

삼성전기 (009150)

딥밸류의 이유, 그리고 앞으로의 기회

딥밸류의 이유, 그리고 앞으로의 기회

'24년, '25년 EPS를 각각 -1.9%, -0.3% 조정하고, 목표주가를 유지한다. 충분히 낮아진 밸류에이션 하에 '25년 개선을 기대하며 긍정적인 시각을 견지한다.

① **주가 부진의 이유들:** a. 삼성전자의 경쟁력에 대한 걱정이 많다. 1H24 기준 동사 매출의 30%가 삼성전자상이고, 두 종목의 10년간 주가 상관관계는 95%다[그림3]. b. 스마트폰, PC 등 IT세트의 회복 속도가 둔화되었다. 아울러 전장, AI 중심의 제품 믹스 개선에도 불구하고 수익성 개선 속도가 더디다[그림5]. C. 중장기적으로 중국 MLCC 업체의 외형이 확대되고 있는 점도 잠재적인 위험이다[그림7, 8].

② **낮아진 밸류에이션:** 12개월 트레이딩 P/B 1.1배로, 10년 평균 대비 -1SD에 해당된다[그림10]. 이처럼 낮은 밸류에이션을 보면, 앞선 우려들이 더 이상 새로운 사실이 아님을 느낄 수 있다. 이제는 좋아질 부분에 관심을 기울일 시기다. '25년을 바라보면, IT 세트 수요 회복이 완만한 가운데 서버, 전장을 중심으로 한 제품 믹스 개선이 지속될 전망이다[그림11, 12].

③ **잇혀진 On Device AI?** IT세트에 대한 수요 회복 속도가 둔화됨과 함께 On device AI에 대한 시장의 기대감도 낮아졌다. 그렇다고 변화가 멈춘 것은 아니다. '25년에는 고도화된 AI 기능을 위해 AP, DRAM 업그레이드가 수반될 전망이고, 필연적으로 소형·고용량 MLCC 탑재량도 늘어날 것이다. 내년 3월로 예상되는 Apple Intelligence 완전체 (ex. 개인화된 Siri)가 다시 On device AI의 바람을 일으킬 수 있다. 이는 IT 세트업계에도, 그리고 IT 기기에 대한 노출도가 큰 동사에게도 기회다. 산업, 전장향 고부가 컴포넌트의 지속적인 성장에, 전통적인 세트 수요까지 더해질 것임을 감안하면 지금의 밸류에이션은 딥밸류인 것으로 볼 수 있다.

더딘 IT 세트 수요 개선 속에서도 전장/산업 비중 확대

3분기 실적은 매출 2.6조원(+11% YoY, +2% QoQ), 영업이익 2,249억원(+20% YoY, 영업이익률 8.6%)으로 최근 낮아진 매출, 영업이익 컨센서스에 부합했다. 삼성전기의 사업 포트폴리오가 서버, 전장을 중심으로 개선되고 있음을 다시 확인할 수 있었다.

① **MLCC** 출하량은 Flat QoQ로 예상보다 부진했으나, 제품 믹스 개선으로 ASP는 +5% QoQ 개선됐다[그림13]. 산업, 전장향 MLCC 매출은 4,600억원으로 전년 동기 대비 +29% 성장한 것으로 추정된다. (IT향 MLCC 매출은 6,390억원으로 Flat했던 것으로 추정) [그림 14]. 8월 일본의 중국향 MLCC 수출액은 +4% YoY에 그쳤던 반면, 대만향 수출액은 +69% YoY로 급증했다. 마찬가지로 세트의 부진, AI의 호황을 대변한다. ② **반도체기판**은 FC-BGA 중심으로 예상보다 빠른 개선을 시현하고 있다. 3Q24 서버, 전장, PC의 비중은 각각 31%, 20%, 35% 등으로 파악된다. 전년 동기 대비 서버는 11%p 개선된 반면, PC는 10%p 줄어든 것이다. '24년 연간 기준 서버의 비중은 29%에 달할 것인데, AI 기판 양산이 본격화되는 내년에는 37%로 확대될 전망이다. ③ **광학통신**은 전장의 성과에 주목한다. 올해 전장 카메라 매출은 6,053억원으로 전망되어, 전년 대비 +38% YoY 성장할 것이고, 동기간 전체 카메라 모듈에서 차지하는 비중도 3%p 늘어난 16.3%에 달할 전망이다.

