



BUY(Maintain)

목표주가: 140,000원
주가(5/27): 97,400원

시가총액: 73,914억원

전기전자

Analyst 김지산

02) 3787-4862 jisan@kiwoom.com

RA 홍정표

02) 3787-5179 jphong@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/27)		1,979.97pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	108,500원	86,800원
등락률	-10.2%	12.2%
수익률	절대	상대
1M	0.4%	-1.4%
6M	-7.2%	-9.8%
1Y	-5.0%	-12.5%

Company Data

발행주식수	77,601천주
일평균 거래량(3M)	468천주
외국인 지분율	20.2%
배당수익률(13E)	1.1%
BPS(13E)	57,432원
주요 주주	삼성전자 23.7%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2011	2012	2013E	2014E
매출액	60,318	79,128	92,506	99,849
보고영업이익	3,209	5,805	7,075	7,764
핵심영업이익	2,778	5,805	7,075	7,764
EBITDA	9,415	10,993	12,584	13,743
세전이익	3,640	5,834	7,133	7,799
순이익	3,924	4,520	5,766	6,317
자배주주지분순이익	3,495	4,408	5,624	6,166
EPS(원)	4,503	5,680	7,247	7,945
증감률(%YoY)	-37.0	26.1	27.6	9.6
PER(배)	17.3	17.5	13.4	12.3
PBR(배)	1.7	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	8.1	7.7	6.5	5.7
보고영업이익률(%)	5.3	7.3	7.6	7.8
핵심영업이익률(%)	4.6	7.3	7.6	7.8
ROE(%)	10.2	11.5	13.6	13.0
순부채비율(%)	26.8	20.4	12.8	4.7

Price Trend



삼성전기 (009150)

엔저 파고를 넘는다



엔화 약세에 대한 우려가 화석될 때가 됐다. 엔/달러 환율의 상승세가 주춤하고 있고, 일본 업체들과 경쟁도가 큰 MLCC는 안정적인 Captive 고객과 스마트폰용 제품 경쟁력에 힘입어 매출과 수익성 모두 개선 추세에 있다.

2분기는 갤럭시 S4 모멘텀을 중심으로 실적이 대폭 개선되고, 3분기는 갤럭시 노트 3 효과 이외에도 FC-CSP와 FC-BGA가 향상되며 호실적을 이어갈 것이다.

>>> 2분기 실적 호조 전망 유지

삼성전기의 2분기 영업이익의 전망치를 2,014억원(QoQ 78%)으로 유지한다. 현재로서는 삼성전자 갤럭시 S4용 부품 출하 효과가 기대 이상이고, 환율 여건도 우호적으로 조성되고 있어서 실적 전망 하향보다는 상향 가능성이 높아 보인다.

2분기 호조의 배경으로서 1) 갤럭시 S4와 더불어 카메라 모듈은 1,300만 화소, HDI는 전층 IVH로 진화하면서 매출이 대폭 증가하고, 2) MLCC는 스마트폰용 고부가 제품 중심의 Mix 개선 및 가동률 상승으로 매출과 수익성 모두 개선될 것이다.

>>> 3분기에도 실적 개선 추세 지속 전망

3분기 영업이익은 2,178억원(QoQ 8%)으로 호조세가 이어질 전망이다. 갤럭시 S4 모멘텀은 희석되었지만, 신규로 갤럭시 노트3 효과가 더해지며 모바일 부품은 지속적으로 양호할 것이다. 여기에 FC-CSP가 성수기 및 신 모델 효과와 함께 큰 폭으로 신장하고, 한동안 부진했던 FC-BGA도 신규 Haswell용 매출이 본격화되면서 흑자 전환에 성공할 전망이다.

>>> 엔저 우려 완화시 빠른 주가 회복 기대

지난해 이후 강한 실적 모멘텀이 이어지고 있음에도 불구하고 Valuation 지표가 낮아진 것은 엔화 약세에 따른 우려가 지배적이었다. 그리고 우려 대상은 MLCC가 절대적이다.

