

2023. 1. 25



▲ 전기전자/IT부품장비

Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **175,000 원**

현재주가 (1.25) **150,800 원**

상승여력 **16.0%**

KOSPI	2,428.57pt
시가총액	112,638억원
발행주식수	7,469만주
유통주식비율	73.48%
외국인비중	30.12%
52주 최고/최저가	178,000원/112,000원
평균거래대금	622.6억원

주요주주(%)

삼성전자 외 5 인	23.85
국민연금공단	8.80

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.5	5.5	-15.0
상대주가	7.2	4.4	-4.8

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	7,753.3	912.7	604.0	8,031	18.1	74,385	22.2	2.4	8.0	10.9	56.1
2021	9,675.0	1,486.9	892.5	11,866	46.7	86,584	16.6	2.3	6.4	14.3	44.7
2022P	9,424.5	1,182.8	939.0	12,489	5.3	96,638	10.4	1.4	4.4	13.2	40.4
2023E	8,735.1	893.5	687.8	9,126	-26.9	103,455	16.5	1.5	5.7	8.9	36.6
2024E	10,005.5	1,386.5	1,012.9	13,479	47.7	114,462	11.2	1.3	4.1	12.0	35.6

삼성전기 009150

4Q22 Review: 가팔랐던 내리막, 남은 건 오르막

- ✓ 4Q22 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 6.4%, 31.5% 하회
- ✓ 4Q22 MLCC 가격 Flat QoQ, 출하량 -12.0% QoQ 추정
- ✓ 1Q23 MLCC 가격 -1.0% QoQ, 출하량 +6.0% QoQ 예상
- ✓ 중국 스마트폰 시장 회복과 전장용 MLCC 공급 증가로 MLCC 업황 정상화에 대한 기대감이 MLCC 정상화에 따른 수익성 회복으로 이어질 것으로 판단
- ✓ 업황의 변곡점은 3Q23으로 예상하며 주가의 선행성을 고려, 투자의견 Buy 유지

4Q22 Review: 예상을 상회한 재고조정

4Q22 매출액(1.97조)와 영업이익(1,012억원)은 컨센서스를 각각 6.4%, 31.5% 하회했다. IT/산업용 MLCC의 수요 감소폭이 예상을 상회했기 때문이다. 4Q22 MLCC 출하량은 고객사들의 재고 조정 영향으로 -12.0% QoQ 감소했고 가격이 유지되었음에도 불구하고 고정비 증가로 인해 수익성이 크게 악화되었다. 광학통신과 패키지솔루션 사업부는 세트 수요 둔화와 거래선의 재고조정으로 인해 동반 부진했다. 특히 패키지솔루션의 경우 본격적인 판가 인하가 4분기에 시작된 것으로 파악된다.

1Q23 Preview: 컴포넌트+광학통신 ↑ 패키지솔루션 ↓

전분기 대비 MLCC 가격은 -1.0% QoQ, 출하량은 +6.0% QoQ의 변동이 예상된다. 가동률은 전분기 59% 대비 상승한 63%를 예상하며 이에 따라 영업이익률은 5.3%로의 소폭 회복이 가능할 전망이다. BGA의 본격적인 P(가격), Q(물량) 감소로 인한 패키지솔루션 사업부의 부진(-57.0% QoQ 감익)이 예상된다. 그러나 광학통신사업부 또한 전략거래선형 플래그십 모델 출시로 본격적인 수익성 회복이 예상되기 때문에 전사 영업이익 기준 전분기 대비 개선이 가능할 전망이다.

2차 주가 상승의 핵심 1) 중국 스마트폰 회복 2) 전장용 MLCC 공급 증가

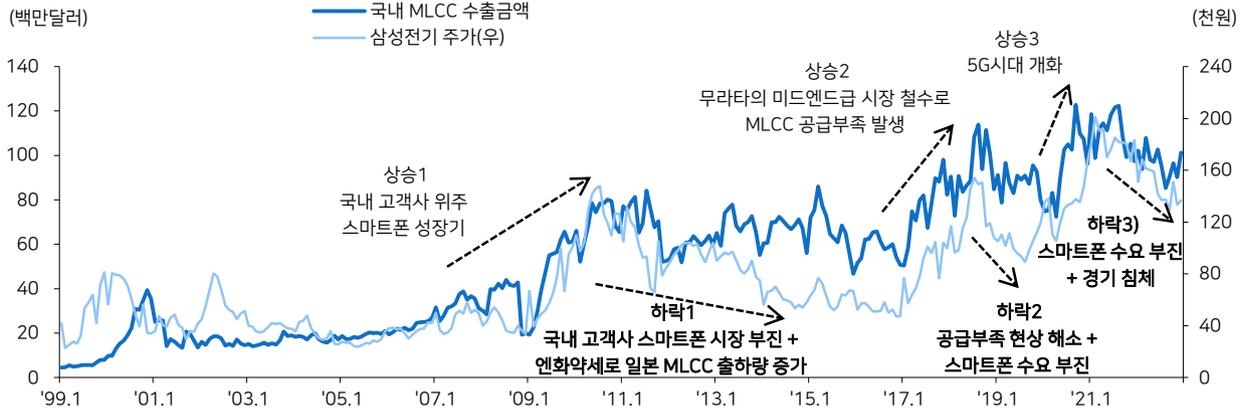
삼성전기 주가는 MLCC 업황의 '정상화(재고 정상화)' 기대감으로 1차 상승했다. 2차 상승을 위해서는 MLCC 정상화에 따른 수익성 회복이 가시화 되어야 한다. 당사는 매출 비중이 높은 중국 스마트폰 시장의 본격적인 회복(컴포넌트 사업부 내 42% 추정)과 전장용 MLCC 공급 비중 증가를 통한 믹스 개선 효과를 통해 수익성 회복이 가능하다고 판단한다. 업황 변곡점은 3Q23으로 예상하며 선제적인 가동률 조정으로 MLCC 재고를 40일 초반으로 유지하고 있는 만큼, 업황 회복 시 가파른 수익성 개선이 가능할 전망이다. 투자의견 Buy와 적정주가 17.5만원을 유지한다.

(십억원)	4Q22P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	1,968.4	2,138.9	-8.0%	2,383.7	-17.4%	2,103.1	-6.4%	2,019.8	-2.5%
영업이익	101.2	316.2	-68.0%	311.0	-67.4%	147.9	-31.5%	116.5	-13.1%
세전이익	168.0	364.2	-53.9%	377.6	-55.5%	183.1	-8.2%	183.3	-8.3%
지배주주 순이익	90.4	85.5	5.7%	268.2	-66.3%	111.4	-18.9%	101.3	-10.8%
영업이익률(%)	5.1%	14.8%		13.0%		7.0%		5.8%	
지배주주 순이익률(%)	4.6%	4.0%		11.3%		5.3%		5.0%	

자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

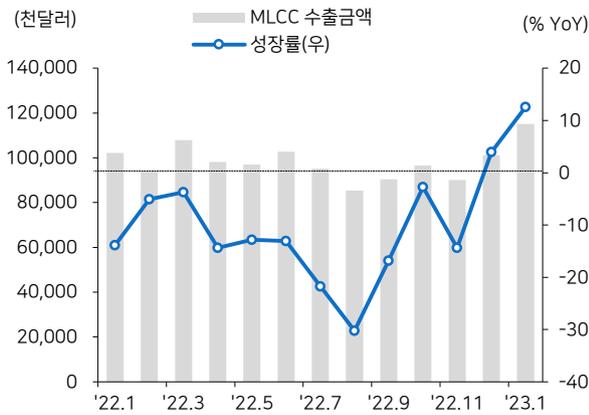
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
환율	1,205	1,260	1,338	1,359	1,243	1,220	1,210	1,200	1,144	1,290	1,218
연결 매출액	2,616.8	2,455.6	2,383.7	1,968.4	1,979.5	2,081.9	2,409.2	2,264.4	9,384.0	9,424.5	8,735.1
(% QoQ)	22.3%	-6.2%	-2.9%	-17.4%	0.6%	5.2%	15.7%	-6.0%			
(% YoY)	14.2%	2.1%	-6.4%	-8.0%	-24.4%	-15.2%	1.1%	15.0%	21.0%	0.4%	-7.3%
컴포넌트솔루션	1,229	1,140	930	833	864	939	1,126	1,144	4,778	4,132	4,073
(% QoQ)	4.7%	-7.3%	-18.4%	-10.4%	3.7%	8.8%	19.9%	1.6%			
(% YoY)	12.9%	-4.6%	-29.6%	-29.0%	-29.7%	-17.6%	21.1%	37.3%	31.1%	-13.5%	-1.4%
광학통신솔루션	868	779	901	656	738	679	763	634	3,220	3,204	2,815
(% QoQ)	11.6%	-10.2%	15.7%	-27.3%	12.6%	-8.0%	12.3%	-16.8%			
(% YoY)	3.2%	-4.2%	14.5%	-15.7%	-14.9%	-12.8%	-15.4%	-3.2%	14.9%	-0.5%	-12.2%
패키지솔루션	520	536	553	480	378	463	521	486	1,968	2,088	1,847
(% QoQ)	8.5%	3.2%	3.0%	-13.2%	-21.3%	22.7%	12.4%	-6.7%			
(% YoY)	17.5%	15.0%	-4.8%	0.2%	-27.3%	-13.6%	-5.8%	1.3%	11.7%	6.1%	-11.5%
연결 영업이익	410.5	360.1	311.0	101.2	113.8	178.4	302.6	298.7	1,486.9	1,182.9	893.5
(% QoQ)	29.8%	-12.3%	-13.6%	-67.4%	12.4%	56.7%	69.6%	-1.3%			
(% YoY)	15.1%	0.6%	-31.8%	-68.0%	-72.3%	-50.5%	-2.7%	195.1%	62.9%	-20.4%	-24.5%
컴포넌트솔루션	268.7	210.3	115.8	15.3	45.7	86.4	172.3	211.2	1,063.5	610.0	515.6
(% QoQ)	21.2%	-21.7%	-45.0%	-86.8%	199.5%	89.0%	99.5%	22.6%			
(% YoY)	14.7%	-21.5%	-65.9%	-93.1%	-83.0%	-58.9%	48.9%	1283.7%	90.7%	-42.6%	-15.5%
광학통신솔루션	41.1	24.2	48.3	-5.5	28.8	21.0	35.6	10.5	161.1	108.1	95.8
(% QoQ)	171.2%	-41.1%	99.5%	-111.4%	-624.4%	-27.2%	69.5%	-70.5%			
(% YoY)	-42.1%	-38.5%	35.7%	-136.2%	-30.0%	-13.4%	-26.4%	-291.1%	-6.0%	-32.9%	-11.4%
패키지솔루션	100.7	125.6	146.9	91.5	39.3	71.0	94.7	77.0	262.2	464.7	282.0
(% QoQ)	-17.0%	24.7%	17.0%	-37.7%	-57.0%	80.7%	33.3%	-18.7%			
(% YoY)	283.3%	292.3%	78.1%	-24.7%	-61.0%	-43.4%	-35.5%	-15.8%	161.9%	77.2%	-39.3%
연결 영업이익률	15.7%	14.7%	13.0%	5.1%	5.8%	8.6%	12.6%	13.2%	15.8%	12.6%	10.2%
컴포넌트솔루션	21.9%	18.4%	12.4%	1.8%	5.3%	9.2%	15.3%	18.5%	22.3%	14.8%	12.7%
광학통신솔루션	4.7%	3.1%	5.4%	-0.8%	3.9%	3.1%	4.7%	1.7%	5.0%	3.4%	3.4%
패키지솔루션	19.4%	23.4%	26.6%	19.1%	10.4%	15.3%	18.2%	15.8%	13.3%	22.3%	15.3%

그림1 국내 월별 MLCC 수출액 추이 및 삼성전기 주가(상관관계 0.84)



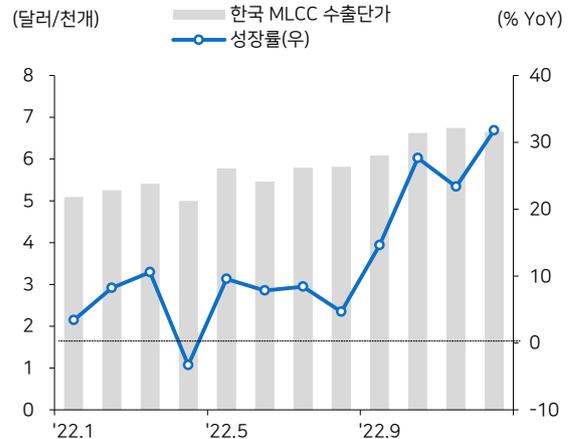
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림2 월별 국내 MLCC 수출금액 추이



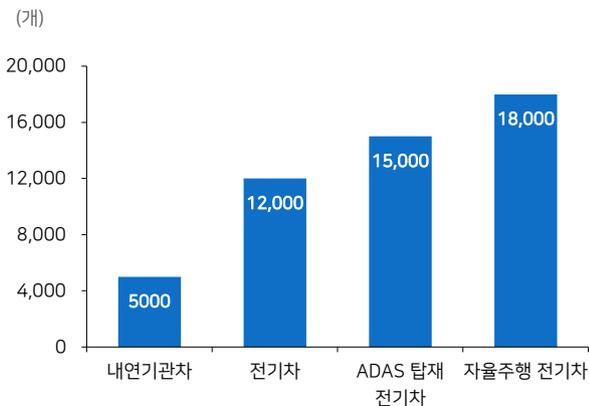
주: 1월은 1~20일 잠정치 기준 환산
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림3 월별 국내 MLCC 수출단가 추이(수량 기준)



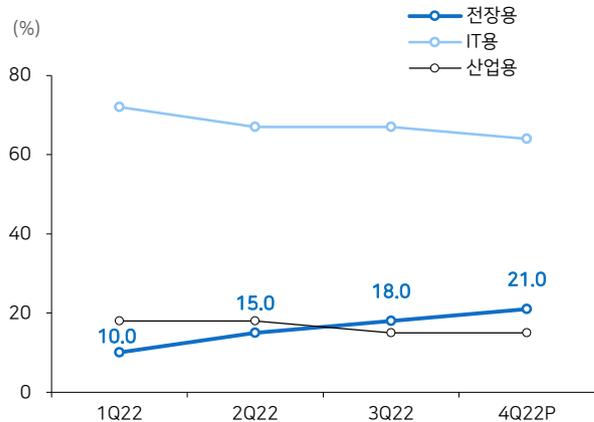
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림4 차종별 MLCC 탑재량 비교



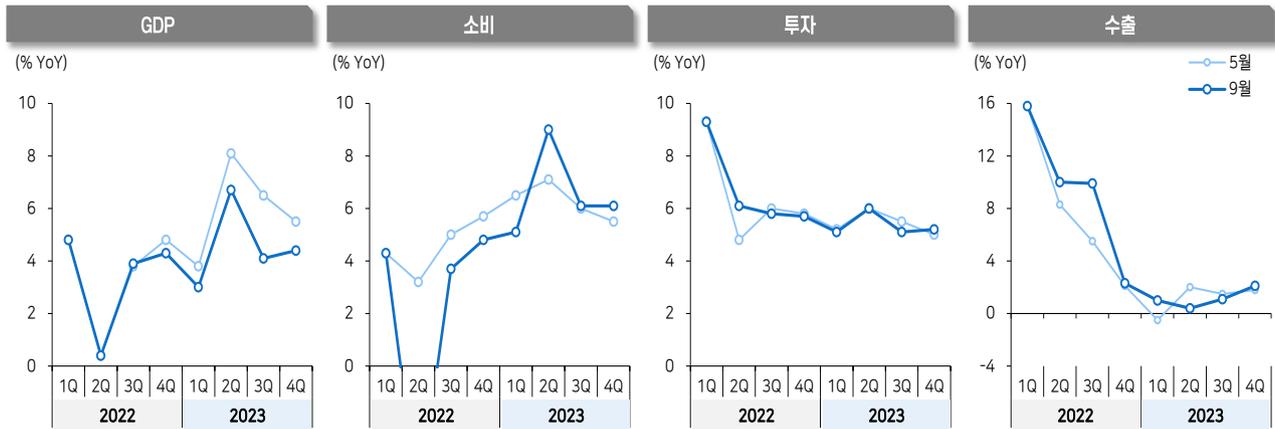
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 삼성전기 응용처별 MLCC 매출 비중 추이



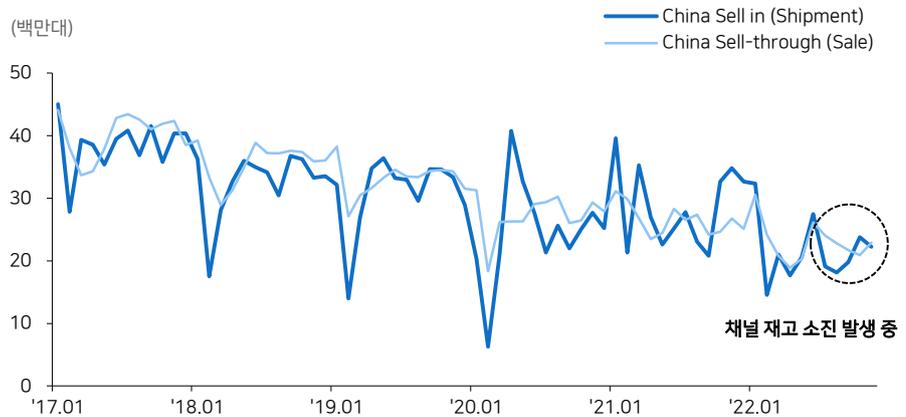
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 '23년까지의 중국 분기별 GDP 및 항목별 예상 경로: 내년은 기저효과로 소비가 상대적으로 양호할 전망



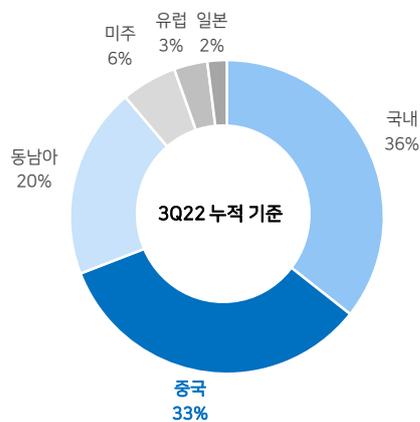
주: GDP는 메리츠증권 계산, 소비, 투자와 수출은 Bloomberg 컨센서스 이용
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국 내 스마트폰 채널 재고 현황



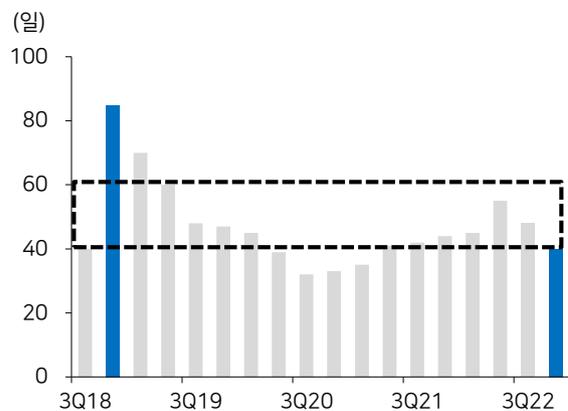
자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림8 삼성전기 지역별 매출 현황



자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림9 삼성전기 MLCC 보유 재고일수 현황



자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성전기 적정주가 산정표

(원)	2023E	비고
BPS	105,956	12MF BPS
적정배수 (배)	1.6	10% 초반의 ROE를 기록했던 19년, 20년의 평균
적정가치	172,708	
적정주가	175,000	
현재주가	150,800	
상승여력 (%)	16.0%	

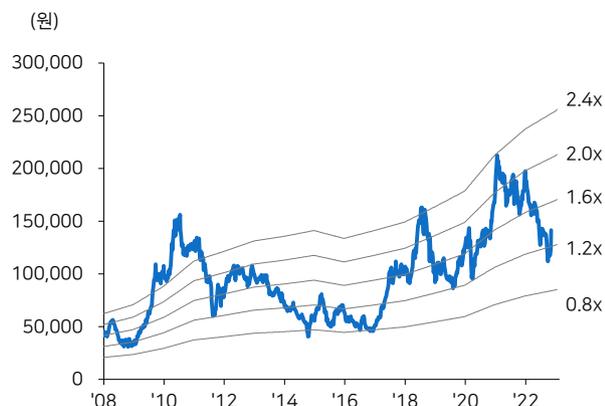
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 삼성전기 밸류에이션 테이블

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
주가 (원)												
High	112,500	102,000	74,700	82,000	63,300	114,500	166,000	126,000	179,000	223,000	192,000	
Low	77,800	71,500	39,800	48,800	44,800	49,850	88,900	84,100	81,700	153,000	112,000	
Average	98,459	87,690	60,348	63,848	52,509	84,932	124,684	103,177	132,818	182,411	146,869	
확정치 기준 PBR (배)												
High	2.2	1.9	1.2	1.5	1.1	2.1	2.6	1.8	2.4	2.5	1.9	
Low	1.5	1.3	0.7	0.9	0.8	0.9	1.4	1.2	1.1	1.7	1.1	
Average	1.9	1.6	1.0	1.1	0.9	1.5	2.0	1.5	1.7	2.1	1.5	
확정치 BPS (원)	51,103	54,871	59,829	55,610	55,896	55,818	63,743	69,975	76,164	88,545	98,911	105,956
확정치 ROE (%)	11.9	8.2	11.5	0.3	0.3	3.8	14.5	10.2	10.9	14.3	13.2	8.9
컨센서스 기준 PBR (배)												
High	2.2	1.9	1.3	1.4	1.1	1.9	2.6	1.8	2.3	2.5	1.9	
Low	1.5	1.3	0.7	0.8	0.8	0.8	1.4	1.2	1.1	1.7	1.1	
Average	1.9	1.6	1.1	1.1	0.9	1.4	1.9	1.5	1.7	2.0	1.5	
컨센서스 BPS (원)	50,540	54,670	56,486	58,791	55,669	58,824	64,033	70,286	76,941	90,371	100,443	109,733
컨센서스 ROE (%)	12.8	10.2	7.2	1.6	0.5	4.1	15.1	10.7	10.7	17.1	13.5	10.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 삼성전기 PBR 밴드



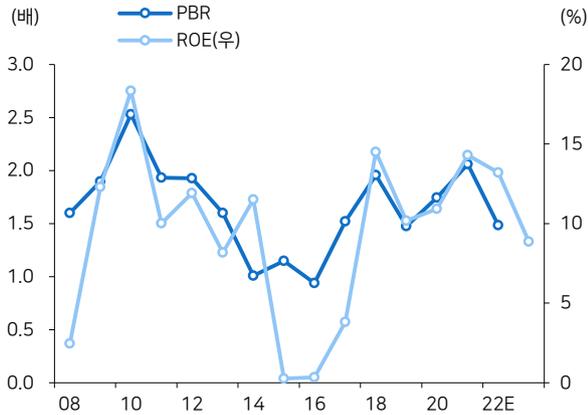
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 삼성전기 PBR 변동 추이



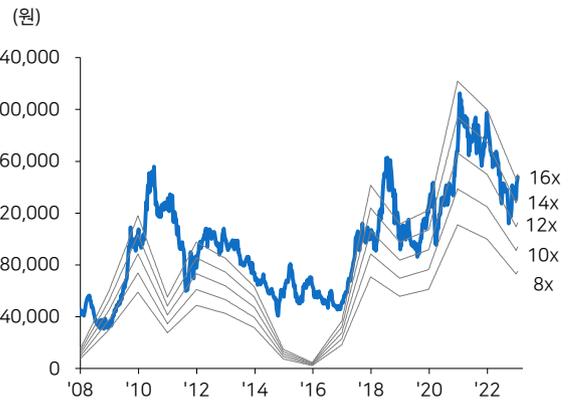
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 삼성전기 ROE와 PBR 추이



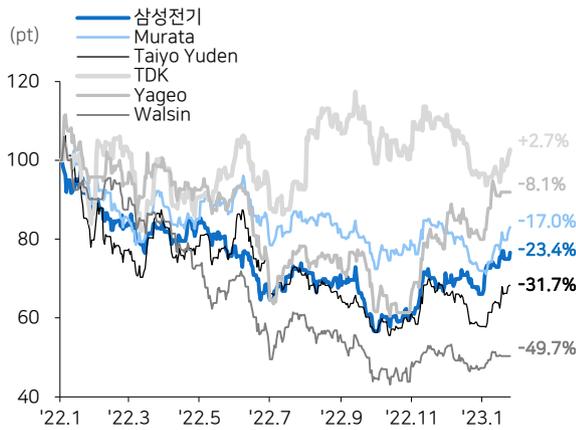
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 삼성전기 PER 밴드



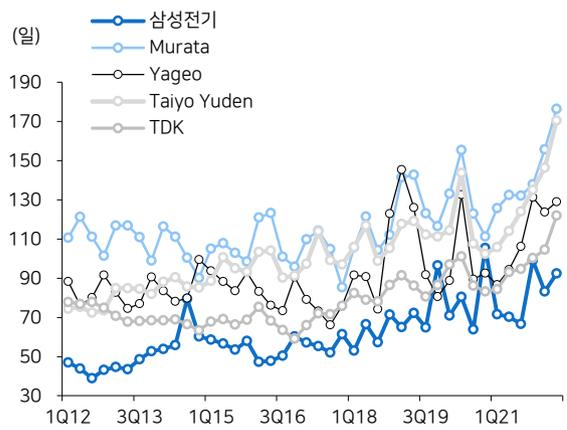
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 글로벌 MLCC 업체들 주가 추이



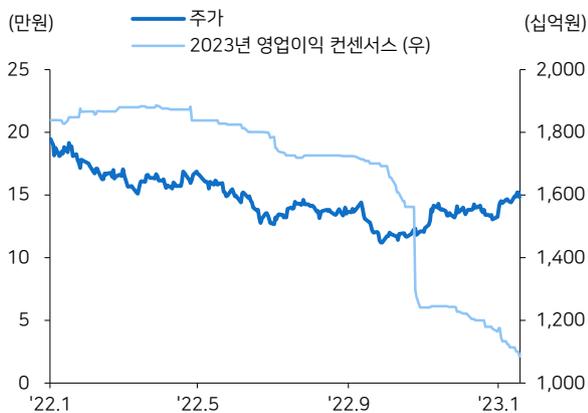
자료: Bloomberg 메리츠증권 리서치센터

그림15 글로벌 MLCC 업체들 재고자산 회전일수 추이



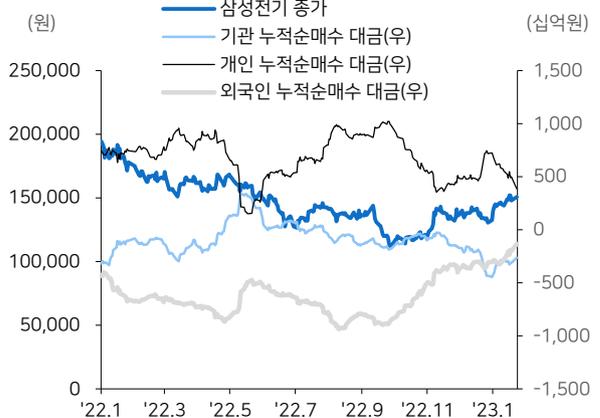
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 삼성전기 주가와 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림17 삼성전기 수급추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	7,753.3	9,675.0	9,424.5	8,735.1	10,005.5
매출액증가율 (%)	0.5	24.8	-2.6	-7.3	14.5
매출원가	5,784.5	7,127.1	7,056.0	6,540.2	7,266.7
매출총이익	1,968.8	2,547.9	2,368.5	2,194.9	2,738.7
판매관리비	1,056.1	1,061.1	1,185.7	1,301.4	1,352.2
영업이익	912.7	1,486.9	1,182.8	893.5	1,386.5
영업이익률	11.8	15.4	12.6	10.2	13.9
금융손익	-32.8	-30.9	-16.6	1.7	11.4
중속/관계기업손익	9.9	10.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-20.9	25.0	171.6	71.7	69.2
세전계속사업이익	868.9	1,491.3	1,337.8	966.9	1,467.1
법인세비용	184.6	413.7	374.6	261.4	428.1
당기순이익	623.8	915.4	963.2	705.5	1,039.0
지배주주지분 순이익	604.0	892.5	939.0	687.8	1,012.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,588.1	1,731.2	1,783.3	1,646.2	1,777.4
당기순이익(손실)	623.8	915.4	963.2	705.5	1,039.0
유형자산상각비	807.5	828.5	877.7	836.7	912.5
무형자산상각비	33.7	38.0	43.1	40.9	36.5
운전자본의 증감	-51.5	-624.4	35.4	97.3	-179.3
투자활동 현금흐름	-732.4	-845.1	-839.2	-851.6	-977.3
유형자산의증가(CAPEX)	-756.7	-844.2	-1,000.0	-900.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	-25.5	-63.3	2.7	7.4	-13.6
재무활동 현금흐름	-209.5	-1,181.0	-109.8	-152.3	-223.4
차입금의 증감	-104.7	-824.1	84.5	44.1	-26.8
자본의 증가	0.0	8.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	630.0	-252.9	786.9	642.3	576.6
기초현금	855.5	1,485.5	1,232.6	2,019.5	2,661.8
기말현금	1,485.5	1,232.6	2,019.5	2,661.8	3,238.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,150.3	4,598.3	5,344.2	5,743.3	6,768.0
현금및현금성자산	1,479.8	1,185.2	2,019.5	2,661.8	3,238.4
매출채권	943.8	1,219.4	1,187.8	1,100.9	1,261.0
재고자산	1,337.9	1,818.4	1,771.3	1,641.8	1,880.5
비유동자산	5,075.2	5,343.1	5,434.7	5,484.7	5,574.4
유형자산	4,424.4	4,639.4	4,761.7	4,825.0	4,912.5
무형자산	138.3	141.8	113.8	107.9	96.4
투자자산	294.6	368.3	365.6	358.2	371.9
자산총계	9,225.5	9,941.4	10,778.8	11,228.0	12,342.4
유동부채	1,914.9	2,234.7	2,057.5	1,887.3	2,135.4
매입채무	434.5	591.7	576.4	534.2	611.9
단기차입금	406.2	56.5	80.0	60.0	50.0
유동성장기부채	219.2	339.0	185.9	166.8	183.4
비유동부채	1,400.2	835.6	1,045.8	1,118.5	1,104.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,233.2	619.8	833.8	917.1	883.7
부채총계	3,315.1	3,070.3	3,103.3	3,005.7	3,240.0
자본금	388.0	388.0	388.0	388.0	388.0
자본잉여금	1,045.2	1,053.5	1,053.5	1,053.5	1,053.5
기타포괄이익누계액	412.5	616.9	616.9	616.9	616.9
이익잉여금	4,073.3	4,807.2	5,587.4	6,116.5	6,970.6
비지배주주지분	138.1	152.2	176.4	194.1	220.2
자본총계	5,910.4	6,871.1	7,675.5	8,222.3	9,102.5

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	103,801	129,530	126,176	116,946	133,953
EPS(지배주주)	8,031	11,866	12,489	9,126	13,479
CFPS	24,080	33,348	28,163	23,711	31,267
EBITDAPS	23,481	31,506	28,163	23,711	31,267
BPS	74,385	86,584	96,638	103,455	114,462
DPS	1,400	2,100	2,100	2,100	2,100
배당수익률(%)	0.8	1.1	1.6	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	22.2	16.6	10.4	16.5	11.2
PCR	7.4	5.9	4.6	6.4	4.8
PSR	1.7	1.5	1.0	1.3	1.1
PBR	2.4	2.3	1.4	1.5	1.3
EBITDA	1,753.9	2,353.3	2,103.6	1,771.0	2,335.5
EV/EBITDA	8.0	6.4	4.4	5.7	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.9	14.3	13.2	8.9	12.0
EBITDA 이익률	22.6	24.3	22.3	20.3	23.3
부채비율	56.1	44.7	40.4	36.6	35.6
금융비용부담률	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	21.3	37.4	33.3	23.8	36.6
매출채권회전율(x)	8.1	8.9	7.8	7.6	8.5
재고자산회전율(x)	5.9	6.1	5.3	5.1	5.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성전기 (009150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

