

2023. 12. 19



▲ 전기전자/IT부품장비

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)적정주가 (12개월) **180,000 원**현재주가 (12.18) **152,400 원**상승여력 **18.1%**

KOSPI 2,566.86pt

시가총액 113,833억원

발행주식수 7,469만주

유동주식비율 73.45%

외국인비중 30.64%

52주 최고/최저가 158,000원/123,100원

평균거래대금 470.5억원

주요주주(%)

삼성전자 외 5 인 23.87

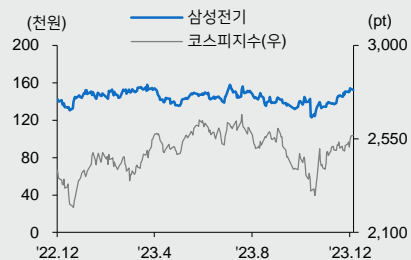
국민연금공단 10.08

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 9.3 1.9 8.9

상대주가 5.2 4.2 0.1

주가그래프

**삼성전기** 009150**2 보 전진을 위한 1 보 후퇴**

- ✓ 4Q23 영업이익은 1,128억원으로 컨센서스를 14% 하회할 전망
- ✓ 11월 중순부터 시작된 PC/서버 위주의 강도 높은 재고조정의 영향이 존재하기 때문
- ✓ 다만 추가적인 측면에서는 4Q23 실적이 아닌 2024년 방향성에 주목
- ✓ 중화권 스마트폰 시장 회복, 온디바이스AI로 인한 MLCC 탑재량 증가, 폴디드줌 공급 확대, 하이엔드향 FC-BGA 시장 진입 등에 따른 실적 성장을 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 18만원 유지

4Q23 Preview: 1보 후퇴

4Q23 매출액(2.1조)와 영업이익(1,128억원)은 각각 컨센서스를 2%, 14% 하회할 전망이다. 하반기부터 개선된 중화권 스마트폰 업황이 반영되어 10월~11월 초까지는 부품 수요가 양호했던 것으로 파악된다. 다만 11월 중순부터 시작된 통상적인 IT 전반적인 연말 재고조정으로 인한 추가적인 가동률 하락이 불가피한 상황이다. 금년의 재고조정은 스마트폰보다는 PC/서버 위주의 강도 높은 재고조정이 예상된다.

2024년 전망: 2보 전진

2024년 방향성 측면에서 기대할 수 있는 부분은 많다. ① 하반기부터 시작된 수요 회복을 근거로 중화권 세트사들이 내년 빌드업 계획을 상향하고 있다. 화웨이를 필두로 한 OVX 및 트랜션 등의 세트업체들의 출하량 경쟁을 통한 낙수효과가 기대된다. ② 시장에서 주목 받는 온디바이스AI에 대한 수혜도 명확하다. 온디바이스AI로 인한 세트 단의 스펙 변화가 구체적으로 파악되지는 않으나 AP 성능 향상, 메모리/PMIC 탑재 증가에 따른 전류량 증가는 MLCC 탑재량 증가로 직결되기 때문이다. 기판의 미세회로화에 따른 ASP 상승 가능성도 상존한다. ③ 아이폰15 프로맥스를 시작으로 중화권 세트사들의 폴디드줌 탑재가 본격화되고 있다. 폴디드줌은 특허 이슈로 인해 공급업체 수가 제한적이기 때문에 삼성전기의 공급물량 확대가 예상된다. ④ FC-BGA는 점진적인 서버향 물량 확대와 동시에 하반기부터는 AI용 하이엔드 기판으로의 진입이 기대된다.

동사 주가는 4Q23 실적이 아닌 내년 영업환경 개선 및 실적 성장에 대한 기대감을 점진적으로 반영시켜 나가리라 예상된다. 추가적인 측면에서 다운사이드보다는 업사이드 리스크를 인식할 시점이다. 투자의견 Buy, 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	8,729.6	641.8	478.1	6,318	-49.3	101,259	24.1	1.5	7.3	6.2	29.5
2024E	9,601.7	945.3	703.3	9,334	47.7	108,276	16.3	1.4	5.5	8.7	30.3
2025E	10,293.4	1,127.8	886.4	11,785	26.2	117,652	12.9	1.3	4.7	10.1	29.7

표1 삼성전기 4Q23 Preview

(십억원)	4Q23E	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	2,126.5	1,968.4	8.0%	2,360.9	-9.9%	2,171.6	-2.1%
영업이익	112.8	101.2	11.4%	184.0	-38.7%	131.7	-14.3%
세전이익	155.3	-5.4	흑전	191.8	-19.0%	156.6	-0.8%
지배주주 순이익	120.5	112.2	7.4%	155.5	-22.5%	100.3	20.1%
영업이익률(%)	7.8%	13.0%		9.2%		6.1%	
지배주주순이익률(%)	6.6%	11.4%		5.1%		4.6%	

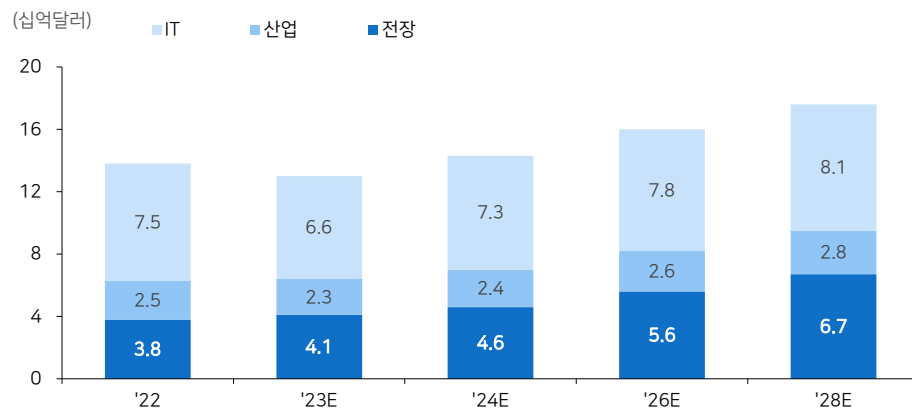
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성전기 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율	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	2,126.5	9,424.5	8,729.6	9,601.7
(% QoQ)	7.7%	-6.2%	-2.9%	-17.4%	2.7%	9.8%	6.3%	-9.9%			
(% YoY)	14.2%	2.1%	-6.4%	-19.0%	-22.7%	-9.6%	-1.0%	8.0%	-2.6%	-7.4%	10.0%
컴포넌트솔루션	1,229	1,140	930	833	826	1,007	1,096	981	4,132	3,909	4,342
(% QoQ)	4.7%	-7.3%	-18.4%	-10.4%	-0.9%	21.9%	8.9%	-10.5%			
(% YoY)	12.9%	-4.6%	-29.6%	-29.0%	-32.8%	-11.7%	17.9%	17.7%	-13.5%	-5.4%	11.1%
광학통신솔루션	868	779	901	656	799	777	825	769	3,204	3,169	3,058
(% QoQ)	11.6%	-10.2%	15.7%	-27.3%	21.8%	-2.8%	6.3%	-6.9%			
(% YoY)	3.2%	-4.2%	14.5%	-15.7%	-8.0%	-0.3%	-8.4%	17.3%	-0.5%	-1.1%	-3.5%
패키지솔루션	520	536	553	480	398	437	440	377	2,088	1,652	2,201
(% QoQ)	8.5%	3.2%	3.0%	-13.2%	-17.1%	10.0%	0.5%	-14.2%			
(% YoY)	17.5%	15.0%	-4.8%	0.2%	-23.5%	-18.5%	-20.4%	-21.4%	6.1%	-20.9%	33.3%
연결 영업이익	410.5	360.1	311.0	101.2	140.1	205.0	184.0	112.8	1,182.9	641.8	945.3
(% QoQ)	29.8%	-12.3%	-13.6%	-67.4%	38.3%	46.3%	-10.2%	-38.7%			
(% YoY)	15.1%	0.6%	-31.8%	-68.0%	-65.9%	-43.1%	-40.8%	11.4%	-20.4%	-45.7%	47.3%
컴포넌트솔루션	268.7	210.3	115.8	13.0	55.9	128.0	116.4	81.5	607.7	381.8	548.4
(% QoQ)	21.2%	-21.7%	-45.0%	-88.8%	329.4%	129.1%	-9.1%	-30.0%			
(% YoY)	14.7%	-21.5%	-65.9%	-94.1%	-79.2%	-39.1%	0.6%	525.9%	-42.9%	-37.2%	43.7%
광학통신솔루션	41.1	24.2	48.3	-3.2	34.4	24.9	19.3	2.5	110.4	81.0	78.6
(% QoQ)	171.2%	-41.1%	99.5%	-106.6%	흑전	-27.7%	-22.5%	-86.9%			
(% YoY)	-42.1%	-38.5%	35.7%	-121.0%	-16.4%	2.7%	-60.1%	흑전	-31.5%	-26.6%	-3.0%
패키지솔루션	100.7	125.6	146.9	91.4	49.8	52.1	48.3	28.8	464.6	179.0	318.3
(% QoQ)	26.8%	24.7%	17.0%	-37.8%	-45.5%	4.6%	-7.2%	-40.4%			
(% YoY)	95.5%	147.4%	82.5%	15.1%	-50.6%	-58.5%	-67.1%	-68.5%	77.2%	-61.5%	77.8%
연결 영업이익률	15.7%	14.7%	13.0%	5.1%	6.9%	9.2%	7.8%	5.3%	12.6%	7.4%	9.8%
컴포넌트솔루션	21.9%	18.4%	12.4%	1.6%	6.8%	12.7%	10.6%	8.3%	14.7%	9.8%	12.6%
광학통신솔루션	4.7%	3.1%	5.4%	-0.5%	4.3%	3.2%	2.3%	0.3%	3.4%	2.6%	2.6%
패키지솔루션	19.4%	23.4%	26.6%	19.1%	12.5%	11.9%	11.0%	7.6%	22.3%	10.8%	14.5%

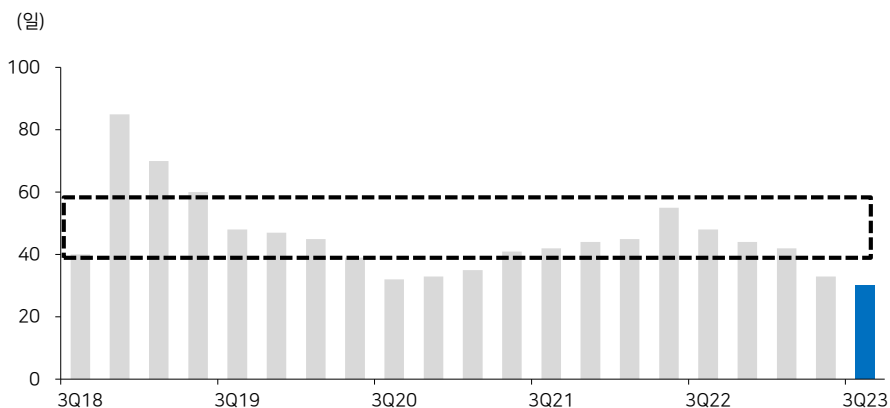
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림1 MLCC 시장 성장 전망



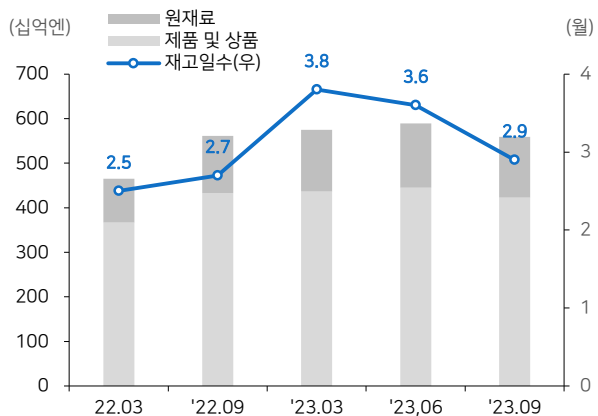
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼성전기 MLCC 재고일수 추이



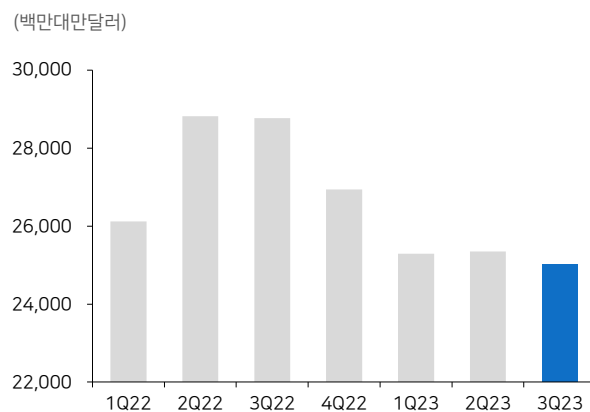
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Murata 재고자산 추이



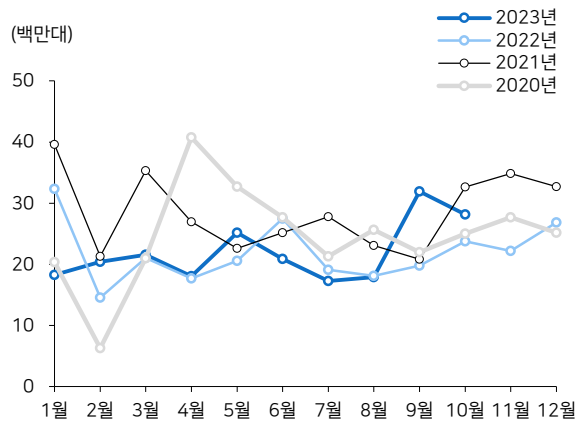
자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Yageo 재고자산 추이



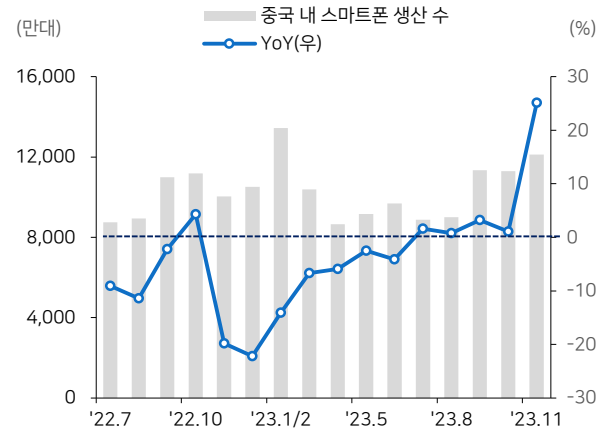
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 월별 스마트폰 출하량



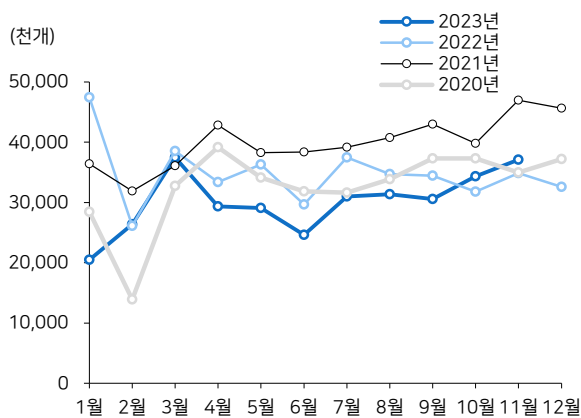
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 내 스마트폰 생산 대수 추이



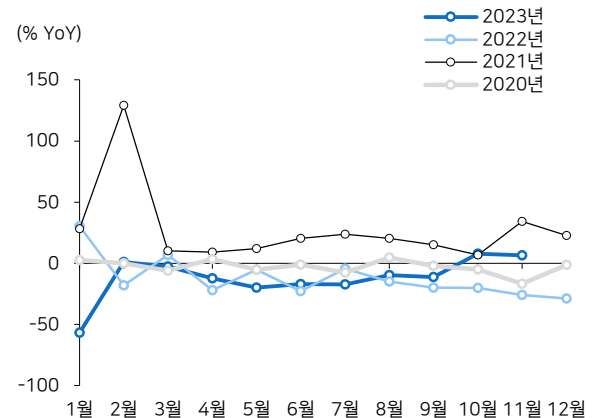
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 Q Tech 월별 카메라모듈 출하량



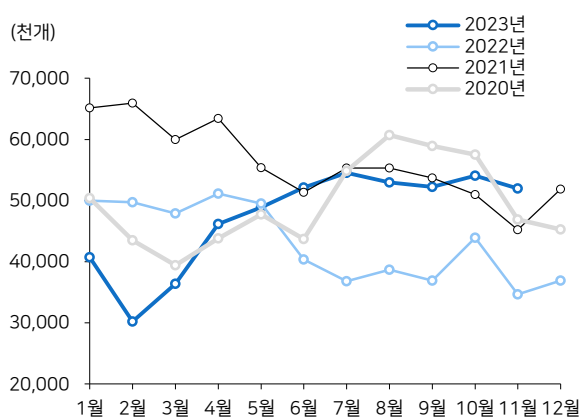
자료: Q Tech, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Q Tech 카메라모듈 YoY 성장률 비교



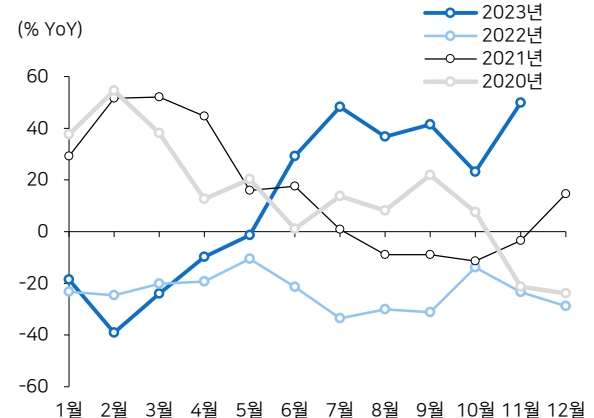
자료: Q Tech, 메리츠증권 리서치센터

그림9 Sunny Optical 월별 카메라모듈 출하량



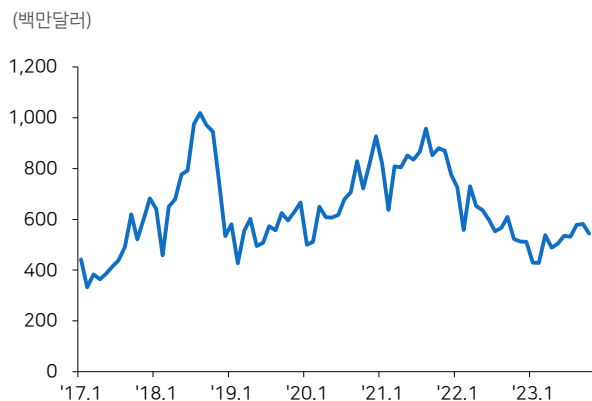
자료: Sunny Optical, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Sunny Optical 카메라모듈 YoY 성장률 비교



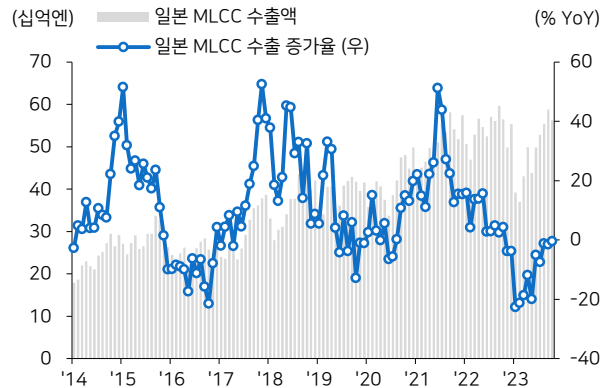
자료: Sunny Optical, 메리츠증권 리서치센터

그림11 바닥은 확인한 수출입 데이터(중국 MLCC 수입)



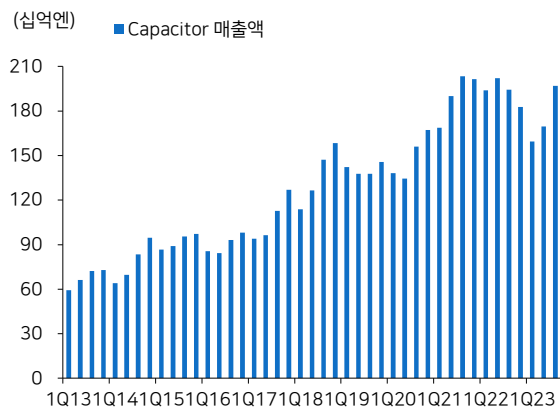
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 바닥은 확인한 수출입 데이터(일본 MLCC 수출)



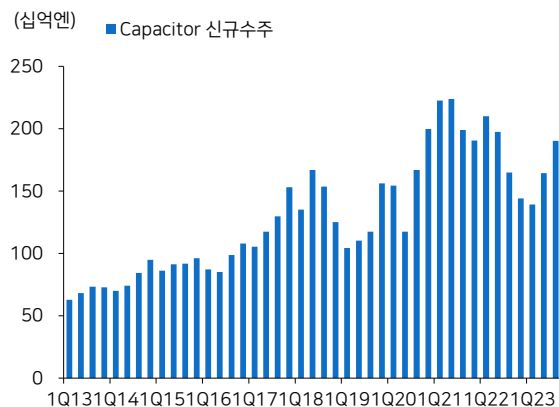
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 Murata Capacitor 매출액 (2Q23 반등)



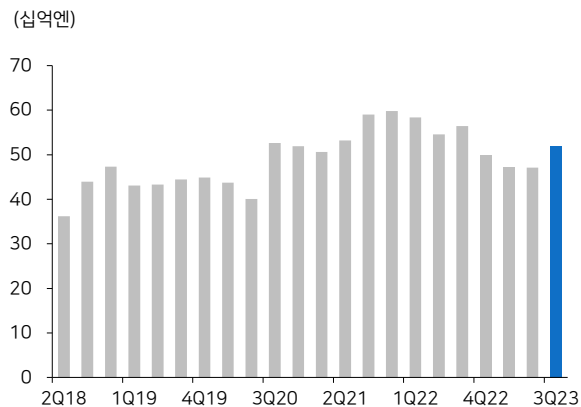
자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

그림14 Murata Capacitor 신규 수주 (2Q23 반등)



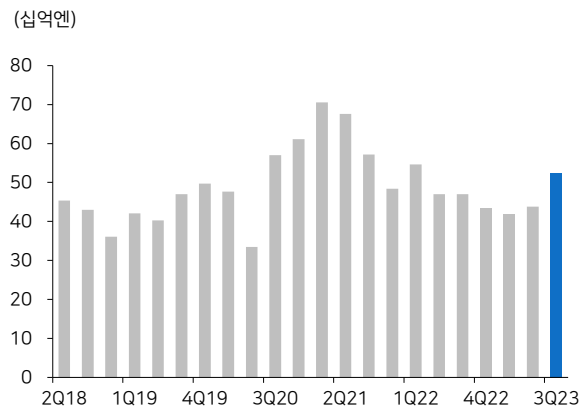
자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

그림15 Taiyo Yuden Capacitor 매출액



자료: Taiyo Yuden, 메리츠증권 리서치센터

그림16 Taiyo Yuden Capacitor 신규수주



자료: Taiyo Yuden, 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성전기 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
BPS	110,894	12MF BPS
적정배수 (배)	1.6	10% 초반의 ROE를 기록했던 19년, 20년의 평균
적정가치	177,431	
적정주가	180,000	
현재주가	152,400	
상승여력 (%)	18.1%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

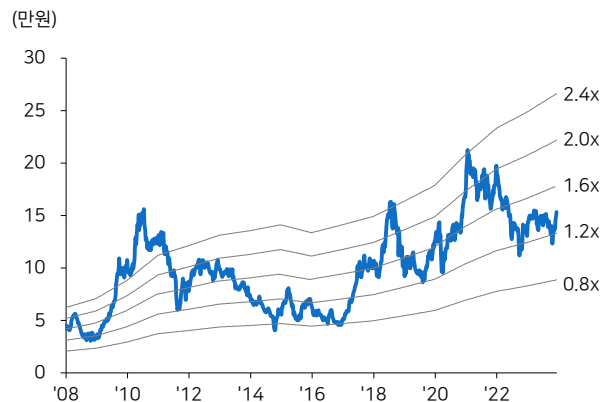
표4 삼성전기 밸류에이션 테이블

	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	123,100
Average	98,459	87,690	60,348	63,848	52,509	84,932	124,684	103,177	132,818	182,411	146,869	144,551
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	103,625
확정치 ROE (%)	11.9	8.2	11.5	0.3	0.3	3.8	14.5	10.2	10.9	14.3	13.8	6.2
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	104,542
컨센서스 ROE (%)	12.8	10.2	7.2	1.6	0.5	4.1	15.1	10.7	10.7	17.1	13.5	6.27

주: 2023년 주가는 1월 2일 ~ 12월 18일 기준

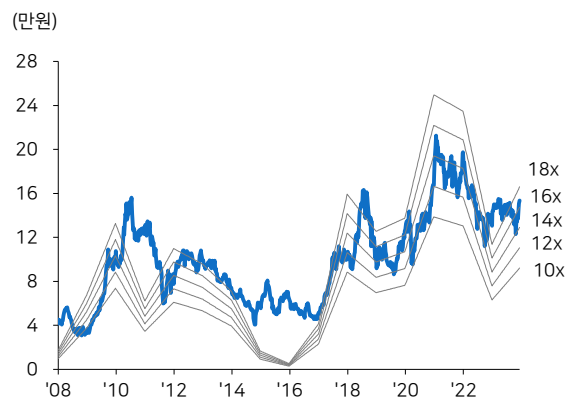
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림17 삼성전기 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림18 삼성전기 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	9,675.0	9,424.6	8,729.6	9,601.7	10,293.4
매출액증가율(%)	24.8	-2.6	-7.4	10.0	7.2
매출원가	7,127.1	7,161.4	6,683.1	7,294.9	7,694.0
매출총이익	2,547.9	2,263.2	2,046.5	2,306.8	2,599.4
판매관리비	1,061.1	1,080.3	1,404.7	1,361.5	1,471.7
영업이익	1,486.9	1,182.8	641.8	945.3	1,127.8
영업이익률(%)	15.4	12.6	7.4	9.8	11.0
금융손익	-30.9	-17.1	-26.0	-4.9	6.5
종속/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	633.4	952.8	1,155.4
법인세비용	413.7	164.1	126.7	207.4	215.9
당기순이익	915.4	993.5	506.7	745.4	939.5
지배주주지분 순이익	892.5	980.6	478.1	703.3	886.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,731.2	1,575.4	1,522.2	1,620.5	1,852.5
당기순이익(손실)	915.4	993.5	506.7	745.4	939.5
유형자산상각비	828.5	833.7	818.2	926.9	953.5
무형자산상각비	38.0	45.1	58.9	48.1	39.2
운전자본의 증감	-624.4	-431.9	99.8	-125.2	-99.3
투자활동 현금흐름	-845.1	-1,327.6	-906.1	-826.8	-910.2
유형자산의증가(CAPEX)	-844.2	-1,296.5	-900.0	-800.0	-900.0
투자자산의감소(증가)	-63.3	26.4	6.9	-8.7	-6.9
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	-397.4	669.9	788.9
기초현금	1,485.5	1,232.6	1,677.1	1,279.7	1,949.6
기말현금	1,232.6	1,677.1	1,279.7	1,949.6	2,738.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,598.3	4,888.3	4,254.1	5,221.2	6,245.8
현금및현금성자산	1,185.2	1,677.1	1,279.7	1,949.6	2,738.5
매출채권	1,219.4	990.7	917.6	1,009.3	1,082.0
재고자산	1,818.4	1,901.6	1,761.4	1,937.3	2,076.9
비유동자산	5,343.1	6,108.9	6,159.8	6,018.5	5,952.7
유형자산	4,639.4	5,235.3	5,317.1	5,190.1	5,136.6
무형자산	141.8	150.1	126.2	103.1	83.9
투자자산	368.3	339.9	333.0	341.7	348.6
자산총계	9,941.4	10,997.2	10,413.9	11,239.7	12,198.5
유동부채	2,234.7	2,525.1	1,439.5	1,597.1	1,710.3
매입채무	591.7	381.8	353.7	389.0	417.0
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	933.1	1,014.6	1,079.5
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	2,372.5	2,611.6	2,789.8
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	5,939.8	6,484.3	7,211.9
비지배주주지분	152.2	155.0	183.6	225.7	278.8
자본총계	6,871.1	7,693.5	8,041.4	8,628.0	9,408.7

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	129,530	126,176	116,872	128,547	137,808
EPS(지배주주)	11,866	13,046	6,318	9,334	11,785
CFPS	33,348	30,991	20,335	25,709	28,389
EBITDAPS	31,506	27,601	20,335	25,709	28,389
BPS	86,584	97,145	101,259	108,276	117,652
DPS	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
배당수익률(%)	1.1	1.6	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	16.6	10.0	24.1	16.3	12.9
PCR	5.9	4.2	7.5	5.9	5.4
PSR	1.5	1.0	1.3	1.2	1.1
PBR	2.3	1.3	1.5	1.4	1.3
EBITDA(십억원)	2,353.3	2,061.6	1,518.9	1,920.3	2,120.5
EV/EBITDA	6.4	4.8	7.3	5.5	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.3	13.8	6.2	8.7	10.1
EBITDA 이익률	24.3	21.9	17.4	20.0	20.6
부채비율	44.7	42.9	29.5	30.3	29.7
금융비용부담률	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4
이자보상배율(x)	37.4	25.5	11.4	25.0	27.7
매출채권회전율(x)	8.9	8.5	9.1	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	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 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	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

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.11.09	Indepth	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	Indepth	Buy	170,000	양승수	-14.1	-12.0	
2023.07.07	기업브리프	Buy	180,000	양승수	-	-	