

Company Update



조성은
Analyst
sharrison.jo@samsung.com
02 2020 7761

■ AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	110,000원(20.4%)		
현재주가	91,400원		
Bloomberg code	009150 KS		
시가총액	6.9조원		
Shares (float)	74,693,696주 (76.3%)		
52주 최저/최고	69,500원/111,000원		
60일-평균거래대금	619.3억원		
One-year performance	1M	6M	12M
삼성전기 (%)	-3.3	-13.8	+1.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	-0.3	-12.1	-3.8

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	110,000	110,000	0.0%
2012E EPS	5,155	4,763	+8.2%
2013E EPS	5,783	5,223	+10.7%
2014E EPS	6,363	5,725	+11.1%

■ SAMSUNG vs THE STREET

No. of Wisefn estimates	24
Target price vs Wisefn mean	-14.5%
Estimates up/down (4 weeks)	0/2
1yr fwd EPS vs Wisefn mean	-0.9%
Estimates up/down (4 weeks)	8/2
Wisefn recommendation	Buy

삼성전기 (009150)

다시 보자 supply chain

WHAT'S THE STORY?

Event: 3분기에 이어 비수기 4분기 실적 서프라이즈가 예상된다. 2012, 2013년 영업이익을 각 8.5%, 11.3% 상향한다.

Impact: 삼성전자 스마트폰 물량 확대 영향으로 부품별 고른 마진 개선이 돋보인다. 특히 8메가 이상 카메라 모듈의 호실적이 예상되며, TV 부품(파워, 튜너)의 마진 개선도 동반되고 있다. 3분기 영업이익을 기존 예상치 대비 11.7% 상향 조정한 2,013억원으로, 비수기인 4분기 영업이익을 1,478억원으로 서프라이즈를 예상한다.

Action: 투자의견 BUY와 목표주가 110,000원을 유지한다. 실적 서프라이즈에 비해 주가는 지난 1~3개월 동안 tech 대형주들 가운데 가장 underperform하고 있고, 현재의 12개월 포워드 valuation (P/B 1.7배, P/E 16.1배)은 역사적 하단에 위치하고 있다. 목표수익률을 높게 제시하지 않지만, 스마트폰 supply chain의 마진 스퀴즈 우려감이 상당수 반영되고 있어 downside 리스크가 적을 것으로 본다.

THE QUICK VIEW

실적 서프라이즈와 주가 하락: 3분기 실적 기대감은 이미 서프라이즈 수준이고, 4분기 전망도 점차 상향될 가능성이 높다. 그러나, 주가는 지난 1개월(-3.3%), 3개월(-10.8%) 동안 KOSPI를 하회하고 있다. 왜 그럴까? 첫째, 삼성전기 3분기 무선 실적 peak에 따른 전반적인 supply chain의 부정적인 영향에 대한 우려를 반영하고 있다. 둘째, 삼성전기 3분기 실적에 대한 기대감이 상당수 높아졌다는 데 있다. 삼성전기 분기별 실적 향상이 주가에 대한 catalyst로 작용한다고 보기 어렵다는 반증이다. 또한 역사적으로 부품업종의 비수기인 4분기에 삼성전기 주가는 모멘텀이 약했다는 점을 기억할 필요가 있다.

향후 주가 catalyst는 무엇일까?: 삼성전자 무선 사업의 지속적인 실적 모멘텀을 통해 supply chain의 부정적인 영향에 대한 우려감이 해소되어야 한다. 우리는 high-end 스마트폰의 마진 peak out으로, 스마트폰 supply chain의 호황 사이클의 지속성에 대하여 의문을 갖고 있었다. 그러나 애플의 하드웨어 지배력 약화와 해외 경쟁사(노키아, HTC, RIM 등)들의 급격한 물량 감소를 볼 때, 시장의 우려와 달리 삼성전자 무선 사업부의 지배력이 새삼 부각될 가능성이 높다. 즉, high-end 스마트폰 산업의 성장성은 둔화되고 있으나, 삼성전자와 관련 supply chain에게는 기대 이상의 긍정적 환경이 도래하고 있다는 점을 주목해야 한다고 본다.

매수 시점: Downside 리스크는 적다고 본다. 시장의 우려감인 스마트폰 업계 재편은 삼성전자에게 절대적으로 유리하게 전개되고 있기 때문에, supply chain의 부정적인 영향에 대한 우려감이 실현될 가능성이 낮아졌다. 따라서 3분기 어닝 서프라이즈에 이어, 비수기인 4분기에도 컨센서스(영업이익 1,470억원)는 크게 상향될 가능성이 높다. 또한 4분기 전통적인 tech 세트 업체들의 tight한 재고 조정 폭이 크지 않을 가능성도 높다.

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	6,031.8	7,618.3	8,333.5	8,966.9
순이익 (십억원)	392.4	449.2	503.9	554.4
EPS (adj) (원)	3,472	5,155	5,783	6,363
EPS (adj) growth (%)	(11.9)	48.5	12.2	10.0
EBITDA margin (%)	17.6	17.6	17.5	17.2
ROE (%)	10.2	11.0	11.2	11.2
P/E (adj) (배)	26.3	17.7	15.8	14.4
P/B (배)	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA (배)	7.5	6.0	5.4	4.9
Dividend yield (%)	0.8	0.8	0.8	0.8

자료: 삼성증권 추정

그림 1. 삼성전기 주가 추이



자료: 삼성증권

표 1. 역사적 P/B 주요 고저점과 평균치

(배)	현재	1년	3년	5년
평균	1.7	1.9	2.3	2.0
최저		1.4	1.3	0.9
최고		2.2	3.6	3.6

자료: 삼성증권 추정

표 2. 역사적 P/E 주요 고저점과 평균치

(배)	현재	1년	3년	5년
평균	16.3	17.9	17.5	17.5
최저		13.9	12.9	12.9
최고		20.6	21.5	21.5

자료: 삼성증권 추정

표 3. 삼성전기 실적 전망 (변경 후)

(십억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
매출액	1,398	1,399	1,571	1,664	1,748	1,908	2,040	1,923	1,846	2,083	2,282	2,123	6,032	7,618	8,334
LCR	430	433	428	399	440	473	493	446	468	518	555	496	1,689	1,853	2,037
ACI	351	377	415	459	501	555	572	551	546	620	648	623	1,602	2,179	2,437
CDS	440	382	392	426	382	394	416	426	366	417	464	428	1,640	1,619	1,675
OMS	177	208	337	379	424	486	559	499	467	528	614	575	1,101	1,968	2,185
영업이익	73	94	81	99	107	156	201	147	138	181	213	139	346	611	671
LCR	61	58	45	26	28	43	63	40	46	61	72	43	189	174	222
ACI	8	31	19	43	48	72	74	61	56	79	83	55	100	254	273
CDS	6	(3)	5	13	13	18	24	21	13	15	25	12	21	77	65
OMS	(3)	8	12	17	18	24	40	25	23	25	33	29	35	106	110
순이익	66	75	64	68	80	125	138	107	102	144	154	104	273	449	504

참고: IFRS 연결회계기준 적용, LED사업부 실적 제외 (2012년 4월 1일 매각)

자료: 삼성전기, 삼성증권 추정

표 4. 삼성전기 실적 전망 (변경 전)

(십억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
매출액	1,398	1,399	1,571	1,664	1,748	1,908	2,022	1,999	1,846	2,083	2,263	2,180	6,032	7,678	8,372
LCR	430	433	428	399	440	473	493	445	468	518	555	483	1,689	1,851	2,024
ACI	351	377	415	459	501	555	589	547	546	620	667	610	1,602	2,192	2,443
CDS	440	382	392	426	382	394	416	426	366	417	464	428	1,640	1,619	1,675
OMS	177	208	337	379	424	486	524	581	467	528	576	659	1,101	2,015	2,230
영업이익	73	94	81	99	107	156	180	120	116	161	195	131	346	563	603
LCR	61	58	45	26	28	43	54	34	32	45	55	35	189	159	167
ACI	8	31	19	43	48	72	75	45	56	79	87	54	100	239	276
CDS	6	(3)	5	13	13	18	20	12	13	15	25	12	21	64	65
OMS	(3)	8	12	17	18	24	31	29	16	21	28	30	35	101	96
순이익	66	75	64	68	80	125	123	88	87	129	141	98	273	415	455

참고: IFRS 연결회계기준 적용, LED사업부 실적 제외 (2012년 4월 1일 매각)

자료: 삼성전기, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	5,651	6,032	7,618	8,334	8,967
매출원가	4,482	5,050	6,123	6,696	7,231
매출총이익	1,169	981	1,495	1,638	1,736
(매출총이익률, %)	21	16	20	20	19
판매 및 일반관리비	704	704	884	967	1,041
영업이익	498	321	611	671	695
(영업이익률, %)	9	5	8	8	8
순금융이익	(31)	(35)	(35)	(35)	(33)
순외환이익	0	0	0	0	0
순지분법이익	0	0	0	0	0
기타	102	78	46	47	59
세전이익	569	364	622	683	721
법인세	133	56	173	179	166
(법인세율, %)	23	15	28	26	23
순이익	667	392	449	504	554
(순이익률, %)	12	7	6	6	6
영업순이익*	306	269	400	449	494
(영업순이익률, %)	5	4	5	5	6
EBITDA	1,120	1,063	1,340	1,457	1,543
(EBITDA 이익률, %)	20	18	18	17	17
EPS (원)	8,592	5,056	5,788	6,493	7,144
수정 EPS (원)**	3,940	3,472	5,155	5,783	6,363
주당배당금 (보통, 원)	1,000	750	750	750	750
주당배당금 (우선, 원)	1,050	800	800	800	800
배당성향 (%)	14	17	15	13	12

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동에서의 현금흐름	965	489	808	1,090	1,193
순이익	667	392	449	504	554
유·무형자산 상각비	519	664	683	740	790
순외환관련손실 (이익)	(2)	(2)	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	(3)	1	0	0	0
Gross Cash Flow	1,386	1,234	1,132	1,225	1,328
순운전자본감소 (증가)	(322)	(675)	(313)	(141)	(125)
기타	(100)	(70)	(11)	7	(10)
투자활동에서의 현금흐름	(1,200)	(976)	(873)	(934)	(934)
설비투자	(1,088)	(1,070)	(846)	(917)	(912)
Free cash flow	(123)	(581)	(38)	174	281
투자자산의 감소(증가)	(115)	96	(1,444)	(0)	(4)
(배당금***)					
기타	3	(2)	1,417	(17)	(18)
재무활동에서의 현금흐름	(80)	301	(81)	61	68
차입금의 증가(감소)	62	458	(91)	94	84
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(68)	(88)	(58)	(58)	(58)
기타	(74)	(69)	68	25	42
현금증감	(393)	(169)	(146)	218	327
기초현금	1,089	695	526	380	598
기말현금	695	526	380	598	925

참고: * 일회성 항목 제외
 ** 완전 회석, 일회성 항목 제외
 *** 지분법증권으로부터의 배당
 자료: 삼성전기, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	2,476	3,697	2,560	2,983	3,490
현금 및 현금등가물	695	526	380	598	925
매출채권	744	826	1,044	1,142	1,229
재고자산	752	760	961	1,051	1,131
기타	284	1,584	175	192	206
비유동자산	4,360	3,632	5,231	5,408	5,538
투자자산	1,591	1,274	2,718	2,719	2,723
(지분법증권)	61	41	41	41	41
유형자산	2,619	2,278	2,452	2,638	2,769
무형자산	90	56	52	48	45
기타	59	23	9	3	1
자산총계	6,836	7,329	7,791	8,391	9,029
유동부채	1,819	2,711	2,827	3,015	3,181
매입채무	376	397	501	548	590
단기차입금	756	796	1,005	1,099	1,183
기타 유동부채	686	1,519	1,321	1,368	1,409
비유동부채	1,215	742	697	664	639
사채 및 장기차입금	953	495	495	495	495
기타 장기부채	262	247	202	169	145
부채총계	3,033	3,453	3,524	3,678	3,820
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,046	1,046	1,046	1,046	1,046
이익잉여금	1,276	1,529	1,871	2,261	2,697
기타	765	545	545	545	545
자본총계	3,803	3,876	4,267	4,712	5,208
순부채	880	1,041	1,090	963	718
주당장부가치 (원)	43,720	44,549	48,986	54,069	59,725

재무비율

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
증감률 (%)					
매출액	1.8	6.7	26.3	9.4	7.6
영업이익	7.1	(35.6)	90.4	9.8	3.6
세전이익	31.9	(36.1)	70.8	9.8	5.5
순이익	37.0	(29.3)	45.6	12.2	10.0
영업순이익*	8.5	(11.9)	48.5	12.2	10.0
EBITDA	30.5	(5.1)	26.2	8.7	5.9
수정 EPS**	8	(12)	48	12	10
비율 및 회전					
ROE (%)	20.2	10.2	11.0	11.2	11.2
ROA (%)	10.8	5.5	5.9	6.2	6.4
ROIC (%)	8.2	5.5	8.2	8.7	9.0
순부채비율 (%)	23.1	26.9	25.5	20.4	13.8
이자보상배율 (배)	13.2	8.7	15.4	16.7	16.6
매출채권 회수기간 (일)	44.9	47.5	44.8	47.9	48.2
매입채무 결제기간 (일)	22.5	23.4	21.5	23.0	23.2
재고자산 보유기간 (일)	39.9	45.8	41.2	44.0	44.4
Valuations (배)					
P/E	31.5	26.3	17.7	15.8	14.4
P/B	2.8	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.2	7.5	6.0	5.4	4.9
EV/EBIT	17.1	19.9	12.2	11.0	10.1
배당수익률 (보통, %)	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8

■ Compliance Notice

- 당사는 10월 22일 현재 삼성전자, 삼성전기와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 당사는 10월 22일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 10월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2010/10/25	2011/4/27	7/26	2012/5/24	6/29	10/4
투자의견	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY
TP (원)	145,000	135,000	98,000	135,000	120,000	110,000

• 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★★ (매수★★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
- SELL★★★★ (매도★★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★★, BUY★★★, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★★)로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상