

Company Update

Analyst 김운호

02) 6915-5656

unokim88@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 80,000원

현재가 (9/21) 65,400원

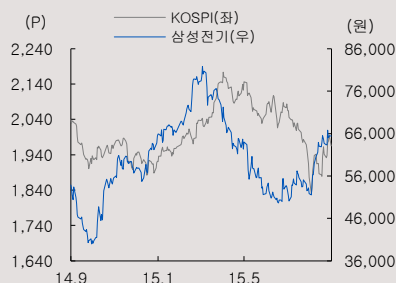
KOSPI (9/21)	1,964.68pt
시가총액	4,972십억원
발행주식수	77,601천주
액면가	5,000원
52주 최고가	81,800원
최저가	40,000원
60일 일평균거래대금	27십억원
외국인 지분율	21.3%
배당수익률 (2015F)	1.5%

주주구성	
삼성전자 외 6 인	23.79%
국민연금	5.06%

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	21%	-13%	28%
절대기준	26%	-16%	22%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	80,000	80,000	-
EPS(15)	2,555	2,222	▲
EPS(16)	3,173	4,445	▼

삼성전기 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

삼성전기 (009150)

3분기 ACI가 효자

3분기 매출액 1조 5,105억원, 영업이익 1,021억원으로 예상

삼성전기의 2015년 3분기 매출액은 2분기 대비 11.0% 감소한 1조 5,105억 원으로 예상된다. 이전 전망에 비해서 소폭 감소한 규모이다. 매출액 감소는 DM사업부 구조조정이 주요 원인이다. ACI 사업부는 신규 모델 효과 및 고객사 스마트폰 물량 증가로 2분기 대비 매출액이 증가할 것으로 예상된다. 3분기 영업이익은 2분기 대비 26.7% 증가한 1,021억원으로 예상된다. 3분기 영업이익의 증가는 ACI사업부에서 부진했던 HDI 및 FC-BGA가 흑자 전환하는 것이 가장 큰 이유로 추정된다.

ACI 사업부 수익성 개선

3분기 영업이익 개선은 ACI사업부가 주도할 것으로 예상된다. 2분기까지 국내 고객사의 물량 감소로 가동률이 낮아지면서 HDI 부문 매출액이 큰 폭으로 감소하고 이로 인해 적자 규모가 확대되었으나 3분기에는 흑자전환이 가능할 것으로 기대한다. 국내 고객사 스마트폰 물량이 증가하면서 가동률이 상승한 것이 주요 원인으로 추정한다. 또한 거래선 내 점유율 개선도 기여했을 것으로 판단된다. FC-BGA도 적자 규모가 큰 부문인데 3분기에는 흑자전환이 가능할 전망이다. 이는 이전 제품에 비해서 경쟁사와 출시 시기가 동일해서 가격 및 물량에 대한 불이익이 없을 것으로 기대하기 때문이다. Skylake 관련 매출액은 2분기 대비 20% 이상 증가할 것으로 기대한다.

투자의견 매수, 목표주가 80,000원 유지

삼성전기에 대한 투자의견을 매수를 제시한다. 이는 3분기 삼성전자의 신규 모델로 적자였던 사업부의 흑자전환이 기대되고, 신제품 출시로 부진했던 FC-BGA 영업흑자가 기대되고, 최근 3분기 실적 반응을 하면서 주가가 상승세를 보이고 있으나 아직 추가적인 상승 여력은 남아 있는 것으로 판단하기 때문이다. 삼성전기에 대한 목표주는 80,000원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	8,257	7,144	6,405	6,842	7,212
영업이익	464	2	339	437	441
세전이익	436	639	464	463	449
지배주주순이익	330	503	198	246	243
EPS(원)	4,256	6,478	2,555	3,173	3,136
증가율(%)	-25.1	52.2	-60.6	24.2	-1.2
영업이익률(%)	5.6	0.0	5.3	6.4	6.1
순이익률(%)	4.2	7.1	3.3	5.2	4.8
ROE(%)	8.2	11.5	4.4	5.3	5.0
PER	17.2	8.4	25.6	20.6	20.9
PBR	1.4	0.9	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.0	6.8	6.0	5.5	5.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

