2023. 4. 27

▲ 전기전자/IT부품장비
Analyst 양승수
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

삼성전기 009150

신제품 출시에 따른 수요 환경 회복 확인 필요

- ✓ 1Q23 영업이익은 MLCC 출하량 증가로 컨센서스를 10.4% 상회
- ✓ 전장용의 견조한 수요와 함께 신제품 출시에 따라 고객사의 부품 주문 증가가 발생
- ✓ 2Q23 MLCC 가격 +1.0% QoQ, 출하량 +15.0% QoQ 예상. 이에 따른 가동률 회복을 반영하여 2Q23 추정치를 8.5% 상향
- ✓ 다만 연초 기대 대비 중국 스마트폰 수요 환경의 회복은 지연되는 상황
- ✓ 셀인과 수요 환경의 괴리감이 존재하기 때문에 하반기에 대한 보수적인 접근 유효

Buy

적정주가 (12 개월)	180,000 원
현재주가 (4.26)	139,100 원
상승여력	29.4%
KOSPI	2,484.83pt
시가총액	103,899억원
발행주식수	7,469만주
유동주식비율	73.46%
외국인비중	29.54%
52주 최고/최저가	168,500원/112,000원
평균거래대금	569.7억원
주요주주(%)	
삼성전자 외 5 인	23.86
국민연금공단	8.80

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.2	13.6	-14.4
상대주가	-12.7	2.8	-8.1

주가그래프

1Q23 Review: MLCC 주문 증가 확인

1Q23 영업이익(1,401억원)은 컨센서스를 10.4% 상회했다. MLCC 출하량이 전장용의 견조한 수요와 함께 신제품 출시에 따른 일부 중화권 고객사의 주문 증가로 전분기 대비 9.0% 증가한 것으로 파악된다. 이에 따라 판가 인하 및 환율 하락의 영향으로 매출은 전분기 대비 감소했으나, 가동률 상승으로 컴포넌트 부문의 수익성은 오히려 개선되었다. 광학통신 부문은 국내 전략 거래선의 울트라 위주의 플래그십 신모델 출하량 상승으로 고사양 카메라모듈 수요가 확대되었다. 패키지 부문은 부진한 전방시장의 영향으로 BGA와 PC향 FC-BGA의 부진이 지속되었다.

2Q23 Preview: 영업이익 추정치 8.5% 상향

전사 영업이익 추정치를 기존 추정치(1,708억)에서 1,853억으로 8.5% 상향한다. 전분기 대비 MLCC 가격은 +1.0% QoQ, 출하량은 +15.0% QoQ의 변동이 예상된다. 이에 따라 2Q23 MLCC 사업부의 가동률은 76%(1Q23 68%)를 예상하며 컴포넌트 부문의 영업이익률은 두 자릿수(11.0%)로의 회복이 가능할 전망이다. 광학통신 부문의 계절적 비수기로 인한 부진(-39.5% QoQ 감익)은 불가피하나, BGA의 Q(물량) 증가로 인한 패키지 부문의 수익성 개선(+24.7% QoQ 증익) 또한 기대된다.

하반기 셀인(출하)과 셀스루(수요)의 괴리감 회복 필요

중화권 세트사의 스마트폰 플래그십 신모델 출시에 따라 셀인 물량이 일부 늘어나는 것은 긍정적이다. 다만 연초 기대 대비 중국 스마트폰 수요 환경의 회복은 지연되고 있다. 수요 환경의 회복이 없다면 셀인 물량의 증가는 신모델 출시에 따른 일시적인 효과에 그칠 개연성이 높다. 선제적인 재고조정이 이뤄진 만큼 수요 환경 회복 시 가파른 수익성 회복은 가능하나, 셀인과 셀스루 환경의 괴리감 회복이 필요하다. 하반기 실적 전망치 하향을 반영해 적정주가 18만원을 유지한다.

(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
2022	9,424.6	1,182.8	980.6	13,046	8.6	97,145	10.0	1.3	4.8	13.8	42.9
2023E	8,593.3	841.0	696.9	9,247	-25.8	104,079	15.0	1.3	5.7	8.9	28.4
2024E	9,624.9	1,226.7	966.0	12,851	38.9	114,481	10.8	1.2	4.1	11.4	28.6

표1 삼성전기 1Q23 실적 Review

(십억원)	1Q23P	1Q22	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	2,021.7	2,616.8	-22.7%	1,968.4	2.7%	2,023.7	-0.1%	2,008.7	0.6%
영업이익	140.1	410.5	-65.9%	101.2	38.3%	126.8	10.4%	127.8	9.6%
세전이익	143.1	427.0	-66.5%	-5.4	nm	126.1	13.5%	142.8	0.2%
지배주주 순이익	118.2	315.4	-62.5%	112.2	5.3%	94.7	24.7%	94.0	25.7%
영업이익률(%)	5.1%	13.0%		13.0%		6.3%		6.4%	
지배주주 순이익률(%)	5.7%	3.5%		11.4%		4.7%		4.7%	

