



BUY(Maintain)

목표주가: 160,000원(하향)

주가(1/29): 113,500원

시가총액: 86,120억원



전기전자/가전
Analyst 김지산
02) 3787-4862
jisian@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/29)	2,183,369
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	163,000원
등락률	-30.4%
수익률	절대
1W	9.7%
1M	-30.4%
1Y	4.6%
	상대
	2.5%
	-26.8%
	24.5%

Company Data

발행주식수	77,601천주
일평균 거래량(3M)	1,681천주
외국인 지분율	21.0%
배당수익률(18E)	0.9%
BPS(18E)	62,479원
주요 주주	삼성전자 23.7%

투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018P	2019E
매출액	60,330	68,385	81,930	87,614
영업이익	244	3,062	10,181	11,126
EBITDA	6,327	9,368	17,407	19,008
세전이익	321	2,535	9,404	10,589
순이익	229	1,773	6,850	7,994
자체주주지분순이익	147	1,617	6,562	7,595
EPS(원)	190	2,084	8,457	9,787
증감률(%YoY)	31.5	999.7	305.7	15.7
PER(배)	268.0	48.0	13.4	11.6
PBR(배)	0.9	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	11.6	9.7	6.3	5.5
영업이익률(%)	0.4	4.5	12.4	12.7
ROE(%)	0.5	4.1	14.7	15.0
순부채비율(%)	30.9	46.2	38.9	25.6

Price Trend



실적 Review

삼성전기 (009150)

MLCC, 차별화를 위한 몸짓



4분기 실적이 실망스러웠고, 1분기도 소폭 개선에 그칠 것으로 예상되지만, 주가 방향성은 MLCC 업황 개선 가능성에 초점이 맞춰질 것이다. MLCC의 출하량 감소폭이 커 전반적인 실적 기대치는 낮춰야겠지만, MLCC 업황은 2분기부터 재고조정 일단락, PC CPU 생산차질 해소, IT Set 신모델 효과를 바탕으로 회복 국면에 진입할 전망이다. 1분기는 갤럭시 S10의 트리플 카메라 효과가 방어해줄 것이다.

>>> 4분기 실적 부진, MLCC 출하량 감소폭 커

4분기 영업이익은 2,523억원(QoQ -38%, YoY 136%)으로 시장 컨센서스(3,221억원)와 괴리가 컸다.

부진의 원인은 대부분 MLCC에서 비롯했고, IT 거시 환경 악화 및 중국 스마트폰 시장 침체로 인한 출하량 감소폭이 예상보다 컸다.

이 외에도 RF-PCB는 북미 거래선 스마트폰 판매 부진으로 공급이 감소했고, FC-BGA도 PC CPU 공급 차질에 따른 영향이 불가피했다.

그나마 MLCC가 대형, 고가품의 생산을 늘리면서 ASP가 상승했다는 점이 위안이다. IT 범용품을 주력으로 하는 Yageo의 4분기 매출액이 전분기 대비 47% 급감한 것과 비교할 때, 동사는 대만 업체들보다 높은 가동률을 유지했다.

>>> 1분기 소폭 개선 전망, MLCC 업황 저점 판단

1분기 영업이익은 2,749억원(QoQ 9%, YoY 78%)으로 전분기보다 소폭 개선될 전망이나, 기존 예상치에는 미치지 못할 것이다.

갤럭시 S10 모멘텀에 기반해 모듈 사업부 매출이 대폭 증가하겠지만, MLCC는 생산 조정으로 전분기 수준의 실적이 예상되고, 기판 사업부는 해외 고객 향 RF-PCB 매출 감소 영향이 클 것이다.

카메라모듈은 트리플 카메라를 주도적으로 공급하는 과정에서 수율 이슈도 제한적일 것이다. 갤럭시 S10의 판매량은 전작을 넘어설 가능성이 높다.

MLCC는 IT 범용품 생산라인을 전장 및 산업용으로 전환해 고부가 제품 위주의 유연한 생산 전략을 통해 IT 수요 약세를 극복하겠다는 입장이다. 업계 재고 소진을 거쳐 PC CPU 생산차질이 해소되고, IT Set 신모델 효과가 더해지는 2분기부터 업황이 회복될 것으로 전망된다.