3분기 실적 Preview

3분기 매출액은 1조 5,105억 원으로 예상

3분기 매출액 감소는
구조조정과 카메라 모듈
부진 영향

삼성전기의 2015년 3분기 매출액은 2분기 대비 11.0% 감소한 1조 5,105억 원으로 예상된다. 이전 전망에 비해서 소폭 감소한 규모이다. 사업부별로는

- 1) ACI 사업부 매출액은 2분기 대비 11.7% 증가한 4,182억 원으로 전망한다. 2분기 부진 이후 3분기에는 신모델 효과로 HDI 매출액은 2분기 대비 22.9% 증가해서 1분기 매출액 수준으로 회복할 것으로 예상된다. 중저가 모델 물량증가와 High End 모델 내 점유율이 개선될 것으로 기대하기 때문이다 BGA는 FC-CSP 물량 증가로 2분기 대비 1.3% 증가할 전망이다. FC-BGA는 선도업체와 출시 간격이 좁아지면서 2분기 대비 100억원 이상 증가할 전망이다.
- 2) LCR 사업부 매출액은 2분기 대비 2.1% 증가한 5,180억원으로 예상한다. 이전 전망에 비해서 감소한 규모이다. MLCC 매출액은 중저가 물량의 확대 및 중국 수요 확대로 2분기 대비 4.8% 증가할 것으로 전망하지만 EMC 매출액은 High End 모델의 비중 축소로 2분기 대비 매출액은 감소할 것으로 예상하기 때문이다. 스마트폰의 대형화는 EMC 및 High End MLCC 수요에는 부정적일 것으로 추정된다.
- 3) DM 사업부 매출액은 2분기 대비 31.1% 감소한 5,723억 원으로 예상한다. 3분기 중에 파워 모듈과 통신 모듈이 분사할 예정이어서 이를 제외한 영향이 가장 클 것으로 판단한다. 카메라 모듈 매출액은 2분기 대비 20.8% 감소할 것으로 예상된다. 이전 전망에 비해서 감소 규모가 확대되었다. 신규 모델 출시에 따른 물량 증가 효과가 이전 모델 물량 감소를 해소하지 못할 것으로 전망되기 때문이다. WS 매출액도 2분기 대비 소폭 감소할 전망이다.

표 1. 삼성전기 분기별 실적 추이 및 전망

구분 (단위: 억원)		2014				2015E				3분기 증감률	
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QE	4QE	QoQ(%)	YoY(%)
매출액	ACI사업부	3,983	3,969	4,111	4,234	3,880	3,744	4,182	4,203	11.7	1.7
	LCR사업부	4,645	4,646	4,743	4,794	5,340	5,071	5,180	5,123	2.1	9.2
	DM사업부	8,631	9,901	8,256	9,157	7,986	8,310	5,723	5,425	-31.1	-30.7
	기타	31	90	107	141	26	-143	20	20	흑자전환	-81.3
	소계	17,289	18,607	17,217	18,325	17,232	16,981	15,105	14,770	-11.0	-12.3
영업 이익	ACI사업부	-2	30	-144	118	-243	-156	124	116	-179.6	-186.1
	LCR사업부	93	94	-88	137	881	859	759	605	-11.7	-962.0
	DM사업부	42	88	-459	79	87	102	139	116	35.2	-130.2
	기타	0	0	0	0	0	0	0	0		
	소계	133	213	-691	344	725	804	1,021	837	26.7	-247.7
영업 이익률	ACI사업부	0.0%	0.8%	-3.5%	2.8%	-6.3%	-3.0%	3.0%	2.8%		
	LCR사업부	2.0%	2.0%	-1.9%	2.8%	16.5%	14.6%	14.6%	11.8%		
	DM사업부	0.5%	0.9%	-5.6%	0.9%	1.1%	2.1%	2.4%	2.1%		
	합계	0.8%	1.3%	-4.4%	2.2%	4.2%	4.7%	6.8%	5.7%		

