2023. 7. 26

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

삼성전기 009150

낮아진 기대에도 분명한 방향성 확인

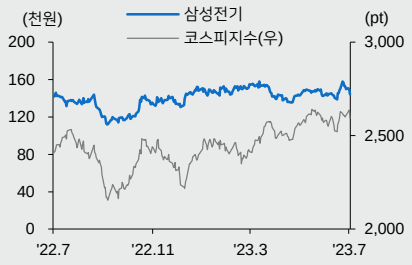
- ✓ 2Q23 영업이익은 기대 이상의 MLCC 출하량 증가로 컨센서스를 6.8% 상회
- ✓ 전장용의 견조한 수요 + 재고조정의 효과로 부품 단에서 셀인 물량이 대폭 증가
- ✓ 2Q23에도 MLCC 출하량 및 가동률 증가로 인한 QoQ 실적 개선 기대
- ✓ IT세트 수요 반등에 대한 불확실성이 상존하나, 재고 정상화가 이뤄진 만큼 소폭의 수요 반등으로도 강한 Re-Stocking 주문 증가가 가능할 전망
- ✓ 명확한 업황 개선의 방향성에 주목. 투자의견 Buy와 적정주가 18만원 유지

Buy

적정주가 (12 개월)	180,000 원
현재주가 (7.26)	144,100 원
상승여력	24.9%
KOSPI	2,592.36pt
시가총액	107,634억원
발행주식수	7,469만주
유동주식비율	73.49%
외국인비중	31.78%
52주 최고/최저가	158,000원/112,000원
평균거래대금	499.8억원
주요주주(%)	
삼성전자 외 5 인	23.83
국민연금공단	8.80

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.2	-2.0	1.5
상대주가	-0.6	-6.7	-5.5

주가그래프



2Q23 Review: 재고조정 효과 확인, 예상보다 높았던 MLCC 출하량

2Q23 영업이익(2,050억원)은 컨센서스를 6.8% 상회했다. 작년 4분기부터 진행한 자체적인 재고조정의 효과로, 중화권 스마트폰 신모델 출시와 함께 부품 단에서 셀인 물량이 대폭 증가하였다. 또한 전장용에서도 견조한 수요가 유지되어 MLCC 출하량이 전분기 대비 30% 이상 증가한 것으로 파악된다. 패키지 사업부의 경우 BGA는 1분기 가파른 재고조정에 따른 주문 반등이 확인되었으나 FC-BGA는 PC향 수요 감소의 영향이 지속되었다.

QoQ 실적 개선 + FC-BGA 모멘텀에 집중

지속적인 재고조정 후 가파른 출하량 증가로 2분기말 기준 동사 재고는 정상 재고보다 낮은 5주 안팎으로 내려온 상황이다. 3분기가 전통적인 IT 성수기임을 감안했을 때 MLCC 출하량은 +15.0% QoQ 증가가 가능할 전망이다(가격 +0.5% QoQ 예상). 이에 따라 3Q23 MLCC의 가동률은 정상 수준인 85%(1Q23 68%→2Q23 79%)로의 회복이 예상되며, 컴포넌트 부문의 영업이익률은 두 자릿수 중반(16.0%)까지 상승할 전망이다. 패키지 사업부의 경우 매출은 부진하나 고부가 기판인 서버 FC-BGA 매출 비중 상승에 주목할 필요가 있다. 동사의 올해 서버용 FC-BGA 매출 비중은 15%까지 상승하고, 중장기적으로는 30%까지 확대될 전망이다.

속도보다는 방향성, 비중 확대 접근 유효

IT세트 수요 반등에 대한 불확실성이 상존하고 있다. 이에 따라 동사의 영업이익 추정치가 지속적으로 하향 조정(그림10) 되었으나 재고 정상화가 이뤄진 만큼 추가적인 부품 매출감소는 제한적이라 판단한다. 오히려 소폭의 수요 반등으로도 강한 Re-Stocking 주문 증가가 이뤄질 수 있는 환경이다. 동사가 보유한 명확한 업황 개선의 방향성에 주목할 시점이다. Buy 투자의견과 적정주가 18만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	8,902.2	871.7	701.6	9,311	-25.3	104,140	15.5	1.4	5.8	9.0	29.1
2024E	9,670.4	1,208.5	929.2	12,357	32.7	114,067	11.7	1.3	4.3	11.0	28.8
2025E	10,329.6	1,377.3	1,119.0	14,898	20.6	126,440	9.7	1.1	3.6	12.0	27.6

표1 삼성전기 2Q23 실적 Review

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	2,220.5	2,455.6	-9.6%	2,021.7	9.8%	2,074.6	7.0%	2,063.5	7.6%
영업이익	205.0	360.1	-43.1%	140.1	46.3%	190.5	7.6%	192.0	6.8%
세전이익	145.7	385.2	-62.2%	141.1	3.3%	192.7	-24.4%	191.1	-23.8%
지배주주 순이익	112.6	281.3	-60.0%	118.1	-4.6%	142.9	-21.2%	157.3	-28.4%
영업이익률(%)	9.2%	14.7%		5.1%		9.2%		9.3%	
지배주주 순이익률(%)	5.1%	11.5%		5.7%		6.9%		7.6%	

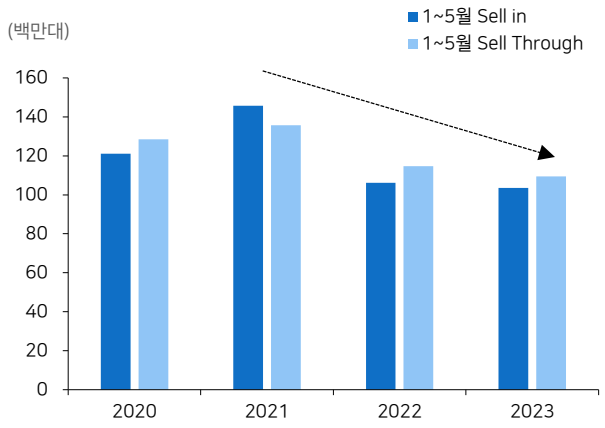
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성전기 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
연결 매출액	**2,616.8**	**2,455.6**	**2,383.7**	**1,968.4**	**2,021.7**	**2,220.5**	**2,333.5**	**2,326.5**	**9,424.5**	**8,902.2**	**9,670.4**
(% QoQ)	7.7%	-6.2%	-2.9%	-17.4%	2.7%	9.8%	5.1%	-0.3%			
(% YoY)	14.2%	2.1%	-6.4%	-19.0%	-22.7%	-9.6%	-2.1%	18.2%	-2.6%	-5.5%	8.6%
컴포넌트솔루션	1,229	1,140	930	833	826	1,007	1,133	1,141	4,132	4,106	4,592
(% QoQ)	4.7%	-7.3%	-18.4%	-10.4%	-0.9%	21.9%	12.6%	0.7%			
(% YoY)	12.9%	-4.6%	-29.6%	-29.0%	-32.8%	-11.7%	21.8%	36.9%	-13.5%	-0.6%	11.8%
광학통신솔루션	868	779	901	656	799	777	758	728	3,204	3,062	2,983
(% QoQ)	11.6%	-10.2%	15.7%	-27.3%	21.8%	-2.8%	-2.4%	-3.9%			
(% YoY)	3.2%	-4.2%	14.5%	-15.7%	-8.0%	-0.3%	-15.9%	11.1%	-0.5%	-4.4%	-2.6%
패키지솔루션	520	536	553	480	398	437	443	458	2,088	1,735	2,095
(% QoQ)	8.5%	3.2%	3.0%	-13.2%	-17.1%	10.0%	1.2%	3.4%			
(% YoY)	17.5%	15.0%	-4.8%	0.2%	-23.5%	-18.5%	-19.9%	-4.6%	6.1%	-16.9%	20.8%
연결 영업이익	**410.5**	**360.1**	**311.0**	**101.2**	**140.1**	**205.0**	**260.0**	**266.7**	**1,182.9**	**871.7**	**1,208.5**
(% QoQ)	29.8%	-12.3%	-13.6%	-67.4%	38.3%	46.3%	26.8%	2.6%			
(% YoY)	15.1%	0.6%	-31.8%	-68.0%	-65.9%	-43.1%	-16.4%	163.4%	-20.4%	-26.3%	38.6%
컴포넌트솔루션	268.7	210.3	115.8	13.0	55.9	124.4	181.1	189.7	607.7	551.1	783.8
(% QoQ)	21.2%	-21.7%	-45.0%	-88.8%	329.4%	122.6%	45.6%	4.7%			
(% YoY)	14.7%	-21.5%	-65.9%	-94.1%	-79.2%	-40.8%	56.5%	1357.7%	-42.9%	-9.3%	42.2%
광학통신솔루션	41.1	24.2	48.3	-3.2	34.4	21.7	22.7	17.2	110.4	96.0	90.2
(% QoQ)	171.2%	-41.1%	99.5%	적전	흑전	-36.9%	4.7%	-24.4%			
(% YoY)	-42.1%	-38.5%	35.7%	적전	-16.4%	-10.4%	-52.9%	-638.5%	-31.5%	-13.1%	-6.0%
패키지솔루션	100.7	125.6	146.9	91.4	49.8	58.9	56.1	59.8	464.6	224.6	334.5
(% QoQ)	26.8%	24.7%	17.0%	-37.8%	-45.5%	18.2%	-4.6%	6.5%			
(% YoY)	95.5%	147.4%	82.5%	15.1%	-50.6%	-53.1%	-61.8%	-34.6%	77.2%	-51.7%	48.9%
연결 영업이익률	**15.7%**	**14.7%**	**13.0%**	**5.1%**	**6.9%**	**9.2%**	**11.1%**	**11.5%**	**12.6%**	**9.8%**	**12.5%**
컴포넌트솔루션	21.9%	18.4%	12.4%	1.6%	6.8%	12.4%	16.0%	16.6%	14.7%	13.4%	17.1%
광학통신솔루션	4.7%	3.1%	5.4%	-0.5%	4.3%	2.8%	3.0%	2.4%	3.4%	3.1%	3.0%
패키지솔루션	19.4%	23.4%	26.6%	19.1%	12.5%	13.5%	12.7%	13.1%	22.3%	12.9%	16.0%

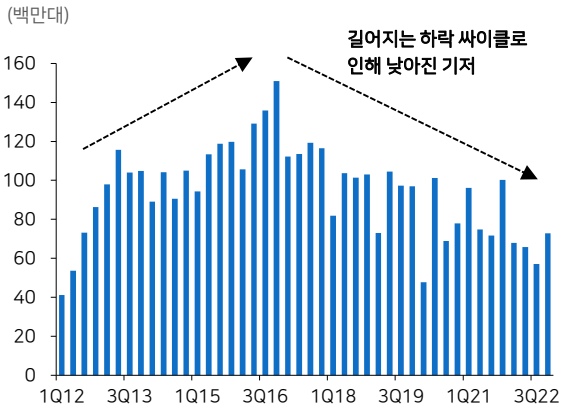
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림1 전체적인 중국 스마트폰 시장 부진은 지속



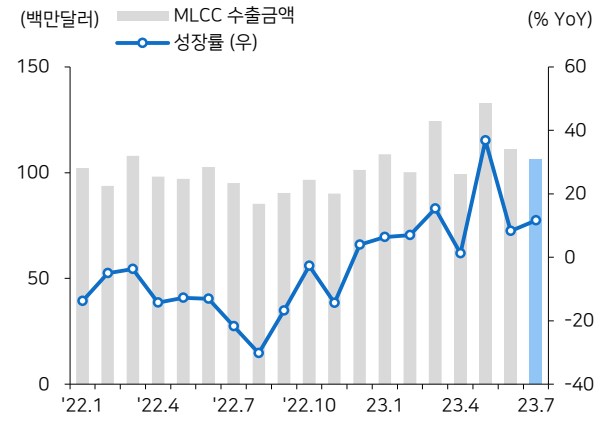
자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림2 다만 길어진 부진만큼 낮아진 기저는 긍정적



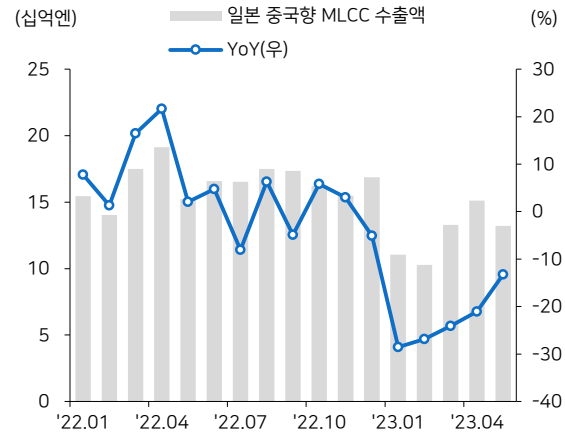
자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림3 YoY 성장이 유지되는 국내 MLCC 수출액



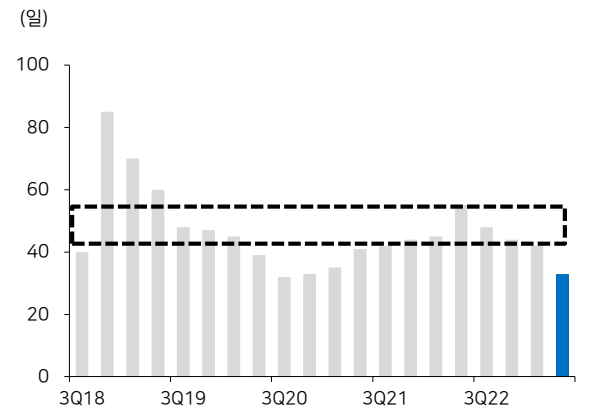
자료: Kita, 메리츠증권 리서치센터

그림4 일본 중국향 MLCC 수출액(역성장폭 축소)



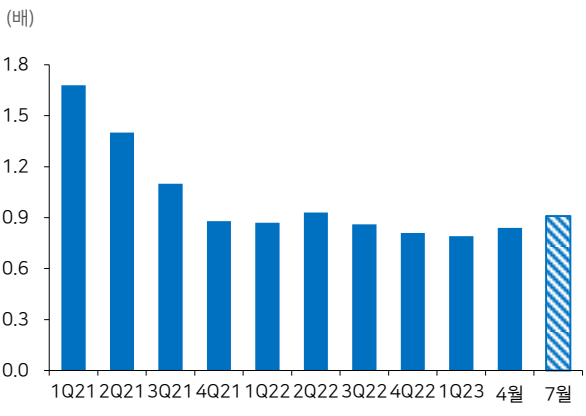
자료: 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

그림5 삼성전기 MLCC 재고일수 추이



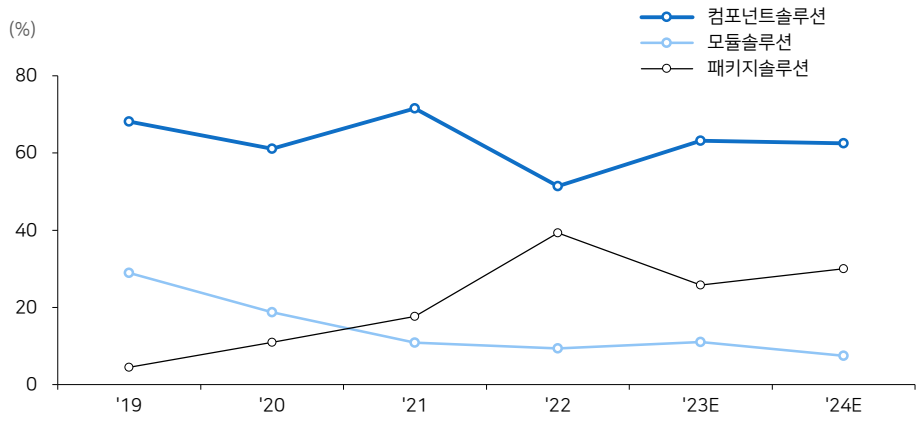
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림6 MLCC BB Ratio 추이 (1Q23 바닥 후 반등)



자료: Trendforce, 메리츠증권 리서치센터

그림7 삼성전기 사업부별 영업이익 기여 비중 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성전기 적정주가 산정표

(원)	값	비고
BPS	109,867	12MF BPS
적정배수 (배)	1.6	10% 초반의 ROE를 기록했던 19년, 20년의 평균
적정가치	176,885	
적정주가	**180,000**	
현재주가	144,100	
상승여력 (%)	24.9%	

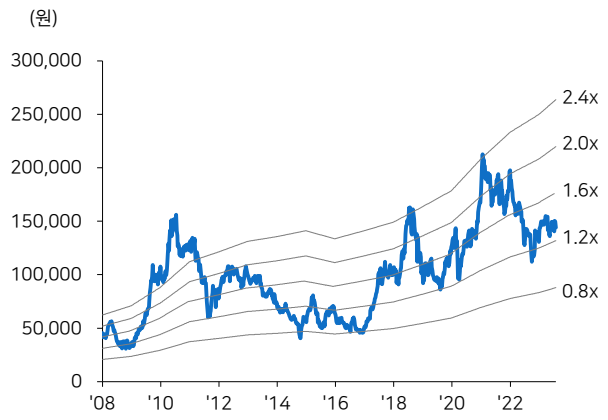
자료: 메리츠증권 리서치센터

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	106,678
확정치 ROE (%)	11.9	8.2	11.5	0.3	0.3	3.8	14.5	10.2	10.9	14.3	13.8	9.0
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	106,103
컨센서스 ROE (%)	12.8	10.2	7.2	1.6	0.5	4.1	15.1	10.7	10.7	17.1	13.5	8.8

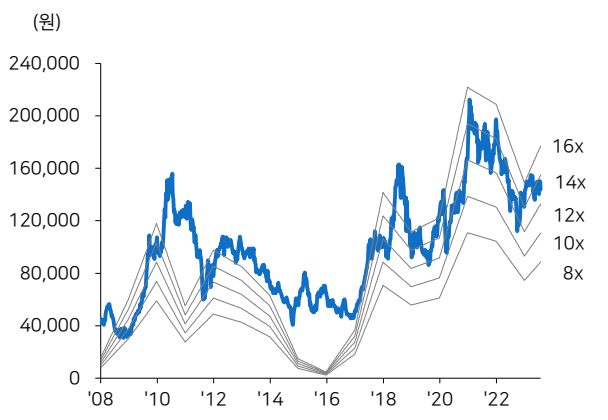
주: 2023년은 당사 추정치 기준
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 삼성전기 PBR 밴드



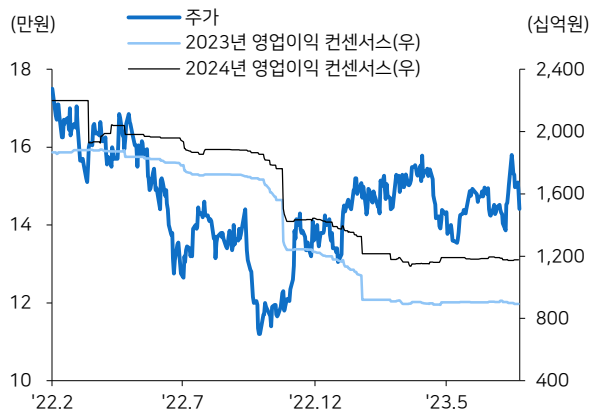
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 삼성전기 PER 밴드



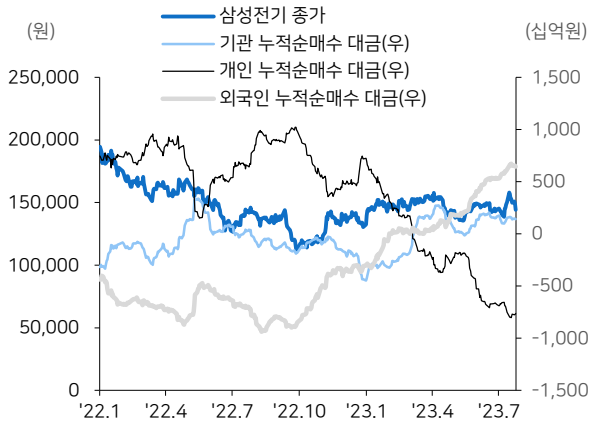
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 삼성전기 주가와 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 삼성전기 수급 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 삼성전기 PBR 변동 추이

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**9,675.0**	**9,424.6**	**8,902.2**	**9,670.4**	**10,329.6**
매출액증가율(%)	24.8	-2.6	-5.5	8.6	6.8
매출원가	7,127.1	7,161.4	6,814.4	7,382.9	7,772.5
매출총이익	2,547.9	2,263.2	2,087.8	2,287.5	2,557.1
판매관리비	1,061.1	1,080.3	1,216.1	1,079.0	1,179.8
영업이익	**1,486.9**	**1,182.8**	**871.7**	**1,208.5**	**1,377.3**
영업이익률(%)	15.4	12.6	9.8	12.5	13.3
금융손익	-30.9	-17.1	-23.8	0.6	15.2
종속/관계기업손익	10.4	-2.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	25.0	24.0	21.3	20.6	23.1
세전계속사업이익	1,491.3	1,186.8	869.2	1,229.7	1,415.6
법인세비용	413.7	164.1	125.6	244.9	229.6
당기순이익	**915.4**	**993.5**	**743.6**	**984.8**	**1,186.0**
지배주주지분 순이익	892.5	980.6	701.6	929.2	1,119.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**1,731.2**	**1,575.4**	**1,746.9**	**1,921.2**	**2,165.4**
당기순이익(손실)	915.4	993.5	743.6	984.8	1,186.0
유형자산상각비	828.5	833.7	834.6	981.4	1,017.3
무형자산상각비	38.0	45.1	58.9	48.1	39.2
운전자본의 증감	-624.4	-431.9	75.0	-110.3	-94.6
투자활동 현금흐름	**-845.1**	**-1,327.6**	**-905.1**	**-1,017.0**	**-1,007.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-844.2	-1,296.5	-900.0	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	-63.3	26.4	5.2	-7.7	-6.6
재무활동 현금흐름	**-1,181.0**	**193.1**	**-1,013.5**	**-123.9**	**-153.4**
차입금의 증감	-824.1	422.7	-798.5	72.7	46.1
자본의 증가	8.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-252.9	444.5	-171.7	780.4	1,004.3
기초현금	1,485.5	1,232.6	1,677.1	1,505.3	2,285.7
기말현금	1,232.6	1,677.1	1,505.3	2,285.7	3,290.0

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,598.3	4,888.3	4,538.6	5,580.7	6,809.6
현금및현금성자산	1,185.2	1,677.1	1,505.3	2,285.7	3,290.0
매출채권	1,219.4	990.7	935.8	1,016.5	1,085.8
재고자산	1,818.4	1,901.6	1,796.2	1,951.2	2,084.2
비유동자산	5,343.1	6,108.9	6,145.2	6,148.3	6,118.5
유형자산	4,639.4	5,235.3	5,300.7	5,319.3	5,302.0
무형자산	141.8	150.1	126.2	103.1	83.9
투자자산	368.3	339.9	334.7	342.4	349.0
자산총계	**9,941.4**	**10,997.2**	**10,683.8**	**11,729.0**	**12,928.1**
유동부채	2,234.7	2,525.1	1,465.4	1,607.4	1,715.7
매입채무	591.7	381.8	360.7	391.8	418.5
단기차입금	56.5	810.3	60.0	50.0	50.0
유동성장기부채	339.0	298.3	67.3	103.9	113.1
비유동부채	835.6	778.6	940.1	1,017.4	1,081.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	619.8	336.6	519.3	565.4	602.3
부채총계	**3,070.3**	**3,303.7**	**2,405.5**	**2,624.7**	**2,796.7**
자본금	388.0	388.0	388.0	388.0	388.0
자본잉여금	1,053.5	1,053.5	1,053.5	1,053.5	1,053.5
기타포괄이익누계액	616.9	623.2	623.2	623.2	623.2
이익잉여금	4,807.2	5,620.5	6,163.3	6,933.7	7,893.8
비지배주주지분	152.2	155.0	197.0	252.7	319.7
자본총계	**6,871.1**	**7,693.5**	**8,278.3**	**9,104.3**	**10,131.5**

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	129,530	126,176	119,183	129,468	138,293
EPS(지배주주)	11,866	13,046	9,311	12,357	14,898
CFPS	33,348	30,991	23,632	29,963	32,583
EBITDAPS	31,506	27,601	23,632	29,963	32,583
BPS	86,584	97,145	104,140	114,067	126,440
DPS	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
배당수익률(%)	1.1	1.6	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	16.6	10.0	15.5	11.7	9.7
PCR	5.9	4.2	6.1	4.8	4.4
PSR	1.5	1.0	1.2	1.1	1.0
PBR	2.3	1.3	1.4	1.3	1.1
EBITDA(십억원)	2,353.3	2,061.6	1,765.2	2,238.0	2,433.7
EV/EBITDA	6.4	4.8	5.8	4.3	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.3	13.8	9.0	11.0	12.0
EBITDA 이익률	24.3	21.9	19.8	23.1	23.6
부채비율	44.7	42.9	29.1	28.8	27.6
금융비용부담률	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4
이자보상배율(x)	37.4	25.5	15.5	32.0	33.8
매출채권회전율(x)	8.9	8.5	9.2	9.9	9.8
재고자산회전율(x)	6.1	5.1	4.8	5.2	5.1

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)	

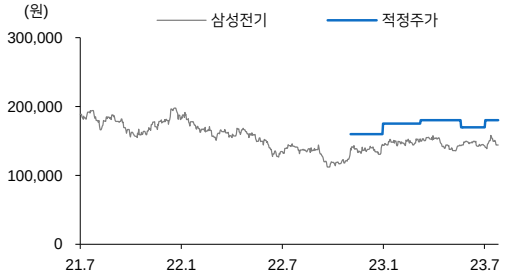
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 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)
2021.05.25	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	-18.4	-12.3
2023.05.25	산업분석	Buy	170,000	양승수	-14.1	-12.0
2023.07.07	기업브리프	Buy	180,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이