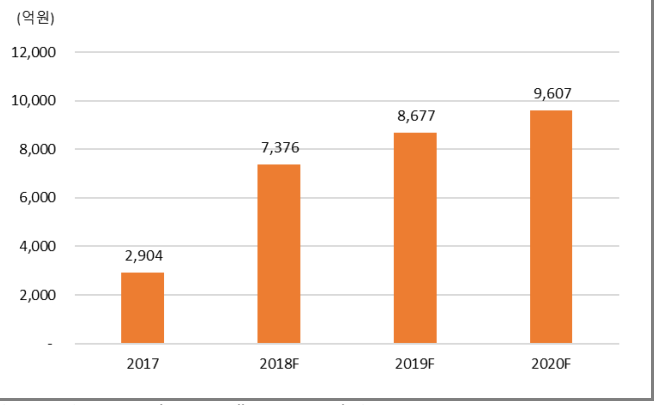
이와 같이 제한적인 공급 증가와 확대되는 수요에 기인하여 MLCC 시장의 계속적인 호황이 예상된다. MLCC 는 스마트폰 內 약 1~2% 수준에 불과한 BoM cost 비중으로 Q 증가와 P 증가에 따른 세트업체의 부담은 제한적인 점 또한 MLCC 시장 호황 및 동사의 실적 호조가 장기간 지속될 것으로 기대되는 이유이다.

Exhibit 4. 컴포넌트 부문 매출액 추이 전망



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 5. 컴포넌트 부문 영업이익 추이 전망



Source: Company data, Leading Research Center

4. SLP 로 다시 일어서는 기판 사업

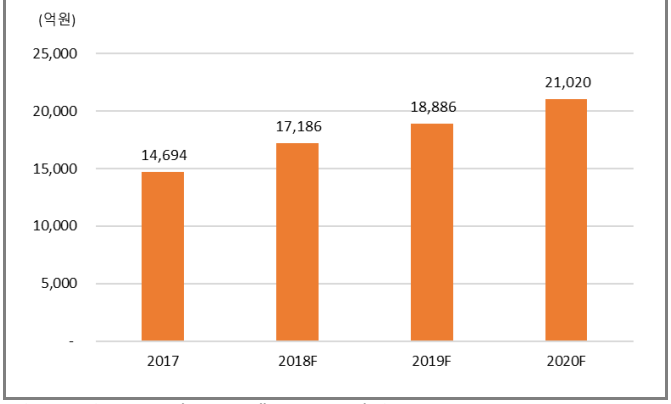
스마트폰 시장 성장 정체에 불구하고 스마트폰 內 고사양 부품의 채택 확대로 인한 동사의 기판 사업부 실적 개선세가 기대된다. 동사의 '18 년 기판 부문 실적은 매출액 1 조 7,186 억원(YoY+17.0%), 영업적자 -272 억원이 예상되나, 하반기 분기 기준 흑자전환 할 것으로 추정된다.

지속되는 스마트폰 고사양화 추세에 따라 스마트폰 배터리 용량 확대가 주요 이슈로 대두되며 차세대 메인보드 기술인 SLP 에 대한 수요가 증가할 전망이다. SLP 를 적용하면 기판의 층수를 높이되 면적을 축소시켜 배터리를 채우기 위한 공간을 확보할 수 있게 된다.

SLP 는 12 층의 얇은 기판으로 적층하여 구성된 기존 HDI(High Density Interconnect) 기판에 MSAP(Modified Semi Additive Process) 공법을 적용한 것이다. 12 개 층 중 2~4 개 층에 미세회로를 구현하여 기판의 선폭과 간격을 각각 30/30 μm~20/20 μm 수준까지 줄여 공간 확보에 용이하다.

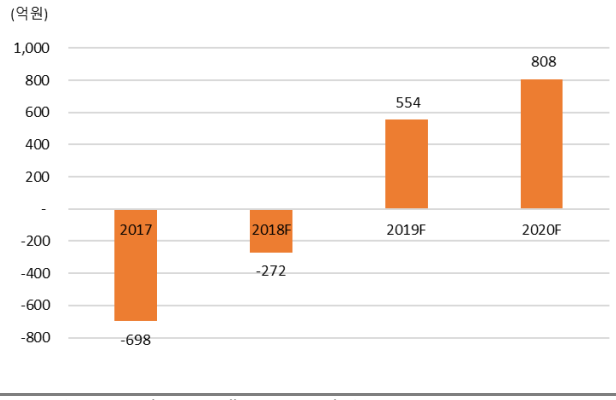
동사의 국내 및 북미 고객사의 최신 모델에 SLP 기판이 일부 채택되었다. '18 년 하반기 이후부터 고객사의 SLP 채용이 확대될 것으로 예상된다. 북미 고객사의 신형 모델 및 조기 출시가 예상되는 국내 고객사의 신제품 向 으로 동사의 SLP 와 RF-PCB 공급 확대되며 ASP 상승 및 수익성 개선 효과로 인한 기판 사업부 실적 개선이 기대된다.

Exhibit 6. 기판 부문 매출액 추이 및 전망



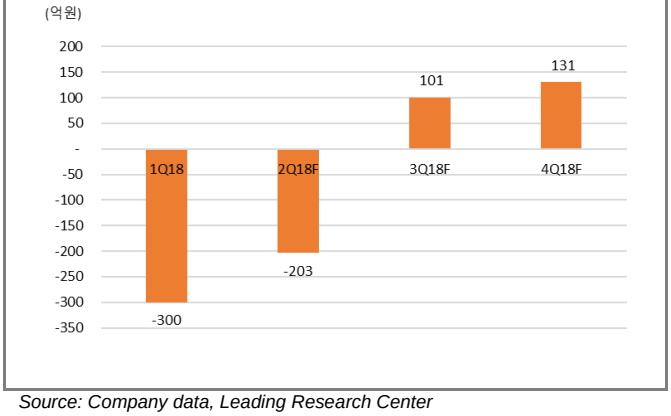
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 7. 기판 부문 영업이익 추이 및 전망



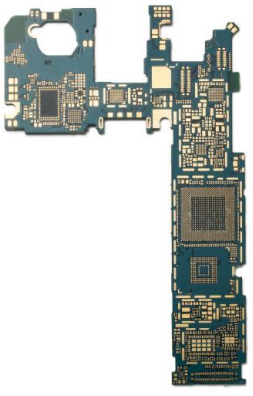
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 8. 기판 부문 하반기 흑자전환 기대



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 9. 동사의 HDI 기판



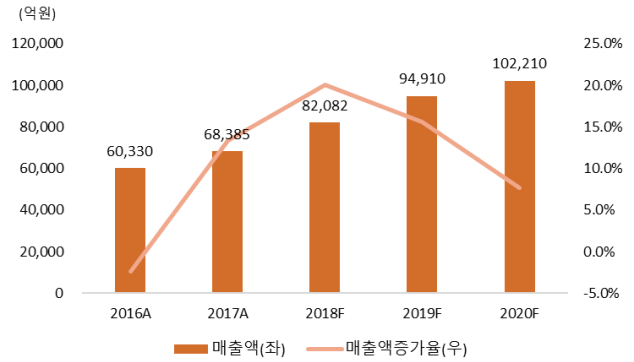
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 10. 사업부별 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	**1,570**	**1,710**	**1,841**	**1,717**	**2,019**	**1,897**	**2,165**	**2,127**	**6,838**	**8,208**	**9,491**
모듈	780	834	824	574	891	729	848	747	3,012	3,214	3,777
컴포넌트	493	549	611	703	760	835	844	837	2,357	3,276	3,825
기판	297	326	406	439	368	333	474	543	1,469	1,719	1,889
영업이익	**26**	**71**	**103**	**107**	**154**	**184**	**220**	**212**	**306**	**770**	**1,010**
모듈	26	45	28	14	11	11	19	19	86	60	87
컴포넌트	34	58	79	119	173	194	191	180	290	738	868
기판	-35	-33	-4	2	-30	-20	10	13	-70	-27	55
영업이익률	***1.6%***	***4.1%***	***5.6%***	***6.2%***	***7.6%***	***9.7%***	***10.2%***	***10.0%***	***4.5%***	***9.4%***	***10.6%***
모듈	*3.4%*	*5.4%*	*3.4%*	*-2.5%*	*1.4%*	*1.5%*	*2.3%*	*2.5%*	*2.8%*	*1.9%*	*2.3%*
컴포넌트	*6.9%*	*10.6%*	*12.9%*	*17.0%*	*22.1%*	*23.2%*	*22.6%*	*21.5%*	*12.3%*	*22.5%*	*22.7%*
기판	*-11.8%*	*-10.1%*	*-0.9%*	*0.4%*	*-7.0%*	*-6.1%*	*2.1%*	*2.4%*	*-4.7%*	*-1.6%*	*2.9%*

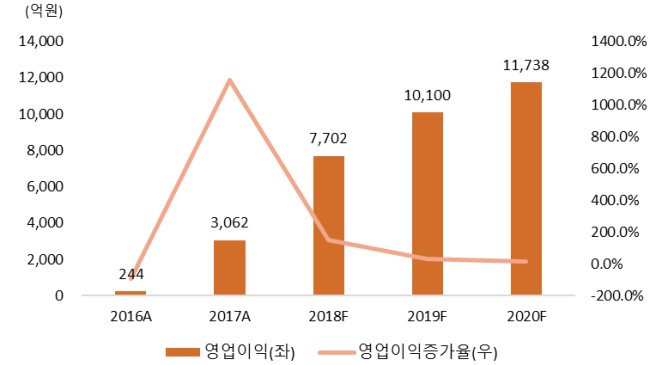
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 11. 매출액 및 매출액성장률