자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

주: 2014년 DM사업부에는 HDD사업부 포함, 2015년 3분기 이후 파워, 통신, ESL 분사

3분기 영업이익은 1,021 억 원으로 예상

3분기 영업이익 개선은
ACI 흑자전환이 주요 원인

3분기 영업이익은 2분기 대비 26.7% 증가한 999억 원으로 예상된다. 이전 전망에 비해 소폭 감소했으나 큰 차이 없는 규모이다. 사업부별로는

- 1) ACI 사업부 영업이익은 2분기 대비 흑자 전환할 것으로 기대한다. HDI는 Build up과 RF 매출 증가로 소폭 흑자일 것으로 기대하고, FC-BGA도 제품믹스 개선으로 3분기에는 흑자전환이 가능할 것으로 전망한다.
- 2) LCR 사업부 영업이익은 2분기 대비 11.7% 감소할 것으로 예상된다. EMC 물량 감소와 High End 비중 축소로 영업이익률이 2분기 대비 하락할 것으로 전망하기 때문이다.
- 3) DM 사업부 영업이익은 2분기 대비 35.2% 증가할 것으로 예상된다. 매출액 감소에 따른 영향을 추정한다. 카메라 모듈의 제품믹스가 악화되고 ASP도 하락할 것으로 전망한다.

표 2. 분기 및 연간 실적 추정치 변경

항목	2015년 3분기 실적			2015년 연간 실적		
	신규 추정치	기존 추정치	변화폭	신규 추정치	기존 추정치	변경폭
매출액	15,105	15,595	-3.1%	64,089	65,907	-2.8%
ACI	4,182	3,948	5.9%	16,010	16,092	-0.5%
LCR	5,180	5,347	-3.1%	20,713	21,237	-2.5%
DM	5,723	6,280	-8.9%	27,443	28,653	-4.2%
기타	20	20	0.0%	-77	-77	0.0%
영업이익	1,021	1,029	-0.8%	3,388	3,301	2.6%
ACI	124	114	8.8%	-159	-118	34.7%
LCR	759	783	-3.1%	3,103	3,051	1.7%
DM	139	131	6.1%	444	482	-7.9%
기타	0	0			0	

자료: 삼성전자, IBK투자증권 리서치센터

주: 2014년 DM사업부에는 HDD사업부 포함, 2015년 3분기 이후 파워, 통신, ESL 분사

ACI사업부 FC-BGA 수익성 개선 중

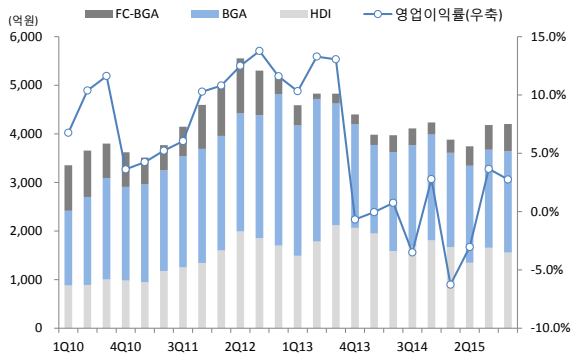
FC-BGA 흑자전환 기대

3분기 수익성 개선의 주요 원인은 ACI사업부의 흑자전환일 것으로 추정한다. 실적 부진에 가장 큰 변수였던 FC-BGA가 흑자 전환할 것으로 기대하기 때문이다.

FC-BGA 신제품 출시 시차 없음

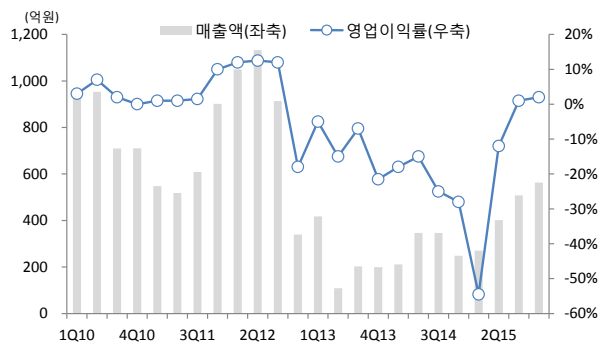
FC-BGA는 ACI 사업부 내에서 가장 부진한 부문이었으나 실적 회복이 빠르게 진행 중이다. 이전 제품까지는 선도업체와 제품개발 속도가 6개월의 시차가 있으나 Sky lake부터는 동시에 진출하고 있어서 ASP가 상승하고 영업이익도 3분기부터 흑자전환이 가능할 것으로 전망한다. Sky lake는 3분기부터 물량이 증가할 것으로 예상한다.

