

2023. 10. 27



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

Buy (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **180,000 원**

현재주가 (10.26) **124,100 원**

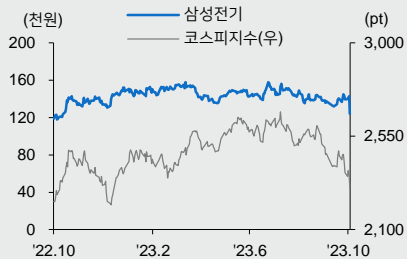
상승여력 **45.0%**

KOSPI	2,299.08pt
시가총액	92,695억원
발행주식수	7,469만주
유동주식비율	73.48%
외국인비중	31.30%
52주 최고/최저가	158,000원/118,000원
평균거래대금	635.7억원

주요주주(%)	
삼성전자 외 5 인	23.84
국민연금공단	8.80

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.6	-10.8	1.3
상대주가	-2.1	-3.6	-0.9

주가그래프



삼성전기 009150

속도의 문제일 뿐, 방향성은 그대로

- ✓ 3Q23 매출액은 당사 추정치를 3.6% 상회했으나 영업이익은 -18.0% 하회
- ✓ 전분기 대비 양호했던 수요에도 불구하고 가격 경쟁 심화로 수익성 악화
- ✓ 4Q23 계절적 재고조정을 반영, 영업이익 1,208억원(-34.3% QoQ, +19.4% YoY) 전망
- ✓ MLCC 관련 여러 지표의 턴어라운드에도 불구하고 실수요 반등에 대한 낮아진 기대감으로 동사 주가는 적자 구간을 제외한 밸류에이션 하단 아래에 위치
- ✓ 2024년 실적 성장 방향성을 고려, 현 주가에서는 하방보다 상방이 열려있다고 판단

3Q23 Review: 가격경쟁으로 인해 불가피했던 수익성 부진

3Q23 매출액(2,4조원)는 당사 추정치를 3.6% 상회했으나 영업이익(1,840억원)은 -18.0% 하회했다. 수요는 양호했다. 연초부터 진행된 세트업체들의 보수적인 셀인오로 인해 채널 재고 소진이 발생했기 때문이다. 채널재고 보충을 위한 일시적인 출하량 물량 증가와 함께 전분기 대비 스팟성 오더가 늘어난 것으로 파악된다. 또한 전장용도 연초대비 성장률은 둔화되었으나 비교적 견조한 수요가 유지되었다. 문제는 가격이다. 세트 출하량 증가 대비 부품 단에는 상대적으로 보수적인 주문(그림3,4)이 진행되었고, 물량 수주를 위한 극심한 가격 경쟁이 심화된 것으로 파악된다. 엔저 현상의 지속도 가격 경쟁이 심화되는데 일조하였다.

4Q23 Preview: 피할 수 없는 계절적 재고조정

12월 고객사의 근무일수 감소 영향 등 올해도 계절적인 4분기 재고조정은 불가피할 전망이다. MLCC 출하량의 -8.0% QoQ 감소를 반영, 4Q23 영업이익 1,208억원(-34.3% QoQ, +19.4% YoY)을 예상한다. 다만 동사의 재고 일수가 5주 아래로 내려왔기 때문에, 재고조정 분기임에도 가동률은 70% 중후반 수준을 유지할 전망이다.

속도의 문제일 뿐, 방향성은 그대로

1) 수출입지표 2) 경쟁사의 수주 현황 등 MLCC 관련 여러 지표는 바닥에서 올라온 모습이 관찰된다. 그럼에도 실수요 반등에 대한 낮아진 기대감이 반영되며, 동사 주가는 적자 구간을 제외한 밸류에이션 하단 아래에 위치하고 있다. 다만 실수요의 반등이 이뤄진다면 낮아진 동사의 재고 수준을 감안했을 때 기대 이상의 주문 회복이 이뤄질 전망이다. 2024년 전장/AI 등 고부가 산업으로의 믹스개선과 함께 예상되는 3년만의 실적 성장 방향성을 고려한다면 현 주가에서는 하방보다는 상방이 열려있다고 판단한다. 투자자의견 Buy와 목표주가 180,000원을 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	8,791.5	649.9	484.3	6,401	-48.6	101,339	19.4	1.2	5.8	6.3	29.6
2024E	9,668.9	991.8	738.2	9,801	53.1	108,805	12.7	1.1	4.2	9.1	30.3
2025E	10,318.8	1,213.0	953.5	12,683	29.4	119,046	9.8	1.0	3.4	10.8	29.3

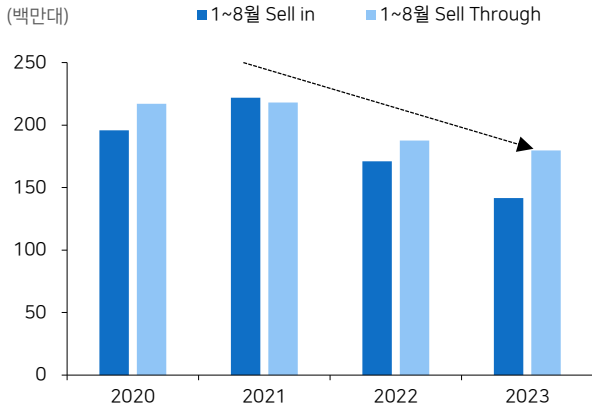
(십억원)	3Q23P	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	2,360.9	2,383.7	-1.0%	2,220.5	6.3%	2,305.3	2.4%	2,279.9	3.6%
영업이익	184.0	311.0	-40.8%	205.0	-10.2%	243.0	-24.3%	224.4	-18.0%
세전이익	191.8	380.0	-49.5%	145.7	31.6%	199.2	-3.7%	246.8	-22.3%
지배주주 순이익	155.5	271.7	-42.8%	112.6	38.1%	171.2	-9.2%	209.2	-25.7%
영업이익률(%)	7.8%	13.0%		9.2%		10.5%		9.8%	
지배주주 순이익률(%)	6.6%	11.4%		5.1%		7.4%		9.2%	

자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율(원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,268	1,315	1,311	1,331	1,290	1,306	1,298
연결 매출액	2,616.8	2,455.6	2,383.7	1,968.4	2,021.7	2,220.5	2,360.9	2,188.4	9,424.5	8,791.5	9,668.9
(% QoQ)	7.7%	-6.2%	-2.9%	-17.4%	2.7%	9.8%	6.3%	-7.3%			
(% YoY)	14.2%	2.1%	-6.4%	-19.0%	-22.7%	-9.6%	-1.0%	11.2%	-2.6%	-6.7%	10.0%
컴포넌트솔루션	1,229	1,140	930	833	826	1,007	1,096	1,003	4,132	3,931	4,349
(% QoQ)	4.7%	-7.3%	-18.4%	-10.4%	-0.9%	21.9%	8.9%	-8.5%			
(% YoY)	12.9%	-4.6%	-29.6%	-29.0%	-32.8%	-11.7%	17.9%	20.4%	-13.5%	-4.9%	10.6%
광학통신솔루션	868	779	901	656	799	777	825	783	3,204	3,184	3,118
(% QoQ)	11.6%	-10.2%	15.7%	-27.3%	21.8%	-2.8%	6.3%	-5.1%			
(% YoY)	3.2%	-4.2%	14.5%	-15.7%	-8.0%	-0.3%	-8.4%	19.4%	-0.5%	-0.6%	-2.1%
패키지솔루션	520	536	553	480	398	437	440	403	2,088	1,677	2,201
(% QoQ)	8.5%	3.2%	3.0%	-13.2%	-17.1%	10.0%	0.5%	-8.4%			
(% YoY)	17.5%	15.0%	-4.8%	0.2%	-23.5%	-18.5%	-20.4%	-16.1%	6.1%	-19.7%	31.3%
연결 영업이익	410.5	360.1	311.0	101.2	140.1	205.0	184.0	120.8	1,182.9	649.9	991.8
(% QoQ)	29.8%	-12.3%	-13.6%	-67.4%	38.3%	46.3%	-10.2%	-34.3%			
(% YoY)	15.1%	0.6%	-31.8%	-68.0%	-65.9%	-43.1%	-40.8%	19.4%	-20.4%	-45.1%	52.6%
컴포넌트솔루션	268.7	210.3	115.8	13.0	55.9	128.0	111.9	81.5	607.7	377.3	581.9
(% QoQ)	21.2%	-21.7%	-45.0%	-88.8%	329.4%	129.1%	-12.6%	-27.2%			
(% YoY)	14.7%	-21.5%	-65.9%	-94.1%	-79.2%	-39.1%	-3.3%	526.3%	-42.9%	-37.9%	54.2%
광학통신솔루션	41.1	24.2	48.3	-3.2	34.4	24.9	23.0	3.4	110.4	85.7	89.4
(% QoQ)	171.2%	-41.1%	99.5%	-106.6%	1177.7%	-27.7%	-7.4%	-85.0%			
(% YoY)	-42.1%	-38.5%	35.7%	-121.0%	-16.4%	2.7%	-52.3%	-208.1%	-31.5%	-22.4%	4.3%
패키지솔루션	100.7	125.6	146.9	91.4	49.8	52.1	49.1	35.9	464.6	186.9	320.5
(% QoQ)	26.8%	24.7%	17.0%	-37.8%	-45.5%	4.6%	-5.8%	-26.9%			
(% YoY)	95.5%	147.4%	82.5%	15.1%	-50.6%	-58.5%	-66.6%	-60.7%	77.2%	-59.8%	71.5%
연결 영업이익률	15.7%	14.7%	13.0%	5.1%	6.9%	9.2%	7.8%	5.5%	12.6%	7.4%	10.3%
컴포넌트솔루션	21.9%	18.4%	12.4%	1.6%	6.8%	12.7%	10.2%	8.1%	14.7%	9.6%	13.4%
광학통신솔루션	4.7%	3.1%	5.4%	-0.5%	4.3%	3.2%	2.8%	0.4%	3.4%	2.7%	2.9%
패키지솔루션	19.4%	23.4%	26.6%	19.1%	12.5%	11.9%	11.2%	8.9%	22.3%	11.1%	14.6%

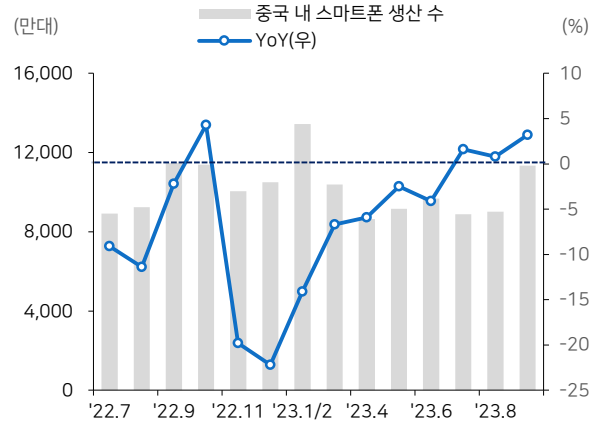
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림1 연초부터 진행된 보수적인 출하



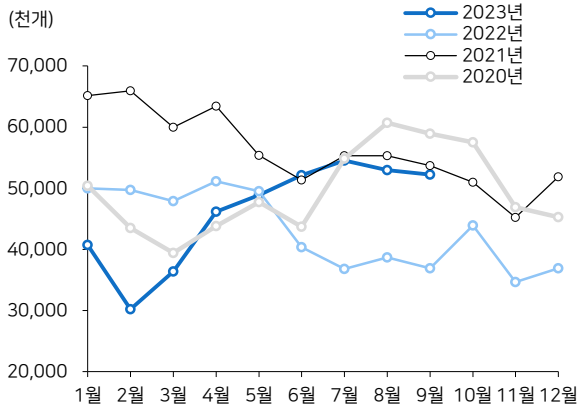
자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림2 이로 인해 소진된 채널재고와 일시적으로 증가한 셀인



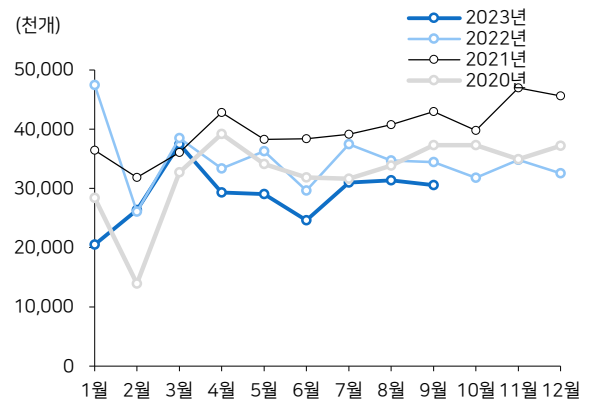
자료: 国家统计局, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Sunny Optical 월별 카메라모듈 출하량



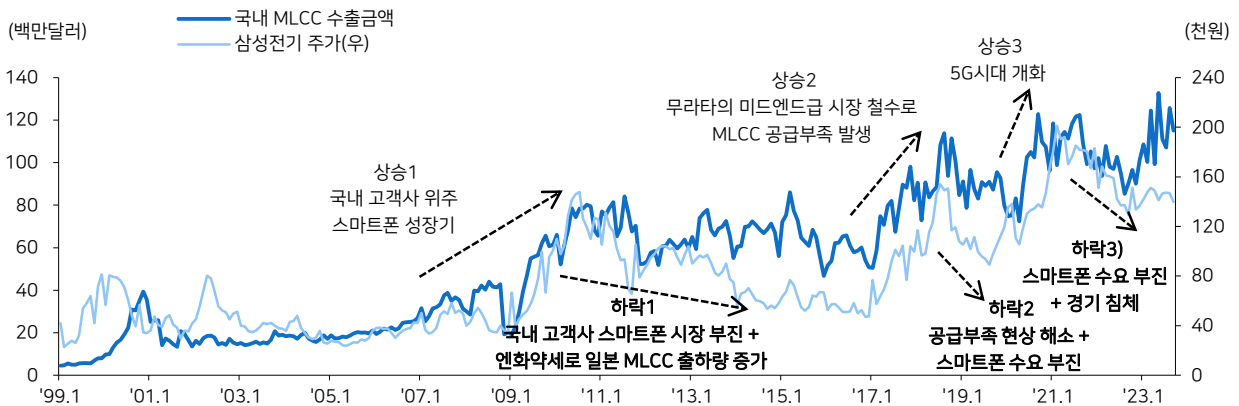
자료: Sunny Optical, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Q Technology 월별 카메라모듈 출하량



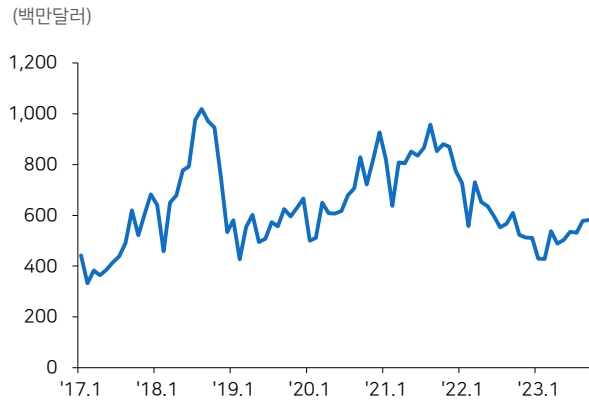
자료: Q Technology, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내 MLCC 수출금액과 삼성전기 주가



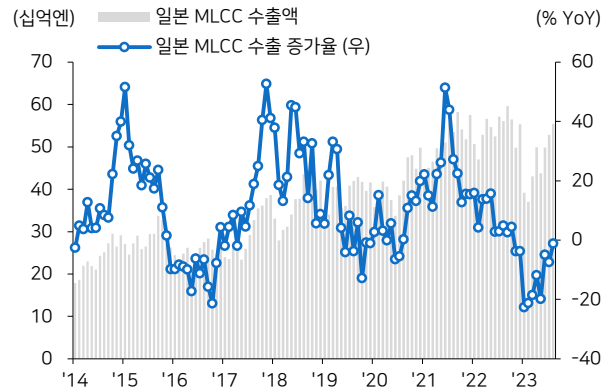
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 바닥은 확인한 수출입 데이터(중국 MLCC 수입)



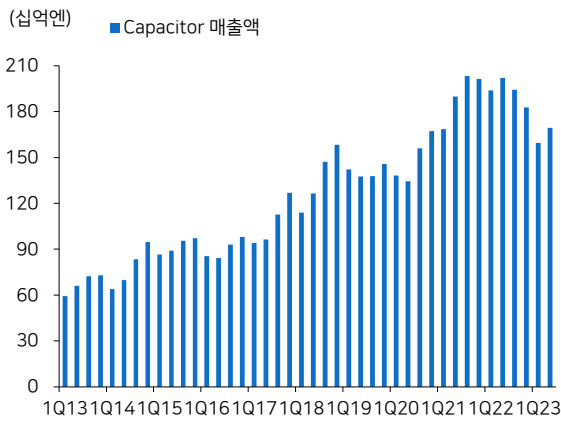
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 바닥은 확인한 수출입 데이터(일본 MLCC 수출)



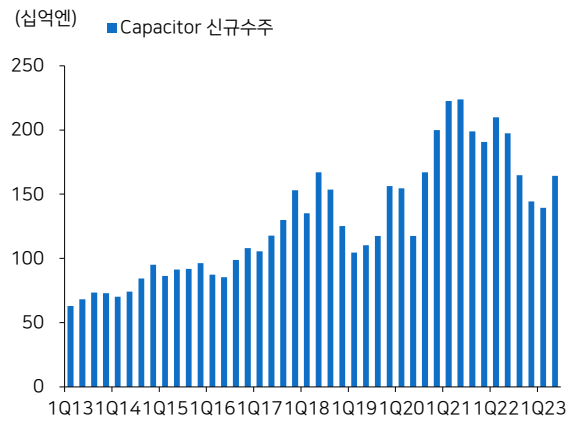
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 Murata Capacitor 매출액 (2Q23 반등)



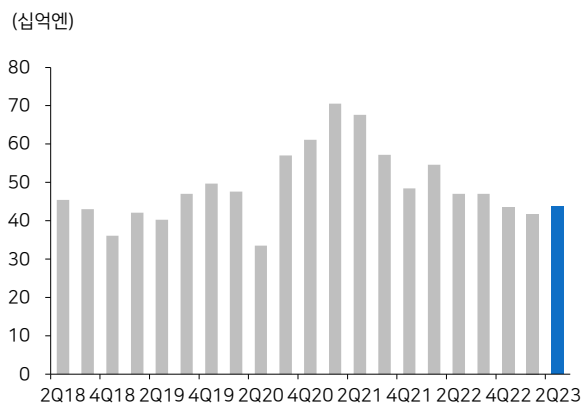
자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

그림9 Murata Capacitor 신규 수주 (2Q23 반등)



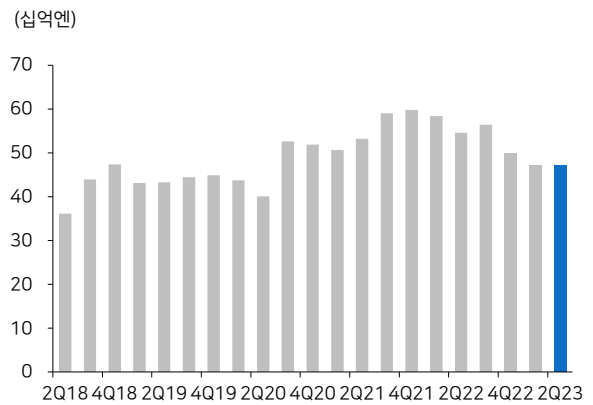
자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Taiyo Yuden Capacitor 신규수주



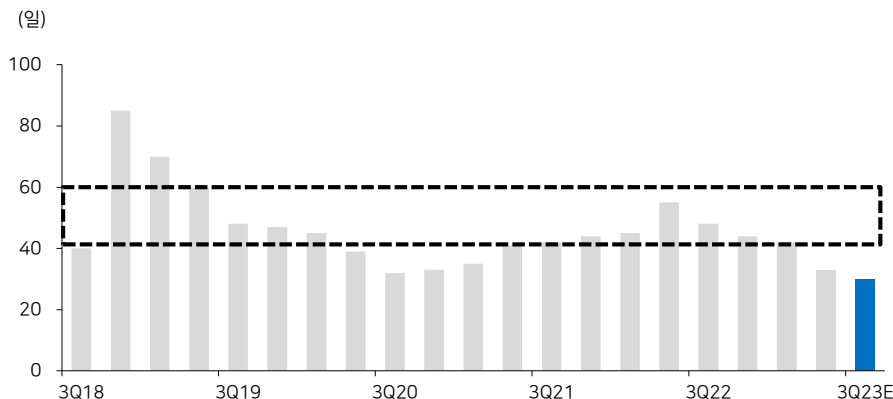
자료: Taiyo Yuden, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Taiyo Yuden Capacitor 매출액



자료: Taiyo Yuden, 메리츠증권 리서치센터

그림12 삼성전기 MLCC 재고일수 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성전기 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
BPS	110,355	12MF BPS
적정배수 (배)	1.6	10% 초반의 ROE를 기록했던 19년, 20년의 평균
적정가치	176,568	
적정주가	180,000	
현재주가	124,100	
상승여력 (%)	45.0%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

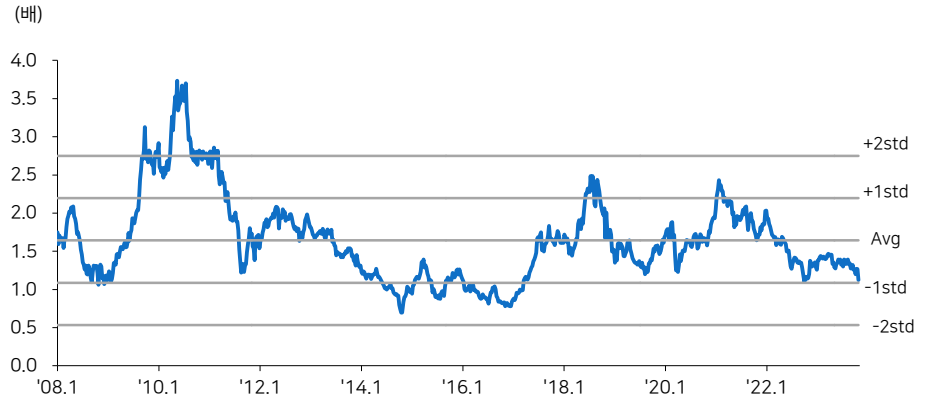
표4 삼성전기 밸류에이션 테이블

	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	158,000
Low	77,800	71,500	39,800	48,800	44,800	49,850	88,900	84,100	81,700	153,000	112,000	124,100
Average	98,459	87,690	60,348	63,848	52,509	84,932	124,684	103,177	132,818	182,411	146,869	145,301
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	1.5
Low	1.5	1.3	0.7	0.9	0.8	0.9	1.4	1.2	1.1	1.7	1.1	1.2
Average	1.9	1.6	1.0	1.1	0.9	1.5	2.0	1.5	1.7	2.1	1.5	1.4
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	103,710
확정치 ROE (%)	11.9	8.2	11.5	0.3	0.3	3.8	14.5	10.2	10.9	14.3	13.8	6.3
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	1.5
Low	1.5	1.3	0.7	0.8	0.8	0.8	1.4	1.2	1.1	1.7	1.1	1.2
Average	1.9	1.6	1.1	1.1	0.9	1.4	1.9	1.5	1.7	2.0	1.5	1.4
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	105,536
컨센서스 ROE (%)	12.8	10.2	7.2	1.6	0.5	4.1	15.1	10.7	10.7	17.1	13.5	7.4

주: 2023년 주가는 1월 2일 ~ 10월 26일 기준

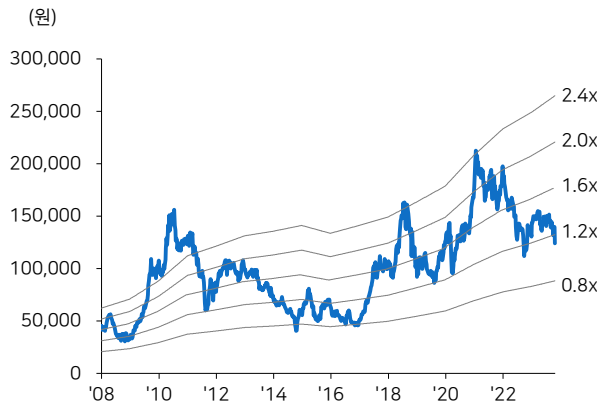
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림13 삼성전기 PBR 변동 추이



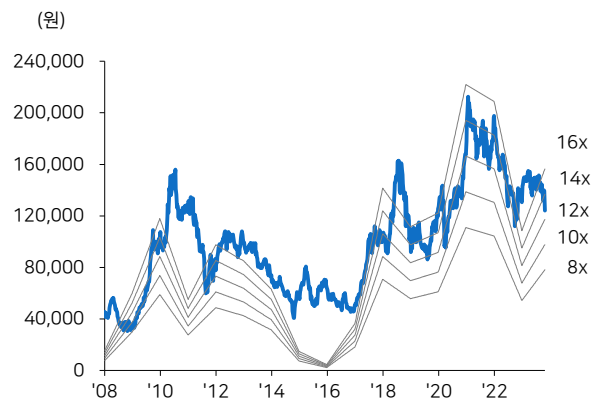
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 삼성전기 PBR 밴드



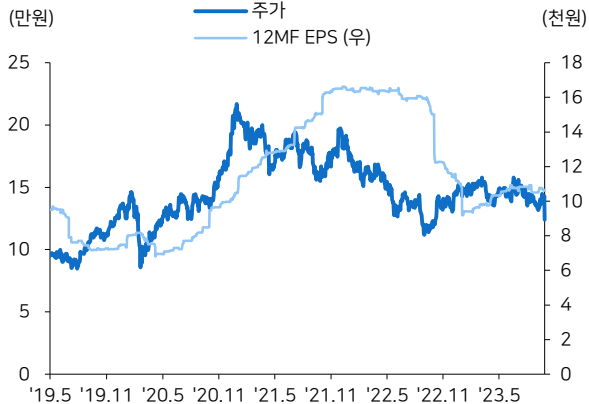
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림15 삼성전기 PER 밴드



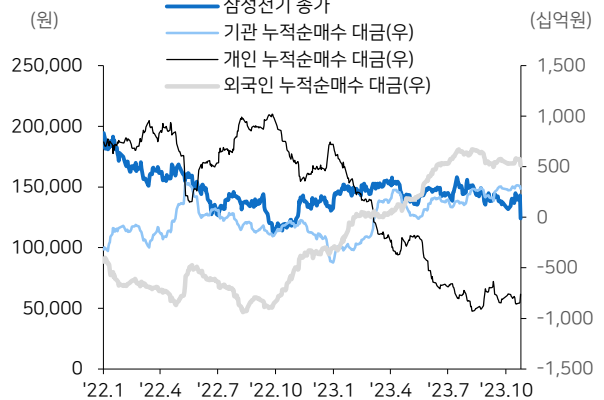
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림16 삼성전기 주가와 EPS 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림17 삼성전기 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	9,675.0	9,424.6	8,791.5	9,668.9	10,318.8
매출액증가율(%)	24.8	-2.6	-6.7	10.0	6.7
매출원가	7,127.1	7,161.4	6,725.1	7,346.2	7,714.2
매출총이익	2,547.9	2,263.2	2,066.5	2,322.7	2,604.5
판매관리비	1,061.1	1,080.3	1,416.6	1,331.0	1,391.5
영업이익	1,486.9	1,182.8	649.9	991.8	1,213.0
영업이익률(%)	15.4	12.6	7.4	10.3	11.8
금융손익	-30.9	-17.1	-25.9	-4.2	8.6
중속/관계기업손익	10.4	-2.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	25.0	24.0	17.6	12.5	21.1
세전계속사업이익	1,491.3	1,186.8	641.6	1,000.1	1,242.8
법인세비용	413.7	164.1	128.3	217.7	232.2
당기순이익	915.4	993.5	513.3	782.4	1,010.6
지배주주지분 손이익	892.5	980.6	484.3	738.2	953.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,731.2	1,575.4	1,536.2	1,672.0	1,942.3
당기순이익(손실)	915.4	993.5	513.3	782.4	1,010.6
유형자산상각비	828.5	833.7	834.6	942.2	966.3
무형자산상각비	38.0	45.1	58.9	48.1	39.2
운전자본의 증감	-624.4	-431.9	90.9	-126.0	-93.3
투자활동 현금흐름	-845.1	-1,327.6	-907.1	-826.8	-909.5
유형자산의증가(CAPEX)	-844.2	-1,296.5	-900.0	-800.0	-900.0
투자자산의감소(증가)	-63.3	26.4	6.3	-8.8	-6.5
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	-384.4	721.3	879.4
기초현금	1,485.5	1,232.6	1,677.1	1,292.7	2,014.0
기말현금	1,232.6	1,677.1	1,292.7	2,014.0	2,893.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,598.3	4,888.3	4,288.2	5,308.5	6,409.3
현금및현금성자산	1,185.2	1,677.1	1,292.7	2,014.0	2,893.4
매출채권	1,219.4	990.7	924.1	1,016.4	1,084.7
재고자산	1,818.4	1,901.6	1,773.9	1,950.9	2,082.0
비유동자산	5,343.1	6,108.9	6,144.1	5,987.5	5,908.6
유형자산	4,639.4	5,235.3	5,300.7	5,158.5	5,092.2
무형자산	141.8	150.1	126.2	103.1	83.9
투자자산	368.3	339.9	333.6	342.4	348.8
자산총계	9,941.4	10,997.2	10,432.3	11,296.0	12,317.9
유동부채	2,234.7	2,525.1	1,448.8	1,607.2	1,714.1
매입채무	591.7	381.8	356.2	391.7	418.1
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	935.6	1,017.3	1,080.5
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	2,384.4	2,624.5	2,794.6
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	5,946.0	6,525.4	7,320.0
비지배주주지분	152.2	155.0	184.0	228.2	285.3
자본총계	6,871.1	7,693.5	8,047.9	8,671.5	9,523.3

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	129,530	126,176	117,701	129,447	138,148
EPS(지배주주)	11,866	13,046	6,401	9,801	12,683
CFPS	33,348	30,991	20,662	26,536	29,701
EBITDAPS	31,506	27,601	20,662	26,536	29,701
BPS	86,584	97,145	101,339	108,805	119,046
DPS	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
배당수익률(%)	1.1	1.6	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	16.6	10.0	19.4	12.7	9.8
PCR	5.9	4.2	6.0	4.7	4.2
PSR	1.5	1.0	1.1	1.0	0.9
PBR	2.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EBITDA(십억원)	2,353.3	2,061.6	1,543.3	1,982.1	2,218.5
EV/EBITDA	6.4	4.8	5.8	4.2	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.3	13.8	6.3	9.1	10.8
EBITDA 이익률	24.3	21.9	17.6	20.5	21.5
부채비율	44.7	42.9	29.6	30.3	29.3
금융비용부담률	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4
이자보상배율(x)	37.4	25.5	11.6	26.3	29.8
매출채권회전율(x)	8.9	8.5	9.2	10.0	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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성전기 (009150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

