

삼성전기 (009150)

바텀업 체질 변화와 탐다운 환경 변화

바텀업 체질 변화와 탐다운 환경 변화를 기대

투자의견 Buy. 목표주가 180,000원을 유지한다. 12MF BPS에 10년 평균 P/B 1.5배를 목표로 한다. 현 주가는 P/B 1.0배에 해당되어, 10년 평균 대비 33 % 할인됨과 동시에 -1SD 이상 조정 받았다. IT 세트 수요 둔화, 삼성전자의 경쟁력 약화, 트럼프 2기의 관세 우려까지 종합적으로 반영된 결과다.

그럼에도 삼성전기의 펀더멘털은 과거 대비 강화되었다. 투자포인트는 ① AI 서버용 MLCC 시장에서 과점적 점유율을 차지했다는 점, ② 빅테크의 자체 ASIC향 FC-BGA 매출이 고성장하고 있다는 점, ③ 북미 전기차 업체향 전장 카메라 공급 점유율이 높다는 점 등이다. 탐다운 관점에서는 ① 중국 정부의 경기 부양 의지가 커지고 있고, 스마트폰 보조금이 확대될 가능성이 있다는 점[그림7], ② 동사 MLCC 판가에 부정적 영향을 미치던 극심한 엔저가 완화될 수 있다는 점을 긍정적으로 본다[그림9, 10].

AI 인프라, 그리고 자율주행 시대의 수혜주

4분기 실적은 매출 2.4조원(+3% YoY, -9% QoQ), 영업이익 1,502억원(+36% YoY, 영업이익률 6.3%)으로 추정된다. 기존 당사 추정치 대비 매출과 영업이익을 각각 -1%, -5% 하향한 것이며, 영업이익 컨센서스를 -9% 하회할 전망이다. 세트 수요가 예상보다 더 부진하다. 따라서 MLCC에 대한 QoQ 출하 성장률 가정을 기존 -10%에서 -12%로 -2%p 하향했다. 다만, 단기 실적 부진에도 모든 사업부에서 적응처 다변화가 나타남에 더 주목한다. 하기의 변화를 중심으로, 동사 연간 영업이익은 '23년 6,393억원, '24년 7,702억원, '25년 9,041억원으로 성장할 전망이다.

① **서버용 MLCC**: Murata는 AI 서버용 MLCC 수요가 FY24년~30년 연평균 +18% 성장할 것으로 전망한 바 있다[그림11]. 이 시장은 Murata와 삼성전기가 사실상 과점하고 있다[그림12]. AI 서버 내 고온/고압 환경에서 MLCC의 유효 용량뿐 아니라 소형&고용량에 대한 커버리지가 중요해지는 상황에서, 이에 대한 대응력을 갖춘 업체가 제한적이기 때문이다. 동사 MLCC 매출에서 서버의 비중은 1Q24 4%, 3Q24 7%로 높아졌으며, '25년 연간 10%를 넘어설 전망이다.

② **서버용 FC-BGA**: 3Q24 동사 FC-BGA 외형 성장률은 +30%대로 인상적이었다. 경쟁사들과 달리 Intel Server에 대한 노출도가 없다는 점이 긍정적이며, 동사 매출은 AMD, 빅테크의 ASIC향으로 고성장하고 있다. '24년은 서버 CPU향이 중심이었고, '25년부터는 AI 가속기향 매출이 없어진다. 이에 따라 동사 FC-BGA 매출에서 서버의 비중은 '23년 13%, '24년 29%. '25년 36%로 빠르게 확대될 전망이다. 동기간 매출은 7,200억원, 8,900억원, 1.05조원으로 성장할 전망이다[그림15, 16]

③ **전장용 카메라**: 전장카메라는 어느새 동사 전체 카메라모듈 외형의 15% 이상을 차지한다. 북미 전기차 업체의 출하 확대, 그리고 고화소 카메라 침투 확대로 '25년에도 +20% 이상의 견조한 성장이 전망된다. 한편, 동사는 카메라뿐만 아니라 MLCC, FC-BGA에서도 해당 고객사에 대한 매출이 유의미하게 발생하고 있는 바, 진정한 자율주행 수혜주로 보기에 부족함이 없다

결론적으로, 단기 실적은 IT 세트 수요 부진으로 기대를 하회할 전망이나, AI 인프라와 자율주행 중심의 사업 체질, 중국 수요 및 엔화와 관련된 탐다운 환경 변화의 가능성, 낮아진 밸류에이션을 고려할 때 위험 대비 보상이 큰 것으로 판단한다.

[당사 이전 삼성전기 관련 보고서 보기: 1, 2, 3]

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	180,000원(유지)
증가(2024.12.10)	116,300원
상승여력	54.8 %

Stock Indicator	
자본금	388십억원
발행주식수	7,469만주
시가총액	8,687십억원
외국인지분율	32.8%
52주 주가	105,600~172,700원
60일평균거래량	324,408주
60일평균거래대금	39.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.4	-9.8	-22.9	-22.9
상대수익률	5.2	-5.6	-12.4	-19.0

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	8,909	10,170	10,814	11,463
영업이익(십억원)	639	770	904	1,070
순이익(십억원)	423	585	699	841
EPS(원)	5,450	7,533	9,006	10,834
BPS(원)	101,129	107,796	115,637	124,950
PER(배)	28.1	15.4	12.9	10.7
PBR(배)	1.5	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	5.5	7.2	8.1	9.0
배당수익률(%)	0.8	1.3	1.5	1.9
EV/EBITDA(배)	7.8	5.1	4.4	3.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

[IT]

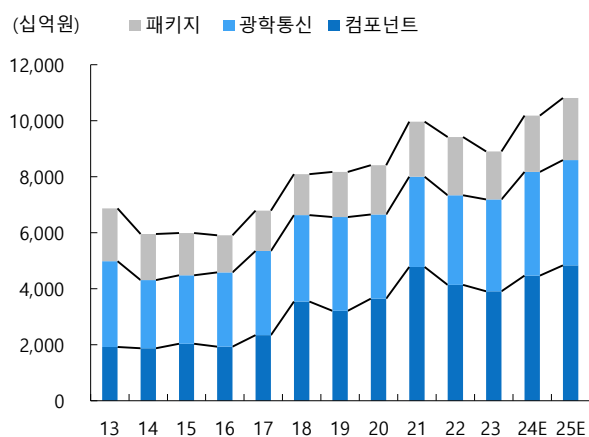
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. 삼성전기 연결기준 영업실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액											
광학통신	1,173	921	860	751	1,020	890	993	867	3,289	3,705	3,769
YoY	46.9%	18.6%	4.2%	-15.5%	-13.1%	-3.3%	15.5%	15.5%	2.7%	12.6%	1.7%
컴포넌트	1,023	1,160	1,197	1,087	1,116	1,280	1,301	1,136	3,903	4,468	4,833
YoY	23.9%	15.3%	9.2%	11.5%	9.0%	10.3%	8.7%	4.5%	-5.5%	14.5%	8.2%
패키지	428	499	558	530	514	550	589	560	1,717	2,015	2,212
YoY	7.6%	14.1%	27.0%	19.7%	20.0%	10.2%	5.5%	5.6%	-17.8%	17.4%	9.8%
전사합계	2,624	2,580	2,597	2,368	2,649	2,720	2,883	2,562	8,909	10,170	10,814
YoY	29.8%	16.2%	10.0%	2.7%	0.9%	5.4%	11.0%	8.2%	-5.5%	14.1%	6.3%
영업이익											
광학통신	62.7	24.7	33.7	13.8	39.0	21.7	41.0	19.0	101.2	134.8	120.7
OPM	5.3%	2.7%	3.9%	1.8%	3.8%	2.4%	4.1%	2.2%	3.1%	3.6%	3.2%
컴포넌트	96.9	141.8	145.4	101.8	116.5	167.4	183.5	120.6	361.5	485.9	587.9
OPM	9.5%	12.2%	12.1%	9.4%	10.4%	13.1%	14.1%	10.6%	9.3%	10.9%	12.2%
패키지	20.7	41.6	52.5	34.7	26.6	44.5	69.5	54.8	176.6	149.4	195.4
OPM	4.8%	8.3%	9.4%	6.5%	5.2%	8.1%	11.8%	9.8%	10.3%	7.4%	8.8%
전사합계	180.3	208.1	231.6	150.2	182.1	233.6	293.9	194.4	639.3	770.2	904.1
OPM	6.9%	8.1%	8.9%	6.3%	6.9%	8.6%	10.2%	7.6%	7.2%	7.6%	8.4%

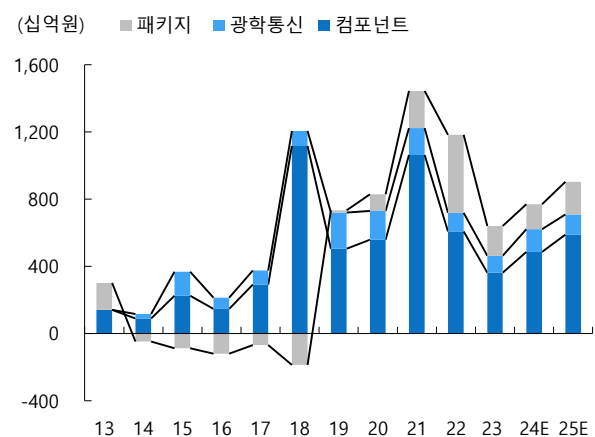
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림1. 삼성전기 부문별 매출 추이 및 전망



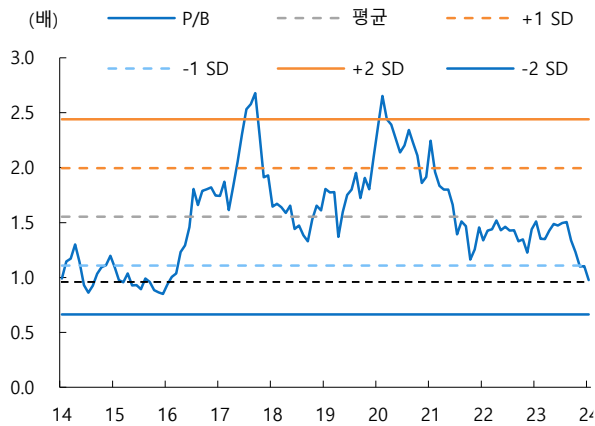
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림2. 삼성전기 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림3. 삼성전기 트레이딩 P/B: 10년 평균 대비 -1SD 이상 조정



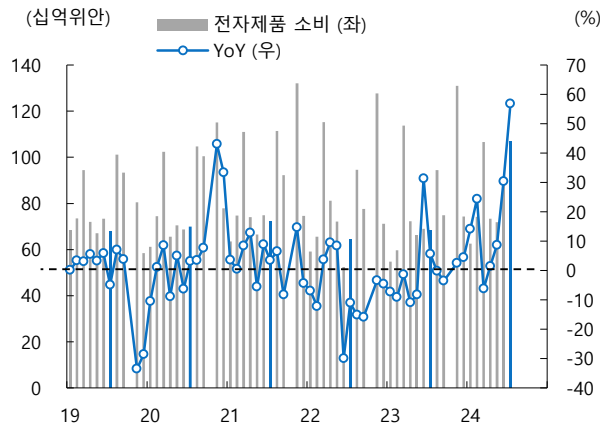
자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

그림4. 삼성전기와 삼성전자의 주가 흐름: 삼성전기의 펀더 대비 과도



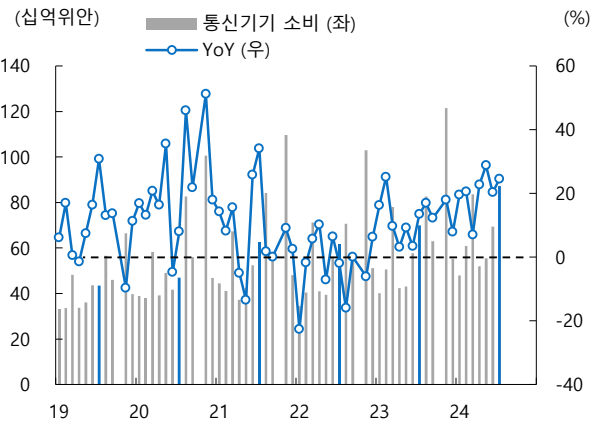
자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

그림5. 중국의 전자제품 소비: 10월 +57% YoY로 크게 개선



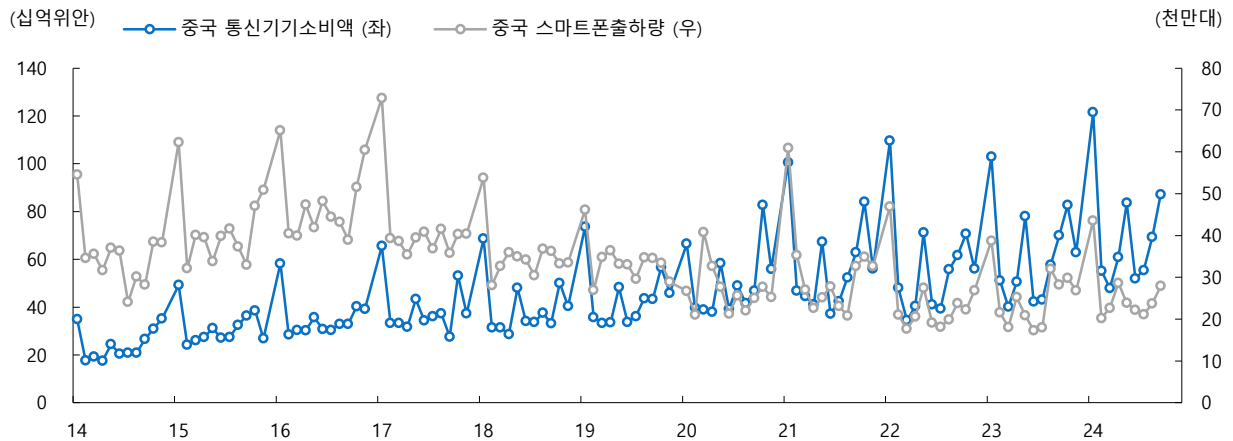
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림6. 중국의 통신 기기 소비: 10월 +25% YoY로 견조한 흐름



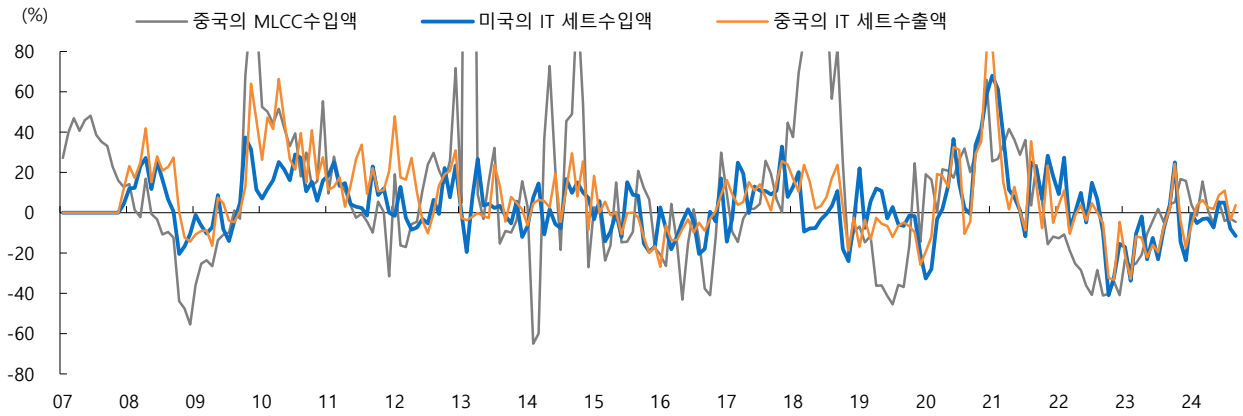
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림7. 월별 중국의 통신기기 소비액과 스마트폰 출하량 추이: 최근 들어 출하량보다 소비액이 더 크게 개선. 평가 효과가 주요한 것으로 보임. 다만, 중앙 정부 차원에서 보조금 확대 기대가 있는 상황이고, 현실화될 경우 출하량의 개선도 기대해볼 수 있을 것



자료: CEIC, CAICT, iM증권 리서치본부

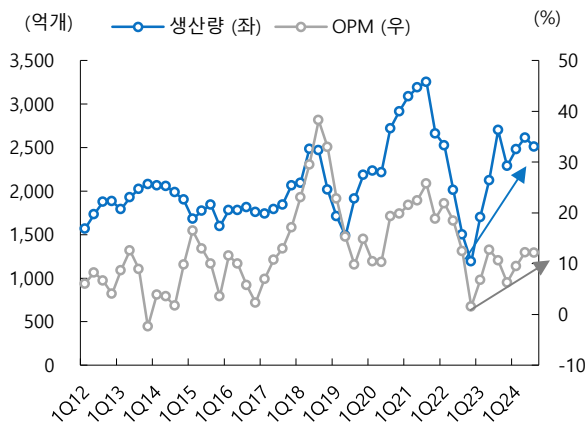
그림8. 중국의 MLCC 수입액과 미국의 IT 수입액과 중국의 IT 수출액 YoY 추이: 미국 등 여타 지역의 IT 수요가 좋지 않음을 보여줌



자료: ITC, iM증권 리서치본부

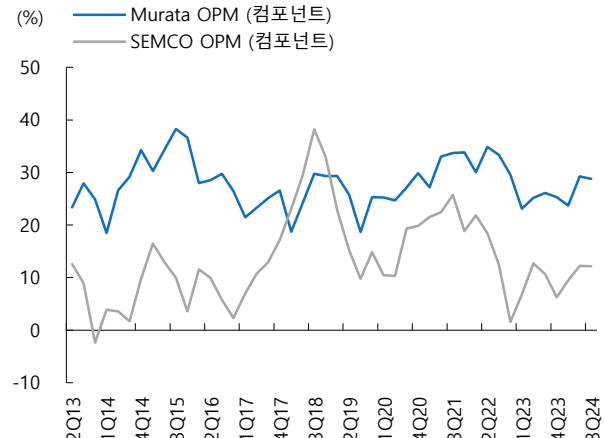
주: IT는 스마트폰, 노트북, TV 합산액

그림9. 삼성전기의 MLCC 생산량과 컴포넌트 영업이익률: 생산량 개선에도 불구하고 과거 대비 영업 레버리지가 제한적



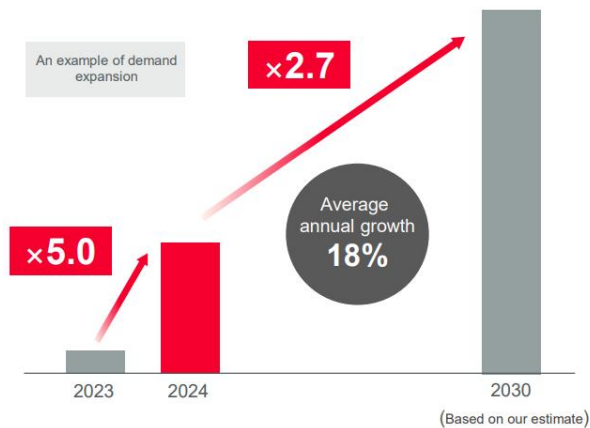
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림10. Murata와 삼성전기의 컴포넌트 OPM: 극심한 엔저로 인한 삼성전기의 평가 인하 흔적. 다만, 추가 엔화 절하는 제한적



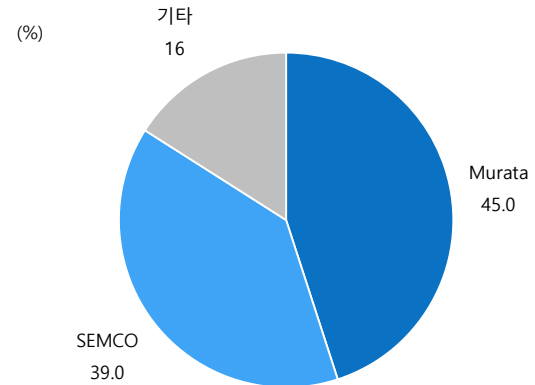
자료: 삼성전기, Murata, iM증권 리서치본부

그림11. Murata가 전망하는 AI 서버용 MLCC 수요: '24년은 '23년 대비 5배 성장, 24~30년 CAGR +18% 성장할 전망



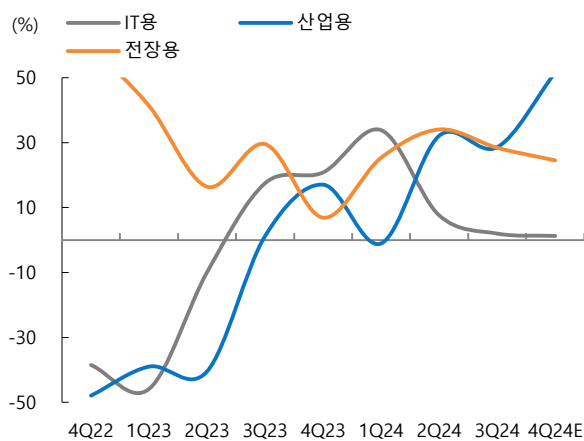
자료: Murata, iM증권 리서치본부

그림12. AI 서버용 MLCC 점유율: Murata와 삼성전기가 사실상 독과점 체제를 점하고 있는 상황임



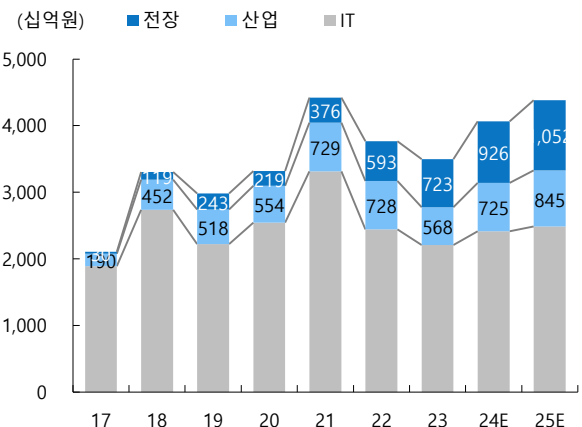
자료: iM증권 리서치본부

그림13. 삼성전기의 적용처별 MLCC 매출 YoY 성장률: AI 서버가 포함된 산업용 MLCC의 성장이 두드러지며, 전장용도 견조



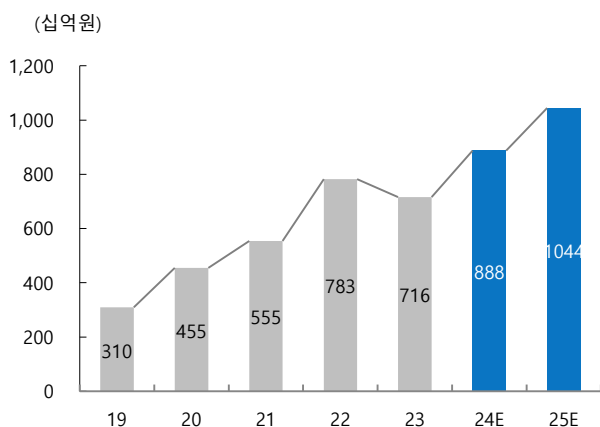
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림14. 삼성전기의 적용처별 연간 MLCC 매출 추이 및 전망: 자율주행, AI 인프라용 MLCC가 주된 성장 동력



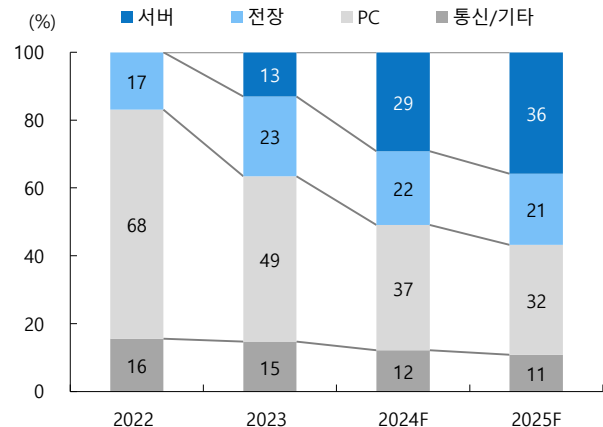
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림15. 삼성전기의 연간 FCBGA 매출 추이 및 전망: 업황 부진에도 불구하고 인상적인 외형 성장을 시현할 전망



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림16. 삼성전기의 적용처별 FC-BGA 비중 추이: 고부가 서버를 중심으로 비중이 가파르게 확대될 전망



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

표2. 삼성전기 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)		비고
① BPS	115,311	12MF fwd.
② Target Multiple	1.5	10년 평균
- 적정주가	175,272	① * ②
③ 목표주가	180,000	
④ 현재주가	116,300	
상승여력	55%	③ / ④ - 1

자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

표3. 삼성전기 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	10,170	10,814	10,200	10,957	-0.3	-1.3
영업이익	770	904	771	938	-0.1	-3.6
영업이익률	7.6	8.4	7.6	8.6		
세전이익	750	897	751	931	-0.1	-3.6
세전이익률	7.4	8.3	7.4	8.5		
지배주주순이익	585	699	585	725	-0.1	-3.6
지배주주순이익률	5.7	6.5	5.7	6.6		
EPS	7,533	9,006	7,538	9,342	-0.1	-3.6

자료: iM증권 리서치본부

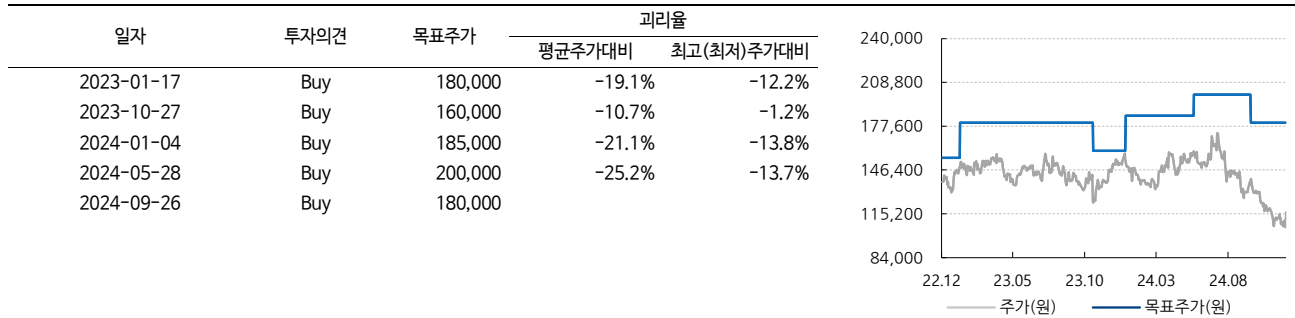
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,208	5,320	5,666	6,153	매출액	8,909	10,170	10,814	11,463
현금 및 현금성자산	1,669	1,678	1,800	2,060	증가율(%)	-5.5	14.1	6.3	6.0
단기금융자산	59	61	63	65	매출원가	7,189	8,170	8,597	9,001
매출채권	1,241	1,322	1,406	1,490	매출총이익	1,721	2,000	2,217	2,462
재고자산	2,120	2,136	2,271	2,407	판매비와관리비	1,081	1,230	1,313	1,392
비유동자산	6,449	6,576	6,728	6,897	연구개발비	528	603	641	679
유형자산	5,603	5,729	5,879	6,047	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	151	157	164	170	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	11,658	11,896	12,394	13,050	영업이익	639	770	904	1,070
유동부채	2,900	2,612	2,484	2,391	증가율(%)	-45.9	20.5	17.4	18.4
매입채무	596	680	723	767	영업이익률(%)	7.2	7.6	8.4	9.3
단기차입금	1,068	854	683	547	이자수익	53	61	65	74
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	750	897	1,079
부채총계	3,628	3,317	3,170	3,059	법인세비용	85	135	161	194
자배주주지분	7,848	8,365	8,974	9,696	세전계속이익률(%)	6.1	7.4	8.3	9.4
자본금	388	388	388	388	당기순이익	450	615	736	885
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054	순이익률(%)	5.1	6.1	6.8	7.7
이익잉여금	5,873	6,344	6,905	7,581	지배주주귀속 순이익	423	585	699	841
기타자본항목	533	580	627	673	기타포괄이익	47	47	47	47
비지배주주지분	183	213	250	294	총포괄이익	497	662	782	932
자본총계	8,030	8,578	9,224	9,991	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,180	1,495	1,484	1,661	주당지표(원)				
당기순이익	450	615	736	885	EPS	5,450	7,533	9,006	10,834
유형자산감가상각비	789	774	801	832	BPS	101,129	107,796	115,637	124,950
무형자산상각비	48	48	50	52	CFPS	16,232	18,127	19,966	22,230
지분법관련손실(이익)	-5	-5	-5	-5	DPS	1,150	1,507	1,801	2,167
투자활동 현금흐름	-1,023	-767	-820	-872	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,204	-900	-950	-1,000	PER	28.1	15.4	12.9	10.7
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.5	1.1	1.0	0.9
금융상품의 증감	40	-	-	-	PCR	9.4	6.4	5.8	5.2
재무활동 현금흐름	-173	-596	-419	-406	EV/EBITDA	7.8	5.1	4.4	3.8
단기금융부채의증감	-15	-373	-171	-137	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	118	-22	-19	-18	ROE	5.5	7.2	8.1	9.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	16.6	15.7	16.2	17.0
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	45.2	38.7	34.4	30.6
현금및현금성자산의증감	-8	9	122	260	순부채비율	-2.3	-6.8	-9.8	-13.2
기초현금및현금성자산	1,677	1,669	1,678	1,800	매출채권회전율(x)	7.7	7.9	7.9	7.9
기말현금및현금성자산	1,669	1,678	1,800	2,060	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 주관사로 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%