이에 대해 동사의 MLCC 실적은 안정적인 Captive 고객과 스마트폰용 고부가 제품 경쟁력을 바탕으로 매출과 수익성 모두 양호한 개선 추세를 이어가고 있다.

최근 일본 MLCC 업체들의 2013 회계연도 실적 가이드스에서는 MLCC 매출 증가율이 높은 반면, 설비투자 예정액은 보수적이라는 점에서 업황 개선 기대감을 감지할 수 있다.

엔저 우려만 완화되면 동사 주가는 실적 개선폭에 기반해 빠른 회복세가 진행될 것이다.

원/엔 환율 하락 구간 에서 동사 주가 약세

다음 그림에서 보듯이 지난해 하반기 이후 원/엔 환율이 지속적으로 하락하는 구간에서 삼성전기의 주가 수익률은 Murata 대비 큰 폭으로 하회했다.

그도 그럴 것이 Murata 등 일본 부품 업체들은 Set 업체들에 비해 자국 내 생산 비중이 높은 편이어서 엔화 약세에 따른 수혜가 구체화될 것이다.

Sony 등 일본 TV 업체들이 지난 1분기에도 부진이 지속된 것과 달리, Murata는 1분기 영업이익률이 8.2%로 전년 동기 대비 상당히 향상됐고, Taiyo Yuden은 3.5%로 4분기 연속 흑자 기조를 이어갔다. 패키지 기판 분야의 Ibiden은 1.2%에 그치며 상대적으로 부진했는데, PC 수요 약세 영향이 컸다.

Murata의 환율 민감도는 엔/달러 환율이 1엔 상승할 때, 연간 영업이익이 30억엔 가량 늘어나는 구조이며, 1분기 영업이익 142억엔 가운데 85억엔이 환율 효과인 것으로 추정된다.

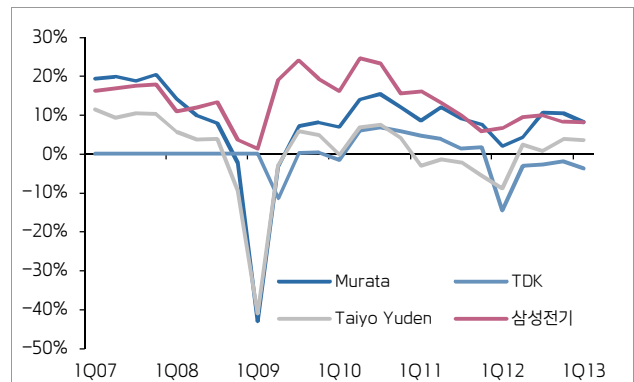
일단, 일본 부품 업체들은 엔화 약세에 대해 점유율 확대보다는 수익성 개선의 기회로 활용하고 있는 측면이 커 보인다.

원/엔 환율과 Murata 대비 삼성전기 주가 상대수익률



자료: Datastream, 키움증권

주요 MLCC 업체들 영업이익률 추이



자료: 각 사, 키움증권

일본 MLCC 업체들 가이던스에서 긍정적인 점

일본 MLCC 업체들의 2013 회계연도(13년 4월~14년 3월) 가이던스에서 얻을 수 있는 긍정적인 점은 1) MLCC 매출 성장률을 높게 예측하고 있다는 점과 2) 설비투자가 보수적으로 진행될 것이라는 점이다.

Murata와 Taiyo Yuden은 2013 회계연도의 Capacitor 매출액 증가율을 각각 15%, 18%로 제시하고 있다. 이는 2012 회계연도의 Capacitor 매출액 증가율인 9.8%와 8.5%를 크게 상회하는 수준이다.

삼성전기 역시 올해 LCR 사업부 매출액이 10%대 초반 증가할 것으로 예측하고 있다.

그런가 하면 Murata, Taiyo Yuden, TDK 등 3사의 전사 설비투자액(CAPEX)은 2012 회계연도에 6% 감소한 데 이어 이번 회계연도에도 7% 감소하는 것으로 계획돼 있다.