그림 1. 선도 업체와 제품 개발 시차



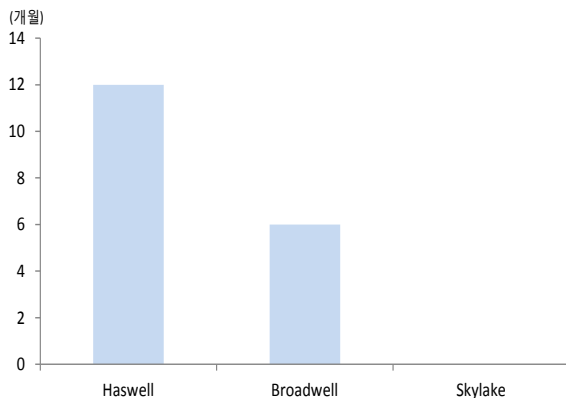
자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

그림 2. FC-BGA 제품별 비중(15.2Q)



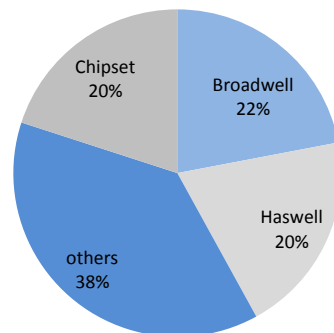
자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

그림 3. 선도 업체와 제품 개발 시차



자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

그림 4. FC-BGA 제품별 비중(15.2Q)



자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

투자 의견 매수 유지, 목표주가 80,000원 유지

매력적인 주가 수준

삼성전기에 대한 투자 의견을 매수를 제시한다. 이는

- 1) 3분기 삼성전자의 신규 모델로 적자였던 사업부의 흑자전환이 기대되고
- 2) 신제품 출시로 부진했던 FC-BGA 영업흑자가 기대되고
- 3) 최근 3분기 실적 반영을 하면서 주가가 상승세를 보이고 있으나 아직 추가적인 상승 여력은 남아 있는 것으로 판단하기 때문이다.

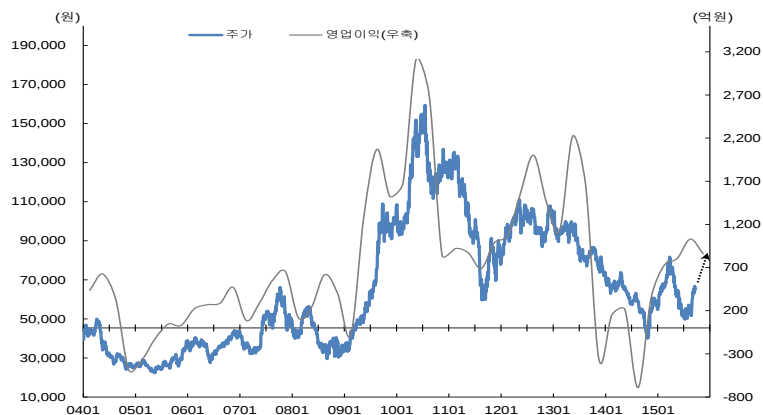
삼성전기에 대한 목표주가는 80,000원을 유지한다. Sum of the Parts로 목표주가를 산정하였다. EBITDA는 12개월 예상치를 적용하였다. 전 사업부에 대한 EV/EBITDA를 5.0배를 적용하였다. 보유자산 가치는 1조 576억 원이다. 자산가치의 80%를 반영하였다. 이를 고려한 삼성전기의 적정주가는 80,000원이다.

