

삼성전기 (009150)

잔파도와 큰 파도

산업, 전장 중심의 구조적 체질 개선 주목

투자의견과 목표주가를 유지한다. IT 수요 개선 속도는 예상보다 느리다. 주가도 평균 밸류에이션을 쉬이 뚫지 못하고 등락을 거듭하고 있다. 다만, 산업, 전장 중심의 체질 개선 방향성에 주목한다.

① **아쉬운 지표들의 연속**: 6월의 수요 데이터들은 전반적으로 좋지 않았다. 중국의 전자제품 소비, 통신기기 소비, 스마트폰 및 PC 생산량 등 전방의 지표들이 대체로 꺾이는 모습이 나타났다[그림3~6]. 스마트폰은 중국 업체들의 Sell-in 이후 Sell-through가 기대에 미치지 못하는 것으로 보이고, PC의 경우 아직 유의미한 빌드업 움직임이 관찰되지 않는다. 중국의 MLCC 수입액과 일본의 MLCC 수출액도 YoY 성장폭이 한풀 꺾인 모습이다[그림7, 8].

② **그래도 돋보인 2분기**: 이러한 환경임에도, 동사 2분기 실적은 매출 2.6조원(+16% YoY, -2% QoQ), 영업이익은 2,081억원(+2% YoY, 영업이익률 8.1%)으로 컨센서스 대비 매출은 +8% 상회했고, 영업이익은 부합했다. MLCC는 전장과 산업을 중심으로 제품 믹스 개선이 지속됐다. 산업과 전장의 합산 비중은 +5%p YoY 개선된 40%에 달했다. 당초 예상 대비 MLCC의 ASP 개선이 +HSD% QoQ로 견조했음은, 이에 대한 방증일 것이다[그림9, 10]. MLCC 가동률은 +5%p QoQ 개선된 85%로 계획에 부합했고, 재고도 30일 내외로 건전하게 유지되었다. 광학통신과 패키지의 외형도 예상을 상회했는데, 카메라는 중화 플래그십형 카메라 수요가 좋았고, 반도체기판은 Arm 및 AP/메모리형 BGA, 서버/전장용 FC-BGA 중심으로 공히 개선되었다.

③ **3분기 MLCC 가동률 90%**: 3분기 실적은 매출 2.7조원(+13% YoY, +4% QoQ), 영업이익 2,496억원(+36% YoY, 영업이익률 9.3%)로 전망된다. 기존 전망치 대비 매출은 +4% 상향하되, 영업이익은 -4% 하향하는 것이다. FC-BGA가 서버/네트워크 중심으로 +20% QoQ에 가까운 인상적인 외형 성장을 이룰 것으로 전망되는 한편, 베트남 신공장 가동 관련 감가상각비로 이익 개선은 기대에 미치지 못할 전망이다. 카메라모듈 또한 중저가 핸드셋 중심의 수요 개선으로 동사 수혜는 크지 않을 것으로 보인다(동사 카메라모듈은 주로 플래그십 위주). 다만 MLCC는 기존 계획에 부합할 전망이다. 가동률은 +5%p QoQ 개선된 90%로 추가 개선될 것으로 추정되는데, AI 서버, 자율주행용 고부가 MLCC 수요가 견조한 가운데 IT의 계절적 수요가 없어질 것이기 때문이다. 출하량은 +9% QoQ, 판가는 Flat QoQ로 추정한다.

25년 기준 산업/전장 매출 비중 30%에 육박

동사 주가는 평균 밸류에이션을 지속적인 저항으로 맞이하고 있다. 16~17만원은 동사 10년 평균 12MF P/E인 17배, 10년 평균 P/B인 1.5배에 해당하는 가격대다. IT 세트 수요 개선 속도에 대한 걱정이 발목을 잡고 있다. 다만 회사는 산업, 전장 중심의 체질 개선을 지속하고 있다. 전방의 생산과 재고, 수요가 단기 실적의 변동성을 만들어 낼 수 있으나, 동사의 사업 포트폴리오가 전장(ADAS, 전동화)과 산업(AI 서버, N/W 등)을 중심축으로 개선되고 있음은 변함없다. 관련 매출은 '23년 2.1조원, '24년 2.7조원, '25년 3.1조원으로, 동 기간 전사 매출 대비 23%, 26%, 29%를 차지할 전망이다. 이 같은 방향성에 맞추어 동사 수익성과 밸류에이션이 확장될 것으로 판단한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

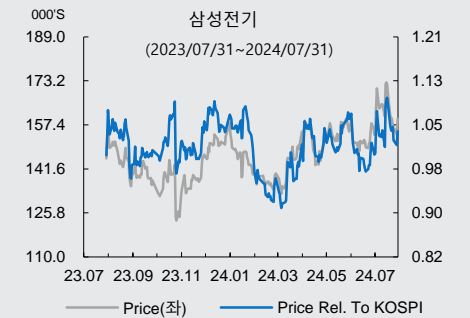
목표주가(12M) 200,000원(유지)
증가(2024.07.31) 159,600원
상승여력 25.3 %

Stock Indicator

자본금	388십억원
발행주식수	7,469만주
시가총액	11,921십억원
외국인지분율	34.8%
52주 주가	123,100~172,700원
60일평균거래량	464,933주
60일평균거래대금	73.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.0	2.4	14.3	9.8
상대수익률	2.0	-0.5	3.4	4.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	8,909	10,413	11,021	11,682
영업이익(십억원)	639	850	1,048	1,223
순이익(십억원)	423	646	813	962
EPS(원)	5,450	8,320	10,473	12,395
BPS(원)	101,129	108,590	117,712	128,273
PER(배)	28.1	19.2	15.2	12.9
PBR(배)	1.5	1.5	1.4	1.2
ROE(%)	5.5	7.9	9.3	10.1
배당수익률(%)	0.8	0.9	1.3	1.6
EV/EBITDA(배)	7.8	6.8	5.7	5.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

고의영 2122-9179 ey.ko@hi-ib.com

[IT RA]

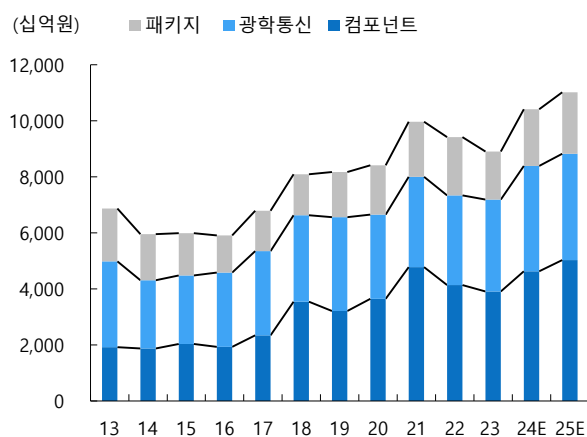
손우성 2122-9785 useong@hi-ib.com

표1. 삼성전기 연결기준 영업실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24p	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액											
광학통신솔루션	799	777	825	888	1,173	921	841	831	3,289	3,766	3,800
YoY	-8.0%	-0.3%	-8.4%	35.5%	46.9%	18.6%	1.8%	-6.4%	2.7%	14.5%	0.9%
컴포넌트	826	1,007	1,096	975	1,023	1,160	1,281	1,162	3,903	4,626	5,025
YoY	-32.8%	-11.7%	17.9%	17.0%	23.9%	15.3%	16.9%	19.2%	-5.5%	18.5%	8.6%
패키지솔루션	398	437	440	443	428	499	555	538	1,717	2,021	2,196
YoY	-23.5%	-18.5%	-20.4%	-7.7%	7.6%	14.1%	26.4%	21.6%	-17.8%	17.7%	8.7%
전사합계	2,022	2,221	2,361	2,306	2,624	2,580	2,677	2,532	8,909	10,413	11,021
YoY	-22.7%	-9.6%	-1.0%	17.2%	29.8%	16.2%	13.4%	9.8%	-5.5%	16.9%	5.8%
영업이익											
광학통신솔루션	34.4	24.9	19.3	22.7	62.7	24.4	19.7	12.8	101.2	119.6	105.4
OPM	4.3%	3.2%	2.3%	2.6%	5.3%	2.7%	2.3%	1.5%	3.1%	3.2%	2.8%
컴포넌트솔루션	55.9	128.0	116.4	61.2	96.9	142.1	182.7	144.8	361.5	566.6	729.3
OPM	6.8%	12.7%	10.6%	6.3%	9.5%	12.2%	14.3%	12.5%	9.3%	12.2%	14.5%
패키지솔루션	49.8	52.1	48.3	26.4	20.7	41.6	47.2	54.9	176.6	164.3	212.9
OPM	12.5%	11.9%	11.0%	6.0%	4.8%	8.3%	8.5%	10.2%	10.3%	8.1%	9.7%
전사합계	140.1	205.0	184.0	110.3	180.3	208.1	249.6	212.5	639.3	850.5	1,047.6
OPM	6.9%	9.2%	7.8%	4.8%	6.9%	8.1%	9.3%	8.4%	7.2%	8.2%	9.5%

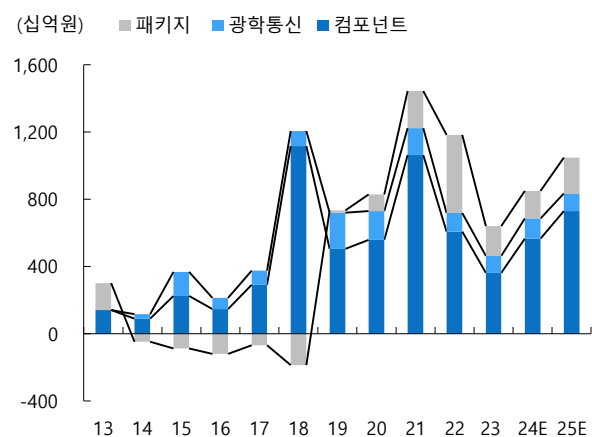
자료: 삼성전기, 하이투자증권 리서치본부

그림1. 삼성전기 부문별 매출 추이 및 전망



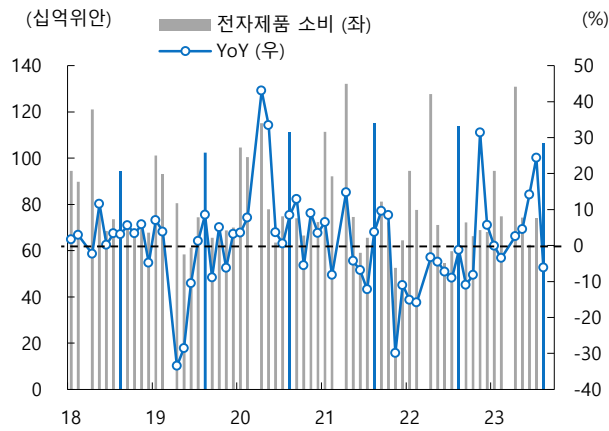
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. 삼성전기 부문별 영업이익 추이 및 전망



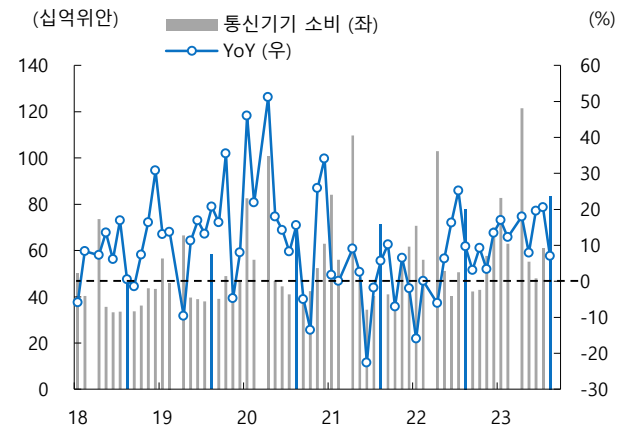
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림3. 중국의 전자제품 소비: 6월 -6% YoY로 크게 반락



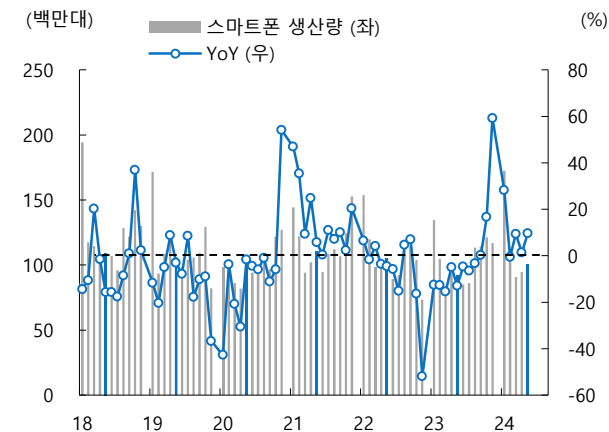
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부
주: 1, 2월 데이터는 누적 합산으로 공시

그림4. 중국의 통신기기 소비: 6월 +7% YoY로 성장폭 축소



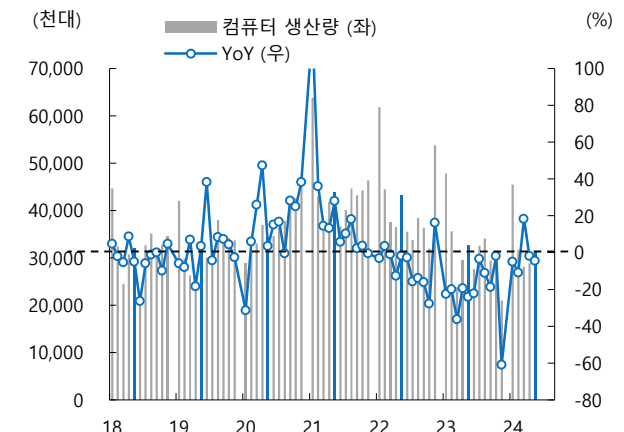
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부
주: 1, 2월 데이터는 누적 합산으로 공시

그림5. 중국의 스마트폰 생산량: 6월 +9% YoY로 기저 효과 누림



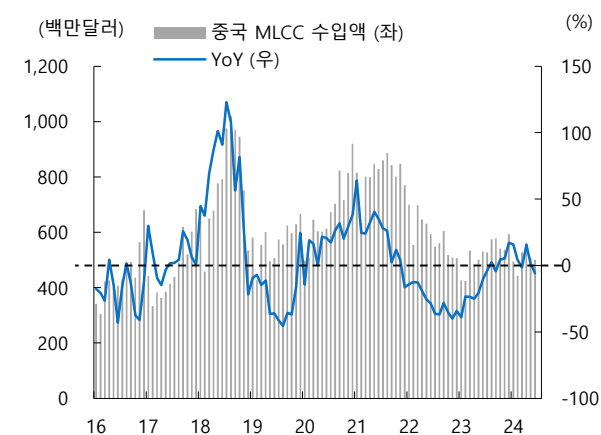
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부
주: 1, 2월 데이터는 누적 합산으로 공시

그림6. 중국의 컴퓨터 생산량 추이: 6월 -5% YoY로 부진



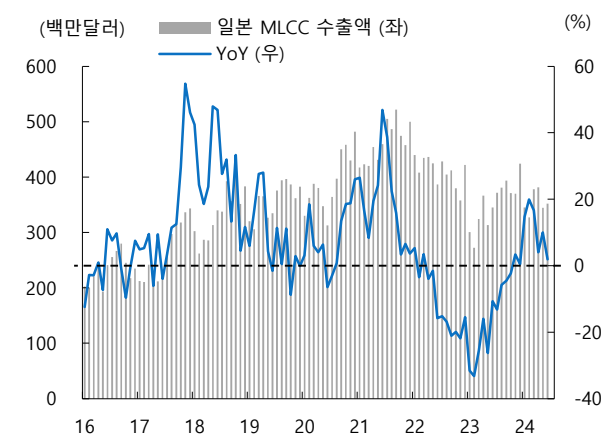
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부
주: 1, 2월 데이터는 누적 합산으로 공시

그림7. 중국의 세라믹캐패시터 수입액: 6월 -6% YoY로 부진



자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 일본의 세라믹캐패시터 수출액: 6월 +2% YoY로 마감



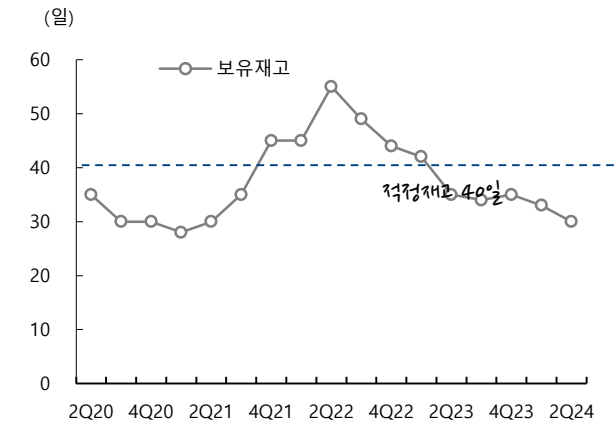
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림9. MLCC 출하, 판가에 대한 계획과 실제 성과

	출하		판가		비고
	가이드	실제	가이드	실제	
4Q22	-MSD%	-LT%	-LSD%	Flat	출하 하회, 판가 상회
1Q23	+LSD%	+HSD%	+LSD%	-LT%	출하 상회, 판가 하회
2Q23	+MT%	+30%	Flat	-HSD%	출하 상회, 판가 하회
3Q23	+LT%	+MT%	Flat	-MSD%	출하 상회, 판가 하회
4Q23	-HSD	-HSD	-LSD%	-LSD%	출하 부합, 판가 부합
1Q24	Flat	Flat	+LSD%	+3~4%	출하 부합, 판가 상회
2Q24	+HSD%	+HSD%	Flat	+HSD%	출하 부합, 판가 상회
3Q24E	+HSD%		Flat		

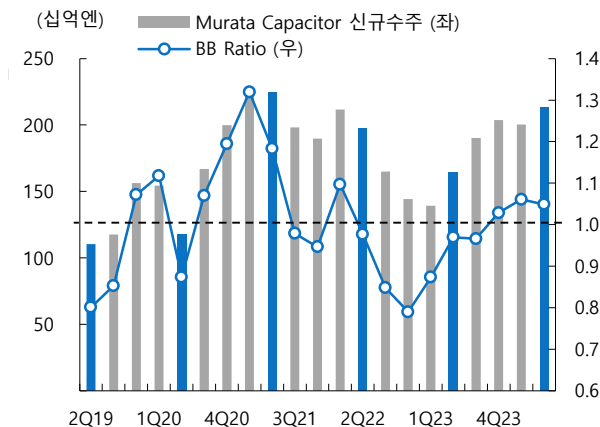
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림10. 삼성전기의 MLCC 보유일수 추이: 30일 수준으로 건전



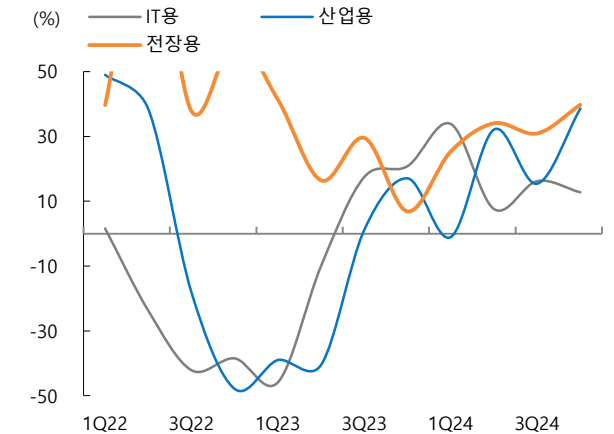
자료: 삼성전기, 하이투자증권 리서치본부

그림11. 경쟁사인 Murata의 Capacitor 신규수주와 BB Ratio



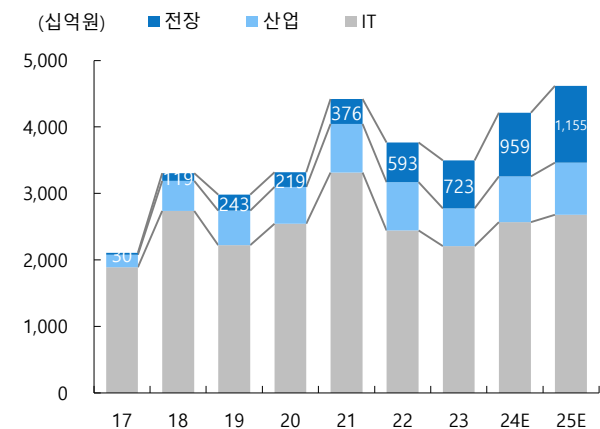
자료: Murata, 하이투자증권 리서치본부

그림12. 삼성전기 적용처별 MLCC 매출 YoY 성장률 추이 및 전망



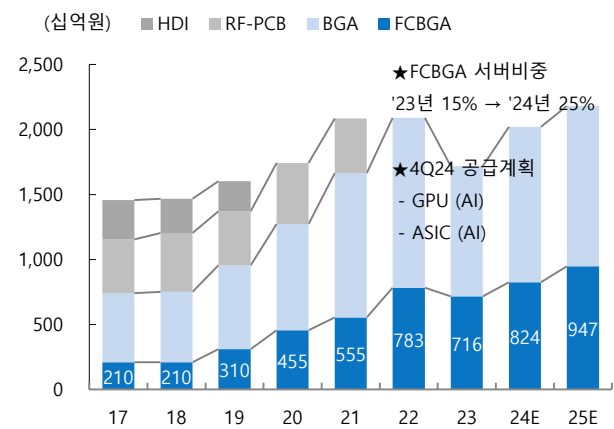
자료: 삼성전기, 하이투자증권 리서치본부

그림13. 삼성전기의 MLCC 적용처별 연간 매출 추이 및 전망



자료: 하이투자증권 리서치본부

그림14. 삼성전기의 PCB 매출 추이 및 전망



자료: 삼성전기, 하이투자증권 리서치본부

표2. MLCC 업황에 대한 회사의 톤변화

분기	MLCC업황 코멘트	주요키워드
1Q23	- IT, 산업 MLCC 수요 약세. 중국 리오프닝 소비/투자 미흡 및 경기 침체 영향 - 다만, 중화향 재고조정 완화 로 일부 고객사향 수요 증가. 회복 시그널 관찰 - 전장 수요는 계절적 수요 감소 있었으나, 전동화/전장화로 견조한 흐름 지속	재고조정 완화
2Q23	- 세트 수요 부진했으나 부품 재고 감소 영향으로 구매 수요는 전분기 대비 증가 - IT는 중화향 스마트폰 & PC 재고 감소 기종 중심으로 일부 수요 증가 관찰 - 전장은 EV의 견조한 성장으로 전분기 대비 증가	재고감소로 수요발생
3Q23	- 재고 소진 응용처 중심으로 수요 소폭 증가 - 스마트폰, PC 등 일부 세트 계절적 수요 증가. IT용은 전분기 대비 증가, 증가폭은 상대적으로 완만 - EV 성장률은 연초대비 다소 둔화되었으나, 수요는 지속 증가	수요 증가폭은 상대적으로 완만
4Q23	- 주요 수요 이벤트 있었으나 연말 재고조정으로 전분기 대비 구매 수요 감소 - 북미 플래그십, 중화 스마트폰으로 모바일 견조했으나, 스마트폰을 제외한 IT 성장률은 기대 대비 부진 - 전장은 완성차 생산이 증가했으나, EV 판매 부진으로 관련된 MLCC 재고 조정	스마트폰 제외 IT 부진 (PC)
1Q24	- 계절적요인에 따라 수요 약세 지속. 다만 당사는 산업/전장 고부가 중심으로 공급 확대 - IT는 전략거래선 플래그십 출시 효과에도 북미 세트, PC 수요 약세로 전분기에 이어 수요 약세 지속 - 다만 AI, Industrial Power에 힘입어 산업향 수요는 견조. 전장 또한 수요 감소에도 전장화 추세에 따라 수요 성장	북미세트, PC 수요 부진
2Q24	- IT/산업/전장 등 전 응용처에서 수요 증가 - IT는 글로벌 스마트폰 플래그십 수요 약세에도 PC/디스플레이향 중심으로 수요 QoQ 성장 - 산업용은 AI 서버 확산 가속화로 QoQ 성장, 전장용 역시 전장화 지속으로 QoQ 성장	플래그십핸드셋 약세 PC 반등 / 산업, 전장 견조
3Q24E	- IT는 북미 스마트폰 신제품 출시효과 및 On device AI PC 영향으로 QoQ 성장 - 산업용은 AI 서버 및 산업용 파워 수요 증가. 전장 역시 EV 수요 둔화에도 하이브리드 및 ICE ADAS로 견조	모든 적용처 수요 성장

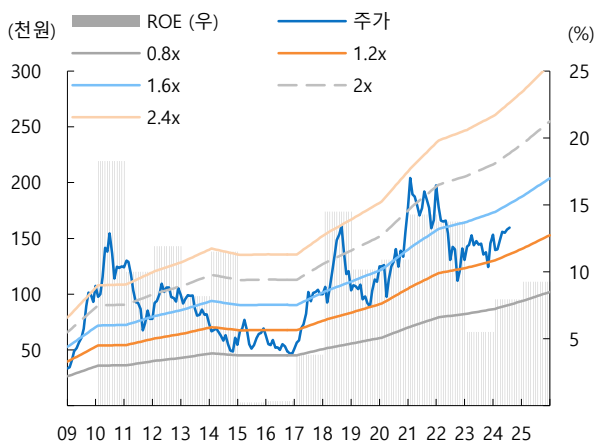
자료: 하이투자증권 리서치본부

표3. 삼성전기 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)		비고
① BPS	113,911	12MF fwd.
② Target Multiple	1.8	과거 10년 간 중·상단 평균
- 적정주가	199,344	① * ②
③ 목표주가	200,000	
④ 현재주가	159,600	
상승여력	25%	③ / ④ - 1

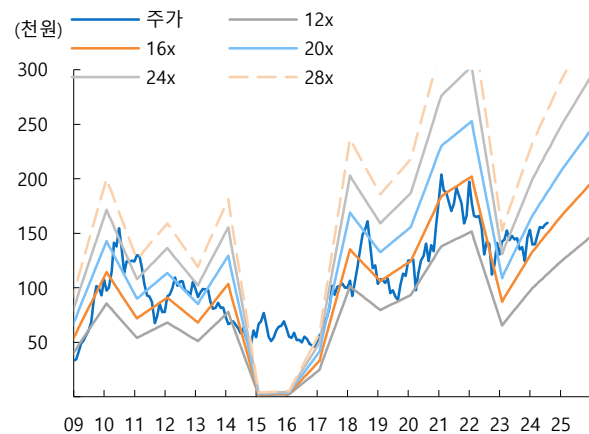
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치본부

그림15. 삼성전기 12개월 포워드 PBR 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치본부

그림16. 삼성전기 12개월 포워드 PER 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치본부

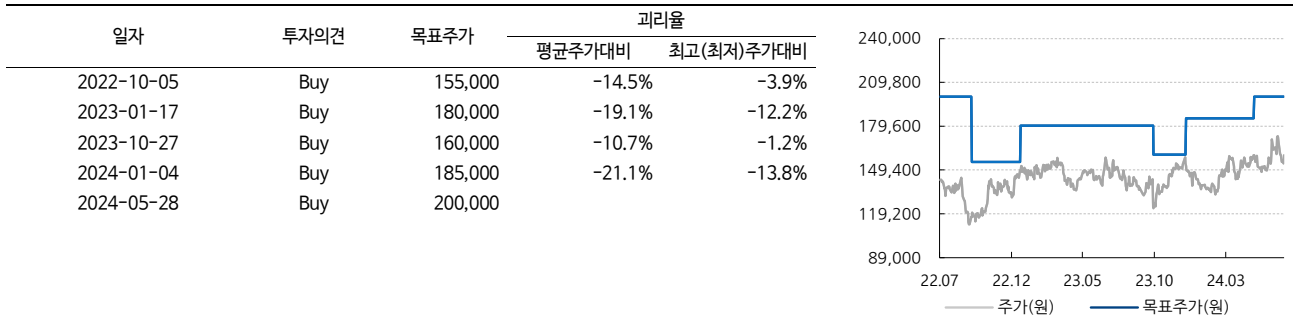
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,208	5,351	5,811	6,310	매출액	8,909	10,413	11,021	11,682
현금 및 현금성자산	1,669	1,626	1,874	2,142	증가율(%)	-5.5	16.9	5.8	6.0
단기금융자산	59	61	63	65	매출원가	7,189	8,304	8,635	9,041
매출채권	1,241	1,354	1,433	1,519	매출총이익	1,721	2,109	2,386	2,641
재고자산	2,120	2,187	2,314	2,453	판매비와관리비	1,081	1,258	1,338	1,418
비유동자산	6,449	6,626	6,767	7,029	연구개발비	528	617	653	692
유형자산	5,603	5,779	5,918	6,178	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	151	157	164	170	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	11,658	11,977	12,578	13,338	영업이익	639	850	1,048	1,223
유동부채	2,900	2,628	2,498	2,406	증가율(%)	-45.9	33.0	23.2	16.7
매입채무	596	696	737	781	영업이익률(%)	7.2	8.2	9.5	10.5
단기차입금	1,068	854	683	547	이자수익	53	59	68	77
유동성장기부채	262	103	103	103	이자비용	68	54	46	39
비유동부채	727	705	686	668	자본법이익(손실)	-5	-5	-5	-5
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-77	-22	-22	-22
장기차입금	217	195	175	158	세전계속사업이익	543	829	1,043	1,235
부채총계	3,628	3,334	3,184	3,074	법인세비용	85	149	188	222
자배주주지분	7,848	8,427	9,135	9,954	세전계속이익률(%)	6.1	8.0	9.5	10.6
자본금	388	388	388	388	당기순이익	450	680	855	1,013
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054	순이익률(%)	5.1	6.5	7.8	8.7
이익잉여금	5,873	6,405	7,066	7,839	지배주주귀속 순이익	423	646	813	962
기타자본항목	533	580	627	673	기타포괄이익	47	47	47	47
비지배주주지분	183	217	259	310	총포괄이익	497	726	902	1,059
자본총계	8,030	8,643	9,394	10,264	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,180	1,493	1,609	1,784	주당지표(원)				
당기순이익	450	680	855	1,013	EPS	5,450	8,320	10,473	12,395
유형자산감가상각비	789	774	811	841	BPS	101,129	108,590	117,712	128,273
무형자산상각비	48	48	50	52	CFPS	16,232	18,914	21,569	23,899
지분법관련손익(이익)	-5	-5	-5	-5	DPS	1,150	1,500	2,000	2,500
투자활동 현금흐름	-1,023	-817	-820	-972	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,204	-950	-950	-1,100	PER	28.1	19.2	15.2	12.9
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.5	1.5	1.4	1.2
금융상품의 증감	40	-	-	-	PCR	9.4	8.4	7.4	6.7
재무활동 현금흐름	-173	-596	-419	-421	EV/EBITDA	7.8	6.8	5.7	5.0
단기금융부채의증감	-15	-373	-171	-137	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	118	-22	-19	-18	ROE	5.5	7.9	9.3	10.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	16.6	16.1	17.3	18.1
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	45.2	38.6	33.9	29.9
현금및현금성자산의증감	-8	-43	248	269	순부채비율	-2.3	-6.2	-10.4	-13.6
기초현금및현금성자산	1,677	1,669	1,626	1,874	매출채권회전율(x)	7.7	8.0	7.9	7.9
기말현금및현금성자산	1,669	1,626	1,874	2,142	재고자산회전율(x)	4.4	4.8	4.9	4.9

자료 : 삼성전기, 하이투자증권 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	산업추천 투자등급
종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%