



BUY(Maintain)

목표주가: 150,000원(상향)

주가(10/24): 113,000원

시가총액: 84,404억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/24)		2,085.66pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	135,000원	84,600원
등락률	-16.3%	33.6%
수익률	절대	상대
1W	10.2%	11.1%
1M	1.8%	7.4%
1Y	-6.2%	-5.7%

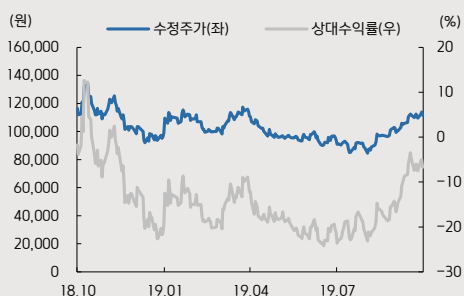
Company Data

발행주식수	74,694천주
일평균 거래량(3M)	851천주
외국인 지분율	24.5%
배당수익률(19E)	1.0%
BPS(19E)	69,830원
주요 주주	삼성전자 외
	24.0%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	68,385	81,930	83,268	88,416
영업이익	3,062	10,181	6,983	7,771
EBITDA	9,368	17,545	15,504	16,778
세전이익	2,535	9,404	6,299	7,187
순이익	1,773	6,850	6,424	5,391
지배주주지분순이익	1,617	6,562	6,264	5,175
EPS(원)	2,084	8,457	8,072	6,669
증감률(%YoY)	999.7	305.7	-4.6	-17.4
PER(배)	48.0	12.2	13.8	16.7
PBR(배)	1.83	1.67	1.60	1.48
EV/EBITDA(배)	10.4	5.2	6.0	5.4
영업이익률(%)	4.5	12.4	8.4	8.8
ROE(%)	3.8	14.5	12.2	9.2
순부채비율(%)	46.2	24.4	12.0	6.3

Price Trend



실적 Review

삼성전기 (009150)

이제는 기판이다



모처럼 시장 기대치를 상회한 호실적이었다. 주역은 기판이었다. 패키지 기판이 구조적 호황을 누리고 있는데, 10nm 노드 CPU와 EMIB가 기술적 진화를 촉발하고, 일본 업체들이 서버용에 집중하면서 우호적인 경쟁 환경이 조성되고 있다. MLCC는 시장 재고가 정상 수준에 근접했고, 갤럭시 S11을 계기로 동사가 선제적으로 5G 효과를 누릴 것이다. 물량 증대에 긴급 대응이 요구된다는 답변이 인상적이었다.

>>> 기판이 기대 이상 실적 주도

3분기 영업이익은 1,802억원(QoQ 24%, YoY -59%)으로 4개 분기 만에 시장 예상치(1,622억원)를 상회하는 호실적을 거두었다.

무엇보다 기판 사업부가 흑자 전환하며 기대 이상으로 선전했는데, 10nm 노드 적용 Ice Lake용 박판 FC-BGA와 모바일 DRAM용 BGA 공급이 확대됐고, 해외 거래선 신모델향 OLED용 RF-PCB 매출이 급증했다.

모듈 사업부는 주고객 하반기 Flagship 모델 판매 호조에 따라 트리플 카메라 출하가 강세였고, 기술적으로 중화향 4800만화소 멀티 카메라를 양산하는 성과가 있었다.

MLCC는 중화 스마트폰과 PC 수요가 회복됨에 따라 가동률이 상승했고, 재고도 정상 수준에 근접했다. 다만, IT용 보급형 제품에 대한 대응을 강화하는 과정에서 Blended ASP와 수익성이 추가로 하락했다.

>>> 4분기 계절성 감안, 상반기 실적 개선에 초점

4분기 영업이익은 1,305억원(QoQ -28%, YoY -48%)으로 추정된다. 모듈과 기판의 연말 반복적인 재고조정 영향이 불가피할 것이다.

이에 비해 MLCC는 성수기 Set 신모델 수요와 더불어 시장 재고가 정상을 되찾고, 고부가 산업용 및 전장용 비중이 늘어나면서 수익성을 방어할 것이다. 일부 증대된 물량에 대해 긴급 대응력이 요구된다는 답변이 인상적이었다.

내년 상반기 실적 개선에 초점을 맞출 필요가 있다. 갤럭시 S11 출시를 계기로 1) 카메라 모듈은 Folded 카메라 등 추가적인 사양 진화가 예상되고, 2) 기판은 패키지 기판의 호황 속에 HDI 효율화 성과가 더해질 것이다. 3) MLCC도 5G 효과를 선제적으로 누리며 0603 규격 이하 소형, 고용량 제품 공급이 늘어날 것이다.

>>> 패키지 기판 구조적 호황

패키지 기판의 구조적 호황 배경으로서, Intel의 Ice Lake와 EMIB 기술이 FC-BGA의 진화를 촉발하고, 이에 맞춰 선두권 일본 업체들이 고부가 서버용 FC-BGA에 집중하기로 하면서 PC용 FC-BGA와 모바일용 FC-CSP의 공급이 축소돼 삼성전기에 우호적인 환경이 조성되고 있다.

목표주가를 15만원으로 상향한다.

삼성전기 3분기 실적 요약

(단위: 억원)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	23,612	19,982	21,243	19,577	22,721	16.1%	-3.8%	20,953	8.4%
기판	4,376	3,818	3,289	3,468	5,110	47.3%	16.8%	4,641	10.1%
컴포넌트	10,268	8,961	8,363	7,867	8,201	4.2%	-20.1%	7,605	7.8%
모듈	8,968	6,873	9,512	8,243	9,410	14.2%	4.9%	8,707	8.1%
영업이익	4,445	2,523	2,425	1,452	1,802	24.1%	-59.5%	1,742	3.4%
영업이익률	18.8%	12.6%	11.4%	7.4%	7.9%	0.5%p	-10.9%p	8.3%	-0.4%p
세전이익	3,687	2,378	2,242	1,192	1,623	36.2%	-56.0%	1,616	0.4%
세전이익률	15.6%	11.9%	10.6%	6.1%	7.1%	1.1%p	-8.5%p	7.7%	-0.6%p
순이익	2,377	1,854	1,298	3,036	1,035	-65.9%	-56.4%	1,164	-11.0%

자료: 삼성전기, 키움증권

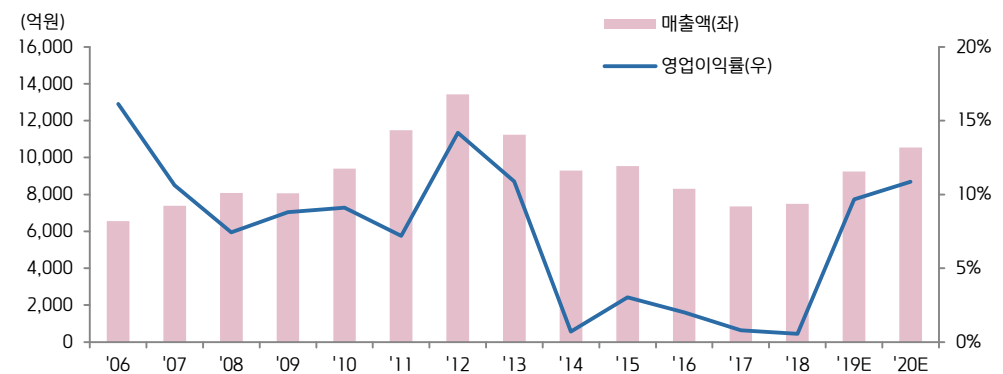
삼성전기 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
매출액	21,243	19,577	22,721	19,726	21,757	21,023	24,110	21,526	81,879	19.7%	83,268	1.7%	88,416	6.2%
기판	3,289	3,468	5,110	4,306	3,725	3,721	5,124	4,466	14,760	2.1%	16,173	9.6%	17,036	5.3%
컴포넌트	8,363	7,867	8,201	7,835	8,069	8,475	9,258	9,120	35,445	51.6%	32,266	-9.0%	34,923	8.2%
모듈	9,512	8,243	9,410	7,586	9,964	8,826	9,728	7,940	30,958	2.8%	34,751	12.3%	36,458	4.9%
영업이익	2,425	1,452	1,802	1,305	1,771	1,827	2,348	1,826	10,576	245.4%	6,983	-34.0%	7,771	11.3%
기판	-235	-226	248	94	-55	-8	319	247	-780	적지	-119	적지	503	흑전
컴포넌트	1,928	1,179	854	816	1,019	1,260	1,359	1,184	10,989	287.8%	4,777	-56.5%	4,823	1.0%
모듈	700	501	701	395	806	575	670	394	616	-35.7%	2,297	273.0%	2,445	6.5%
영업이익률	11.4%	7.4%	7.9%	6.6%	8.1%	8.7%	9.7%	8.5%	12.9%	8.4%p	8.4%	-4.5%p	8.8%	0.4%p
기판	-7.2%	-6.5%	4.8%	2.2%	-1.5%	-0.2%	6.2%	5.5%	-5.3%	-0.3%p	-0.7%	4.5%p	3.0%	3.7%p
컴포넌트	23.0%	15.0%	10.4%	10.4%	12.6%	14.9%	14.7%	13.0%	31.0%	18.9%p	14.8%	-16.2%p	13.8%	-1.0%p
모듈	7.4%	6.1%	7.4%	5.2%	8.1%	6.5%	6.9%	5.0%	2.0%	-1.2%p	6.6%	4.6%p	6.7%	0.1%p

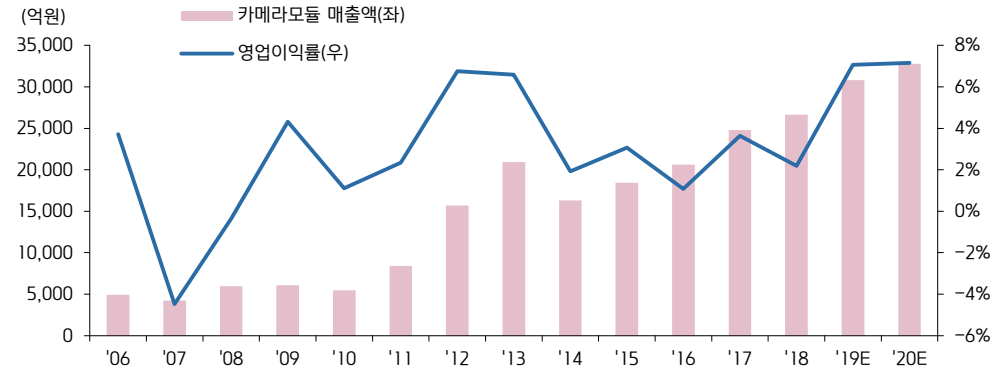
자료: 삼성전기, 키움증권

패키지 기판 실적 추이 및 전망



자료: 삼성전기, 키움증권

카메라모듈 실적 추이 및 전망



자료: 삼성전기, 키움증권

삼성전기 목표주가 산출 내역 (단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-the-Parts	6개월 Forward	비고
영업가치	115,788	Target EV/EBITDA
컴포넌트	67,268	8.5 Peer 그룹 평균
기판	11,439	5.5 Peer 그룹 평균
모듈	37,081	6.0 국내 IT 업종 평균
매도가능금융자산	1,540	
시장성있는 지분증권	1,185	
시장성없는 지분증권	355	장부가 대비 20% 할인
순차입금	6,688	연결 기준 순차입금
적정주주 가치	110,639	
수정발행주식수	75,547	자사주 차감, 우선주 포함
목표주가	146,450	

자료: 키움증권

삼성전기 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	18,355	80,129	84,121	19,726	83,268	88,416	7.5%	3.9%	5.1%
영업이익	1,328	6,946	7,633	1,305	6,983	7,771	-1.7%	0.5%	1.8%
세전이익	1,272	6,322	7,060	1,242	6,299	7,187	-2.3%	-0.4%	1.8%
순이익	916	6,414	5,083	894	6,264	5,175	-2.3%	-2.3%	1.8%
EPS(원)		8,265	6,550		8,072	6,669		-2.3%	1.8%
영업이익률	7.2%	8.7%	9.1%	6.6%	8.4%	8.8%	-0.6%p	-0.3%p	-0.3%p
세전이익률	6.9%	7.9%	8.4%	6.3%	7.6%	8.1%	-0.6%p	-0.3%p	-0.3%p
순이익률	5.0%	8.0%	6.0%	4.5%	7.5%	5.9%	-0.5%p	-0.5%p	-0.2%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	68,385	81,930	80,297	82,834	85,236
매출원가	54,301	58,055	59,824	61,662	63,365
매출총이익	14,084	23,875	20,473	21,172	21,871
판매비	11,022	13,694	13,371	13,651	13,956
영업이익	3,062	10,181	7,102	7,521	7,915
EBITDA	9,368	17,545	15,623	16,529	17,075
영업외손익	-527	-777	-689	-448	-393
이자수익	110	128	167	179	221
이자비용	661	901	810	692	679
외환관련이익	1,692	2,281	1,081	1,081	1,081
외환관련손실	1,664	2,439	1,081	1,081	1,081
종속 및 관계기업손익	80	72	65	65	65
기타	-84	82	-111	0	0
법인세차감전이익	2,535	9,404	6,413	7,073	7,522
법인세비용	763	2,554	1,770	1,768	1,881
계속사업손손익	1,773	6,850	4,643	5,305	5,642
당기순이익	1,773	6,850	7,155	5,305	5,642
지배주주순이익	1,617	6,562	6,479	5,093	5,416
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	13.4	19.8	-2.0	3.2	2.9
영업이익 증감율	1,154.9	232.5	-30.2	5.9	5.2
EBITDA 증감율	48.1	87.3	-11.0	5.8	3.3
지배주주순이익 증감율	999.4	305.8	-1.3	-21.4	6.3
EPS 증감율	999.7	305.7	-1.3	-21.4	6.3
매출총이익율(%)	20.6	29.1	25.5	25.6	25.7
영업이익율(%)	4.5	12.4	8.8	9.1	9.3
EBITDA Margin(%)	13.7	21.4	19.5	20.0	20.0
지배주주순이익율(%)	2.4	8.0	8.1	6.1	6.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	24,788	35,253	40,320	42,281	47,513
현금 및 현금성자산	4,446	10,024	13,249	9,767	4,966
단기금융자산	1,231	2,436	4,821	9,542	18,884
매출채권 및 기타채권	9,135	10,614	10,322	10,648	10,957
재고자산	9,189	11,156	10,853	11,196	11,521
기타유동자산	2,018	3,459	5,896	10,670	20,069
비유동자산	52,886	51,196	51,988	52,727	52,344
투자자산	8,232	2,501	1,057	1,122	1,187
유형자산	41,547	45,580	48,093	48,997	48,740
무형자산	1,495	1,625	1,347	1,118	927
기타비유동자산	1,612	1,490	1,491	1,490	1,490
자산총계	77,674	86,449	92,308	95,008	99,857
유동부채	24,541	25,096	25,086	25,310	25,547
매입채무 및 기타채무	7,521	9,270	9,460	9,884	10,321
단기금융부채	16,713	13,940	13,740	13,540	13,340
기타유동부채	307	1,886	1,886	1,886	1,886
비유동부채	9,818	11,888	10,888	8,888	8,688
장기금융부채	8,976	10,601	9,601	7,601	7,401
기타비유동부채	842	1,287	1,287	1,287	1,287
부채총계	34,359	36,984	35,974	34,198	34,236
지배지분	42,316	48,210	54,404	58,667	63,253
자본금	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880
자본잉여금	10,452	10,452	10,452	10,452	10,452
기타자본	-1,467	-1,467	-1,467	-1,467	-1,467
기타포괄손익누계액	3,353	3,552	4,096	4,096	4,096
이익잉여금	26,098	31,793	37,443	41,706	46,292
비지배지분	998	1,254	1,930	2,142	2,368
자본총계	43,315	49,465	56,334	60,810	65,621

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	7,177	15,587	16,395	14,003	14,541
당기순이익	1,773	6,850	7,155	5,305	5,642
비현금항목의 가감	8,638	13,253	10,869	11,224	11,434
유형자산감가상각비	6,109	7,109	8,244	8,778	8,970
무형자산감가상각비	197	255	277	230	191
지분법평가손익	-80	-72	-65	-65	-65
기타	2,412	5,961	2,413	2,281	2,338
영업활동자산부채증감	-2,653	-3,698	784	-244	-196
매출채권및기타채권의감소	-2,016	-1,645	292	-326	-309
재고자산의감소	-763	-2,759	303	-343	-325
매입채무및기타채무의증가	-992	19	190	425	437
기타	1,118	687	-1	0	1
기타현금흐름	-581	-818	-2,413	-2,282	-2,339
투자활동 현금흐름	-12,323	-6,981	-11,469	-14,238	-17,891
유형자산의 취득	-14,763	-11,952	-10,757	-9,681	-8,713
유형자산의 처분	916	315	0	0	0
무형자산의 순취득	-672	-106	0	0	0
투자자산의감소(증가)	327	5,803	1,509	0	0
단기금융자산의감소(증가)	1,872	-1,205	-2,385	-4,721	-9,342
기타	-3	164	164	164	164
재무활동 현금흐름	1,961	-2,358	-2,849	-3,921	-2,121
차입금의 증가(감소)	3,098	-861	-1,200	-2,200	-400
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-479	-605	-757	-830	-830
기타	-658	-892	-892	-891	-891
기타현금흐름	-327	-670	1,148	674	671.40
현금 및 현금성자산의 순증가	-3,512	5,578	3,225	-3,482	-4,801
기초현금 및 현금성자산	7,958	4,446	10,024	13,249	9,767
기말현금 및 현금성자산	4,446	10,024	13,249	9,767	4,966

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,084	8,457	8,350	6,562	6,979
BPS	54,531	62,126	70,108	75,601	81,511
CFPS	13,415	25,905	23,227	21,300	22,004
DPS	750	1,000	1,100	1,100	1,100
주가배수(배)					
PER	48.0	12.2	11.5	14.6	13.8
PER(최고)	54.9	19.6	14.3		
PER(최저)	23.9	10.5	10.8		
PBR	1.83	1.67	1.37	1.27	1.18
PBR(최고)	2.10	2.67	1.70		
PBR(최저)	0.91	1.43	1.29		
PSR	1.13	0.98	0.93	0.90	0.87
PCFR	7.5	4.0	4.1	4.5	4.4
EV/EBITDA	10.4	5.2	5.1	4.7	4.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	30.8	10.6	11.2	15.1	14.2
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1
ROA	2.3	8.3	8.0	5.7	5.8
ROE	3.8	14.5	12.6	9.0	8.9
ROIC	3.9	13.0	8.5	9.2	9.6
매출채권회전율	8.1	8.3	7.7	7.9	7.9
재고자산회전율	7.8	8.1	7.3	7.5	7.5
부채비율	79.3	74.8	63.9	56.2	52.2
순차입금비율	46.2	24.4	9.4	3.0	-4.7
이자보상배율	4.6	11.3	8.8	10.9	11.7
총차입금	25,689	24,541	23,341	21,141	20,741
순차입금	20,012	12,082	5,271	1,832	-3,109
NOPLAT	9,368	17,545	15,623	16,529	17,075
FCF	-8,882	-641	3,690	4,723	6,187

Compliance Notice

- 당사는 10월 24일 현재 '삼성전기 (009150)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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.

고지사항

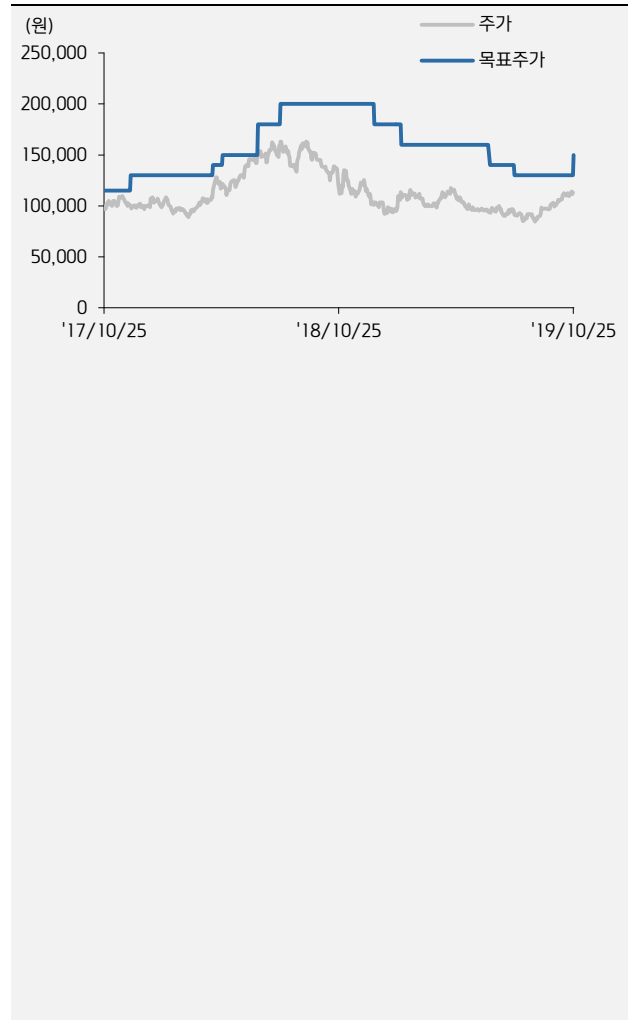
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼성전기 (009150)	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	-31.22	-27.81
	2019/02/26	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-32.53	-27.81
	2019/03/13	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-33.05	-27.81
	2019/03/18	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-33.75	-27.81
	2019/03/29	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-32.62	-26.56
	2019/05/02	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-33.40	-26.56
	2019/05/21	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-33.76	-26.56
	2019/05/28	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-34.69	-26.56
	2019/06/17	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-32.20	-28.64
	2019/07/25	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-29.02	-21.92
	2019/09/23	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-24.92	-12.31
	2019/10/25	BUY(Maintain)	150,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%