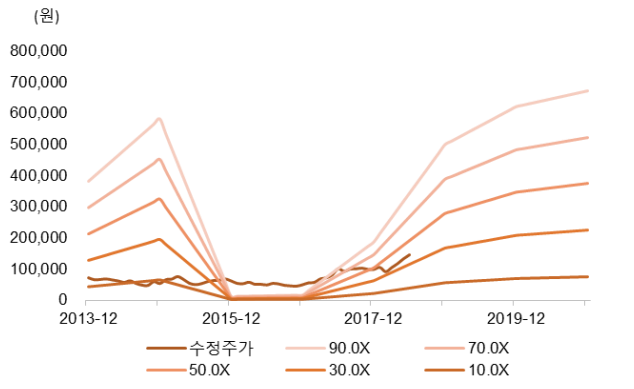
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 12. 영업이익 및 영업이익성장률



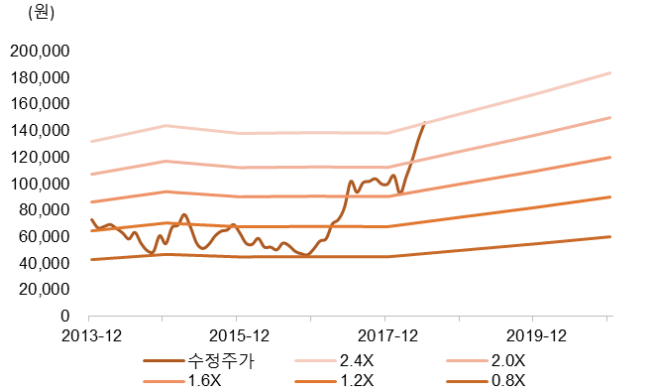
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 13. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	76,626	77,674	87,274	97,265	108,400
유동자산	28,124	24,788	27,852	31,040	34,593
현금및현금성자산	7,958	4,446	4,996	5,568	6,205
단기금융자산	3,102	1,231	1,383	1,541	1,718
매출채권및기타채권	7,844	9,135	10,264	11,439	12,749
재고자산	8,272	9,189	10,325	11,507	12,824
비유동자산	48,502	52,886	59,423	66,225	73,806
장기금융자산	8,006	7,699	8,651	9,641	10,745
관계기업등투자자산	473	533	599	667	744
유형자산	37,144	41,547	46,682	52,026	57,982
무형자산	922	1,495	1,680	1,872	2,086
부채총계	33,250	34,359	39,058	42,339	45,834
유동부채	20,432	24,541	26,685	29,255	32,604
단기차입부채	11,659	16,713	17,889	19,453	21,680
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	8,502	7,521	8,451	9,418	10,496
비유동부채	12,819	9,818	12,373	13,084	13,229
장기차입부채	12,777	8,976	10,012	11,158	12,435
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	43,376	43,315	48,216	54,926	62,566
지배주주지분*	42,401	42,316	47,133	53,751	61,291
비지배주주지분	975	998	1,083	1,175	1,275

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	60,330	68,385	82,082	94,910	102,210
매출원가	50,063	54,301	61,921	69,995	75,254
매출총이익	10,268	14,084	20,161	24,916	26,956
판매비와관리비	10,024	11,022	12,459	14,816	15,218
영업이익	244	3,062	7,702	10,100	11,738
EBITDA	6,327	9,368	14,274	17,308	19,771
비영업손익	77	-527	-440	-424	-456
이자수익	179	110	103	120	129
이자비용	490	661	759	780	840
배당수익	28	30	102	113	121
외환손익	69	28	33	30	32
관계기업등관련손익	85	80	103	118	128
기타비영업손익	205	-114	-21	-24	-26
세전계속사업이익	321	2,535	7,262	9,676	11,281
법인세비용	92	763	2,108	2,906	3,627
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	229	1,773	5,155	6,771	7,654
지배주주순이익*	147	1,617	4,909	6,432	7,272
비지배주주순이익	82	155	246	339	383
기타포괄손익	407	-1,370	919	754	837
총포괄손익	636	402	6,074	7,524	8,491