4분기 실적은 매출 2.4조원 (+3% YoY, -9% QoQ), 영업이익 1,577억원 (+43% YoY, 영업이익률 6.6%)으로 전망된다. 당사 기존 추정 대비 영업이익률 -8% 조정하는 것인데, IT 세트의 계절적 재고조정이 수반되는 가운데, 서버/전장의 비중 확대라는 추세는 유지될 것으로 전망한다. 4분기에 대한 시장의 기대가 이미 높지 않기 때문에, 오히려 '25년을 바라본 점진적 비중확대가 유효한 시점인 것으로 판단한다.

[당사 이전 삼성전기 보고서 보기: 1, 2, 3]

Company Brief

Buy (Maintain)

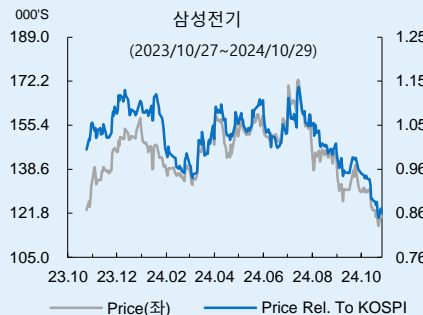
목표주가(12M)	180,000원(유지)
증가(2024.09.24)	120,200원
상승여력	49.8%

Stock Indicator

자본금	388십억원
발행주식수	7,469만주
시가총액	8,978십억원
외국인지분율	33.8%
52주 주가	117,000~172,700원
60일평균거래량	324,553주
60일평균거래대금	44.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.5	-22.8	-20.6	-2.4
상대수익률	-12.3	-17.5	-18.0	-16.0

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	8,909	10,200	10,901	11,555
영업이익(십억원)	639	771	938	1,106
순이익(십억원)	423	585	725	869
EPS(원)	5,450	7,538	9,342	11,204
BPS(원)	101,129	107,800	115,914	125,527
PER(배)	28.1	15.9	12.9	10.7
PBR(배)	1.5	1.1	1.0	1.0
ROE(%)	5.5	7.2	8.4	9.3
배당수익률(%)	0.8	1.3	1.6	1.9
EV/EBITDA(배)	7.8	5.3	4.5	3.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

[IT RA]