표 3. 삼성전기 적정주가는 79,173원

	영업이익	감가상각비	EBITDA	적용 EV/EBITDA	EV	비고
ACI	643	4,680	5,323	4.5	23,955	
LCR	2,664	2,730	5,394	5.5	29,664	
MD	624	390	1,014	4.0	4,058	
소계	3,931	7,800	11,731		57,677	
Net Debt					7,000	2015년 말예상
영업가치					50,677	
보유자산					10,576	8,461
적정 Market CAP						59,138
적정 주가(원)						79,173

자료: IBK투자증권 리서치센터

그림 5. 삼성전기 영업이익과 주가 흐름



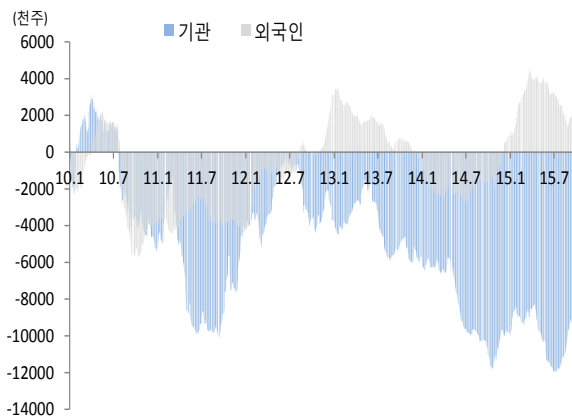
자료: IBK투자증권 리서치센터

표 4. 삼성전기 보유 투자유가증권

구분	회사명	기 말 잔 액			보유단가(원)	적용단가(원)	현재가치
		수량(주)	지분율(%)	장부가액			
상장	삼성중공업(주)	5,508,563	2.4	994	18,000	12,900	711
	삼성생명	66,911	0.3	28	41,440	36,450	24
	삼성정밀화학(주)	5,000,000	3.7	7,475	149,500	157,000	7,850
	소계			8,497			8,585
비상장	삼성라이온즈	25,000	12.5	7	26,928	26,928	7
	삼성종합화학	5,158,443	9.0	1,711	500	500	1,711
	삼성벤처투자	1,020,000	17.0	69	5,100	5,000	69
	삼성경제연구소	2,856,000	23.8	204	6,857	6,857	204
	소계			1,991			1,991
합계							10,576

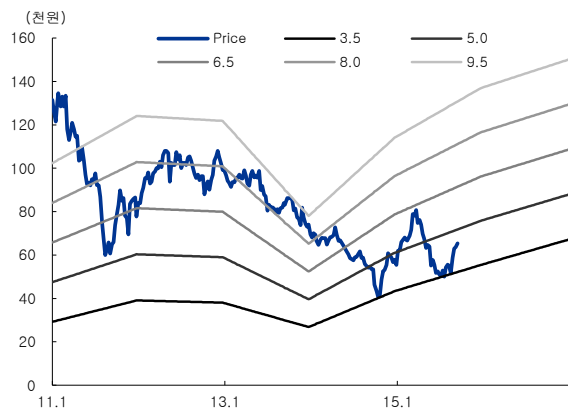
자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터

그림 6. 삼성전기 투자주체별 순매수 추이



자료: IBK투자증권 리서치센터

그림 7. 삼성전기 EV/EBITDA 밴드



자료: IBK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	8,257	7,144	6,405	6,842	7,212
증가율(%)	4.3	-13.5	-10.3	6.8	5.4
매출원가	6,709	6,047	5,106	5,418	5,701
매출총이익	1,547	1,097	1,299	1,425	1,511
매출총이익률 (%)	18.7	15.4	20.3	20.8	21.0
판매비	1,083	1,095	961	987	1,070
판매비율(%)	13.1	15.3	15.0	14.4	14.8
영업이익	464	2	339	437	441
증가율(%)	-20.1	-99.6	20,115.6	29.1	0.9
영업이익률(%)	5.6	0.0	5.3	6.4	6.1
순금융손익	-29	-28	-14	-19	-15
이자손익	-29	-28	-14	-19	-15
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	663	140	44	23
종속/관계기업손익	3	2	-1	0	0
세전이익	436	639	464	463	449
법인세	90	130	100	105	103
법인세율	20.7	20.4	21.5	22.7	22.8
계속사업이익	346	509	365	358	347
중단사업손익	0	0	-156	0	0
당기순이익	346	509	208	358	347
증가율(%)	-23.5	47.2	-59.1	71.7	-3.0
당기순이익률 (%)	4.2	7.1	3.3	5.2	4.8
지배주주당기순이익	330	503	198	246	243
기타포괄이익	25	-64	6	0	0
총포괄이익	370	445	214	358	347
EBITDA	1,083	662	918	1,025	1,060
증가율(%)	-1.5	-38.9	38.7	11.6	3.4
EBITDA마진율(%)	13.1	9.3	14.3	15.0	14.7

