기업브리프

키움증권

☑ 투자 아이디어

2013. 3. 22

삼성전기 (009150)

환율 우려를 버리면 반등이 보인다

BUY(Maintain)

목표주가: 140,000원

주가(3/21): 96,000원

시가총액: 72,523억원

전기전자

Analyst 김지산

02) 3787-4862 jisan@kiwoom.com

RA 홍정표

02) 3787-5179 jphong@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/21)		1,950.82pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	111,000원	86,800원
등락률	-13.5%	10.6%
수익률	절대	상대
1M	0.5%	3.8%
6M	1.6%	4.3%
1Y	-4.5%	-0.7%

Company Data

발행주식수		77,601천주
일평균 거래량(3M)		433천주
외국인 지분율		20.8%
배당수익률(12E)		1.1%
BPS(12E)		57,481원
주요 주주	삼성전자	23.7%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2011	2012	2013E	2014E
매출액	60,318	79,128	86,849	92,321
보고영업이익	2,778	5,805	7,001	7,765
핵심영업이익	2,778	5,805	7,001	7,765
EBITDA	9,415	10,993	12,510	13,542
세전이익	3,640	5,834	7,074	7,774
순이익	3,924	4,520	5,806	6,381
지배주주지분순이익	3,495	4,408	5,662	5,683
EPS(원)	4,503	5,680	7,296	7,323
증감률(%YoY)	-37.0	26.1	28.4	0.4
PER(배)	17.3	17.5	13.2	13.1
PBR(배)	1.7	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	8.1	7.7	6.4	6.1
보고영업이익률(%)	4.6	7.3	8.1	8.4
핵심영업이익률(%)	4.6	7.3	8.1	8.4
ROE(%)	10.2	11.5	13.6	13.2
순부채비율(%)	26.8	20.4	12.2	1.3

Price Trend

갤럭시 S4 부품주 가운데 삼성전기 주가만 소외됐다. 카메라 모듈, FC-CSP, HDI, MLCC 등 전방위적 수혜가 예상됨에도 불구하고 아이러니다. 그만큼 엔화 약세에 따른 우려가 컸기 때문이다. 이에 대해 3월 들어 환율 여건이 우호적으로 바뀌고 있다. 그렇다면 다시 펀더멘탈을 주목해야 한다. 올해 FC-CSP, 카메라 모듈, HDI 모두 질적 도약을 통해 판가가 오른다. 출하량은 두말할 나위가 없다.

>>> 환율 우려 과도

삼성전자 스마트 모바일 단말기 호조의 대표적 수혜 업체임에도 불구하고, 올해 들어 주가 수익률이 부진했던 것은 엔화 약세에 대한 우려가 지배적이었기 때문이다. 이에 대해 최근 엔화 약세 속도가 둔화되는 동시에 원/엔 환율이 상승 반전하는 등 환율 여건이 우호적으로 변경되고 있고, 일본 업체들과 경합도가 가장 큰 MLCC의 수익성과 판가가 안정적으로 유지되고 있어 환율에 대한 우려가 과도했다고 판단된다.

그렇다면 다시 펀더멘탈을 주목해야 할 때다.

2분기는 삼성전자 갤럭시 S4용 부품 출하 효과가 극대화되고, Set 수요의 계절적 회복기에 접어들면서 강한 실적 모멘텀이 기대된다. 동사 영업이익은 1분기 1,164억원(QoQ -20%)에서 2분기는 1,811억원(QoQ 56%)으로 호전될 것이다.

>>> P와 Q가 모두 개선되는 구간

동사 실적 전망에 대해 긍정적 시각을 유지하는 이유는 핵심 제품의 P(판가)와 Q(출하량)가 지속적으로 개선되고 있기 때문이다.

판가 측면에서 보면, 1) FC-CSP는 Embedded FC-CSP의 채용이 늘어나면서 판가가 20% 이상 상승하는 요인이 되고 있고, 갤럭시 S4향 Octa-core Processor용 제품은 또다시 판가가 30% 가량 상승할 것이다. 2) 카메라 모듈은 올해 1,300만 화소가 대중화될 예정인데, 800만 화소 대비 30% 비싸다. 3) HDI는 갤럭시 S4부터 전략 스마트폰이 전층 IVH 형태로 진화함에 따라 판가가 10% 정도 상승할 것이다.

출하량 측면에서는 올해 삼성전자 스마트폰과 Tablet PC가 각각 57%, 132% 증가할 것으로 예상됨에 따라 두말할 나위가 없다.

올해 영업이익은 7,001억원(YoY 21%)으로 사상 최대 실적이 예고되고 있는데 Valuation 지표는 역사적 최저 수준으로 낮아진 상태다. 'Buy' 의견과 목표주가 14만원을 유지한다.

FC-CSP는 Embedded 비중 상승 추세 긍정적

주요 제품의 동향을 부연 설명해 보자.
FC-CSP는 올해 매출이 35% 증가한 7,700억원을 기록할 전망이다.
MLCC가 내장된 Embedded FC-CSP는 일반 FC-CSP 대비 판가가 20~30% 가량 높다. Quad Core Processor가 등장한 이후 본격적으로 확산되고 있고, IC 칩의 효율을 높여주는 장점을 가진다. Application Processor의 Clock Speed가 높아지고 노이즈가 많아지면 MLCC의 탑재량이 늘어나는데, 기판 면적을 줄이는 추세다 보니 Embedded 형태로 진화하고 있다.
동사가 기판 사업과 MLCC 사업을 병행하고 있는 유일한 부품 업체인 만큼 충분한 강점을 가진다.
삼성전자는 이미 대부분 Embedded 제품을 채용하고 있고, Q사도 4분기 이후 Embedded 제품을 빠르게 늘리고 있다.
Embedded FC-CSP 비중은 지난해 20%에서 올해 50%까지 대폭 상승할 전망이다.

여기에 Application Processor가 Quad-core를 넘어 Octa-core로 진화하는 점도 긍정적이다. Octa-core 제품은 면적이 30% 가량 증가하기 때문에 판가도 이와 비례할 것으로 예상된다.

HDI는 전층 IVH 전면 채용

HDI는 갤럭시 S4부터 전층 IVH로 진화한다.
전층 IVH는 Via Fill 도금 라인 등 설비투자 부담이 크고, 미세 패턴 등 기술적 장벽이 존재한다. 그 대신 판가는 3단 Stack 제품 대비 10% 가량 높다.
전층 IVH는 설계 자유도 향상, HDI 면적 축소, 내부 저항 감소, 제조공정 리드 타임 단축 등의 강점을 가진다. 삼성전자는 향후 전략 모델에 전층 IVH를 확대 채용할 것으로 예상되며, 동사는 오래 전부터 해당 기술을 내재화하고 있는 만큼, 품질 이슈를 우려할 필요가 없어 보인다.

이와 함께 동사는 중국 쿤산(Kunshan) 법인의 생산능력을 적극적으로 확대하고 있다. 쿤산 법인의 생산 비중은 이미 50%를 넘어섰다. 쿤산 법인의 생산 원가는 국내 대비 10~15% 가량 낮은 것으로 추정된다. 쿤산 법인은 중국 스마트폰 업체들을 고객으로 확보하기 위한 교두보가 될 것이고, 하반기 이후 긍정적인 성과를 기대한다.

카메라 모듈, 1,300만 화소 대중화의 해

카메라 모듈의 업황이 가장 우호적이다.
800만 화소 이상의 수급 여건은 여전히 빠듯한 상황에서 고화소로 진화함에 따라 ASP가 지속적으로 상승하고 있다. 올해는 1,300만 화소가 새로운 주류를 형성할 것이다. 지난해 매출액이 94% 급증한 데 이어 올해도 33% 증가할 전망이다. 물론 이마저도 상회할 가능성이 충분하다.
삼성전자 이외에 기타 고객들 대상으로도 800만 화소 모듈 출하가 증가하고 있고, Tablet PC용 500만 화소 수요도 강한 상태다.
일부 언론에서는 올해 하반기에 1,600만 화소를 채택한 스마트폰이 등장할 것이라고 보도한 바 있다. 진화는 계속될 것이다.

주고객 내 800만 화소 모듈의 점유율도 60~70%까지 상승했다. 삼성전자가 자체 카메라 모듈 라인을 구축하고, 삼성광통신을 흡수 합병한 환경에서 이루어내고 있는 성과다. 1,300만 화소 모듈은 팬택향 모델을 통해 이미 양산성을 확보한 상태다.

MLCC, 엔화 약세 우려 과도한 듯

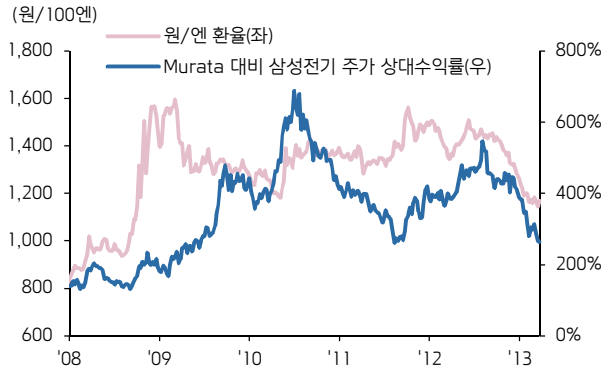
MLCC는 엔화 약세에 따른 우려가 집중돼 있는 사업부다.
1분기 매출액은 전분기 대비 4% 감소하고, 영업이익률은 전분기와 비슷한 수준에서 소폭 하락할 전망이다. 계절적 영향을 감안하면 견조한 수준이라고 평가할 수 있으며, 일본 업체들의 가격 공세 우려는 현실화되고 있지 않은 듯 하다.

회사측은 올해 매출액 가이던스로 10%대 초반 증가를 제시하고 있는데, 이는 당사 추정치 대비 상당히 높은 수준이다. 이러한 가이던스에 대한 근거로서 1) 올해 공급 증가율이 수요 증가율에 미치지 못해 수급 여건이 일부 개선되는 가운데, 특히 스마트폰용 소형 고용량 제품의 수급이 빠듯할 것으로 예측되고, 2) 동사는 스마트폰용 고부가 특수품 비중을 늘리는 동시에 3) 중국 스마트폰 업체들을 포함해 고객 포트폴리오를 더욱 넓히겠다는 계획이다.

FC-BGA, PC 수요 약세로 유일하게 부진

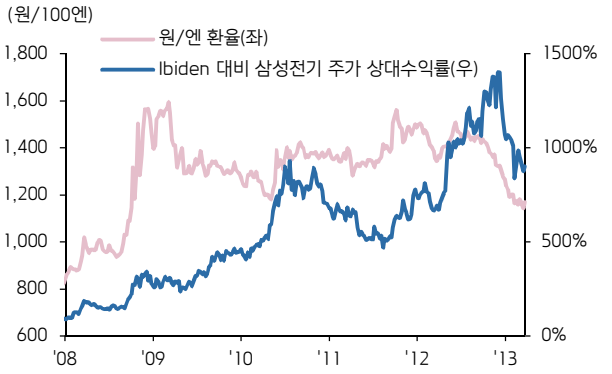
FC-BGA가 유일하게 부진하다.
PC 수요 약세와 주고객의 재고조정에 따른 여파가 지속되고 있다. 기대했던 Haswell용 기판도 주고객의 출시 일정 변경에 따라 양산 시점이 하반기로 미뤄질 예정이다. 하반기 회복을 기대하자.

원/엔 환율과 Murata 대비 삼성전기 주가 추이



자료: Datastream, 키움증권

원/엔 환율과 Ibiden 대비 삼성전기 주가 추이



자료: Datastream, 키움증권

삼성전기 실적(IFRS 연결) 전망

(단위: 억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	YoY	2012E	YoY	2013E	YoY
매출액	**17,477**	**19,079**	**21,831**	**20,741**	**19,647**	**21,503**	**23,027**	**22,672**	**60,319**	**-13.4%**	**79,128**	**31.2%**	**86,849**	**9.8%**
기판	5,007	5,553	5,300	5,159	4,793	5,379	6,002	5,878	16,020	11.0%	21,019	31.2%	22,052	4.9%
LCR	4,405	4,733	5,122	4,724	4,509	4,809	5,006	4,685	16,892	3.2%	18,984	12.4%	19,008	0.1%
OMS	4,240	4,857	6,631	6,000	5,988	6,879	7,298	7,333	11,009	28.8%	21,728	97.4%	27,498	26.6%
CDS	3,825	3,937	4,778	4,859	4,357	4,436	4,722	4,777	16,397	-4.5%	17,399	6.1%	18,291	5.1%
영업이익	**948**	**1,567**	**1,840**	**1,450**	**1,164**	**1,811**	**2,180**	**1,846**	**3,190**	**-59.0%**	**5,805**	**82.0%**	**7,001**	**20.6%**
기판	511	737	720	667	500	722	900	807	937	-4.7%	2,635	181.3%	2,928	11.1%
LCR	275	426	479	362	317	421	471	331	1,768	-41.0%	1,542	-12.8%	1,539	-0.2%
OMS	220	271	506	283	250	505	585	486	182	-22.0%	1,280	603.6%	1,827	42.7%
CDS	41	118	295	138	97	163	225	222	370	-65.5%	592	60.2%	707	19.3%
영업이익률	**5.4%**	**8.2%**	**8.4%**	**7.0%**	**5.9%**	**8.4%**	**9.5%**	**8.1%**	**5.3%**	**-5.9%p**	**7.3%**	**2.0%p**	**8.1%**	**0.7%p**
기판	10.2%	13.3%	13.6%	12.9%	10.4%	13.4%	15.0%	13.7%	5.8%	-1.0%p	12.5%	6.7%p	13.3%	0.7%p
LCR	6.2%	9.0%	9.4%	7.7%	7.0%	8.8%	9.4%	7.1%	10.5%	-7.8%p	8.1%	-2.3%p	8.1%	0.0%p
OMS	5.2%	5.6%	7.6%	4.7%	4.2%	7.3%	8.0%	6.6%	1.7%	-1.1%p	5.9%	4.2%p	6.6%	0.8%p
CDS	1.1%	3.0%	6.2%	2.8%	2.2%	3.7%	4.8%	4.6%	2.3%	-4.0%p	3.4%	1.1%p	3.9%	0.5%p

자료: 삼성전기, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	60,318	79,128	86,849	92,321	97,029
매출원가	50,504	65,239	71,225	75,481	79,088
매출총이익	9,814	13,889	15,624	16,840	17,941
판매비및일반관리비	7,036	8,085	8,624	9,075	9,440
영업이익(보고)	2,778	5,805	7,001	7,765	8,501
영업이익(핵심)	2,778	5,805	7,001	7,765	8,501
영업외손익	862	30	73	9	100
이자수익	109	173	223	237	249
배당금수익	146	100	111	131	138
외환이익	1,691	1,888	584	525	473
이자비용	457	493	426	359	287
외환손실	1,498	1,918	584	525	473
관계기업지분법손익	-5	9	0	0	0
투자및기타자산처분손익	693	-13	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-10	0	0	0
기타	184	292	165	0	0
법인세차감전이익	3,640	5,834	7,074	7,774	8,601
법인세비용	556	1,583	1,268	1,393	1,541
유효법인세율 (%)	15.3%	27.1%	17.9%	17.9%	17.9%
당기순이익	3,924	4,520	5,806	6,381	7,059
지배주주지분순이익(억원)	3,495	4,408	5,662	5,683	6,287
EBITDA	9,415	10,993	12,510	13,542	14,731
현금순이익(Cash Earnings)	10,560	9,709	11,315	12,157	13,290
수정당기순이익	3,337	4,537	5,806	6,381	7,059
증감율(%, YoY)					
매출액	6.7	31.2	9.8	6.3	5.1
영업이익(보고)	-44.2	108.9	20.6	10.9	9.5
영업이익(핵심)	-40.3	108.9	20.6	10.9	9.5
EBITDA	-4.4	16.8	13.8	8.2	8.8
지배주주지분 당기순이익	-37.0	26.1	28.4	0.4	10.6
EPS	-37.0	26.1	28.4	0.4	10.6
수정순이익	-44.2	36.0	28.0	9.9	10.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	36,967	26,312	29,840	33,082	37,643
현금및현금성자산	5,259	6,835	8,550	11,410	14,866
유동금융자산	267	296	323	328	345
매출채권및유동채권	9,385	10,802	11,807	12,020	12,633
재고자산	7,605	8,380	9,160	9,325	9,800
기타유동비금융자산	14,452	0	0	0	0
비유동자산	36,321	42,602	46,745	49,357	52,063
장기매출채권및기타비유동채권	372	469	513	522	549
투자자산	12,439	13,683	15,278	15,656	16,557
유형자산	22,784	25,862	28,558	30,931	32,836
무형자산	562	2,454	2,248	2,099	1,963
기타비유동자산	164	135	147	150	157
자산총계	73,289	68,915	76,585	82,439	89,705
유동부채	27,112	19,591	19,738	18,938	18,015
매입채무및기타유동채무	7,682	9,314	10,181	10,364	10,893
단기차입금	7,956	8,013	8,013	7,013	6,513
유동성장기차입금	3,000	1,403	603	603	-397
기타유동부채	8,475	861	941	958	1,007
비유동부채	7,419	9,667	11,385	12,526	14,586
장기매입채무및비유동채무	143	220	240	244	257
사채및장기차입금	4,946	5,795	5,795	4,795	3,795
기타비유동부채	2,329	3,653	5,350	7,487	10,535
부채총계	34,531	29,258	31,123	31,464	32,602
자본금	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880
주식발행초과금	9,315	9,315	9,315	9,315	9,315
이익잉여금	15,289	18,647	24,308	29,154	34,538
기타자본	6,590	7,103	7,103	7,103	7,103
지배주주지분자본총계	35,074	38,944	44,606	49,451	54,835
비지배주주지분자본총계	3,684	713	856	1,524	2,268
자본총계	38,758	39,656	45,462	50,975	57,103
순차입금	10,375	8,080	5,537	673	-5,299
총차입금	15,901	15,211	14,411	12,411	9,911

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	4,729	11,445	10,330	11,851	12,633
당기순이익	3,924	4,520	5,806	6,381	7,059
감가상각비	6,482	5,002	5,303	5,627	6,095
무형자산상각비	154	186	206	150	136
외환손익	-20	-60	0	0	0
자산처분손익	133	239	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-6,911	317	-862	-182	-525
기타	967	1,239	-123	-125	-131
투자활동현금흐름	-9,728	-7,024	-9,536	-8,274	-8,795
투자자산의 처분	177	2,380	-1,524	-271	-787
유형자산의 처분	1,703	499	0	0	0
유형자산의 취득	-12,402	-9,068	-8,000	-8,000	-8,000
무형자산의 처분	-56	-91	0	0	0
기타	7	100	-13	-3	-8
재무활동현금흐름	3,146	-3,178	921	-717	-383
단기차입금의 증가	1,166	-3,964	0	-1,000	-500
장기차입금의 증가	3,545	1,950	0	-1,000	-2,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-879	-582	-776	-854	-931
기타	-687	-582	1,697	2,137	3,048
현금및현금성자산의순증가	-1,695	1,576	1,715	2,860	3,456
기초현금및현금성자산	6,954	5,259	6,835	8,550	11,410
기말현금및현금성자산	5,259	6,835	8,550	11,410	14,866
Gross Cash Flow	11,640	11,127	11,192	12,033	13,158
Op Free Cash Flow	-10,380	577	2,394	3,968	4,682

투자지표

(단위: 원, 배, %)

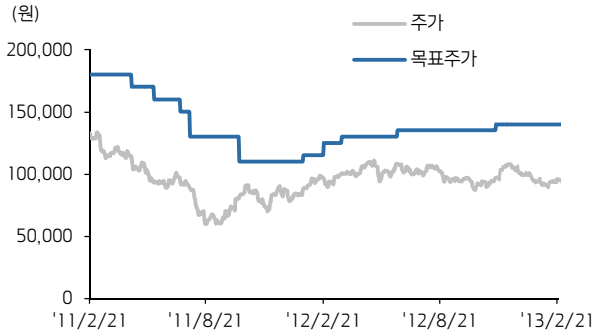
12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	4,503	5,680	7,296	7,323	8,102
BPS	45,198	50,185	57,481	63,725	70,663
주당EBITDA	12,132	14,167	16,121	17,451	18,983
CFPS	13,608	12,511	14,581	15,667	17,126
DPS	750	1,000	1,100	1,200	1,300
주가배수(배)					
PER	17.3	17.5	13.2	13.1	11.8
PBR	1.7	2.0	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.1	7.7	6.4	6.1	5.2
PCFR	5.7	7.9	6.6	6.1	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.6	7.3	8.1	8.4	8.8
영업이익률(핵심)	4.6	7.3	8.1	8.4	8.8
EBITDA margin	15.6	13.9	14.4	14.7	15.2
순이익률	6.5	5.7	6.7	6.9	7.3
자기자본이익률(ROE)	10.2	11.5	13.6	13.2	13.1
투하자본이익률(ROIC)	6.5	11.2	14.9	15.4	15.9
안정성(%)					
부채비율	89.1	73.8	68.5	61.7	57.1
순차입금비율	26.8	20.4	12.2	1.3	-9.3
이자보상배율(배)	6.1	11.8	16.4	21.6	29.6
활동성(배)					
매출채권회전율	6.6	7.8	7.7	7.7	7.9
재고자산회전율	8.0	9.9	9.9	10.0	10.1
매입채무회전율	6.9	9.3	8.9	9.0	9.1

- 당사는 3월 21일 현재 '삼성전기' 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
삼성전기 (009150)	2011/03/28	BUY(Maintain)	180,000원
	2011/04/11	BUY(Maintain)	180,000원
	2011/04/27	BUY(Maintain)	170,000원
	2011/05/16	BUY(Maintain)	170,000원
	2011/06/01	BUY(Maintain)	160,000원
	2011/06/09	BUY(Maintain)	160,000원
	2011/07/12	BUY(Maintain)	150,000원
	2011/07/27	BUY(Maintain)	130,000원
	2011/10/12	BUY(Maintain)	110,000원
	2011/10/18	BUY(Maintain)	110,000원
	2011/10/28	BUY(Maintain)	110,000원
	2011/11/07	BUY(Maintain)	110,000원
	2011/11/21	BUY(Maintain)	110,000원
	2011/12/02	BUY(Maintain)	110,000원
	2011/12/27	BUY(Maintain)	110,000원
	2012/01/12	BUY(Maintain)	110,000원
	2012/01/20	BUY(Maintain)	115,000원
	2012/02/21	BUY(Maintain)	125,000원
	2012/03/20	BUY(Maintain)	130,000원
	2012/04/09	BUY(Maintain)	130,000원
	2012/04/27	BUY(Maintain)	130,000원
	2012/05/21	BUY(Maintain)	130,000원
	2012/06/04	BUY(Maintain)	130,000원
	2012/06/15	BUY(Maintain)	135,000원
	2012/07/06	BUY(Maintain)	135,000원
	2012/07/27	BUY(Maintain)	135,000원
	2012/08/14	BUY(Maintain)	135,000원
	2012/09/11	BUY(Maintain)	135,000원
	2012/10/09	BUY(Maintain)	135,000원
	2012/10/26	BUY(Maintain)	135,000원
	2012/11/05	BUY(Maintain)	135,000원
	2012/11/13	BUY(Maintain)	135,000원
	2012/11/16	BUY(Maintain)	140,000원
	2012/11/27	BUY(Maintain)	140,000원
	2013/01/03	BUY(Maintain)	140,000원
	2013/01/14	BUY(Maintain)	140,000원
	2013/02/01	BUY(Maintain)	140,000원
	2013/02/18	BUY(Maintain)	140,000원
	2013/03/18	BUY(Maintain)	140,000원
	2013/03/22	BUY(Maintain)	140,000원

목표주가 추이



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