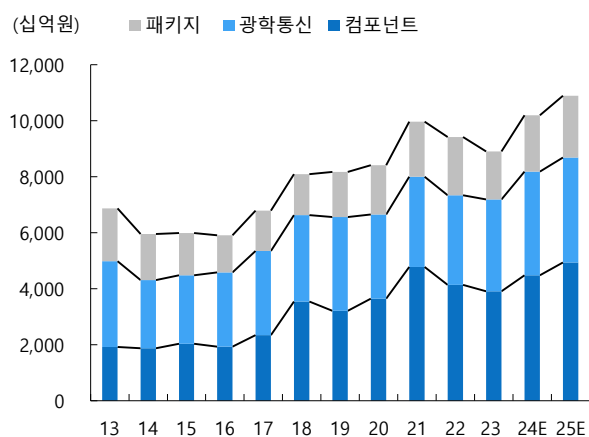
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. 삼성전기 연결기준 영업실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액											
광학통신솔루션	799	777	825	888	1,173	921	860	750	3,289	3,704	3,755
YoY	-8.0%	-0.3%	-8.4%	35.5%	46.9%	18.6%	4.2%	-15.6%	2.7%	12.6%	1.4%
컴포넌트	826	1,007	1,096	975	1,023	1,160	1,197	1,098	3,903	4,478	4,938
YoY	-32.8%	-11.7%	17.9%	17.0%	23.9%	15.3%	9.2%	12.6%	-5.5%	14.7%	10.3%
패키지솔루션	398	437	440	443	428	499	558	533	1,717	2,018	2,208
YoY	-23.5%	-18.5%	-20.4%	-7.7%	7.6%	14.1%	27.0%	20.4%	-17.8%	17.5%	9.4%
전사합계	2,022	2,221	2,361	2,306	2,624	2,580	2,615	2,380	8,909	10,200	10,901
YoY	-22.7%	-9.6%	-1.0%	17.2%	29.8%	16.2%	10.8%	3.2%	-5.5%	14.5%	6.9%
영업이익											
광학통신솔루션	34.4	24.9	19.3	22.7	62.7	24.7	24.5	13.8	101.2	125.6	119.5
OPM	4.3%	3.2%	2.3%	2.6%	5.3%	2.7%	2.8%	1.8%	3.1%	3.4%	3.2%
컴포넌트솔루션	55.9	128.0	116.4	61.2	96.9	141.8	146.8	107.7	361.5	493.2	616.6
OPM	6.8%	12.7%	10.6%	6.3%	9.5%	12.2%	12.3%	9.8%	9.3%	11.0%	12.5%
패키지솔루션	49.8	52.1	48.3	26.4	20.7	41.6	53.6	36.3	176.6	152.1	201.5
OPM	12.5%	11.9%	11.0%	6.0%	4.8%	8.3%	9.6%	6.8%	10.3%	7.5%	9.1%
전사합계	140.1	205.0	184.0	110.4	180.3	208.1	224.9	157.7	639.3	771.0	937.5
OPM	6.9%	9.2%	7.8%	4.8%	6.9%	8.1%	8.6%	6.6%	7.2%	7.6%	8.6%

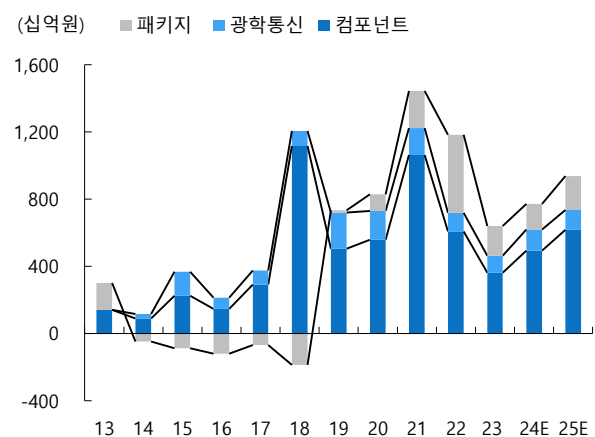
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림1. 삼성전기 부문별 매출 추이 및 전망



자료: iM증권 리서치본부

그림2. 삼성전기 부문별 영업이익 추이 및 전망



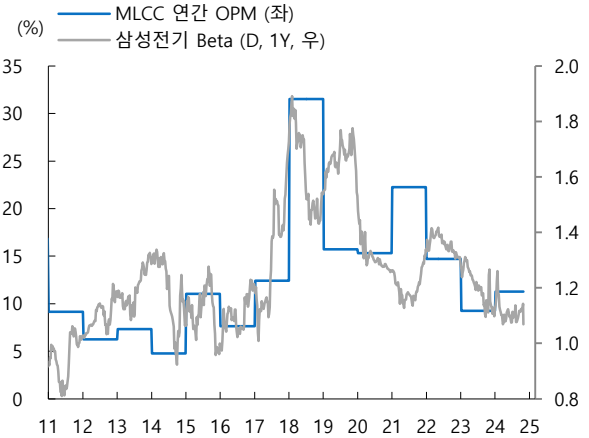
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 삼성전기와 삼성전자의 주가 추이:
지난 10년 간 상관관계는 95% 수준



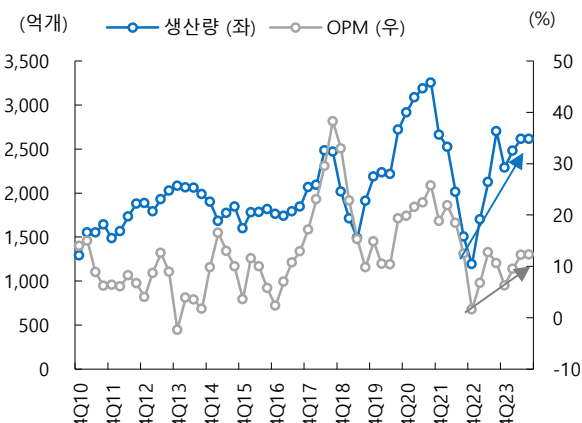
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림4. 삼성전기 연간 OPM과 삼성전기 주식의 Beta:
OPM 확장이 전제될 때 아웃퍼폼 가능성이 커짐



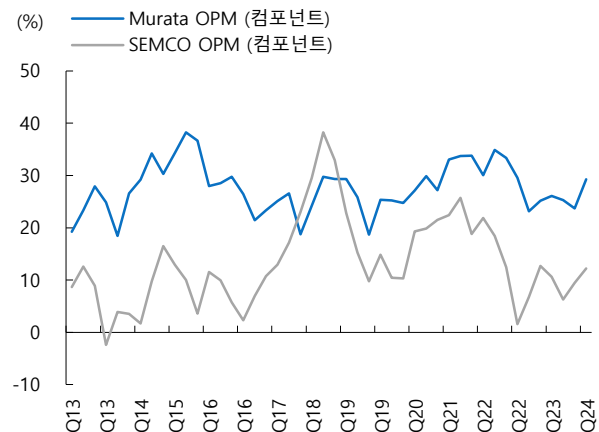
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림5. 삼성전기의 MLCC 생산량과 컴포넌트 영업이익률:
생산량 개선에도 불구하고 과거 대비 영업레버리지가 제한적



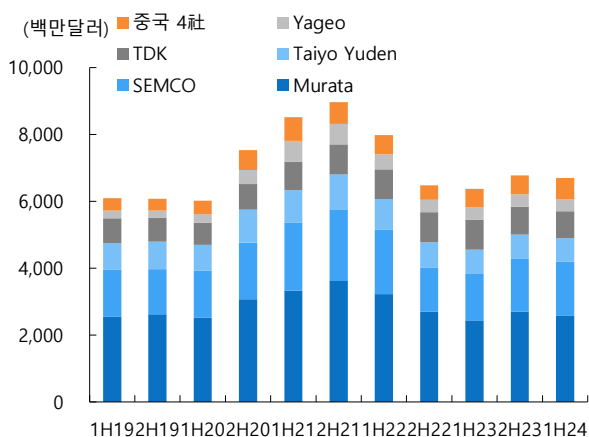
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림6. Murata와 삼성전기의 컴포넌트 OPM 추이



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

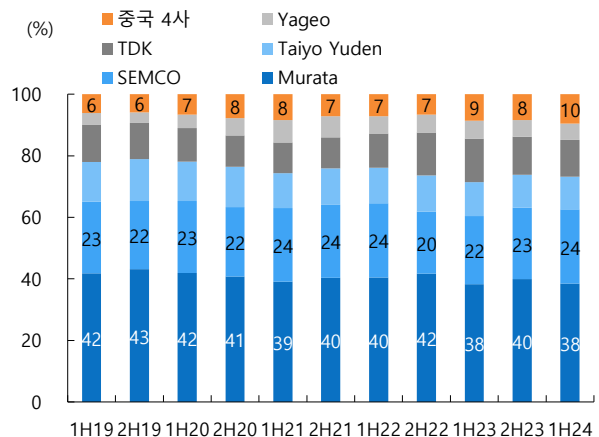
그림7. 주요 MLCC 업체들의 반기 매출 추이 (달러 기준 비교)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 중국 4개사는 Fenghua, Three-Circle, Fujian Torch, Eyang 등