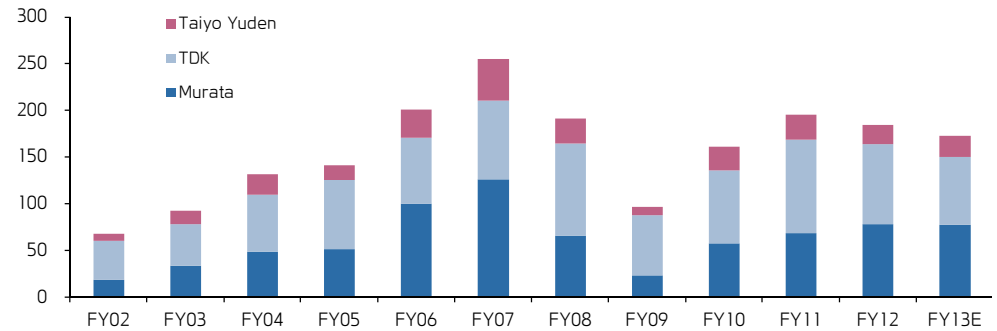
설비투자는 보수적인데 매출 증가율이 확대된다는 것은 업계 전반적인 가동률 상승을 유발하게 되고, 스마트폰 중심의 수요 강세가 뒷받침되고 있다.

삼성전기 선전의 배경

삼성전기는 1) 스마트폰 시장에서 지배력을 강화해 가고 있는 확고한 Captive 고객을 보유하고 있고, 2) 스마트폰용 고부가 특수품 및 소형/고용량 제품에 대해 능동적으로 대응하고 있으며, 3) 중국 스마트폰 업체들을 포함해 고객 포트폴리오를 넓히고자 하는 행보를 병행하고 있다.

일본 MLCC 업체들 설비투자액(CAPEX) 추이

(십억엔)



자료: 각 사, 키움증권

삼성전기 실적(IFRS 연결) 전망

(단위: 억원)

	1Q13P	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	YoY	2013E	YoY	2014E	YoY
매출액	20,437	23,983	24,703	23,383	22,218	24,444	26,425	26,761	79,128	31.2%	92,506	16.9%	99,849	7.9%
기판	4,787	5,430	5,884	5,809	5,498	5,973	6,633	6,769	21,019	31.2%	21,911	4.2%	24,874	13.5%
LCR	4,983	5,286	5,399	4,952	4,992	5,329	5,610	5,314	18,984	12.4%	20,620	8.6%	21,245	3.0%
OMS	6,168	8,550	8,597	7,878	7,405	8,550	9,351	9,489	21,728	97.4%	31,192	43.6%	34,795	11.5%
CDS	4,497	4,717	4,823	4,743	4,323	4,592	4,831	5,189	17,399	6.1%	18,781	7.9%	18,935	0.8%
영업이익	1,131	2,014	2,178	1,751	1,260	1,955	2,413	2,136	5,805	82.0%	7,075	21.9%	7,764	9.7%
기판	410	695	823	753	572	781	978	924	2,627	180.5%	2,681	2.1%	3,254	21.4%
LCR	380	525	530	364	335	467	535	386	1,542	-12.8%	1,799	16.7%	1,724	-4.2%
OMS	254	615	604	414	266	560	696	583	1,280	603.6%	1,887	47.4%	2,106	11.6%
CDS	88	179	221	220	87	146	203	243	592	60.2%	708	19.6%	680	-4.1%
영업이익률	5.5%	8.4%	8.8%	7.5%	5.7%	8.0%	9.1%	8.0%	7.3%	2.0%p	7.6%	0.3%p	7.8%	0.1%p
기판	8.6%	12.8%	14.0%	13.0%	10.4%	13.1%	14.7%	13.7%	12.5%	6.7%p	12.2%	-0.3%p	13.1%	0.8%p
LCR	7.6%	9.9%	9.8%	7.4%	6.7%	8.8%	9.5%	7.3%	8.1%	-2.3%p	8.7%	0.6%p	8.1%	-0.6%p
OMS	4.1%	7.2%	7.0%	5.3%	3.6%	6.6%	7.4%	6.1%	5.9%	4.2%p	6.0%	0.2%p	6.1%	0.0%p
CDS	1.9%	3.8%	4.6%	4.6%	2.0%	3.2%	4.2%	4.7%	3.4%	1.1%p	3.8%	0.4%p	3.6%	-0.2%p

