

삼성전기(009150)

BUY / TP 125,000원

예열 중인 Galaxy S4 엔진에 승차할 때

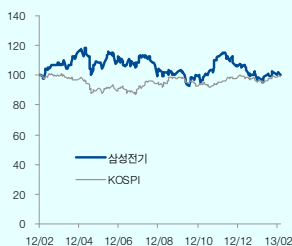
Analyst 노근창
02) 3787-2301
greg@hmcib.com

- 3대 악재 대부분 주가에 충분히 반영된 상태 / 3월부터 Galaxy S4 모멘텀 본격적으로 장착 중
- High End 스마트폰 부품 업체로서 Galaxy S4가 반가운 이유는 Embedded FC CSP, Camera Module, HDI
- 9만원 아래에서 저점 확인 / 삼성 스마트폰 부품주들과의 주가 Performance 격차 줄어들 전망

현재주가 (3/4)	93,900원
상승여력	33.1%
시가총액	7,014십억원
발행주식수	74,694천주
자본금/액면가	388십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	111,000원/86,800원
일평균 거래대금 (60일)	47십억원
외국인지분율	22.17%
주요주주	삼성전자 외 4인 23.71%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	3.4 -12.2 -1.5
상대주가(%p)	0.3 -15.6 -6.7
당사추정 EPS (2012)	5,869원
컨센서스 EPS (2012)	6,102원
컨센서스 목표주가	132,455원

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	5,651	498	555	1,017	7,386	99.7	16.8	2.8	10.4	18.3
2011	6,032	321	349	984	4,648	-37.1	16.7	1.7	7.4	10.0
2012	7,913	581	441	1,106	5,869	26.3	16.9	2.1	7.7	11.9
2013F	9,351	736	552	1,355	7,360	25.4	12.8	1.8	6.2	13.2
2014F	10,121	911	659	1,632	8,794	19.5	11.1	1.6	5.1	14.0

* K-IFRS 연결 기준

3대 악재 대부분 주가에 기 반영 / 3월부터 Galaxy S4 모멘텀 본격적으로 장착 중

삼성전기에 대해 6개월 목표주가 125,000원 (2013년 BPS에 P/B 2.3배 적용치와 P/E 15배 적용치의 산술 평균치)에 투자 의견 매수를 유지한다. 삼성전기 주가는 3가지 악재 (엔화 약세에 따른 일본 경쟁사들의 수익성 개선, FC-BGA 실적 악화, 부진한 4분기 실적과 계절적 비수기인 1분기 실적)로 인해 12월부터 시장 수익률을 15.6% 하회하였다. 하지만 3대 악재 대부분이 현재 주가에 충분히 반영된 것으로 판단된다. 먼저, 엔화 약세로 인해 일본 경쟁 기업들의 수익성이 개선되고 있지만, 수년간 진행된 엔화 강세에 따른 경쟁력 저하로 인해 엔화 약세를 시장 점유율 확대를 위한 가격 인하보다는 자체적인 수익성 개선에 활용하고 있으며, 실질적으로 초소형 & 고용량 MLCC, FC-CSP 시장에서 엔화 약세를 가격 인하로 활용하는 일본 부품 회사들의 움직임은 포착되지 않고 있다. 무엇보다도 스마트폰 부품의 경우 삼성전자와 Apple에 납품하는 회사가 3~4개사로 압축되면서 납품 업체간의 가격 경쟁이 줄어들고 있는 상황이다. 둘째, Intel향 FC-BGA의 수익성은 아직 회복되고 있지 않지만 이미 동사의 2013년 실적 전망치에 충분히 반영된 상태이며, Smart PC를 중심으로 Notebook 수요는 점진적으로 회복될 것으로 보인다. 마지막으로 1분기의 계절적인 실적 악화도 이미 반영되었고, 3월부터 Galaxy S4 관련 부품 수주가 본격화 되고 있다는 점에서 1분기 계절적인 이익 감소의 부정적인 영향은 미미할 것으로 보인다.

Galaxy S4 모멘텀이 High End 스마트폰 부품업체에게 즐거운 이유

동사의 핵심 제품은 일반 범용 제품보다는 High End 스마트폰 중심으로 재편되었다. MLCC도 스마트폰과 Tablet PC용 초소형 & 고용량 제품 (1μF에 0603 Size, 향후 2.2 μF 제품비중 확대)이 핵심 Cash Cow이며, FC-CSP도 가격이 일반 FC-CSP 대비 30% 이상 높은 Embedded FC-CSP가 Quad Core 제품을 중심으로 확대 (Quad Core 제품에서 MLCC의 또 다른 역할은 AP의 Noise를 잡아주는 역할을 수행) 되고 있다. Camera Module은 Galaxy S4에서 8Mega 대비 30% 이상 가격이 비싼 13Mega를 장착할 것으로 예상되고, 여기에 HDI도 10% 이상 가격이 비싼 All Layer IVH를 장착할 것으로 전망된다. High End 스마트폰 부품 업체로서 Galaxy S4 출시가 반가운 이유다.

삼성 스마트폰 부품업체와의 주가 Performance 격차 줄어들 전망

삼성전기는 국내 스마트폰 부품 업체들 중에서 High End 스마트폰 부품 비중이 가장 높은 회사이다. Camera Module도 8 Mega 시장은 동사가 지배하고 있다. 특히, 삼성전자가 삼성광통신을 합병한 것은 행정 상의 이유이지 절대 동사를 견제할 목적이 아니다. 여기에 Embedded FC-CSP는 FC-CSP 기판에 MLCC 실장을 위한 Hole을 뚫은 이후 실장 해야 하는 것 때문에 불량률이 높고 기술 진입 장벽도 크다. 이러한 기술적 요인에 따라 동사는 그 만큼의 가격 Premium을 받고 있다. 또한 MLCC도 기존 1 μ F보다 가격 Premium이 큰 2.2 μ F 제품 비중을 높이고 있다. 동사가 High End 스마트폰 부품에 치중함에 따라 시장 규모가 커지고 있는 Tablet PC 비중이 낮다는 점은 단점이지만, 최근 들어서 Tablet PC도 8Mega Camera Module과 IVH를 장착하는 제품이 늘고 있다는 점에서 Tablet PC 모델도 조만간에 가시화될 것으로 보인다. 여기에 동사는 규모의 경제 효과를 누리기 위해 중저가 스마트폰 부품 Capa 확대도 검토하고 있는 점이 긍정적인데, 동사의 주가는 삼성전자 주요 스마트폰 부품 업체들 대비 부진하였지만, 3월부터 실적 모멘텀이 강하게 상승하고 있다는 점에서 중저가 스마트폰 부품 비중이 높은 중소 부품 업체들과의 주가 Performance 격차는 점진적으로 줄어들 것으로 보인다.

〈표1〉 기본 가정

(십억원)

		2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2013F	
산업수요	PC 출하량 증가율 (YoY)	0.9%	2.3%	-2.2%	-7.8%	2.3%	-1.5%	-2.4%	-2.5%	-2.3%	-1.8%	-2.3%	
	휴대폰 출하량 증가율 (YoY)	17.5%	-2.0%	-2.3%	-3.1%	2.9%	-1.0%	8.6%	8.6%	8.6%	-2.8%	5.4%	
	LCD TV 출하량 증가율 (YoY)	7.5%	-3.1%	-1.5%	3.1%	4.9%	1.3%	6.3%	7.7%	4.7%	6.5%	6.2%	
	PC 출하액 증가율 (YoY)	-10.9%	-10.5%	-12.1%	-15.6%	-4.0%	-10.6%	-6.7%	-6.8%	-6.5%	-6.1%	-6.5%	
	휴대폰 출하액 증가율 (YoY)	21.1%	0.5%	0.3%	-0.6%	5.5%	1.5%	7.5%	7.4%	8.0%	3.0%	5.3%	
	LCD TV 출하액 증가율 (YoY)	1.1%	-3.7%	-2.5%	-0.1%	4.2%	-0.1%	3.8%	-2.1%	-1.1%	0.5%	0.2%	
삼성전기	LCR	MLCC 출하량 (십억개)	555	140	155	164	156	614	148	188	216	217	769
		MLCC ASP변화율 (USD,QoQ)	-19.2%	12.3%	-3.4%	4.1%	0.0%	-0.4%	-0.5%	-2.0%	-5.0%	-5.0%	-5.1%
	ACI	HDI 매출액 (십억원)	440	160	200	233	226	819	167	194	235	274	870
		FC-BGA 매출액 (십억원)	355	125	133	111	52	422	60	71	77	89	298
	OMS	Camera Module 매출액 (십억원)	828	335	335	511	455	1,635	516	575	619	600	2,311
	원/달러 환율 (평균)		1,108	1,131	1,152	1,133	1,090	1,127	1,056	1,045	1,040	1,037	1,045
원/달러 환율 (7월)		1,153	1,132	1,145	1,114	1,071	1,071	1,061	1,056	1,047	1,045	1,045	

자료 : 삼성전기, HMC투자증권

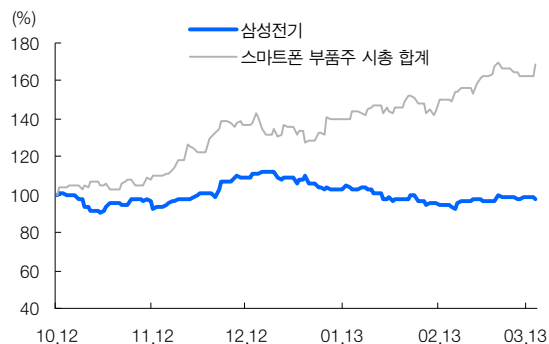
〈표2〉 분기별 실적 전망

(십억원)

		2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2013F
LCR	매출액	1,689.2	440.5	473.3	512.2	472.4	1,898.4	449.9	526.5	571.1	544.2	2,091.8
	영업이익	149.2	25.6	44.2	48.5	39.7	158.0	31.5	47.4	57.1	49.0	185.0
	영업이익률	8.8%	5.8%	9.3%	9.5%	8.4%	8.3%	7.0%	9.0%	10.0%	9.0%	8.8%
CDS	매출액	1,639.7	382.5	393.7	477.8	485.9	1,739.9	421.8	485.7	546.4	621.6	2,075.4
	영업이익	29.6	7.7	13.8	20.5	13.6	55.6	6.3	24.3	30.0	24.9	85.5
	영업이익률	1.8%	2.0%	3.5%	4.3%	2.8%	3.2%	1.5%	5.0%	5.5%	4.0%	4.1%
ACI	매출액	1,601.9	500.7	555.3	530.0	515.9	2,101.9	473.5	552.1	598.4	685.1	2,309.1
	영업이익	112.2	49.7	70.7	70.3	68.0	258.7	56.4	74.7	83.4	82.6	297.1
	영업이익률	7.0%	9.9%	12.7%	13.3%	13.2%	12.3%	11.9%	13.5%	13.9%	12.1%	12.9%
OMS	매출액	1,100.9	424.0	485.7	663.1	599.9	2,172.7	609.9	733.3	779.0	752.5	2,874.6
	영업이익	29.9	11.8	28.1	44.7	23.7	108.2	21.6	50.8	55.9	39.9	168.1
	영업이익률	2.7%	2.8%	5.8%	6.7%	4.0%	5.0%	3.5%	6.9%	7.2%	5.3%	5.8%
Total	매출액	6,031.6	1,747.7	1,908.0	2,183.1	2,074.1	7,912.9	1,955.2	2,297.6	2,494.9	2,603.3	9,350.9
	영업이익	320.9	94.8	156.7	184.0	145.0	580.5	115.8	197.1	226.5	196.3	735.7
	영업이익률	5.3%	5.4%	8.2%	8.4%	7.0%	7.3%	5.9%	8.6%	9.1%	7.5%	7.9%
	세전이익	448.0	88.8	183.0	190.9	148.6	611.4	117.5	197.1	226.4	197.3	738.2
	지배주주 순이익	349.5	69.5	135.2	139.1	96.9	440.6	85.8	139.8	178.7	147.8	552.1

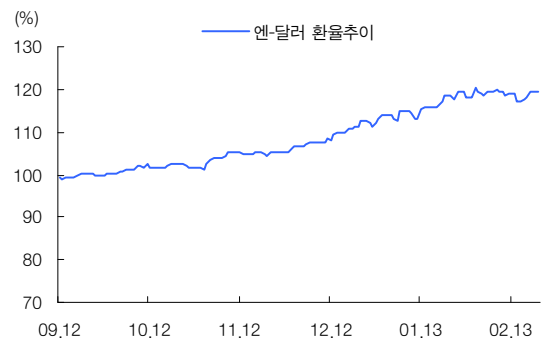
자료 : 삼성전기, HMC투자증권

〈그림1〉 삼성전기와 주요 부품 업체 주가 Performance



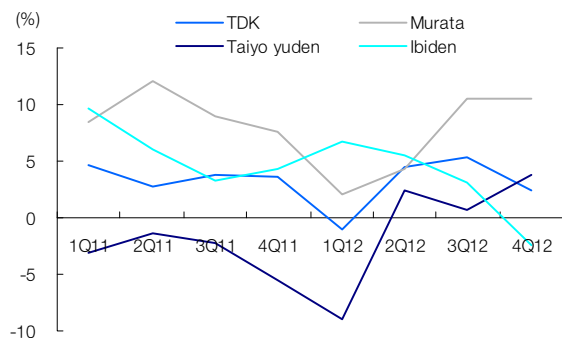
주 : 스마트폰 부품 기업 6개 사 시총 합계
(대덕GDS, 파트론, 이녹스, 플렉스컴, 비에이치, K히바텍)
자료 : HMC투자증권

〈그림2〉 Yen / USD 환율 추이



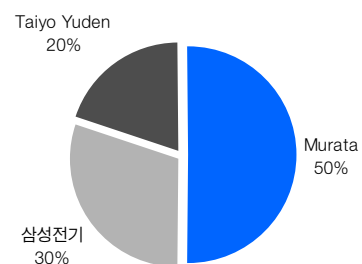
자료 : Bloomberg

〈그림3〉 주요 일본 부품 업체 분기별 영업이익률 추이



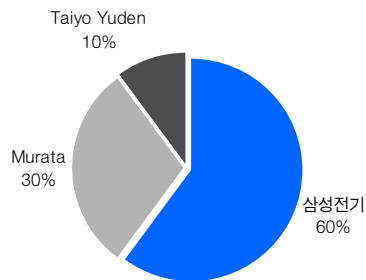
자료 : 각 사, CY 기준

〈그림4〉 Apple 내 초소형 & 고용량 MLCC 업체 M/S



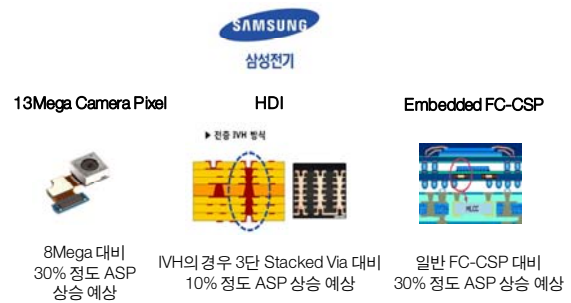
자료 : HMC투자증권

〈그림5〉 삼성 내 초소형 & 고용량 MLCC 업체 M/S



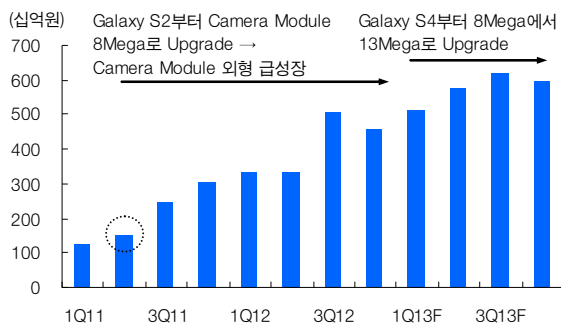
자료 : HMC투자증권

〈그림6〉 Galaxy S4와 동사의 핵심 부품



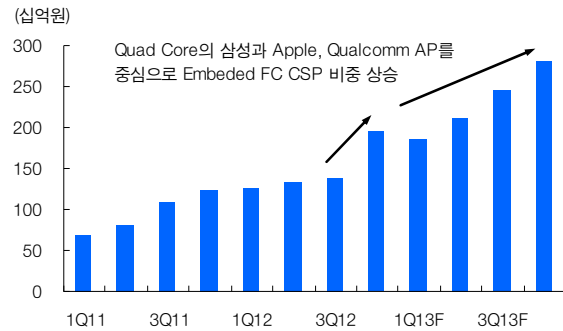
자료 : HMC투자증권

〈그림7〉 Camera Module 매출액 추이



자료 : 삼성전기, HMC투자증권

〈그림8〉 FC-CSP 매출액 추이



자료 : 삼성전기, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012	2013F	2014F
매출액	5,651	6,032	7,913	9,351	10,121
증가율 (%)	1.8	6.7	31.2	18.2	8.2
매출원가	4,482	5,050	6,524	7,664	8,187
매출원가율 (%)	79.3	83.7	82.4	82.0	80.9
매출총이익	1,169	981	1,389	1,687	1,933
매출이익률 (%)	20.7	16.3	17.6	18.0	19.1
증가율 (%)	-0.5	-16.1	41.5	21.4	14.6
판매관리비	704	704	808	951	1,022
판매비율 (%)	12.5	11.7	10.2	10.2	10.1
EBITDA	1,017	984	1,106	1,355	1,632
EBITDA 이익률 (%)	18.0	16.3	14.0	14.5	16.1
증가율 (%)	20.8	-3.2	12.3	22.5	20.5
영업이익	466	278	580	736	911
영업이익률 (%)	8.2	4.6	7.3	7.9	9.0
증가율 (%)	0.2	-40.3	108.9	26.7	23.8
영업외손익	71	43	6	2	-33
금융수익	15	11	26	46	10
금융비용	45	46	48	44	44
기타영업외손익	102	78	28	0	0
중속/관계기업관련손익	0	0	-4	0	0
세전계속사업이익	569	364	583	738	878
세전계속사업이익률	10.1	6.0	7.4	7.9	8.7
증가율 (%)	31.9	-36.1	60.1	26.6	18.9
법인세비용	133	56	164	186	218
계속사업이익	436	308	419	553	660
중단사업이익	230	84	27	0	0
당기순이익	667	392	446	553	660
당기순이익률 (%)	11.8	6.5	5.6	5.9	6.5
증가율 (%)	109.3	-41.1	13.7	23.9	19.4
지배주주지분 순이익	555	349	441	552	659
비지배주주지분 순이익	112	43	5	1	1
기타포괄이익	389	-237	28	0	0
총포괄이익	1,056	155	474	553	660

(단위: 십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	965	489	1,429	1,224	1,846
당기순이익	667	392	446	553	660
유형자산 상각비	508	648	508	603	707
무형자산 상각비	12	15	17	16	14
외환손익	-2	-2	-14	0	0
운전자본의 감소(증가)	-322	-675	362	9	422
기타	103	110	109	44	44
투자활동으로인한현금흐름	-1,200	-976	-1,133	-1,364	-1,648
투자자산의 감소(증가)	-625	317	-376	-421	-428
유형자산의 감소	48	170	40	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,136	-1,240	-997	-923	-1,200
기타	513	-223	199	-20	-21
재무활동으로인한현금흐름	-80	301	-208	-102	-102
장기차입금의 증가(감소)	461	-120	200	0	0
사채의증가(감소)	0	-299	0	0	0
자본의 증가	-85	0	-1	0	0
배당금	-68	-88	-58	-58	-58
기타	-388	809	-349	-44	-44
기타현금흐름	-78	16	42	0	0
현금의증가(감소)	-393	-169	129	-242	96
기초현금	1,089	695	526	655	413
기말현금	695	526	655	413	509

(단위: 십억원)

재무상태표	2010	2011	2012	2013F	2014F
유동자산	2,476	3,697	3,142	3,442	3,242
현금성자산	695	526	655	413	509
단기투자자산	140	27	80	100	121
매출채권	744	826	1,077	1,352	1,256
재고자산	752	760	830	1,041	1,256
기타유동자산	144	1,557	500	536	100
비유동자산	4,360	3,632	4,571	5,296	6,203
유형자산	2,619	2,278	2,635	2,955	3,448
무형자산	90	56	265	249	235
투자자산	1,591	1,274	1,650	2,071	2,499
기타비유동자산	59	23	21	21	21
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,836	7,329	7,713	8,738	9,445
유동부채	1,819	2,711	2,310	2,656	2,573
단기차입금	756	796	803	803	803
매입채무	376	397	496	623	752
유동성장기부채	0	300	150	150	150
기타유동부채	686	1,219	860	1,079	868
비유동부채	1,215	742	1,412	1,597	1,785
사채	299	0	0	0	0
장기차입금	654	495	687	687	687
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	262	247	725	910	1,098
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,033	3,453	3,722	4,253	4,358
지배주주지분	3,475	3,507	3,922	4,416	5,017
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,046	1,046	1,045	1,045	1,045
자본조정 등	-10	-6	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	774	551	602	602	602
이익잉여금	1,276	1,529	1,889	2,383	2,984
비지배주주지분	328	368	69	69	70
자본총계	3,803	3,876	3,991	4,485	5,086

(단위: 원배,%)

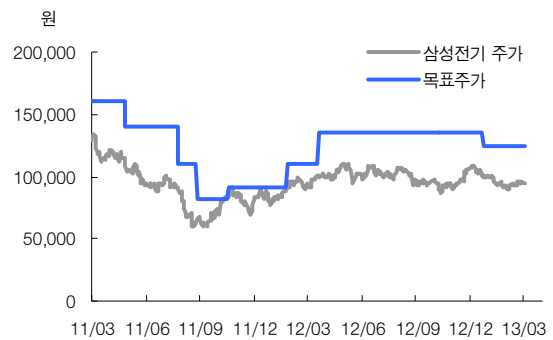
주요투자지표	2010	2011	2012	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	8,886	5,223	5,941	7,368	8,803
EPS(지배순이익 기준)	7,386	4,648	5,869	7,360	8,794
BPS(자본총계 기준)	47,841	49,221	48,015	54,586	62,523
BPS(지배자본 기준)	43,618	44,473	47,131	53,695	61,623
DPS	1,000	750	750	750	750
PER(당기순이익 기준)	14.0	14.9	16.7	12.8	11.0
PER(지배순이익 기준)	16.8	16.7	16.9	12.8	11.1
PBR(자본총계 기준)	2.6	1.6	2.1	1.7	1.5
PBR(지배자본 기준)	2.8	1.7	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA(Reported)	10.4	7.4	7.7	6.2	5.1
배당수익률	0.8	1.0	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	109.8	-41.2	13.8	24.0	19.5
EPS(지배순이익 기준)	99.7	-37.1	26.3	25.4	19.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	20.2	10.2	11.3	13.0	13.8
ROE(지배순이익 기준)	18.3	10.0	11.9	13.2	14.0
ROA	10.8	5.5	5.9	6.7	7.3
안정성 (%)					
부채비율	79.8	89.1	93.3	94.8	85.7
순차입금비율	23.0	26.8	22.7	25.1	19.9
이자보상배율	11.0	7.0	12.0	16.9	20.9

* K-IFRS 연결 기준

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
10/12/29	BUY	160,000원	12/01/30	BUY	110,000원
11/01/26	BUY	160,000원	12/02/13	BUY	110,000원
11/03/28	BUY	160,000원	12/03/21	BUY	135,000원
11/04/27	BUY	140,000원	12/04/30	BUY	135,000원
11/06/02	BUY	140,000원	12/06/19	BUY	135,000원
11/06/27	BUY	140,000원	12/07/27	BUY	135,000원
11/07/27	BUY	110,000원	12/09/14	BUY	135,000원
11/08/29	BUY	82,000원	12/10/10	BUY	135,000원
11/10/19	HOLD	92,000원	12/10/26	BUY	135,000원
11/10/28	HOLD	92,000원	12/12/26	BUY	125,000원
11/11/07	HOLD	92,000원	13/02/01	BUY	125,000원
12/01/03	HOLD	92,000원	13/03/05	BUY	125,000원

▶ 최근 2년간 삼성전기 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 노근창의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ HMC투자증권의 종목투자자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
- HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.