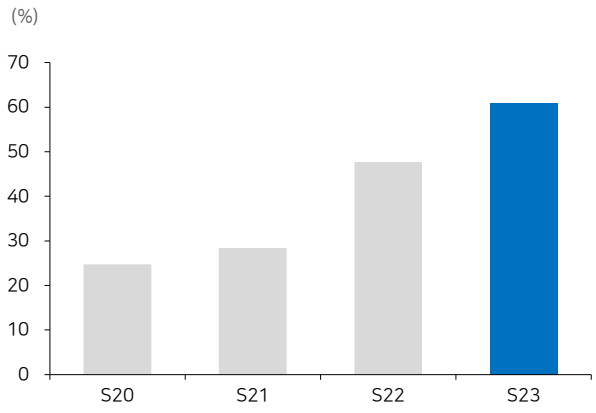
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성전기 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율	1,205	1,260	1,338	1,359	1,268	1,310	1,260	1,230	1,290	1,267	1,175
연결 매출액	**2,616.8**	**2,455.6**	**2,383.7**	**1,968.4**	**2,021.7**	**2,081.5**	**2,273.2**	**2,216.9**	**9,424.5**	**8,593.3**	**9,624.9**
(% QoQ)	7.7%	-6.2%	-2.9%	-17.4%	2.7%	3.0%	9.2%	-2.5%			
(% YoY)	14.2%	2.1%	-6.4%	-19.0%	-22.7%	-15.2%	-4.6%	12.6%	-2.6%	-8.8%	12.0%
컴포넌트솔루션	1,229	1,140	930	833	826	948	996	1,012	4,132	3,781	4,419
(% QoQ)	4.7%	-7.3%	-18.4%	-10.4%	-0.9%	14.8%	5.1%	1.6%			
(% YoY)	12.9%	-4.6%	-29.6%	-29.0%	-32.8%	-16.8%	7.1%	21.4%	-13.5%	-8.5%	16.9%
광학통신솔루션	868	779	901	656	799	755	851	755	3,204	3,160	3,289
(% QoQ)	11.6%	-10.2%	15.7%	-27.3%	21.8%	-5.4%	12.7%	-11.3%			
(% YoY)	3.2%	-4.2%	14.5%	-15.7%	-8.0%	-3.1%	-5.6%	15.2%	-0.5%	-1.4%	4.1%
패키지솔루션	520	536	553	480	398	378	426	450	2,088	1,652	1,917
(% QoQ)	8.5%	3.2%	3.0%	-13.2%	-17.1%	-4.9%	12.6%	5.8%			
(% YoY)	17.5%	15.0%	-4.8%	0.2%	-23.5%	-29.5%	-22.9%	-6.1%	6.1%	-20.9%	16.0%
연결 영업이익	**410.5**	**360.1**	**311.0**	**101.2**	**140.1**	**185.3**	**263.0**	**252.6**	**1,182.9**	**841.0**	**1,226.7**
(% QoQ)	29.8%	-12.3%	-13.6%	-67.4%	38.3%	32.3%	41.9%	-4.0%			
(% YoY)	15.1%	0.6%	-31.8%	-68.0%	-65.9%	-48.5%	-15.4%	149.5%	-20.4%	-28.9%	45.9%
컴포넌트솔루션	268.7	210.3	115.8	13.0	55.9	104.1	145.9	161.3	607.7	467.2	746.4
(% QoQ)	21.2%	-21.7%	-45.0%	-88.8%	329.2%	86.4%	40.1%	10.6%			
(% YoY)	14.7%	-21.5%	-65.9%	-94.1%	-79.2%	-50.5%	26.1%	1139.8%	-42.9%	-23.1%	59.7%
광학통신솔루션	41.1	24.2	48.3	-3.2	37.1	22.4	37.0	18.9	110.4	115.4	122.8
(% QoQ)	171.2%	-41.1%	99.5%	적전	흑전	-39.5%	64.9%	-48.8%			
(% YoY)	-42.1%	-38.5%	35.7%	적전	-9.8%	-7.4%	-23.5%	-693.5%	-31.5%	4.5%	6.4%
패키지솔루션	100.7	125.6	146.9	91.4	47.1	58.8	80.1	72.4	464.6	258.4	357.5
(% QoQ)	-17.0%	24.7%	17.0%	-37.8%	-48.4%	24.7%	36.4%	-9.7%			
(% YoY)	283.3%	292.3%	78.1%	-24.7%	-53.2%	-53.2%	-45.4%	-20.8%	77.2%	-44.4%	38.4%
연결 영업이익률	**15.7%**	**14.7%**	**13.0%**	**5.1%**	**6.9%**	**8.9%**	**11.6%**	**11.4%**	**12.6%**	**9.8%**	**12.7%**
컴포넌트솔루션	21.9%	18.4%	12.4%	1.6%	6.8%	11.0%	14.6%	15.9%	14.7%	12.4%	16.9%
광학통신솔루션	4.7%	3.1%	5.4%	-0.5%	4.6%	3.0%	4.3%	2.5%	3.4%	3.7%	3.7%
패키지솔루션	19.4%	23.4%	26.6%	19.1%	11.9%	15.5%	18.8%	16.1%	22.3%	15.6%	18.7%

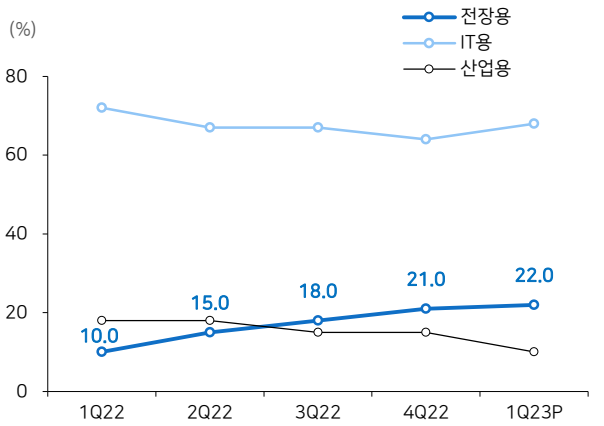
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림1 S시리즈 출시 후 첫 분기 울트라 모델 출하량 비중



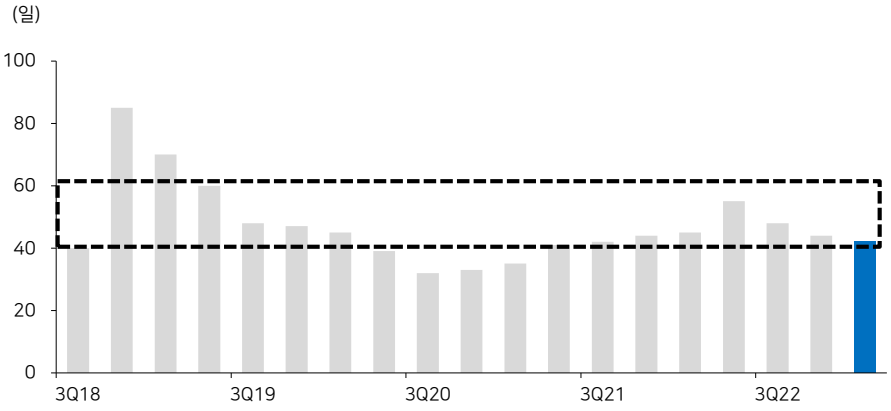
주: S23은 당사 예상치
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼성전기 응용처별 MLCC 매출 비중 추이



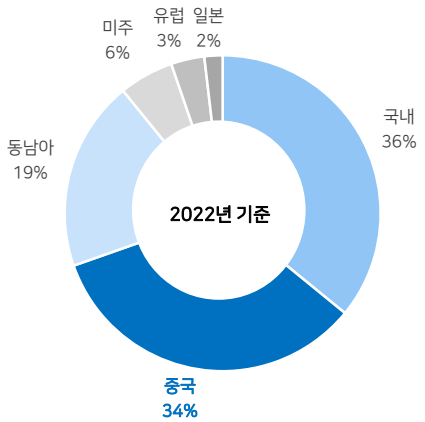
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼성전기 MLCC 보유 재고일수 현황



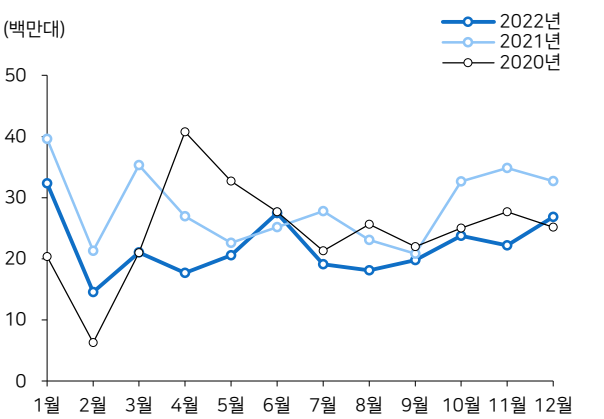
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림4 삼성전기 지역별 매출 현황



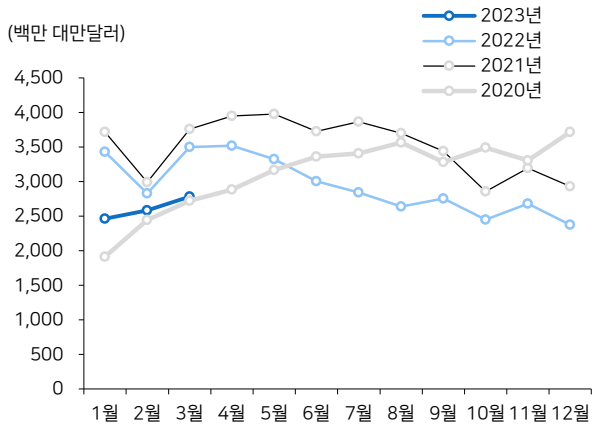
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 스마트폰 출하량 추이



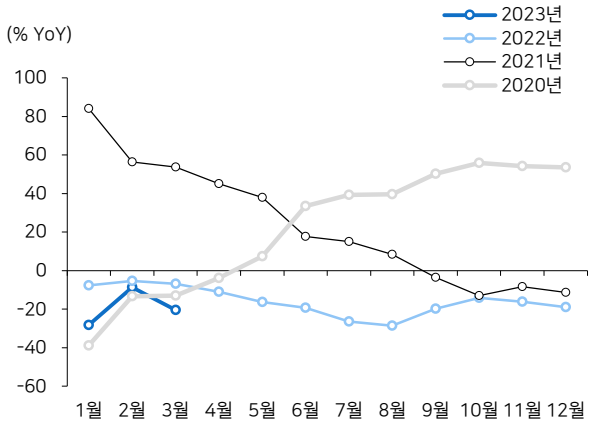
자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Walsin Technology 월별 매출액



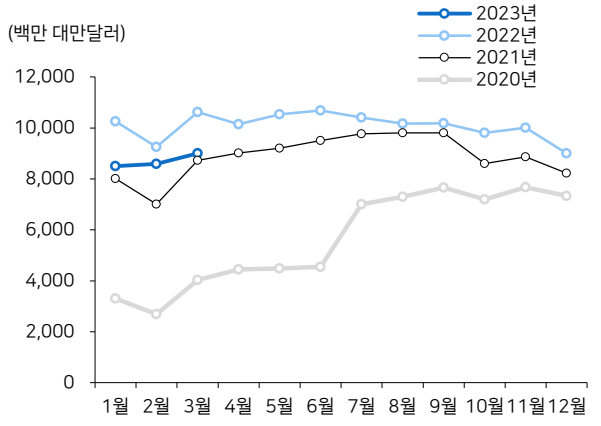
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Walsin Technology YoY 성장률



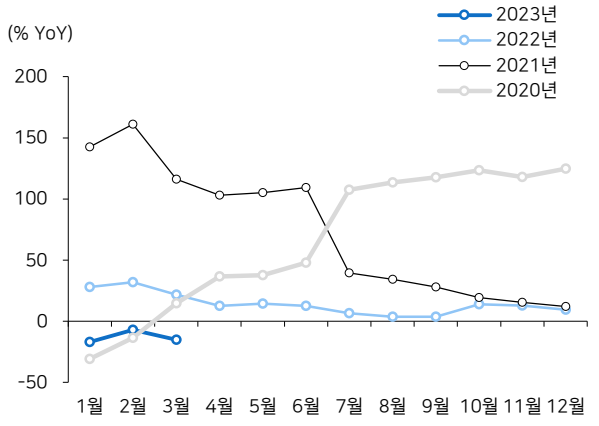
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Yageo 월별 매출액



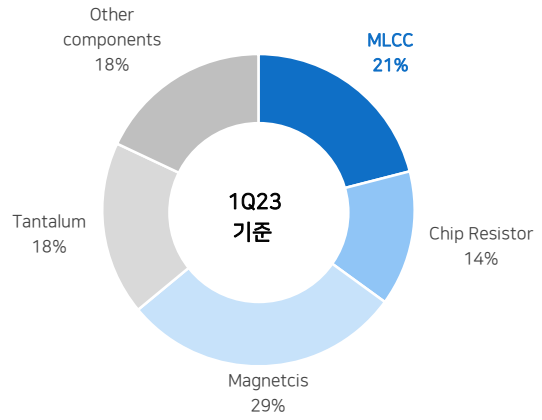
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림9 Yageo YoY 성장률



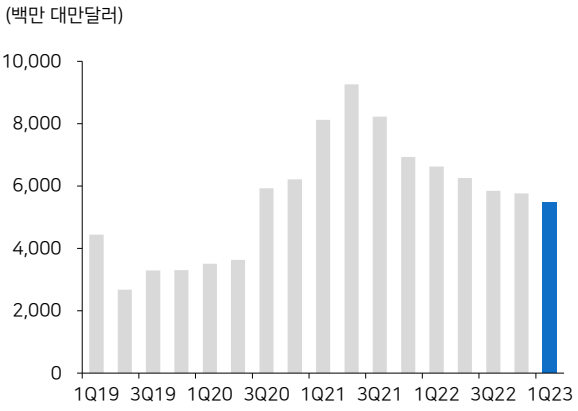
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Yageo 제품별 매출구성



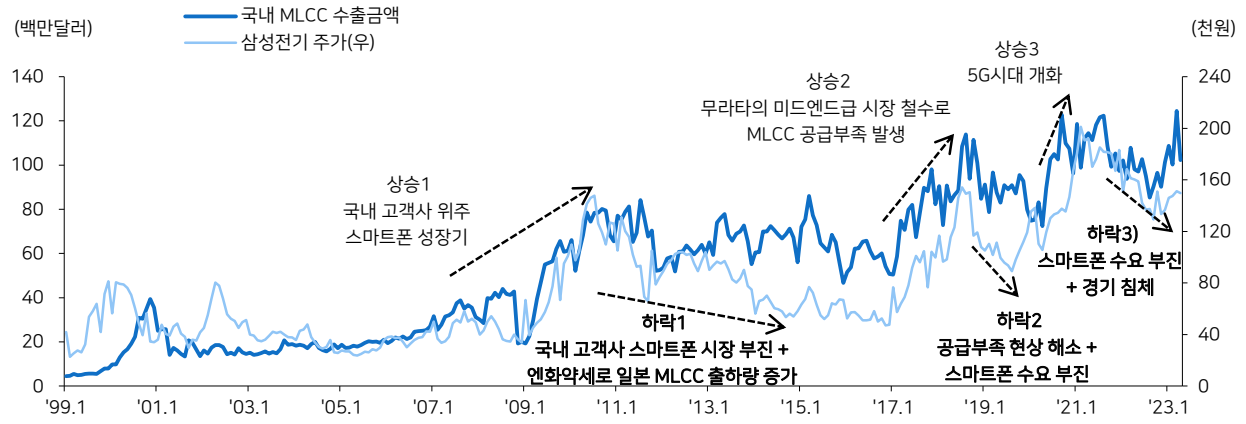
자료: Yageo, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Yageo MLCC 매출액 추이



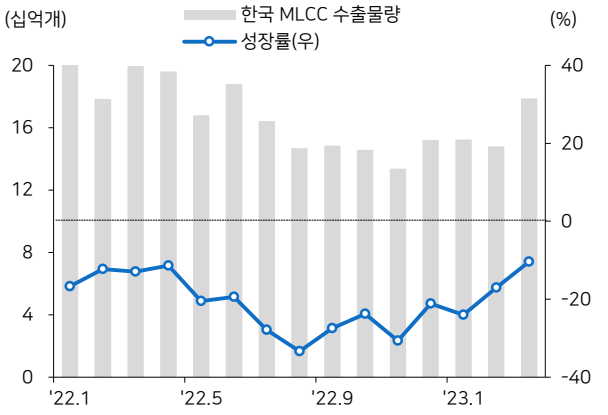
자료: Yageo, 메리츠증권 리서치센터

그림12 국내 월별 MLCC 수출액 추이 및 삼성전기 주가(상관관계 0.85)



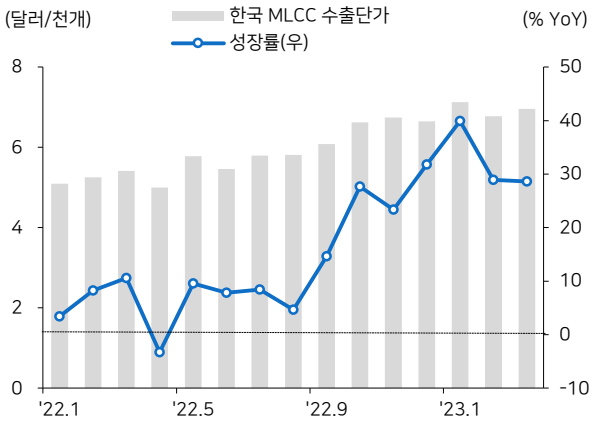
주: 4월 수출액은 잠정치 기준
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림13 국내 MLCC 수출물량 추이



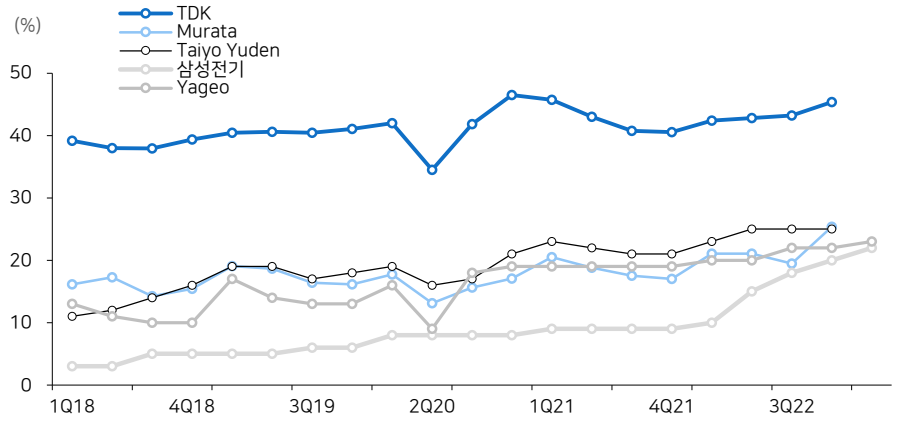
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림14 국내 MLCC 수출단가 추이



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림15 글로벌 MLCC 업체 전장 매출 비중 추이



주: 삼성전기는 컴포넌트사업부 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성전기 적정주가 산정표

(원)	값	비고
BPS	107,480	12MF BPS
적정배수 (배)	1.6	10% 초반의 ROE를 기록했던 19년, 20년의 평균
적정가치	176,805	
적정주가	**180,000**	
현재주가	139,100	
상승여력 (%)	29.4%	

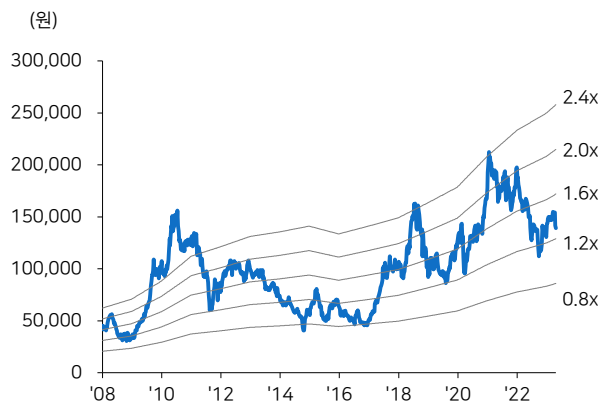
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 삼성전기 밸류에이션 테이블

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	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	99,142	106,614
확정치 ROE (%)	11.9	8.2	11.5	0.3	0.3	3.8	14.5	10.2	10.9	14.3	13.8	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	100,341	106,752
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

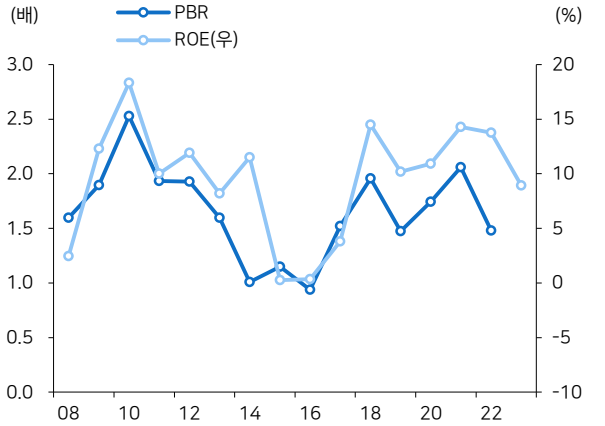
주: 2023년은 당사 추정치 기준
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림16 삼성전기 PBR 밴드



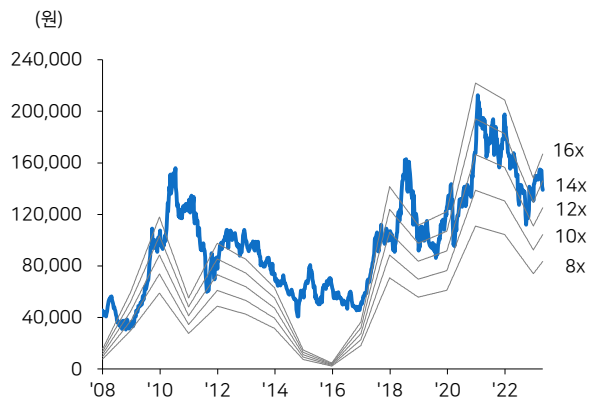
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림17 삼성전기 ROE와 PBR 추이



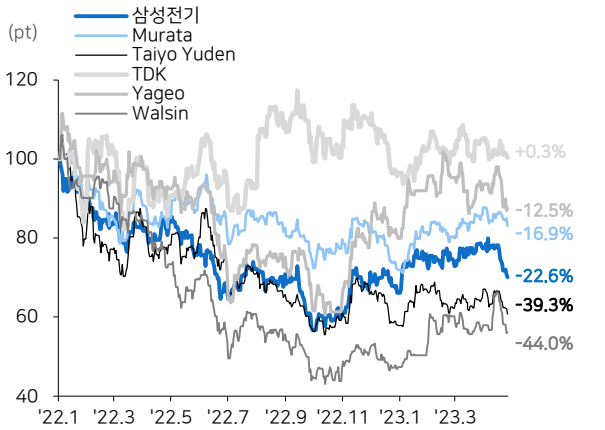
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림18 삼성전기 PER 밴드



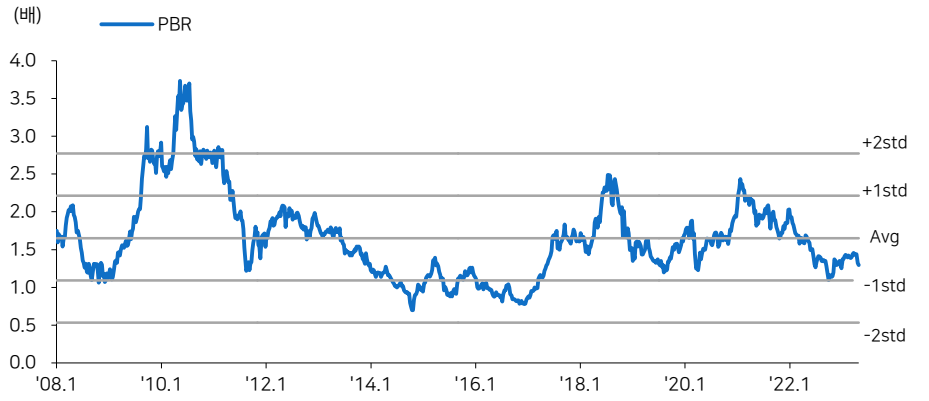
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림19 글로벌 MLCC 업체들 주가 추이



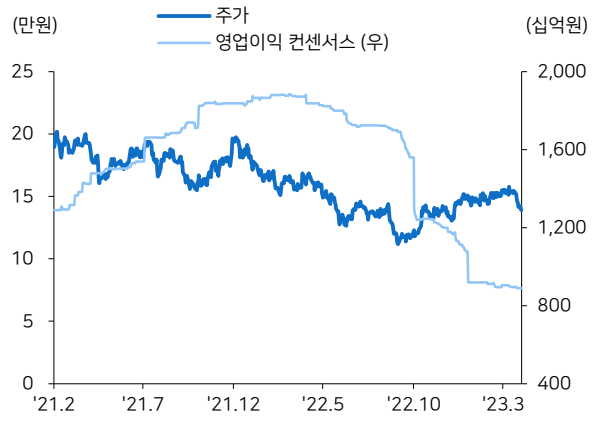
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 삼성전기 PBR 변동 추이



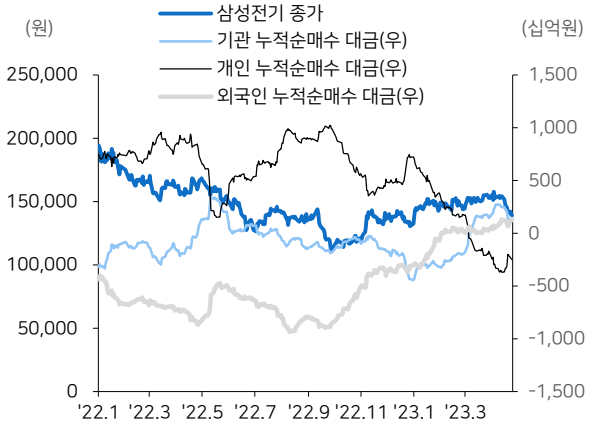
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림21 삼성전기 주가와 영업이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림22 삼성전기 수급추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	**7,753.3**	**9,675.0**	**9,424.6**	**8,593.3**	**9,624.9**
매출액증가율 (%)	0.5	24.8	-2.6	-8.8	12.0
매출원가	5,784.5	7,127.1	7,161.4	6,605.6	7,279.2
매출총이익	1,968.8	2,547.9	2,263.2	1,987.7	2,345.7
판매관리비	1,056.1	1,061.1	1,080.3	1,146.7	1,119.0
영업이익	**912.7**	**1,486.9**	**1,182.8**	**841.0**	**1,226.7**
영업이익률	11.8	15.4	12.6	9.8	12.7
금융손익	-32.8	-30.9	-17.1	-23.4	1.4
종속/관계기업손익	9.9	10.4	-2.9	0.0	0.0
기타영업외손익	-20.9	25.0	24.0	45.7	42.4
세전계속사업이익	868.9	1,491.3	1,186.8	863.4	1,270.6
법인세비용	184.6	413.7	164.1	124.8	246.7
당기순이익	**623.8**	**915.4**	**993.5**	**738.6**	**1,023.9**
지배주주지분 순이익	604.0	892.5	980.6	696.9	966.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**1,588.1**	**1,731.2**	**1,575.4**	**1,761.9**	**1,900.6**
당기순이익(손실)	623.8	915.4	993.5	738.6	1,023.9
유형자산상각비	807.5	828.5	833.7	834.6	981.4
무형자산상각비	33.7	38.0	45.1	58.9	48.1
운전자본의 증감	-51.5	-624.4	-431.9	119.3	-148.1
투자활동 현금흐름	**-732.4**	**-845.1**	**-1,327.6**	**-875.7**	**-999.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-756.7	-844.2	-1,296.5	-900.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	-25.5	-63.3	26.4	8.3	-10.3
재무활동 현금흐름	**-209.5**	**-1,181.0**	**193.1**	**-1,013.5**	**-123.9**
차입금의 증감	-104.7	-824.1	422.7	-798.5	72.7
자본의 증가	0.0	8.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	630.0	-252.9	444.5	-127.4	777.3
기초현금	855.5	1,485.5	1,232.6	1,677.1	1,549.7
기말현금	1,485.5	1,232.6	1,677.1	1,549.7	2,327.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	4,150.3	4,598.3	4,888.3	4,477.7	5,606.5
현금및현금성자산	1,479.8	1,185.2	1,677.1	1,549.7	2,327.0
매출채권	943.8	1,219.4	990.7	903.3	1,011.8
재고자산	1,337.9	1,818.4	1,901.6	1,733.9	1,942.0
비유동자산	5,075.2	5,343.1	6,108.9	6,142.1	6,147.9
유형자산	4,424.4	4,639.4	5,235.3	5,300.7	5,319.3
무형자산	138.3	141.8	150.1	126.2	103.1
투자자산	294.6	368.3	339.9	331.6	341.9
자산총계	**9,225.5**	**9,941.4**	**10,997.2**	**10,619.8**	**11,754.4**
유동부채	1,914.9	2,234.7	2,525.1	1,419.0	1,600.6
매입채무	434.5	591.7	381.8	348.2	390.0
단기차입금	406.2	56.5	810.3	60.0	50.0
유동성장기부채	219.2	339.0	298.3	67.3	103.9
비유동부채	1,400.2	835.6	778.6	927.6	1,015.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,233.2	619.8	336.6	519.3	565.4
부채총계	**3,315.1**	**3,070.3**	**3,303.7**	**2,346.5**	**2,616.1**
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	623.2	623.2	623.2
이익잉여금	4,073.3	4,807.2	5,620.5	6,158.6	6,965.8
비지배주주지분	138.1	152.2	155.0	196.7	254.6
자본총계	**5,910.4**	**6,871.1**	**7,693.5**	**8,273.3**	**9,138.4**

Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	103,801	129,530	126,176	115,047	128,858
EPS(지배주주)	8,031	11,866	13,046	9,247	12,851
CFPS	24,080	33,348	30,991	23,221	30,207
EBITDAPS	23,481	31,506	27,601	23,221	30,207
BPS	74,385	86,584	97,145	104,079	114,481
DPS	1,400	2,100	2,100	2,100	2,100
배당수익률(%)	0.8	1.1	1.6	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	22.2	16.6	10.0	15.0	10.8
PCR	7.4	5.9	4.2	6.0	4.6
PSR	1.7	1.5	1.0	1.2	1.1
PBR	2.4	2.3	1.3	1.3	1.2
EBITDA	1,753.9	2,353.3	2,061.6	1,734.5	2,256.2
EV/EBITDA	8.0	6.4	4.8	5.7	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.9	14.3	13.8	8.9	11.4
EBITDA 이익률	22.6	24.3	21.9	20.2	23.4
부채비율	56.1	44.7	42.9	28.4	28.6
금융비용부담률	0.6	0.4	0.5	0.7	0.4
이자보상배율(x)	21.3	37.4	25.5	15.0	32.5
매출채권회전율(x)	8.1	8.9	8.5	9.1	10.1
재고자산회전율(x)	5.9	6.1	5.1	4.7	5.2

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 추천 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 종가대비 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)	

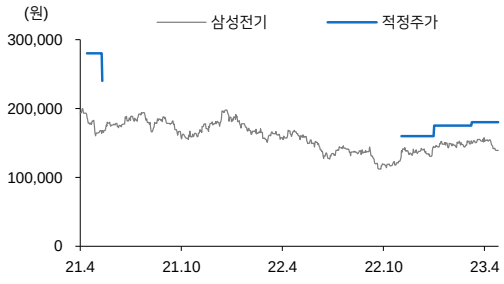
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성전기 (009150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.04.28	기업브리프	Buy	280,000	주민우	-38.2	-33.0
2021.05.25	산업분석	Buy	240,000	주민우	-25.4	-20.0
2021.07.30				Univ Out		
2022.11.09	산업분석	Buy	160,000	양승수	-14.1	-9.4
2023.01.06	기업브리프	Buy	175,000	양승수	-15.5	-12.6
2023.03.14	기업브리프	Buy	180,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이