이 외에 한계 사업인 HDI는 국내 생산라인의 해외 이전을 통해 베트남 등 완전한 해외 생산 체계를 구축해 효율화를 추진할 계획이고, 5G 개화를 맞아 차세대 통신모듈과 안테나모듈이 시장 선점 기회를 얻게 될 것이다.

실적 전망 하향과 함께 목표주가를 16만원으로 조정하지만, MLCC 업황이 저점을 지나고 있다고 판단되며, 조정 시 비중확대 전략을 권고한다.

삼성전기 4분기 실적 요약

(단위: 억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	기움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	17,170	20,188	18,098	23,663	19,982	-15.6%	16.4%	20,375	-1.9%
기판	4,345	3,571	2,995	4,324	3,818	-11.7%	-12.1%	3,485	9.5%
컴포넌트	6,967	7,530	8,686	10,268	8,961	-12.7%	28.6%	9,982	-10.2%
모듈	5,808	8,998	6,119	8,851	6,873	-22.3%	18.3%	6,908	-0.5%
영업이익	1,068	1,540	2,068	4,050	2,523	-37.7%	136.2%	3,155	-20.0%
영업이익률	6.2%	7.6%	11.4%	17.1%	12.6%	-4.5%p	6.4%p	15.5%	-2.9%p
세전이익	796	1,523	1,817	3,687	2,378	-35.5%	198.9%	3,026	-21.4%
세전이익률	4.6%	7.5%	10.0%	15.6%	11.9%	-3.7%p	7.3%p	14.9%	-3.0%p
순이익	543	1,112	1,220	2,377	1,854	-22.0%	241.1%	2,170	-14.6%

자료: 삼성전기, 키움증권

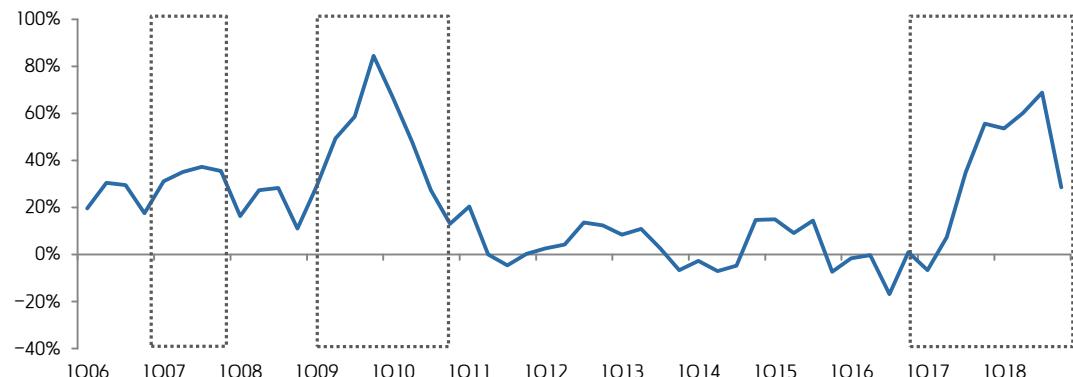
삼성전기 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	YoY	2018P	YoY	2019E	YoY
매출액	20,188	18,098	23,663	19,982	21,863	21,774	23,137	20,840	68,385	13.4%	81,930	19.8%	87,614	6.9%
기판	3,571	2,995	4,324	3,818	3,454	3,453	4,276	4,064	14,461	9.9%	14,708	1.7%	15,248	3.7%
컴포넌트	7,530	8,686	10,268	8,961	9,045	9,773	10,262	9,936	23,375	21.2%	35,445	51.6%	39,017	10.1%
모듈	8,998	6,119	8,851	6,873	9,363	8,547	8,599	6,840	30,113	13.3%	30,841	2.4%	33,350	8.1%
영업이익	1,540	2,068	4,050	2,523	2,749	2,938	2,988	2,451	3,062	1154%	10,181	232.5%	11,126	9.3%
영업이익률	7.6%	11.4%	17.1%	12.6%	12.6%	13.5%	12.9%	11.8%	4.5%	4.1%p	12.4%	7.9%p	12.7%	0.3%p
기판	-172	-457	81	-267	-366	-342	-150	-133	-727	적지	-815	적지	-990	적지
컴포넌트	1,627	2,497	3,915	2,950	2,918	3,298	3,288	2,897	2,834	80.2%	10,989	287.8%	12,402	12.9%
모듈	84	27	357	142	547	332	199	37	958	382.1%	610	-36.3%	1,115	82.7%
영업이익률	7.6%	11.4%	17.1%	12.6%	12.6%	13.5%	12.9%	11.8%	4.5%	4.1%p	12.4%	7.9%p	12.7%	0.3%p
기판	-4.8%	-15.3%	1.9%	-7.0%	-10.6%	-9.9%	-3.5%	-3.3%	-5.0%	6.8%p	-5.5%	-0.5%p	-6.5%	-1.0%p
컴포넌트	21.6%	28.8%	38.1%	32.9%	32.3%	33.7%	32.0%	29.2%	12.1%	4.0%p	31.0%	18.9%p	31.8%	0.8%p
모듈	0.9%	0.4%	4.0%	2.1%	5.8%	3.9%	2.3%	0.5%	3.2%	2.4%p	2.0%	-1.2%p	3.3%	1.4%p

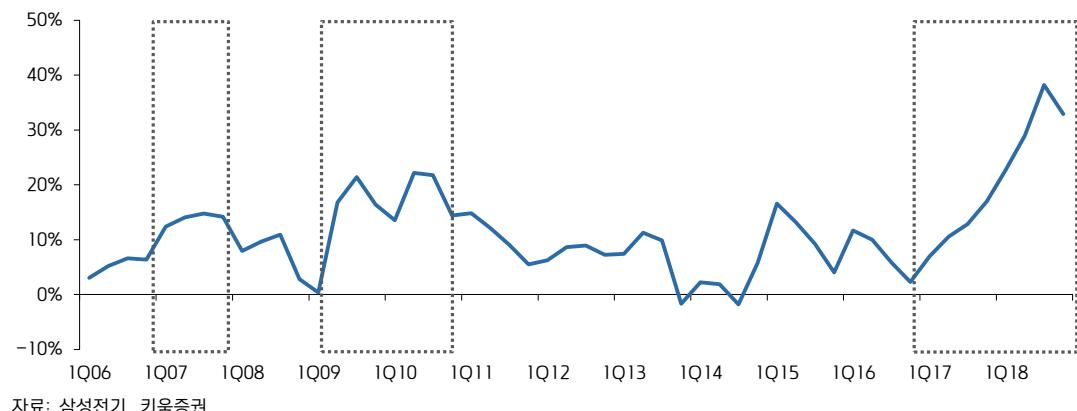
자료: 삼성전기, 키움증권

삼성전기 컴포넌트 사업부 매출 증가율 추이: MLCC 사이클 점검

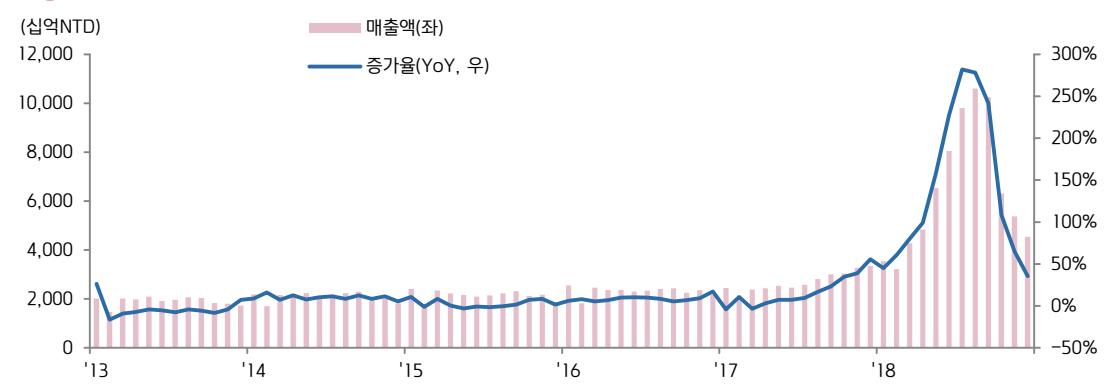


자료: 삼성전기, 키움증권

삼성전기 컴포넌트 사업부 영업이익률 추이: MLCC 사이클 점검



Yageo 월별 매출액 추이: 역사 최고 사이클 경과



삼성전기 목표주가 산출 내역 (단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-the-Parts	6 개월 Forward	비고
영업가치	129,232	Target EV/EBITDA
컴포넌트	111,355	7.0 Peer 그룹 평균
기판	-5,064	4.5 Peer 그룹 평균
모듈	22,941	5.5 국내 IT 업종 평균
매도가능금융자산	8,151	
시장성있는 지분증권	7,751	
시장성없는 지분증권	401	장부가 대비 20% 할인
순차입금	18,117	연결 기준 순차입금
직정주주가치	119,266	
수정발행주식수	75,547	자사주 차감, 우선주 포함
목표주가	157,870	

자료: 키움증권

삼성전기 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q19E	2018E	2019E	1Q19E	2018P	2019E	1Q19E	2018E	2019E
매출액	22,625	82,324	88,425	21,863	81,930	87,614	-3.4%	-0.5%	-0.9%
영업이익	3,604	10,812	13,492	2,749	10,181	11,126	-23.7%	-5.8%	-17.5%
세전이익	3,575	10,052	12,962	2,713	9,404	10,589	-24.1%	-6.4%	-18.3%
순이익	2,564	6,879	9,297	1,946	6,562	7,595	-24.1%	-4.6%	-18.3%
EPS(원)	8,864	11,981		8,457	9,787		-4.6%	-18.3%	
영업이익률	15.9%	13.1%	15.3%	12.6%	12.4%	12.7%	-3.4%p	-0.7%p	-2.6%p
세전이익률	15.8%	12.2%	14.7%	12.4%	11.5%	12.1%	-3.4%p	-0.7%p	-2.6%p
순이익률	11.3%	8.4%	10.5%	8.9%	8.0%	8.7%	-2.4%p	-0.3%p	-1.8%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	60,330	68,385	81,930	87,614	94,185
매출원가	50,063	54,301	58,740	63,152	67,794
매출총이익	10,268	14,084	23,190	24,462	26,391
판매비 및 일반관리비	10,024	11,022	13,009	13,336	14,242
영업이익(보고)	244	3,062	10,181	11,126	12,149
영업이익(핵심)	244	3,062	10,181	11,126	12,149
영업외손익	77	-527	-777	-538	-203
이자수익	179	110	163	292	314
배당금수익	28	30	102	94	102
외환이익	2,294	1,692	2,279	612	306
이자비용	490	661	897	924	924
외환손실	2,225	1,664	2,407	612	0
관계기업지분법손익	85	80	-21	0	0
투자 및 기타자산처분손익	41	117	-35	0	0
금융상품평가 및 기타금융이익	-17	-1	-38	0	0
기타	181	-230	78	0	0
법인세차감전이익	321	2,535	9,404	10,589	11,946
법인세비용	92	763	2,554	2,594	2,927