그림8. 주요 MLCC 업체들의 MLCC 매출 점유율 추이:
지난 5년간 중국의 점유율이 상승. 삼성전기는 유지 중

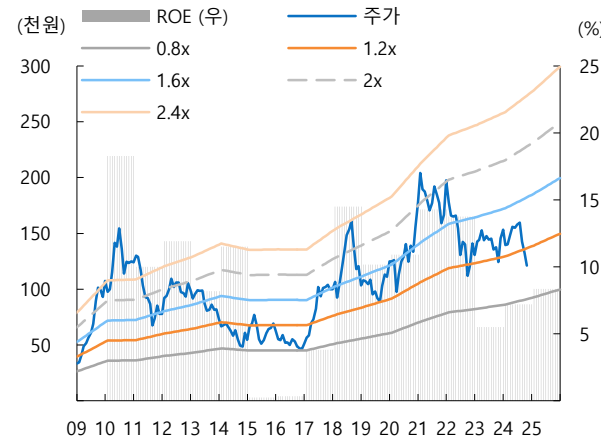


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 중국 4개사는 Fenghua, Three-Circle, Fujian Torch, Eyang 등

그림9. 삼성전기 12개월 포워드 PBR 밴드:

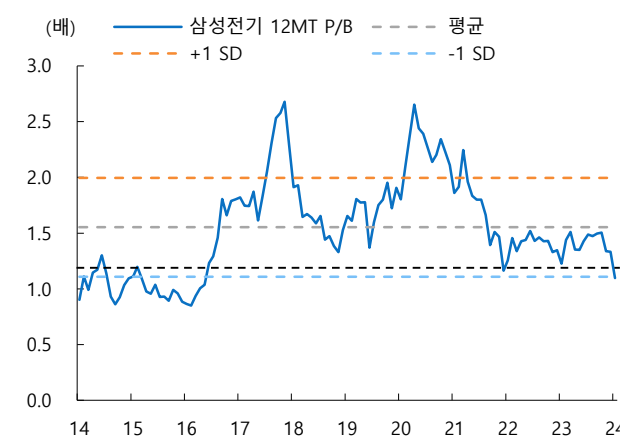
적자 구간을 제외했을 때 최하단에 위치. 우려를 상당히 반영한 것



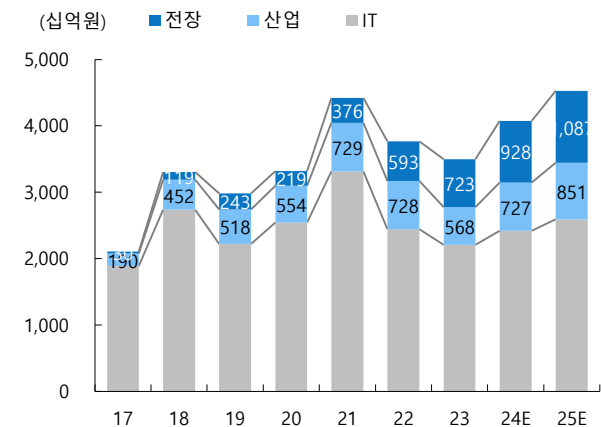
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림10. 삼성전기 12개월 트레일링 PBR 추이:

-1 SD 수준에 해당되어 역시 과매도 상태를 나타냄

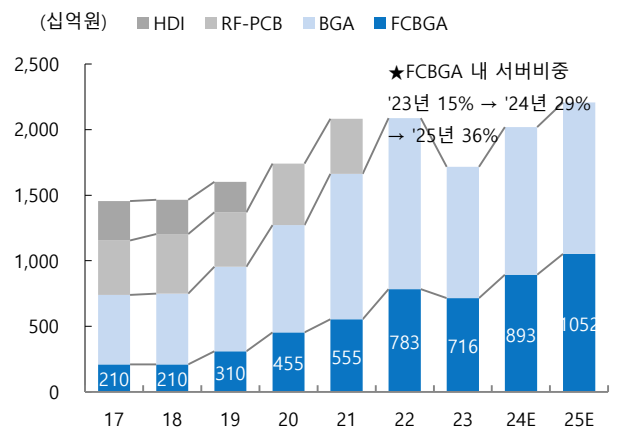


자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림11. 삼성전기의 MLCC 적용처별 연간 매출 추이 및 전망:
전장과 서버의 비중이 40%를 상회할 것

자료: Murata, iM증권 리서치본부

그림12. 삼성전기의 PCB 매출 추이 및 전망: FC-BGA, 특히 서버를 중심으로 한 가파른 성장 전망



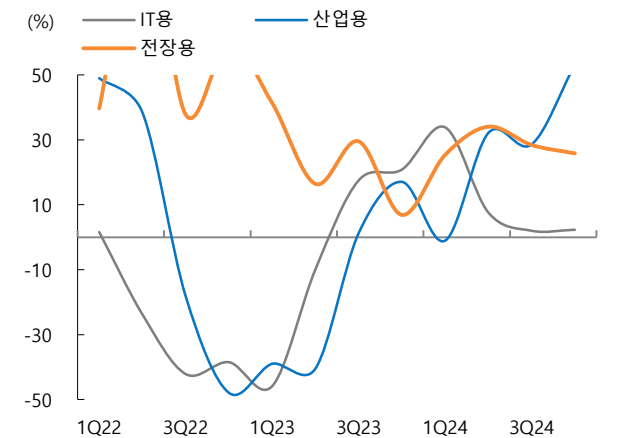
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림13. 삼성전기의 MLCC 출하/평가 가이드선스와 실제 성과 비교

	출하		평가		비고
	가이드선스	실제	가이드선스	실제	
1Q23	+LSD%	+HSD%	+LSD%	-LT%	출하 상회, 평가 하회
2Q23	+MT%	+30%	Flat	-HSD%	출하 상회, 평가 하회
3Q23	+LT%	+MT%	Flat	-MSD%	출하 상회, 평가 하회
4Q23	-HSD	-HSD	-LSD%	-LSD%	출하 부합, 평가 부합
1Q24	Flat	Flat	+LSD%	+3~4%	출하 부합, 평가 상회
2Q24	+HSD%	+HSD%	Flat	+HSD%	출하 부합, 평가 상회
3Q24	+HSD%	Flat	Flat	+MSD%	출하 하회, 평가 상회
4Q24E	Flat		-HSD%		

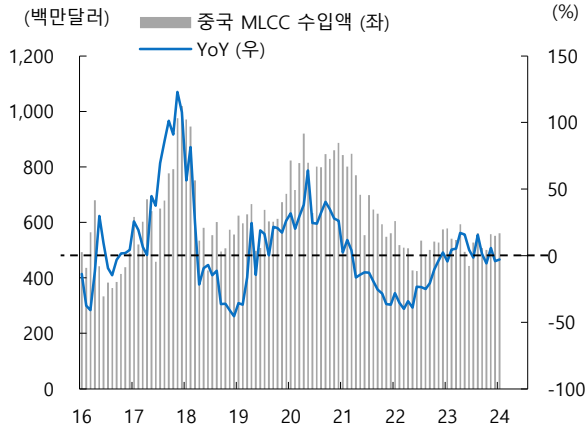
자료: iM증권 리서치본부

그림14. 삼성전기 적용처별 MLCC 매출 YoY 성장률 추이 및 전망



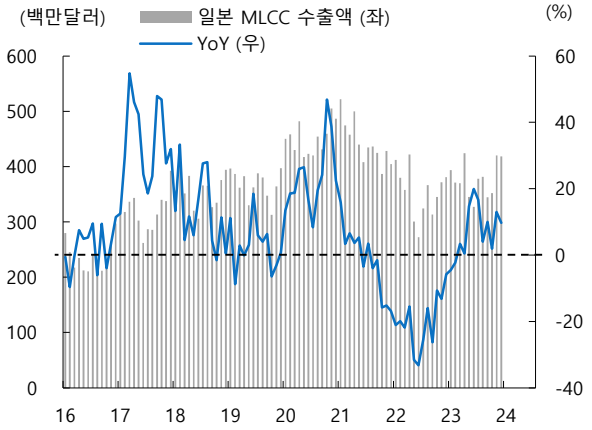
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림15. 중국 캐패시터 수입 YoY 추이: 8월, 9월 각각 -4% YoY, -3% YoY로 역성장 지속 (IT세트의 부진)



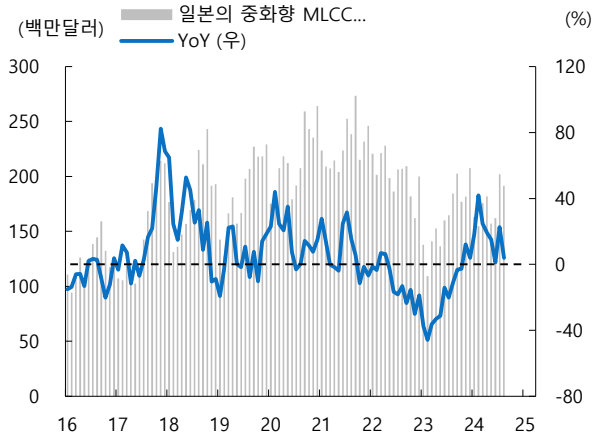
자료: ITC, iM증권 리서치본부

그림16. 일본 MLCC 수출 YoY 추이 : 8월 +10% YoY로 상대적으로 견조한 모습



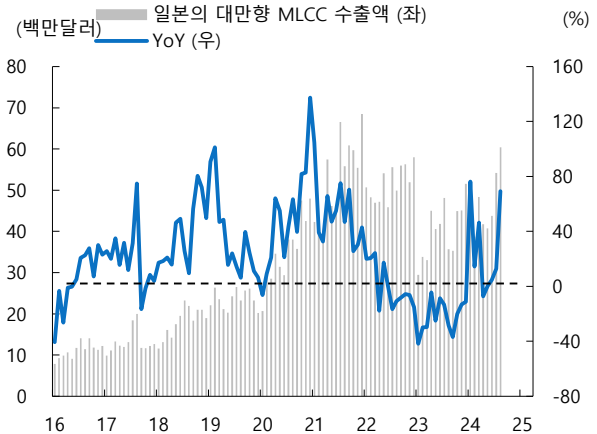
자료: ITC, iM증권 리서치본부

그림17. 일본의 중화향 MLCC 수출액: 중국의 MLCC 수입액 YOY와 마찬가지로 모멘텀이 둔화되는 모습



자료: ITC, iM증권 리서치본부

그림18. 일본의 대만향 MLCC 수출액: 8월 +70% YoY 급증하며 AI 관련 수요가 상당히 강력함을 보여주고 있음



자료: ITC, iM증권 리서치본부

표2. 삼성전기 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)		비고
① BPS	114,562	12MF fwd.
② Target Multiple	1.6	10년 평균
- 적정주가	177,571	① * ②
③ 목표주가	180,000	
④ 현재주가	120,200	
상승여력	50%	③ / ④ - 1

자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

표3. 삼성전기 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	10,200	10,901	10,349	10,907	-1.4	-0.1
영업이익	771	938	788	942	-2.2	-0.5
영업이익률	7.6	8.6	7.6	8.6		
세전이익	751	931	765	934	-1.8	-0.4
세전이익률	7.4	8.5	7.4	8.6		
지배주주순이익	585	725	5,596	727	-1.9	-0.3
지배주주순이익률	5.7	6.7	54.1	6.7		
EPS	7,538	9,342	7,683	9,373	-1.9	-0.3

자료: iM증권 리서치본부

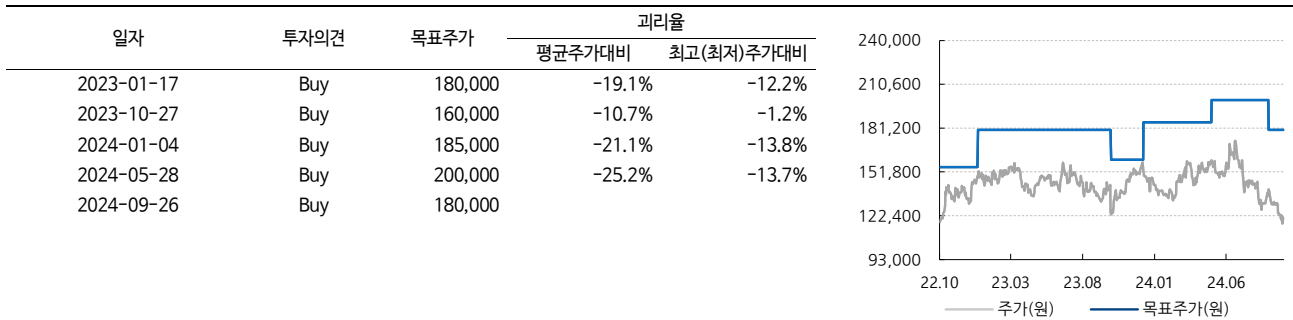
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,208	5,322	5,695	6,206	매출액	8,909	10,200	10,901	11,555
현금 및 현금성자산	1,669	1,670	1,799	2,083	증가율(%)	-5.5	14.5	6.9	6.0
단기금융자산	59	61	63	65	매출원가	7,189	8,196	8,640	9,046
매출채권	1,241	1,326	1,417	1,502	매출총이익	1,721	2,004	2,261	2,509
재고자산	2,120	2,142	2,289	2,426	판매비와관리비	1,081	1,233	1,324	1,403
비유동자산	6,449	6,576	6,728	6,897	연구개발비	528	605	646	685
유형자산	5,603	5,729	5,879	6,047	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	151	157	164	170	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	11,658	11,898	12,423	13,104	영업이익	639	771	938	1,106
유동부채	2,900	2,614	2,490	2,397	증가율(%)	-45.9	20.6	21.6	18.0
매입채무	596	682	729	773	영업이익률(%)	7.2	7.6	8.6	9.6
단기차입금	1,068	854	683	547	이자수익	53	61	65	75
유동성장기부채	262	103	103	103	이자비용	68	54	46	39
비유동부채	727	705	686	668	지분법이익(손실)	-5	-5	-5	-5
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-77	-22	-22	-22
장기차입금	217	195	175	158	세전계속사업이익	543	751	931	1,116
부채총계	3,628	3,319	3,176	3,066	법인세비용	85	135	168	201
지배주주지분	7,848	8,365	8,995	9,741	세전계속이익률(%)	6.1	7.4	8.5	9.7
자본금	388	388	388	388	당기순이익	450	616	763	915
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054	순이익률(%)	5.1	6.0	7.0	7.9
이익잉여금	5,873	6,344	6,927	7,626	지배주주귀속 순이익	423	585	725	869
기타자본항목	533	580	627	673	기타포괄이익	47	47	47	47
비지배주주지분	183	213	252	297	총포괄이익	497	662	810	962
자본총계	8,030	8,579	9,247	10,038	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,180	1,487	1,491	1,689	주당지표 (원)				
당기순이익	450	616	763	915	EPS	5,450	7,538	9,342	11,204
유형자산감가상각비	789	774	801	832	BPS	101,129	107,800	115,914	125,527
무형자산상각비	48	48	50	52	CFPS	16,232	18,132	20,301	22,600
지분법관련손실(이익)	-5	-5	-5	-5	DPS	1,150	1,508	1,868	2,241
투자활동 현금흐름	-1,023	-767	-820	-872	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,204	-900	-950	-1,000	PER	28.1	15.9	12.9	10.7
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.5	1.1	1.0	1.0
금융상품의 증감	40	-	-	-	PCR	9.4	6.6	5.9	5.3
재무활동 현금흐름	-173	-596	-419	-411	EV/EBITDA	7.8	5.3	4.5	3.8
단기금융부채의증감	-15	-373	-171	-137	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	118	-22	-19	-18	ROE	5.5	7.2	8.4	9.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	16.6	15.6	16.4	17.2
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	45.2	38.7	34.3	30.5
현금및현금성자산의증감	-8	1	129	284	순부채비율	-2.3	-6.7	-9.7	-13.3
기초현금및현금성자산	1,677	1,669	1,670	1,799	매출채권회전율(x)	7.7	7.9	7.9	7.9
기말현금및현금성자산	1,669	1,670	1,799	2,083	재고자산회전율(x)	4.4	4.8	4.9	4.9

자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

삼성전기 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%