자료: 삼성전기, 키움증권

주: 2012년 3분기까지는 기업회계기준서 제 1001호 개정 내용 적용 전 IFRS 연결 실적

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	60,318	79,128	92,506	99,849	104,941
매출원가	50,504	65,239	76,343	82,670	86,624
매출총이익	9,814	13,889	16,163	17,178	18,317
판매비및일반관리비	7,036	8,085	9,088	9,415	9,790
영업이익(보고)	2,778	5,805	7,075	7,764	8,527
영업이익(핵심)	2,778	5,805	7,075	7,764	8,527
영업외손익	862	30	58	36	455
이자수익	109	173	233	247	297
배당금수익	146	100	111	125	165
외환이익	1,691	1,888	1,168	817	736
이자비용	457	493	426	403	322
외환손실	1,498	1,918	1,168	817	736
관계기업지분손익	-5	9	0	0	0
투자및기타자산처분손익	693	-13	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-10	0	0	0
기타	184	292	141	67	315
법인세차감전이익	3,640	5,834	7,133	7,799	8,982
법인세비용	556	1,583	1,366	1,482	1,720
유효법인세율 (%)	15.3%	27.1%	19.2%	19.0%	19.2%
당기순이익	3,924	4,520	5,766	6,317	7,261
지배주주지분순이익(억원)	3,495	4,408	5,624	6,166	7,082
EBITDA	9,415	10,993	12,584	13,743	14,721
현금순이익(Cash Earnings)	10,560	9,709	11,276	12,297	13,455
수정당기순이익	3,337	4,537	5,766	6,317	7,261
증감율(% YoY)					
매출액	6.7	31.2	16.9	7.9	5.1
영업이익(보고)	-44.2	108.9	21.9	9.7	9.8
영업이익(핵심)	-40.3	108.9	21.9	9.7	9.8
EBITDA	-4.4	16.8	14.5	9.2	7.1
지배주주지분 당기순이익	-37.0	26.1	27.6	9.6	14.9
EPS	-37.0	26.1	27.6	9.6	14.9
수정순이익	-44.2	36.0	27.1	9.6	14.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	36,967	26,312	30,229	35,924	41,709
현금및현금성자산	5,259	6,835	8,272	10,794	14,791
유동금융자산	267	296	334	382	373
매출채권및유동채권	9,385	10,802	12,177	13,936	15,614
재고자산	7,605	8,380	9,447	10,812	10,931
기타유동비금융자산	14,452	0	0	0	0
비유동자산	36,321	42,602	46,735	50,836	55,008
장기매출채권및기타비유동채권	372	469	529	605	540
투자자산	12,439	13,683	15,248	17,230	19,665
유형자산	22,784	25,862	28,558	30,762	32,700
무형자산	562	2,454	2,248	2,066	1,933
기타비유동자산	164	135	152	174	170
자산총계	73,289	68,915	76,964	86,760	96,717
유동부채	27,112	19,591	20,087	20,944	21,836
매입채무및기타유동채무	7,682	9,314	10,500	12,017	14,431
단기차입금	7,956	8,013	8,013	8,013	7,513
유동성장기차입금	3,000	1,403	603	-197	-1,197
기타유동부채	8,475	861	970	1,110	1,089
비유동부채	7,419	9,667	11,454	14,076	16,841
장기매입채무및비유동채무	143	220	248	283	278
사채및장기차입금	4,946	5,795	5,795	5,795	4,795
기타비유동부채	2,329	3,653	5,412	7,998	11,769
부채총계	34,531	29,258	31,541	35,019	38,677
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	24,271	30,436	36,605
기타자본	6,590	7,103	7,103	7,103	7,103
지배주주지분자본총계	35,074	38,944	44,568	50,734	56,902
비지배주주지분자본총계	3,684	713	855	1,007	1,138
자본총계	38,758	39,656	45,423	51,740	58,040
순차입금	10,375	8,080	5,806	2,435	-4,053
총차입금	15,901	15,211	14,411	13,611	11,111

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	4,729	11,445	9,974	11,733	13,956
당기순이익	3,924	4,520	5,766	6,317	7,261
감가상각비	6,482	5,002	5,303	5,797	6,061
무형자산상각비	154	186	206	183	133
외환손익	-20	-60	0	0	0
자산처분손익	133	239	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-6,911	317	-1,179	-1,507	655
기타	967	1,239	-123	944	-155
투자활동현금흐름	-9,728	-7,024	-9,520	-9,942	-10,298
투자자산의 처분	177	2,380	-1,503	-1,920	-2,301
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	-17	-22	3
재무활동현금흐름	3,146	-3,178	982	731	339
단기차입금의 증가	1,166	-3,964	0	0	-500
장기차입금의 증가	3,545	1,950	0	-1,000	-2,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-879	-582	-777	-854	-932
기타	-687	-582	1,759	2,586	3,771
현금및현금성자산의순증가	-1,695	1,576	1,436	2,522	3,997
기초현금및현금성자산	6,954	5,259	6,835	8,272	10,794
기말현금및현금성자산	5,259	6,835	8,272	10,794	14,791
Gross Cash Flow	11,640	11,127	11,153	13,240	13,301
Op Free Cash Flow	-10,380	577	2,050	2,748	5,743

투자지표

(단위: 원, 배, %)

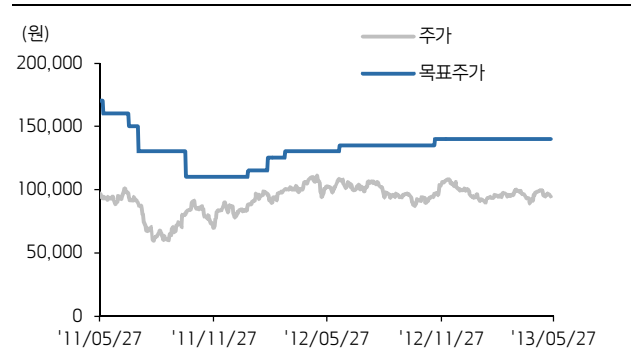
12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	4,503	5,680	7,247	7,945	9,126
BPS	45,198	50,185	57,432	65,378	73,327
주당EBITDA	12,132	14,167	16,217	17,710	18,970
CFPS	13,608	12,511	14,531	15,846	17,339
DPS	750	1,000	1,100	1,200	1,300
주가배수(배)					
PER	17.3	17.5	13.4	12.3	10.7
PBR	1.7	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.1	7.7	6.5	5.7	4.9
PCFR	5.7	7.9	6.7	6.1	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.6	7.3	7.6	7.8	8.1
영업이익률(핵심)	4.6	7.3	7.6	7.8	8.1
EBITDA margin	15.6	13.9	13.6	13.8	14.0
순이익률	6.5	5.7	6.2	6.3	6.9
자기자본이익률(ROE)	10.2	11.5	13.6	13.0	13.2
투하자본이익률(ROIC)	6.5	11.2	14.8	14.8	15.4
안정성(%)					
부채비율	89.1	73.8	69.4	67.7	66.6
순차입금비율	26.8	20.4	12.8	4.7	-7.0
이자보상배율(배)	6.1	11.8	16.6	19.3	26.5
활동성(배)					
매출채권회전율	6.6	7.8	8.1	7.6	7.1
재고자산회전율	8.0	9.9	10.4	9.9	9.7
매입채무회전율	6.9	9.3	9.3	8.9	7.9

- 당사는 5월 27일 현재 '삼성전기' 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.

투자 의견 변동내역(2개월)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
삼성전기 (009150)	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
	2013/04/04	BUY(Maintain)	140,000원
	2013/04/26	BUY(Maintain)	140,000원
	2013/05/28	BUY(Maintain)	140,000원

목표주가 추이



투자 의견 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