유효법인세율 (%)	28.6%	30.1%	27.2%	24.5%	24.5%
당기순이익	229	1,773	6,850	7,994	9,020
지배주주지분순이익(억원)	147	1,617	6,562	7,595	8,569
EBITDA	6,327	9,368	17,407	19,008	18,830
현금순이익(Cash Earnings)	6,312	8,079	14,076	15,876	15,700
수정당기순이익	212	1,692	6,904	7,994	9,020
증감율(% YoY)					
매출액	-2.3	13.4	19.8	6.9	7.5
영업이익(보고)	-91.9	1,155.0	232.5	9.3	9.2
영업이익(핵심)	-91.9	1,155.0	232.5	9.3	9.2
EBITDA	-20.5	48.1	85.8	9.2	-0.9
지배주주지분 당기순이익	31.5	999.7	305.7	15.7	12.8
EPS	31.5	999.7	305.7	15.7	12.8
수정순이익	N/A	698.1	308.1	15.8	12.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	28,124	24,788	27,613	33,506	38,489
현금 및 현금성자산	7,958	4,446	4,975	10,312	13,555
유동금융자산	3,093	1,227	829	447	481
매출채권 및 유동채권	8,801	9,926	11,551	12,048	12,951
재고자산	8,272	9,189	10,151	10,587	11,381
기타 유동비금융자산	0	0	108	112	121
비유동자산	48,502	52,886	57,797	60,142	64,477
장기 매출채권 및 기타 비유동채권	1,645	1,203	1,400	1,460	1,570
투자자산	8,105	7,812	8,362	7,753	8,385
유형자산	37,144	41,547	45,458	48,565	52,296
무형자산	922	1,495	1,611	1,357	1,144
기타 비유동자산	686	830	965	1,007	1,082
자산 총계	76,626	77,674	85,410	93,649	102,965
유동부채	20,432	24,541	25,048	25,239	25,952
매입채무 및 기타 유동채무	8,676	7,736	9,003	9,390	10,094
단기 차입금	8,423	12,038	11,923	11,723	11,723
유동성장기 차입금	3,236	4,675	4,015	4,015	4,015
기타 유동부채	97	92	107	111	120
비유동부채	12,819	9,818	10,634	11,444	11,831
장기 매입채무 및 비유동채무	15	694	808	843	906
사채 및 장기 차입금	12,777	8,976	9,223	9,623	9,623
기타 비유동부채	27	147	603	978	1,303
부채 총계	33,250	34,359	35,682	36,683	37,783
자본금	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880
주식 발행 초과금	9,315	9,315	9,315	9,315	9,315
이익 잉여금	25,338	26,098	32,063	38,920	46,680
기타 자본	3,869	3,023	3,226	3,226	3,226
지배주주지분자본총계	42,401	42,316	48,484	55,341	63,101
비지배주주지분자본총계	975	998	1,244	1,624	2,081
자본 총계	43,376	43,315	49,728	56,966	65,182
순 차입금	13,385	20,016	19,357	14,601	11,325
총 차입금	24,436	25,689	25,161	25,361	25,361

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업활동현금흐름	6,776	7,116	12,422	15,611	14,596
당기순이익	229	1,773	6,850	7,994	9,020
감가상각비	5,894	6,109	6,983	7,628	6,467
무형자산상각비	189	197	243	254	214
외환손익	36	-70	129	0	-306
자산처분손익	313	174	35	0	0
지분법손익	-85	-80	21	0	0
영업활동자산부채 증감	-502	-2,714	-1,496	-571	-1,040
기타	702	1,726	-343	306	241
투자활동현금흐름	-11,866	-12,312	-11,665	-9,692	-10,845
투자자산의 처분	-2,352	2,156	-194	1,085	-571
유형자산의 처분	678	916	0	0	0
유형자산의 취득	-10,519	-14,763	-11,300	-10,735	-10,198
무형자산의 처분	278	-672	0	0	0
기타	49	51	-171	-41	-76
재무활동현금흐름	2,835	2,011	-227	-582	-508
단기 차입금의 증가	-396	702	-115	-200	0
장기 차입금의 증가	4,106	2,446	0	0	0
자본의 증가	0	-1	0	0	0
배당금 지급	-410	-479	-568	-757	-832
기타	-465	-657	456	375	324
현금 및 현금성자산의 순증가	-2,394	-3,512	529	5,337	3,243
기초현금 및 현금성자산	10,353	7,958	4,446	4,975	10,312
기말현금 및 현금성자산	7,958	4,446	4,975	10,312	13,555
Gross Cash Flow	7,279	9,830	13,918	16,182	15,635
Op Free Cash Flow	-4,486	-9,702	1,846	4,976	4,615

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	190	2,084	8,457	9,787	11,042
BPS	54,640	54,531	62,479	71,316	81,315
주당 EBITDA	8,154	12,072	22,431	24,495	24,265
CFPS	8,134	10,411	18,139	20,459	20,232
DPS	500	750	1,000	1,100	1,100
주가 배수(배)					
PER	268.0	48.0	13.4	11.6	10.3
PBR	0.9	1.8	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.6	9.7	6.3	5.5	5.4
PCFR	6.2	9.6	6.3	5.5	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.4	4.5	12.4	12.7	12.9
영업이익률(핵심)	0.4	4.5	12.4	12.7	12.9
EBITDA margin	10.5	13.7	21.2	21.7	20.0
순이익률	0.4	2.6	8.4	9.1	9.6
자기자본이익률(ROE)	0.5	4.1	14.7	15.0	14.8
투하자본이익률(ROIC)	0.4	4.2	12.9	13.5	13.9
안정성(%)					
부채비율	76.7	79.3	71.8	64.4	58.0
순차입금비율	30.9	46.2	38.9	25.6	17.4
이자보상배율(배)	0.5	4.6	11.4	12.0	13.1
활동성(배)					
매출채권 회전율	6.7	7.3	7.6	7.4	7.5
재고자산 회전율	8.0	7.8	8.5	8.4	8.6
매입채무 회전율	7.6	8.3	9.8	9.5	9.7

Compliance Notice

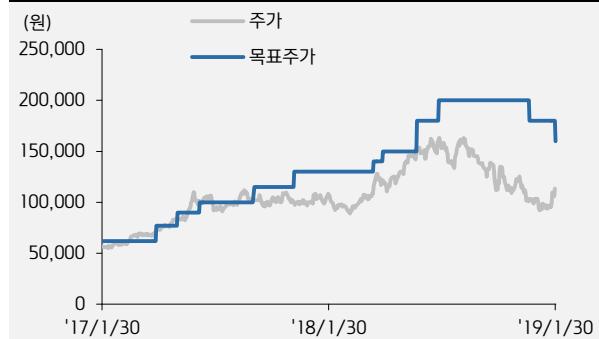
- 당사는 1월 29일 현재 '삼성전기 (009150)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리율(%)		
					평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
삼성전기 (009150)	2017/01/26	Marketperform (Downgrade)	62,000원	6개월	1.07	13.87	
	2017/04/27	Marketperform(Maintain)	77,000원	6개월	0.52	9.22	
	2017/05/31	Marketperform(Maintain)	90,000원	6개월	2.65	22.22	
	2017/07/06	Marketperform(Maintain)	100,000원	6개월	2.72	6.00	
	2017/07/24	Marketperform(Maintain)	100,000원	6개월	0.51	12.00	
	2017/10/10	Outperform(Upgrade)	115,000원	6개월	-13.63	-6.96	
	2017/10/31	Outperform(Maintain)	115,000원	6개월	-13.44	-6.96	
	2017/11/01	Outperform(Maintain)	115,000원	6개월	-11.60	-5.22	
	2017/11/21	Outperform(Maintain)	115,000원	6개월	-10.94	-4.78	
	2017/12/04	BUY(Upgrade)	130,000원	6개월	-22.47	-16.54	
	2018/01/11	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-21.64	-16.54	
	2018/02/01	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-21.75	-16.54	
	2018/02/07	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-23.59	-16.54	
	2018/03/12	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-22.97	-16.15	
	2018/04/12	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-13.36	-8.57	
	2018/04/27	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-20.17	-16.33	
	2018/05/21	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-13.13	1.33	
	2018/06/21	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-16.15	-14.17	
	2018/06/29	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-15.37	-9.72	
	2018/07/26	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-20.43	-18.50	
	2018/08/02	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-25.52	-18.50	
	2018/08/27	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-25.03	-18.50	
	2018/10/04	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-25.89	-18.50	
	2018/10/12	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-28.04	-18.50	
	2018/11/01	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-28.86	-18.50	
	2018/11/12	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-29.84	-18.50	
	2018/11/20	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-30.54	-18.50	
	2018/11/26	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-32.52	-18.50	
	2018/12/19	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-44.54	-42.50	
	2019/01/10	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-44.60	-36.94	
	2019/01/30	BUY(Maintain)	160,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%