투자지표

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	4,256	6,478	2,555	3,173	3,136
BPS	53,789	58,677	58,662	61,103	63,488
DPS	750	750	750	750	750
밸류에이션(배)					
PER	17.2	8.4	25.6	20.6	20.9
PBR	1.4	0.9	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.0	6.8	6.0	5.5	5.1
성장성지표(%)					
매출증가율	4.3	-13.5	-10.3	6.8	5.4
EPS증가율	-25.1	52.2	-60.6	24.2	-1.2
수익성지표(%)					
배당수익률	1.0	1.4	1.1	1.1	1.1
ROE	8.2	11.5	4.4	5.3	5.0
ROA	4.9	6.8	2.7	4.4	4.1
ROIC	8.8	12.6	5.2	8.2	7.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	68.7	66.2	68.1	67.5	66.5
순차입금 비율(%)	19.7	5.1	9.0	8.9	2.9
이자보상배율(배)	11.0	0.0	6.3	5.6	5.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	10.0	8.8	7.5	7.9	7.5
재고자산회전율	9.6	8.3	8.3	8.9	8.5
총자산회전율	1.2	1.0	0.8	0.8	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	2,651	3,554	3,294	3,691	4,279
현금및현금성자산	738	688	1,512	1,611	2,041
유가증권	30	789	41	44	48
매출채권	724	900	805	938	991
재고자산	888	841	709	825	872
비유동자산	4,535	4,165	4,528	4,607	4,450
유형자산	2,950	2,926	3,229	3,402	3,342
무형자산	225	104	80	70	62
투자자산	1,314	1,046	1,094	990	893
자산총계	7,185	7,719	7,822	8,299	8,729
유동부채	1,787	2,151	1,774	1,981	2,203
매입채무및기타채무	393	391	295	344	363
단기차입금	806	671	737	862	1,008
유동성장기부채	91	445	136	216	316
비유동부채	1,140	925	1,395	1,364	1,284
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	709	597	1,098	1,018	918
부채총계	2,927	3,076	3,170	3,345	3,487
지배주주지분	4,174	4,553	4,552	4,742	4,927
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
자본조정등	-2	-1	-147	-147	-147
기타포괄이익누계액	623	617	622	622	622
이익잉여금	2,119	2,505	2,644	2,834	3,019
비지배주주지분	84	89	100	212	315
자본총계	4,258	4,643	4,653	4,953	5,242
비이자부채	1,321	1,363	1,199	1,249	1,245
총차입금	1,606	1,713	1,971	2,096	2,242
순차입금	837	236	418	441	154

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	904	373	956	726	872
당기순이익	346	509	208	358	347
비현금성 비용 및 수익	910	233	683	562	610
유형자산감가상각비	600	642	566	577	610
무형자산상각비	19	18	13	10	9
운전자본변동	-191	-344	277	-175	-70
매출채권등의 감소	204	-178	103	-133	-53
재고자산의 감소	-111	59	148	-117	-47
매입채무등의 증가	-82	-1	-105	49	19
기타 영업현금흐름	-161	-26	-212	-19	-15
투자활동 현금흐름	-815	-372	-1,428	-688	-513
유형자산의 증가(CAPEX)	-961	-860	-1,033	-750	-550
유형자산의 감소	20	15	26	0	0
무형자산의 감소(증가)	-22	-20	-12	0	0
투자자산의 감소(증가)	137	486	841	104	97
기타	11	6	-1,250	-41	-60
재무활동 현금흐름	41	-22	-1	62	71
차입금의 증가(감소)	225	313	495	-80	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-184	-335	-496	142	171
기타 및 조정	-76	-29	1,297	0	0
현금의 증가	55	-50	824	99	430
기초현금	684	738	688	1,512	1,611
기말현금	738	688	1,512	1,611	2,041

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2014.07.01~2015.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	117	89.3
중립	14	10.7
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

