



## Outperform(Downgrade)

목표주가: 63,000원(하향)

주가(4/26): 53,400원

시가총액: 40,725억원

## 전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (4/26)		2,019.63pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	71,500원	49,650원
등락률	-25.3%	7.6%
수익률	절대	상대
1W	-4.6%	-6.3%
1M	-22.2%	-21.1%
1Y	-23.5%	-18.2%

## Company Data

발행주식수	77,601천주
일평균 거래량(3M)	465천주
외국인 지분율	18.3%
배당수익률(16E)	0.9%
BPS(16E)	56,287원
주요 주주	삼성전자 23.7%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	61,004	61,763	63,500	65,725
영업이익	649	3,013	1,979	2,643
EBITDA	7,252	7,954	6,654	8,092
세전이익	8,162	3,668	1,935	2,549
순이익	5,089	206	1,522	1,988
지배주주지분순이익	5,027	112	1,458	1,968
EPS(원)	6,478	144	1,879	2,536
증감률(%YoY)	52.2	-97.8	1,203.3	35.0
PER(배)	8.4	436.3	28.4	21.1
PBR(배)	0.9	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	6.1	12.3	8.6	7.4
영업이익률(%)	1.1	4.9	3.1	4.0
ROE(%)	11.4	0.5	3.5	4.4
순부채비율(%)	5.1	21.2	32.7	39.5

## Price Trend



## 삼성전기 (009150)

## 가격 협상력 약화 국면



갤럭시 S7 출하 호조에도 불구하고 삼성전기 1분기 실적은 실망스러웠다. 부품 판가가 낮고, 갤럭시 S7 이외 모델향 부품 출하가 부진하기 때문이다. HDI가 가장 큰 문제고, MLCC도 지난해 같지 않다. 2분기도 전년 대비 이익 역성장 기초가 불가피할 것이다. 재평가를 위해서는 HDI 급진적 조치, 듀얼카메라 본격적 사업화, FC-CSP 대안 제품 마련, 자동차 노출도 확대 등의 과제를 수행해야 한다.

## &gt;&gt;&gt; 1분기 갤럭시 S7 효과 불구 부진

1분기 영업이익은 429억원(QoQ 108%, YoY -50%)으로 시장 컨센서스(654억원)를 크게 하회하며 부진했다. 갤럭시 S7이 조기 출시됐고, 출하가 호조를 보이고 있음에도 불구하고, 삼성전기가 체감하기에는 부품 판가가 낮고, Flagship 이외 모델향 부품 출하가 부진하기 때문에 예년만큼의 강한 실적 반등을 실현하지 못하고 있다. 여기에 HDI가 낮은 가동률로 인한 대규모 손실 상태를 극복하지 못하고 있고, MLCC도 지난해에 비해 수급 상황이 좋지 않다. FC-CSP는 해외 A사 수요 약세로 매출이 감소했다.

다만, FC-BGA는 신제품 대응력이 향상되면서 턴어라운드 기초를 이어갔고, 듀얼픽셀 이미지센서를 채용한 카메라모듈은 주고객 내 점유율이 상승하며 매출이 큰 폭으로 증가했다.

## &gt;&gt;&gt; 부품 가격 협상력 약화, 이익 역성장 기초 지속

2분기 영업이익은 517억원(QoQ 20%, YoY -45%)으로 예상된다.

갤럭시 S7 효과가 온전하게 반영되고, 2분기 말부터 대화면 Flagship 모델향 부품 출하가 시작돼 전분기 대비로는 실적이 개선될 것이다. 하지만, 부품 판가 하락 압박이 심화되고, HDI의 부진이 장기화되면서 전년 대비 이익 역성장 기초가 이어질 것이다.

글로벌 부품 수요를 주도했던 아이폰의 판매 부진이 부품 업체들의 가격 협상력이 약화되는 배경이 되고 있다.

## &gt;&gt;&gt; 풀어야 할 과제, 투자의견 하향

다시 이익 성장 궤도에 진입하기 위한 과제로서 1) 무엇보다 HDI의 저조한 가동률을 해소할 급진적인 조치가 있어야 하고, 2) 듀얼카메라가 Captive 고객 대상으로 본격적인 사업화가 이루어져야 하며, 3) FC-CSP는 WLP(Wafer Level Package) 공법에 대응할 대안 제품이 준비돼야 하고, 4) MLCC와 카메라모듈을 중심으로 자동차 분야 노출도를 늘려야 할 것이다.

실적 전망 하향과 함께 투자의견과 목표주기도 하향 조정한다.

## 삼성전기 1분기 실적 요약

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	16,026	16,021	16,095	13,620	16,043	17.8%	0.1%	15,506	3.5%
기판	3,880	3,744	3,946	3,602	3,460	-3.9%	-10.8%	3,529	-2.0%
LCR	5,340	5,071	5,428	4,438	5,254	18.4%	-1.6%	5,212	0.8%
DM	6,792	7,355	6,681	5,736	6,859	19.6%	1.0%	6,765	1.4%
영업이익	851	941	1,015	206	429	108.0%	-49.6%	768	-44.2%
영업이익률	5.3%	5.9%	6.3%	1.5%	2.7%	1.2%p	-2.6%p	5.0%	-2.3%p
세전이익	769	1,905	1,071	-77	452	흑전	-41.3%	738	-38.8%
세전이익률	4.8%	11.9%	6.7%	-0.6%	2.8%	3.4%p	-2.0%p	4.8%	-1.9%p
순이익	417	37	-72	-175	365	흑전	-12.3%	518	-29.5%

자료: 삼성전기, 키움증권

## 삼성전기 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY
매출액	16,026	16,021	16,095	13,620	16,043	16,307	16,198	14,951	61,763	1.2%	63,500	2.8%	65,725	3.5%
기판	3,880	3,744	3,946	3,602	3,460	3,510	3,665	3,381	15,172	-6.9%	14,016	-7.6%	13,929	-0.6%
LCR	5,340	5,071	5,428	4,438	5,254	5,276	5,453	5,145	20,277	7.7%	21,128	4.2%	21,816	3.3%
DM	6,792	7,355	6,681	5,736	6,859	7,521	7,081	6,425	26,564	4.0%	27,886	5.0%	29,979	7.5%
영업이익	851	941	1,015	206	429	517	588	445	3,013	407.6%	1,979	-34.3%	2,643	33.6%
기판	-51	-39	61	-201	-256	-226	-180	-160	-230	적전	-822	적지	-287	적지
LCR	794	671	720	296	534	546	619	495	2,482	545.4%	2,195	-11.6%	2,131	-2.9%
DM	51	52	30	8	30	39	24	19	141	흑전	113	-19.9%	107	-5.6%
영업이익률	5.3%	5.9%	6.3%	1.5%	2.7%	3.2%	3.6%	3.0%	4.9%	3.9%p	3.1%	-1.8%p	4.0%	0.9%p
기판	-1.3%	-1.1%	1.6%	-5.6%	-7.4%	-6.4%	-4.9%	-4.7%	-1.5%	-1.6%p	-5.9%	-4.4%p	-2.1%	3.8%p
LCR	14.9%	13.2%	13.3%	6.7%	10.2%	10.4%	11.4%	9.6%	12.2%	10.2%p	10.4%	-1.9%p	9.8%	-0.6%p
DM	1.6%	1.8%	2.1%	0.7%	1.9%	2.4%	1.6%	1.4%	0.5%	0.6%p	0.4%	-0.1%p	0.4%	0.0%p

자료: 삼성전기, 키움증권

## 삼성전기 목표주가 산출 내역

(단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-the-Parts	6개월 Forward	A=BxC	비고
영업가치	47,510	Target EV/EBITDA	
패키지 기판	10,818	6.5	IBIDEN, Shinko, Nanya PCB, PPT 평균
MLCC	29,649	8.0	Murata, TDK, Taiyo Yuden 평균
기타(HDI, CDS, OMS)	7,044	5.5	국내 IT 업종 평균
매도가능금융자산	7,948	D=E+F	
시장성있는 지분증권	7,753	E	
시장성없는 지분증권	195	F	장부가 대비 20% 할인
순차입금	7,930	G	연결 기준 순차입금
적정주주가치	47,527	H=A+D-G	
수정발행주식수	75,547	I	자사주 차감, 우선주 포함
목표주가	62,911	J=H/I	

## 삼성전기 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	2Q16E	2016E	2017E	2Q16E	2016E	2017E	2Q16E	2016E	2017E
매출액	16,118	63,220	65,609	16,307	63,500	65,725	1.2%	0.4%	0.2%
영업이익	818	2,905	3,238	517	1,979	2,643	-36.9%	-31.9%	-18.4%
세전이익	833	2,808	3,143	533	1,935	2,549	-36.1%	-31.1%	-18.9%
순이익	644	2,169	2,427	411	1,458	1,968	-36.1%	-32.8%	-18.9%
EPS(원)		2,794	3,128		1,879	2,536		-32.8%	-18.9%
영업이익률	5.1%	4.6%	4.9%	3.2%	3.1%	4.0%	-1.9%p	-1.5%p	-0.9%p
세전이익률	5.2%	4.4%	4.8%	3.3%	3.0%	3.9%	-1.9%p	-1.4%p	-0.9%p
순이익률	4.0%	3.4%	3.7%	2.5%	2.3%	3.0%	-1.5%p	-1.1%p	-0.7%p

자료: 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	61,004	61,763	63,500	65,725	68,071
매출원가	50,650	48,647	51,193	52,469	54,274
매출총이익	10,354	13,116	12,307	13,256	13,797
판매비및일반관리비	9,705	10,102	10,327	10,612	10,923
영업이익(보고)	649	3,013	1,979	2,643	2,874
영업이익(핵심)	649	3,013	1,979	2,643	2,874
영업외손익	7,513	655	-44	-94	-140
이자수익	121	189	200	197	175
배당금수익	50	62	54	54	48
외환이익	1,103	1,695	196	157	78
이자비용	347	354	350	345	362
외환손실	1,135	1,754	196	157	78
관계기업지분법손익	23	70	0	0	0
투자및기타자산처분손익	10,851	1,100	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-26	0	0	0	0
기타	-3,126	-353	51	0	0
법인세차감전이익	8,162	3,668	1,935	2,549	2,734
법인세비용	1,273	446	413	561	602
유효법인세율 (%)	15.6%	12.1%	21.3%	22.0%	22.0%
당기순이익	5,089	206	1,522	1,988	2,133
지배주주지분순이익(억원)	5,027	112	1,458	1,968	2,111
EBITDA	7,252	7,954	6,654	8,092	7,742
현금순이익(Cash Earnings)	11,692	5,148	6,197	7,436	7,000
수정당기순이익	-4,048	-760	1,522	1,988	2,133
증감율(% YoY)					
매출액	-26.1	1.2	2.8	3.5	3.6
영업이익(보고)	-86.0	364.0	-34.3	33.6	8.7
영업이익(핵심)	-86.0	364.0	-34.3	33.6	8.7
EBITDA	-33.1	9.7	-16.3	21.6	-4.3
지배주주지분 당기순이익	52.2	-97.8	1,203.3	35.0	7.3
EPS	52.2	-97.8	1,203.3	35.0	7.3
수정순이익	N/A	N/A	N/A	30.6	7.3

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,801	5,555	5,990	6,974	7,074
당기순이익	5,089	206	1,522	1,988	2,133
감가상각비	6,419	4,780	4,524	5,322	4,763
무형자산상각비	183	161	151	126	105
외환손익	-16	35	0	0	0
자산처분손익	203	542	0	0	0
지분법손익	-23	-70	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-3,363	1,797	-132	-588	144
기타	-4,692	-1,896	-75	126	-70
투자활동현금흐름	-3,711	-2,189	-11,594	-11,000	-8,166
투자자산의 처분	4,875	7,614	-183	-166	1,031
유형자산의 처분	150	1,858	0	0	0
유형자산의 취득	-8,599	-11,962	-11,364	-10,796	-9,177
무형자산의 처분	-196	223	0	0	0
기타	59	79	-47	-38	-20
재무활동현금흐름	-304	96	73	-54	791
단기차입금의 증가	-2,466	-4,638	0	0	1,000
장기차입금의 증가	3,132	7,229	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-583	-630	-379	-379	-455
기타	-388	-1,866	452	325	246
현금및현금성자산의순증가	-505	3,472	-5,532	-4,080	-302
기초현금및현금성자산	7,385	6,880	10,353	4,821	741
기말현금및현금성자산	6,880	10,353	4,821	741	439
Gross Cash Flow	7,163	3,758	6,122	7,562	6,930
Op Free Cash Flow	-5,006	-2,354	-5,264	-3,874	-1,923

주: 2014년까지는 중단사업 회계처리 전 재무제표

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	35,540	27,300	22,834	19,826	19,679
현금및현금성자산	6,880	10,353	4,821	741	439
유동금융자산	7,897	900	598	641	663
매출채권및유동채권	10,640	9,218	9,917	10,415	10,455
재고자산	8,412	6,790	7,453	7,983	8,072
기타유동비금융자산	1,711	40	44	47	49
비유동자산	41,646	45,395	52,173	57,882	61,222
장기매출채권및기타비유동채권	1,017	2,556	2,058	2,204	2,215
투자자산	9,804	8,458	8,997	9,174	8,174
유형자산	29,259	32,984	39,825	45,298	49,713
무형자산	1,039	912	761	635	529
기타비유동자산	528	485	532	570	591
자산총계	77,186	72,695	75,006	77,708	80,900
유동부채	21,510	17,683	18,809	19,989	21,282
매입채무및기타유동채무	8,687	7,273	7,984	8,551	8,856
단기차입금	6,711	6,911	6,911	6,911	7,911
유동성장기차입금	4,454	3,338	3,738	4,338	4,338
기타유동부채	1,659	160	176	188	176
비유동부채	9,248	11,858	11,521	11,055	11,292
장기매입채무및비유동채무	72	109	120	129	121
사채및장기차입금	5,967	10,166	9,366	8,566	8,566
기타비유동부채	3,210	1,583	2,035	2,360	2,606
부채총계	30,758	29,541	30,330	31,044	32,575
자본금	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880
주식발행초과금	9,315	9,315	9,315	9,315	9,315
이익잉여금	25,046	24,455	25,914	27,882	29,548
기타자본	7,293	4,571	4,571	4,571	4,571
지배주주지분자본총계	45,534	42,221	43,679	45,648	47,314
비지배주주지분자본총계	894	933	997	1,017	1,012
자본총계	46,428	43,154	44,676	46,664	48,325
순차입금	2,354	9,164	14,597	18,435	19,713
총차입금	17,131	20,416	20,016	19,816	20,816

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

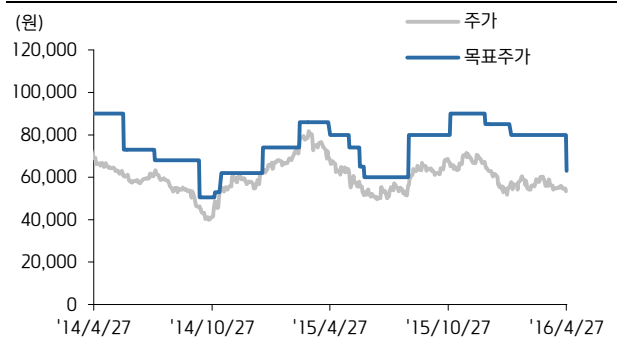
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	6,478	144	1,879	2,536	2,721
BPS	58,677	54,408	56,287	58,824	60,971
주당EBITDA	9,345	10,251	8,575	10,427	9,976
CFPS	15,066	6,633	7,986	9,583	9,021
DPS	750	500	500	600	700
주가배수(배)					
PER	8.4	436.3	28.4	21.1	19.6
PBR	0.9	1.2	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.1	12.3	8.6	7.4	7.9
PCFR	3.6	9.5	6.7	5.6	5.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.1	4.9	3.1	4.0	4.2
영업이익률(핵심)	1.1	4.9	3.1	4.0	4.2
EBITDA margin	11.9	12.9	10.5	12.3	11.4
순이익률	8.3	0.3	2.4	3.0	3.1
자기자본이익률(ROE)	11.4	0.5	3.5	4.4	4.5
투자자본이익률(ROIC)	1.3	6.1	3.2	3.8	3.7
안정성(%)					
부채비율	66.2	68.5	67.9	66.5	67.4
순차입금비율	5.1	21.2	32.7	39.5	40.8
이자보상배율(배)	1.9	8.5	5.7	7.7	7.9
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.2	6.6	6.5	6.5
재고자산회전율	7.1	8.1	8.9	8.5	8.5
매입채무회전율	7.0	7.7	8.3	7.9	7.8

- 당사는 4월 26일 현재 '삼성전기 (009150)' 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)	2014/02/27	BUY(Maintain)	90,000원
	2014/04/28	BUY(Maintain)	90,000원
	2014/06/12	Outperform(Downgrade)	73,000원
	2014/07/30	Marketperform(Downgrade)	68,000원
	2014/10/07	Marketperform(Maintain)	50,500원
	2014/10/16	Marketperform(Maintain)	50,500원
	2014/10/31	Outperform(Upgrade)	53,000원
	2014/11/10	Outperform(Maintain)	62,000원
	2015/01/13	Outperform(Maintain)	74,000원
	2015/02/02	Outperform(Maintain)	74,000원
	2015/02/11	Outperform(Maintain)	74,000원
	2015/02/25	Outperform(Maintain)	74,000원
	2015/03/11	Outperform(Maintain)	86,000원
	2015/04/27	Outperform(Maintain)	80,000원
	2015/05/27	Outperform(Maintain)	74,000원
	2015/06/12	Outperform(Maintain)	65,000원
	2015/06/19	Outperform(Maintain)	60,000원
	2015/07/29	Outperform(Maintain)	60,000원
	2015/08/26	Outperform(Maintain)	60,000원
	2015/08/27	BUY(Upgrade)	80,000원
	2015/10/05	BUY(Maintain)	80,000원
	2015/10/14	BUY(Maintain)	80,000원
	2015/10/30	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/11/03	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/11/16	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/12/23	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/01/12	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/02/01	BUY(Maintain)	80,000원
	2016/03/18	BUY(Maintain)	80,000원
	2016/04/27	Outperform(Downgrade)	63,000원

## 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

## 투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%