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	6,796	7,177	11,139	11,624	12,426
당기순이익	229	1,773	5,155	6,771	7,654
현금유입(유출)이없는수	7,276	8,638	9,601	10,514	12,091
자산상각비	6,083	6,306	6,572	7,208	8,033
영업자산부채변동	-482	-2,653	-1,208	-2,094	-2,981
매출채권및기타채권	481	-2,034	-1,068	-1,175	-1,310
재고자산감소(증가)	-1,740	-763	-1,319	-1,182	-1,317
매입채무및기타채무	1,087	-992	991	967	1,078
투자활동현금흐름	-11,863	-12,323	-12,143	-13,844	-15,432
투자활동현금유입액	1,963	4,041	2,161	2,418	2,693
유형자산	678	916	516	675	753
무형자산	349	7	191	190	211
투자활동현금유출액	13,876	16,415	14,303	16,261	18,125
유형자산	10,519	14,763	12,237	12,993	14,481
무형자산	72	678	549	616	687
재무활동현금흐름	2,813	1,961	1,048	2,762	3,612
재무활동현금유입액	7,003	7,957	6,041	6,320	7,609
단기차입부채	2,599	5,206	3,935	3,884	4,813
장기차입부채	4,384	2,751	1,761	1,818	2,026
재무활동현금유출액	3,296	4,860	4,222	3,103	3,551
단기차입부채	3,017	4,554	3,008	2,320	2,586
장기차입부채	278	305	476	672	749
기타현금흐름	0	0	-56	30	32
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-140	-327	0	0	0
현금변동	-2,394	-3,512	-12	572	637
기초현금	10,353	7,958	4,446	4,996	5,568
기말현금	7,958	4,446	4,434	5,568	6,205

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	197	2,165	6,572	8,611	9,735
BPS*	56,767	56,653	63,102	71,962	82,057
CFPS	9,099	9,608	14,912	15,562	16,636
SPS	80,770	91,554	109,892	127,066	136,839
EBITDAPS	8,471	12,542	19,110	23,172	26,470
DPS (보통,현금)	500	750	730	730	730
배당수익률 (보통,현금)	1.0	0.7	0.5	0.5	0.5
배당성향 (보통,현금)	257.8	35.1	11.6	8.8	7.8
PER*	258.0	46.2	21.6	16.5	14.6
PBR*	0.9	1.8	2.3	2.0	1.7
PCFR	5.6	10.4	9.5	9.1	8.5
PSR	0.6	1.1	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.9	10.0	8.9	7.4	6.6
재무비율					
매출액증가율	-2.3	13.4	20.0	15.6	7.7
영업이익증가율	-91.9	1,155.0	151.5	31.1	16.2
지배주주순이익증가율*	11.0	673.6	190.8	31.3	13.1
매출총이익률	17.0	20.6	24.6	26.3	26.4
영업이익률	0.4	4.5	9.4	10.6	11.5
EBITDA이익률	10.5	13.0	17.4	18.2	19.3
지배주주순이익률*	0.4	2.6	6.3	7.1	7.5
ROA	0.3	4.0	9.3	10.9	11.4
ROE	0.3	3.8	11.0	12.8	12.6
ROIC	0.4	4.1	9.5	11.0	11.0
부채비율	76.7	79.3	81.0	77.1	73.3
차입금비율	56.3	59.3	57.9	55.7	54.5
순차입금비율	30.9	46.2	44.7	42.8	41.9

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

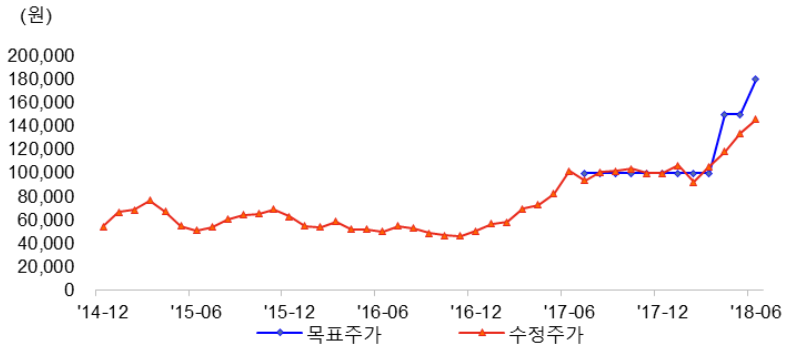
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

삼성전기(009150)

일자	2017-6-5	2017-7-31	2017-9-7	2018-4-16	2018-6-20
투자의견	BUY(신규)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)	BUY(TP 상향)	BUY(TP 상향)
목표주가	100,000원	100,000원	130,000원	150,000원	180,000 원
괴리율(%)					
평균주가대비	-2.7%	-3.5%	-21.7%	-14.4%	
최고(최저)주가대비	+10.0%	+1.0%	-8.8%	-2.3%	

** 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용*

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2018.3.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%

©. 2018 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved