

2022. 1. 27

Tech팀

이종욱
Analyst
jwstar.lee@samsung.com

삼성전기 (009150)

MLCC의 반등 나타날까

- 영업이익 3,162억원. 특별 상여금 감안하면 시장 컨센서스에 부합
- MLCC 업황의 중요한 분기점. Capex와 밸류에이션 모두 역사적 평균 대비 낮은 편

WHAT'S THE STORY?

투자 전략: 2021년에 이어 2022년에도 반도체기판의 타이트한 공급과 카메라모듈의 고사양화로 인한 견조한 이익 창출 가능성이 있다. 따라서, 주가의 변수는 또다시 MLCC의 업황 방향성으로 모아지고 있다. 현재 이미 부진한 IT Commodity 업황의 반등이 먼저 나타날지, 현재 높은 수익성이 유지되는 고부가 산업용, 차량용 MLCC의 Peak-out이 먼저 나타날지의 판단에서 우리는 전자에 더 높은 점수를 주고 있다. IT 제품의 재고사이클과 함께 5년 평균 대비 낮은 투자(capex)와 밸류에이션(P/E)이 그 배경이다.

4Q21 in-line한 실적 발표: 4분기 매출액 2조 4,299억원(-5% q-q, +30% y-y)과 영업이익 3,162억원(-31% q-q, +21% y-y)을 기록하였다. 특별 상여금 등 일회성 비용을 감안한다면 시장 컨센서스에 부합하는 수준이었다. MLCC 매출액은 중화권 고객사의 주문 감소와 계절적 비수기로 전분기 대비 11% 하락하고 수익성도 악화된 반면, 반도체기판 매출은 타이트한 공급 속에 전분기 대비 9% 상승하였다. 한편, RFPCB 사업 철수로 인해 중단영업손실 1,157억원이 4Q21에 반영되었다.

MLCC의 반등 일어날 수 있을까: 동사 주가의 핵심은 MLCC 업황의 반등 여부일 것이다. 1Q22까지는 중국 세트 업체의 재고조정의 영향에서 자유롭지 못 할 것으로 보이지만, 고객사 재고가 계속 감소하는 현재 상황을 감안하면 상반기 중 재고조정이 일단락될 것으로 생각한다. 동사의 올해 MLCC capex는 전년 수준으로 보수적 전략을 유지하고 있고, 산업용과 차량용 고부가 수요가 강해 blended ASP는 2022년에도 상승 가능성이 있다.

차량용 카메라와 MLCC 매출의 호실적 기대: 차량 전장화와 자율주행 기능 강화로 인해 카메라와 MLCC의 소요원수가 꾸준히 증가하고 있다. 차량용 반도체의 공급 부족이 연장되며 수요가 일시적인 약세를 보이고 있으나, 차량용 반도체 공급이 점진적으로 해소될수록 차량용 제품 매출의 추가 향상이 돈보일 수 있을 것이다. 차량용 카메라는 Top tier 수준의 경쟁력을 확보하고 있어 자율주행용 카메라 보급에 따른 성장용, 차량용 MLCC는 고신뢰성 제품 라인업의 확대로 시장점유율 확대 가능성이 있다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2017	2018	2019	2020
매출액 (십억원)	6,838	8,002	7,718	8,209
영업이익 (십억원)	306	1,150	741	829
순이익 (십억원)	177	685	528	624
EPS (adj) (원)	2,084	8,457	6,627	7,783
EPS (adj) growth (%)	999.7	305.7	(21.6)	17.4
EBITDA margin (%)	13.7	23.6	20.9	20.3
ROE (%)	3.8	14.5	10.2	10.9
P/E (adj) (배)	13.6	3.2	5.1	4.4
P/B (배)	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA (배)	2.3	0.7	0.9	0.4
Dividend yield (%)	0.8	1.0	0.9	0.8

자료: 삼성전기, 삼성증권

▶ AT A GLANCE

투자 의견	Not Rated
목표주가	n/a
현재주가	175,500원
시가총액	13.1조원
Shares (float)	74,693,696주 (73.5%)
52주 최저/최고	155,000원/217,000원
60일-평균거래대금	1,196.8억원

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
삼성전기 (%)	-10.7	-3.3	-19.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-0.7	15.1	-6.3

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	19
Target price	247,000
Recommendation	4.0

BUY★★★★ / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1

4분기 실적결과

(십억원)	4Q21	3Q21	4Q20	증감 (%)	
				전분기 대비	전년동기 대비
매출액	2,429.9	2,547.8	1,875.0	-4.6	29.6
영업이익	316.2	455.8	260.9	-30.6	21.2
세전계속사업이익	324.2	472.6	255.3	-31.4	27.0
순이익	84.7	353.5	204.9	-76.0	-58.7
이익률 (%)					
영업이익	13.0	17.9	13.9		
세전계속사업이익	13.3	18.6	13.6		
순이익	3.5	13.9	10.9		

자료: 삼성전기, 삼성증권

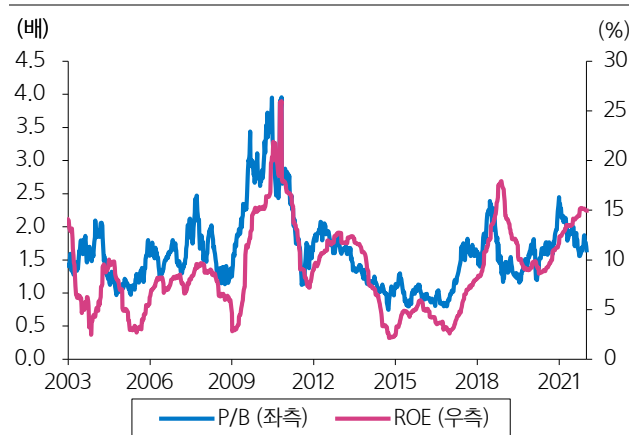
분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2019	2020	2021P
매출액	2,224.5	1,812.2	2,287.9	1,884.2	2,291.4	2,405.9	2,547.8	2,429.9	7,718.3	7,753.3	9,675.0
모듈솔루션	983.2	604.8	852.7	361.7	841.3	813.7	787.4	777.4	3,028.3	2,802.5	3,219.8
컴포넌트솔루션	857.6	839.6	983.2	964.6	1,088.4	1,195.3	1,320.9	1,173.6	3,219.8	3,645.0	4,778.3
기판솔루션	383.7	367.8	452.0	557.9	442.2	466.6	580.4	478.9	1,470.3	1,761.3	1,968.0
영업이익	164.6	96.0	302.5	266.1	356.8	358.1	455.8	316.2	740.9	912.7	1,486.9
모듈솔루션	67.2	3.4	78.8	21.9	71.0	39.4	35.6		221.5	171.3	171.3
컴포넌트솔루션	89.7	86.7	190.0	191.3	234.2	267.9	339.8		504.9	557.7	557.7
기판솔루션	7.7	5.9	33.6	52.9	26.3	32.0	82.5		14.6	100.1	
영업이익률 (%)											
모듈솔루션	6.8	0.6	9.2	6.0	8.4	4.8	4.5		7.3	6.1	
컴포넌트솔루션	10.5	10.3	19.3	19.8	21.5	22.4	25.7		15.7	15.3	
기판솔루션	2.0	1.6	7.4	9.5	5.9	6.9	14.2		1.0	5.7	
세전이익	156.7	67.8	300.7	257.8	358.4	336.1	472.6	324.2	696.1	868.9	1,491.3
순이익 (지배)	132.1	39.2	230.2	202.5	233.2	224.2	349.5	85.5	514.3	604.0	892.4

참고: 2021년의 경우, RFPCB 사업부문 철수 반영 (삼성전기 4분기 실적발표자료 참고)

자료: 삼성전기, 삼성증권

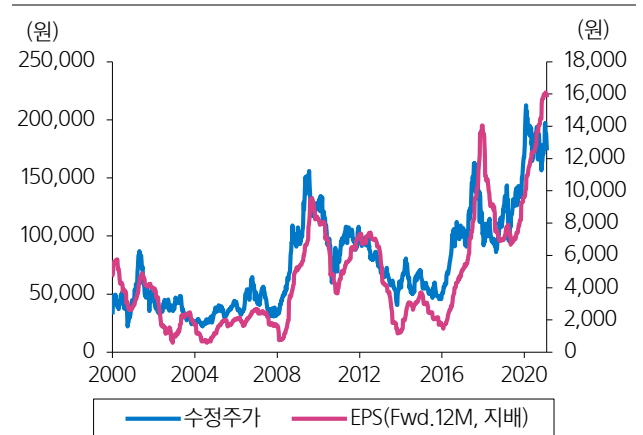
P/B와 ROE 추이



참고: P/B와 ROE는 12개월 Forward 기준

자료: WiseFn, 삼성증권

주가와 EPS 비교



참고: EPS는 12개월 Forward 기준.

자료: WiseFn, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	6,033	6,838	8,002	7,718	8,209
매출원가	5,006	5,430	5,515	5,730	6,269
매출총이익	1,027	1,408	2,487	1,988	1,940
(매출총이익률, %)	17.0	20.6	31.1	25.8	23.6
판매 및 일반관리비	1,002	1,102	1,337	1,247	1,111
영업이익	24	306	1,150	741	829
(영업이익률, %)	0.4	4.5	14.4	9.6	10.1
영업외손익	8	(53)	(65)	(45)	(46)
금융수익	18	11	12	19	10
금융비용	49	66	76	78	48
지분법손익	9	8	7	12	10
기타	30	(6)	(8)	2	(19)
세전이익	32	254	1,085	696	783
법인세	9	76	280	71	167
(법인세율, %)	28.6	30.1	25.8	10.2	21.4
계속사업이익	23	177	805	625	616
중단사업이익	0	0	(120)	(97)	8
순이익	23	177	685	528	624
(순이익률, %)	0.4	2.6	8.6	6.8	7.6
지배주주순이익	15	162	656	514	604
비지배주주순이익	8	16	29	14	20
EBITDA	633	937	1,886	1,611	1,670
(EBITDA 이익률, %)	10.5	13.7	23.6	20.9	20.3
EPS (지배주주)	190	2,084	8,457	6,627	7,783
EPS (연결기준)	295	2,284	8,827	6,805	8,039
수정 EPS (원)*	190	2,084	8,457	6,627	7,783

현금흐름표

12월 31일 기준	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동에서의 현금흐름	680	718	1,559	1,021	1,588
당기순이익	23	177	685	528	624
현금유출입이없는 비용 및 수익	728	864	1,325	1,076	1,175
유형자산 감가상각비	589	611	711	844	808
무형자산 상각비	19	20	26	26	34
기타	119	233	589	206	334
영업활동 자산부채 변동	(48)	(265)	(370)	(319)	(51)
투자활동에서의 현금흐름	(1,186)	(1,232)	(698)	(517)	(732)
유형자산 증감	(984)	(1,385)	(1,164)	(1,512)	(710)
장단기금융자산의 증감	(155)	218	610	209	(2)
기타	(47)	(65)	(145)	785	(21)
재무활동에서의 현금흐름	281	196	(236)	(620)	(209)
차입금의 증가(감소)	402	125	(115)	(443)	(105)
자본금의 증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당금	(41)	(48)	(61)	(76)	(83)
기타	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
현금증감	(239)	(351)	558	(147)	630
기초현금	1,035	796	445	1,002	855
기말현금	796	445	1,002	855	1,485
Gross cash flow	750	1,041	2,010	1,604	1,799
Free cash flow	(372)	(759)	363	(527)	831

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 삼성전기, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	2,812	2,479	3,525	3,508	4,150
현금 및 현금등가물	796	445	1,002	804	1,480
매출채권	648	829	985	976	944
재고자산	827	919	1,116	1,271	1,338
기타	542	287	423	456	389
비유동자산	4,850	5,289	5,120	5,167	5,075
투자자산	848	823	250	259	295
유형자산	3,714	4,155	4,558	4,515	4,424
무형자산	92	149	162	141	138
기타	196	161	149	252	218
자산총계	7,663	7,767	8,645	8,674	9,225
유동부채	2,043	2,454	2,510	1,850	1,915
매입채무	396	281	277	263	435
단기차입금	842	1,204	962	569	406
기타 유동부채	805	969	1,271	1,018	1,074
비유동부채	1,282	982	1,189	1,394	1,400
사채 및 장기차입금	1,278	898	1,060	1,220	1,233
기타 비유동부채	4	84	129	174	167
부채총계	3,325	3,436	3,698	3,244	3,315
지배주주지분	4,240	4,232	4,821	5,285	5,772
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
이익잉여금	2,534	2,610	3,179	3,573	4,073
기타	273	189	208	279	266
비지배주주지분	97	100	125	145	138
자본총계	4,338	4,331	4,946	5,430	5,910
순부채	1,338	2,001	1,208	1,152	373

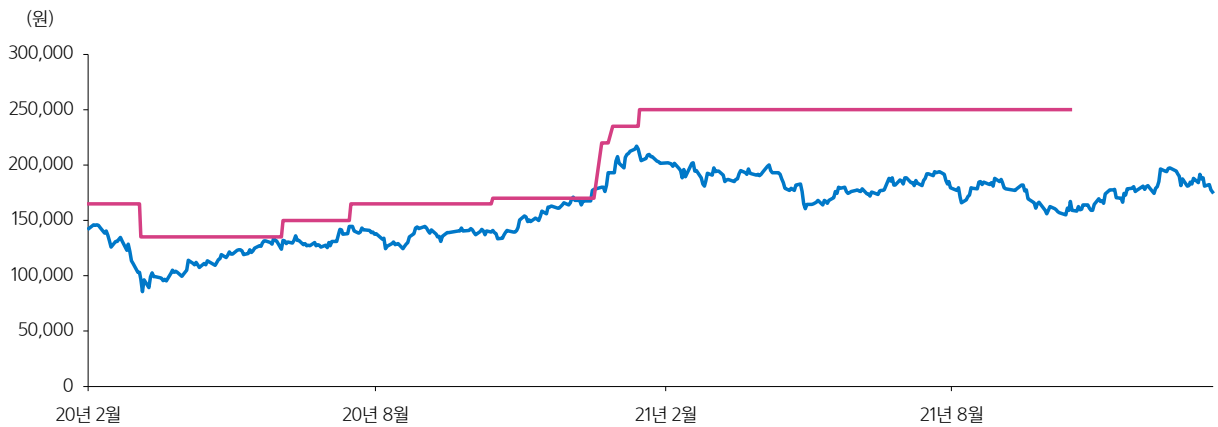
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018	2019	2020
증감률 (%)					
매출액	(2.3)	13.4	17.0	(3.5)	6.4
영업이익	(91.9)	1,155.0	275.5	(35.6)	11.9
순이익	11.0	673.6	286.5	(22.9)	18.1
수정 EPS**	31.5	999.7	305.7	(21.6)	17.4
주당지표					
EPS (지배주주)	190	2,084	8,457	6,627	7,783
EPS (연결기준)	295	2,284	8,827	6,805	8,039
수정 EPS**	190	2,084	8,457	6,627	7,783
BPS	54,698	54,582	62,177	68,161	74,444
DPS (보통주)	500	750	1,000	1,100	1,400
Valuations (배)					
P/E***	139.0	13.6	3.2	5.1	4.4
P/B***	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	2.4	2.3	0.7	0.9	0.4
비율					
ROE (%)	0.3	3.8	14.5	10.2	10.9
ROA (%)	0.3	2.3	8.3	6.1	7.0
ROIC (%)	0.4	4.2	14.9	10.8	10.6
배당성향 (%)	247.1	33.7	11.1	15.5	16.9
배당수익률 (보통주, %)	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
순부채비율 (%)	30.8	46.2	24.4	21.2	6.3
이자보상배율 (배)	0.5	4.6	15.1	9.5	17.3

Compliance notice

- 당사는 2022년 1월 26일 현재 삼성전기와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 당사는 2022년 1월 26일 현재 지난 6개월간 삼성전기의 M&A자문 업무를 수행한 사실이 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 1월 26일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 1월 26일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2019/10/14	2020/1/28	3/18	6/16	7/29	10/27	2021/1/4	1/11	1/28	2022/1/27
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	Not Rated
TP (₩)	135000	165000	135000	150000	165000	170000	220000	235000	250000	n/a
과리율 (평균)	-12.08	-20.19	-16.13	-12.41	-16.75	-8.71	-16.93	-11.76	-26.95	
과리율 (최대/최소)	1.48	-11.52	-0.74	-3.67	-12.42	4.71	-12.27	-7.66	-16.20	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2021.12.31

매수(89.3%) 중립(10.7%) 매도(0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)

Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM