

삼성전기 (009150)

다행인 점과 아쉬운 점

낮은 재고, 더딘 수요 개선, 제한된 영업 레버리지

목표주가를 기존 20만원에서 18만원으로 하향조정한다. 12MF BPS 114,701원에 10년 평균 P/B 1.55배를 적용했다(vs. 기존 중-상단 P/B 1.75배 적용). 아울러 '24년과 '25년의 EPS 추정치를 각각 -8%, -11% 조정했다. 업황 개선이 더딘 가운데 MLCC 실적의 YoY 모멘텀이 약화되고, 과거와 달리 가동률 개선에도 불구하고 영업 레버리지가 덜하며, 달러 환율이 예상보다 빠르게 하락함에 따른 영향 등을 반영했다.

현 주가는 12MF P/B 기준 1.18배로 밴드 하단에 위치하여 있고[그림13, 14], 단기 실적 모멘텀은 아쉬우나, AI, 전장 중심의 사업 포트폴리오를 개선 방향은 유효하다. 중장기 관점에서 접근이 유효한 것으로 판단한다.

① **MLCC 출하와 평가:** 3Q24 MLCC 출하량을 기존 전망 대비 소폭 하회한 +8% QoQ로 추정하며, 가동률은 90%에 근접할 전망이다(1Q24 80%, 2Q24 85%). PC, 스마트폰 수요 개선이 더딘 편이나, 애초에 사측의 출하 가이드선도 보수적이었다. ASP는 달러 약세 영향을 받을 전망이다. 당초 Flat QoQ를 예상했으나, 이제는 -1.5% QoQ로 추정한다. 컴포넌트 OPM 추정치도 기존 14.3%에서 12.7%로 하향한다.

② **다행인 점과 아쉬운 점:** 다행인 점은 재고일수가 전 분기와 유사한 30일 수준으로 파악되어, 적정 레벨인 40일을 하회하고 있다는 것이다[그림6]. 수요 전망에 있어 MLCC 업체도 조심스럽고 세트 업체도 조심스럽다 보니 실수요에 기반한 제한적인 공급만 이루어지고 있다. 이는 급격한 재고 조정 가능성을 낮추는 요인이다. 선제적인 비축 움직임이 있었던 메모리와는 다른 양상이다.

다만, 아쉬운 점은 수요 개선이 더디다 보니 YoY 모멘텀이 둔화되면서 밸류에이션에 불리하게 작용하고 있다는 것이다 [그림7~9]. 또한 90%에 육박하는 가동률에도 불구하고 과거 대비 수익성 개선의 탄력이 떨어지는 점도 아쉽다[그림10]. 엔저 이후 점유율 수성을 위한 가격 경쟁 여파로, 영업 레버리지 효과가 제한되는 것으로 보인다.

③ **중장기 MLCC 기회요인:** 중장기적으로 AI가 인프라에서 디바이스 단까지 고부가 MLCC 수요를 견인할 것임은 의심의 여지가 없다. 아울러, ADAS 고도화, 전동화 역시 견고한 투자포인트다. 특히, HEV에는 EV에 필적하는 수준의 MLCC가 탑재되는 것으로 파악된다. 전체 MLCC 매출에서 산업용(서버 포함) MLCC와 전장용 MLCC의 합산 비중은 '23년 37%, '24년 39%, '25년 42%로 꾸준히 확대될 전망이다[그림11, 12]. (이미 2Q24 당시 비중이 40%에 달했음)

④ **반도체기판 동향:** 지난 상반기를 되돌아보면, 감가상각비 부담을 언급한 FC-BGA 업체들이 많았고, 이는 동사도 마찬가지였다. 가동률 개선을 통한 고경비 부담 상쇄가 필요한 상황인데, 이를 위해서는 PC 시장이 회복되거나 신규 거래선/제품군 확보가 필요하다. PC는 남은 연말까지도 개선이 더딜 것으로 전망되며, AI 가속기용 기판은 계획대로 4Q24부터 양산되어 '25년 실적 개선에 이바지할 전망이다.

3분기 실적 조정

3Q24 실적은 매출 2.6조원(+12% YoY, +2% QoQ), 영업이익 2,276억원(+24% YoY, 영업이익률 9%)로 전망된다. 기존 추정치 대비 매출과 영업이익을 각각 -2%, -9% 조정 것이다. 서두에 언급한 바와 같이 동사의 보수적인 수요 가이드선 덕에 MLCC, 기판 출하량은 당초 전망치에서 크게 벗어나지 않을 것으로 보이나, 환율 관련된 하방 위험이 있을 것이기 때문이다(동사 영업이익은 원-달러 환율 10원 변동에 분기 50~60억원 변동하는 것으로 추정).

[당사 이전 삼성전기 보고서 보기: 1, 2, 3]

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	180,000원(하향)
증가(2024.09.24)	135,700원
상승여력	32.6%

Stock Indicator

자본금	388십억원
발행주식수	7,469만주
시가총액	10,136십억원
외국인지분율	33.9%
52주 추가	123,100~172,700원
60일평균거래량	437,830주
60일평균거래대금	66.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.2	-9.8	-6.4	-2.0
상대수익률	-1.3	-3.4	-1.3	-6.0

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	8,909	10,349	10,907	11,562
영업이익(십억원)	639	788	942	1,111
순이익(십억원)	423	596	727	870
EPS(원)	5,450	7,683	9,373	11,206
BPS(원)	101,129	107,918	116,058	125,672
PER(배)	28.1	17.7	14.5	12.1
PBR(배)	1.5	1.3	1.2	1.1
ROE(%)	5.5	7.4	8.4	9.3
배당수익률(%)	0.8	1.1	1.4	1.7
EV/EBITDA(배)	7.8	6.0	5.1	4.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

고의영 2122-9179 ey.ko@ifnsec.com

[IT RA]

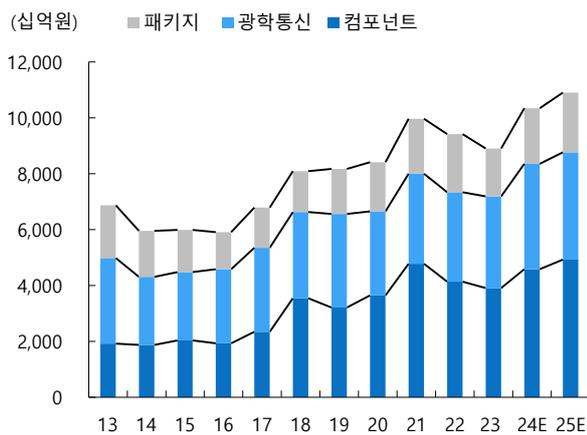
손우성 2122-9785 useong@ifnsec.com

표1. 삼성전기 연결기준 영업실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액											
광학통신솔루션	799	777	825	888	1,173	921	833	848	3,289	3,775	3,850
YoY	-8.0%	-0.3%	-8.4%	35.5%	46.9%	18.6%	0.9%	-4.5%	2.7%	14.8%	2.0%
컴포넌트	826	1,007	1,096	975	1,023	1,160	1,264	1,137	3,903	4,584	4,924
YoY	-32.8%	-11.7%	17.9%	17.0%	23.9%	15.3%	15.3%	16.6%	-5.5%	17.5%	7.4%
패키지솔루션	398	437	440	443	428	499	540	523	1,717	1,990	2,134
YoY	-23.5%	-18.5%	-20.4%	-7.7%	7.6%	14.1%	22.8%	18.1%	-17.8%	15.9%	7.2%
전사합계	2,022	2,221	2,361	2,306	2,624	2,580	2,636	2,509	8,909	10,349	10,907
YoY	-22.7%	-9.6%	-1.0%	17.2%	29.8%	16.2%	11.7%	8.8%	-5.5%	16.2%	5.4%
영업이익											
광학통신솔루션	34.4	24.9	19.3	22.7	62.7	24.7	19.5	13.0	101.2	120.0	118.9
OPM	4.3%	3.2%	2.3%	2.6%	5.3%	2.7%	2.3%	1.5%	3.1%	3.2%	3.1%
컴포넌트솔루션	55.9	128.0	116.4	61.2	96.9	141.8	160.5	117.5	361.5	516.8	642.4
OPM	6.8%	12.7%	10.6%	6.3%	9.5%	12.2%	12.7%	10.3%	9.3%	11.3%	13.0%
패키지솔루션	49.8	52.1	48.3	26.4	20.7	41.6	47.5	41.8	176.6	151.5	180.4
OPM	12.5%	11.9%	11.0%	6.0%	4.8%	8.3%	8.8%	8.0%	10.3%	7.6%	8.5%
전사합계	140.1	205.0	184.0	110.4	180.3	208.1	227.6	172.3	639.3	788.3	941.7
OPM	6.9%	9.2%	7.8%	4.8%	6.9%	8.1%	8.6%	6.9%	7.2%	7.6%	8.6%

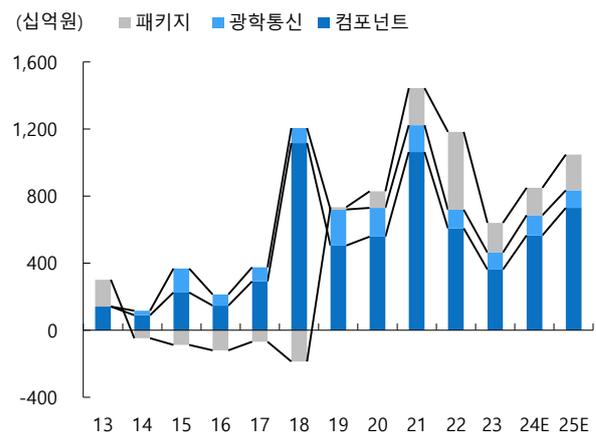
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림1. 삼성전기 부문별 매출 추이 및 전망



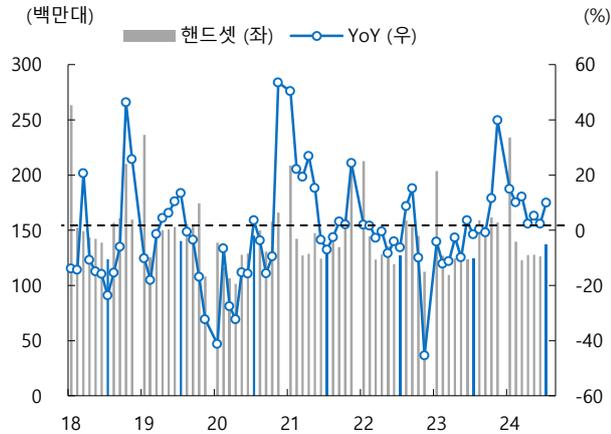
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 삼성전기 부문별 영업이익 추이 및 전망



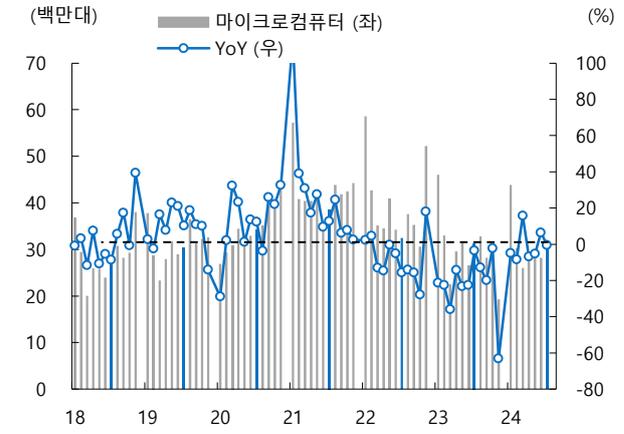
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 월별 중국의 핸드셋 생산량 추이: 8월 +9.9%



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

그림4. 월별 중국의 컴퓨터 생산량 추이: 8월 -0.6%



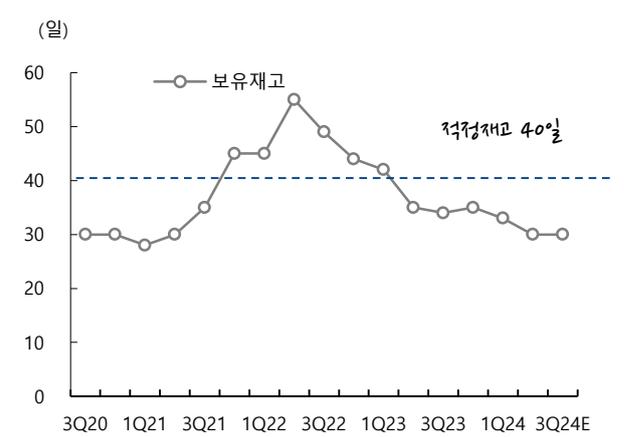
자료: CEIC, iM증권 리서치본부
 주: 1, 2월 데이터는 누적 합산으로 공시

그림5. MLCC 출하, 평가에 대한 계획과 실제 성과

	출하		평가		비고
	가이드런스	실제	가이드런스	실제	
4Q22	-MSD%	-LT%	-LSD%	Flat	출하 하회, 평가 상회
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
3Q24E	+HSD%		Flat		평가 하회 가능성 (환율)

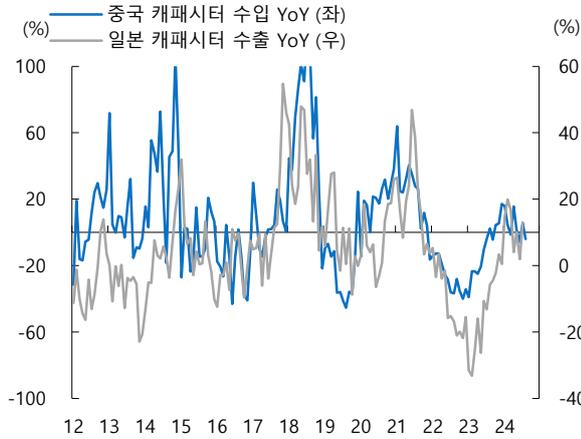
자료: iM증권 리서치본부

그림6. 삼성전기의 MLCC 보유일수 추이: 30일 수준으로 건전



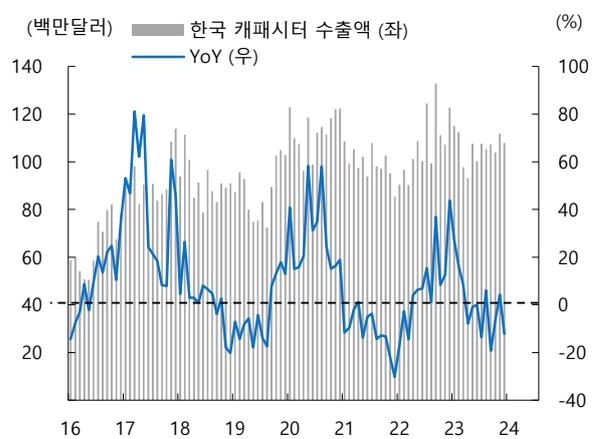
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림7. 중국 캐패시터 수입 YoY와 일본 캐패시터 수출 YoY



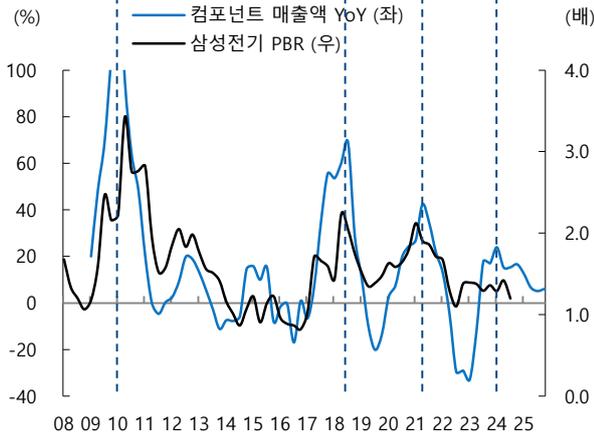
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림8. 한국 캐패시터 수출 YoY



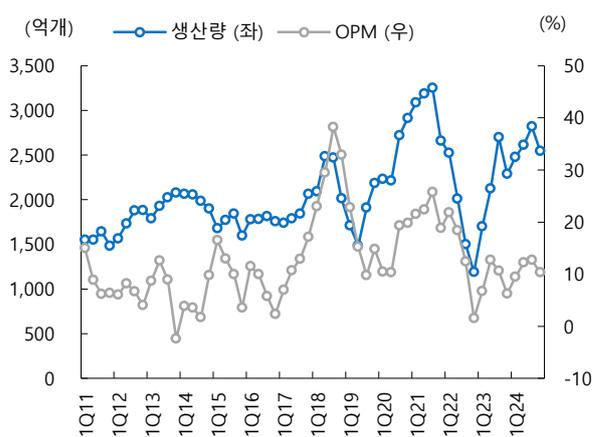
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림9. 삼성전기 컴포넌트 분기 매출 YoY와 fwd. P/B 추이 : 더딘 수요 개선에 따른 YoY 모멘텀 약화와 밸류에이션 제한



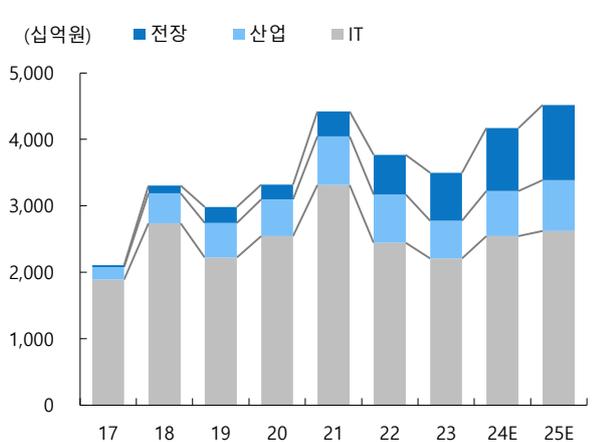
자료: 삼성전기, Dataguide, iM증권 리서치본부

그림10. 삼성전기 MLCC 생산량과 컴포넌트 OPM 추이 : 생산량 개선에도 OPM의 개선 속도가 과거대비 더딘 점이 특징적



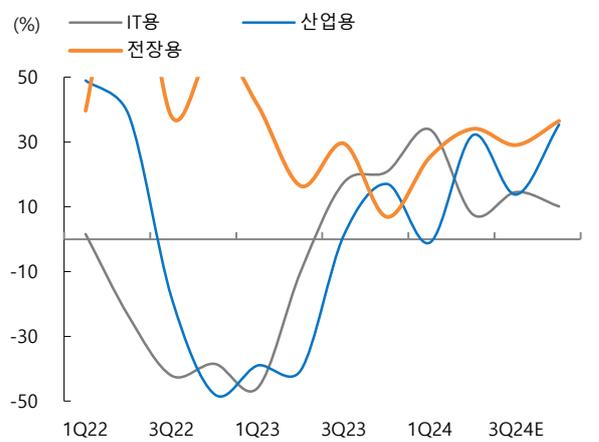
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림11. 삼성전기의 MLCC 적용처별 연간 매출 추이 및 전망



자료: Murata, iM증권 리서치본부

그림12. 삼성전기 적용처별 MLCC 매출 YoY 성장률 추이 및 전망



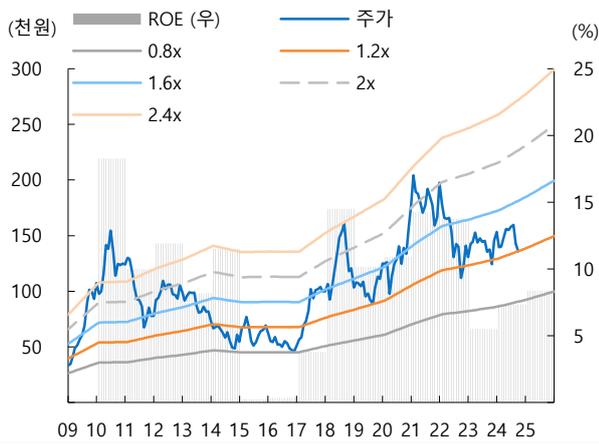
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

표3. 삼성전기 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)		비고
① BPS	114,701	12MF fwd.
② Target Multiple	1.6	10년 평균
- 적정주가	177,787	① * ②
③ 목표주가	180,000	
④ 현재주가	135,700	
상승여력	33%	③ / ④ - 1

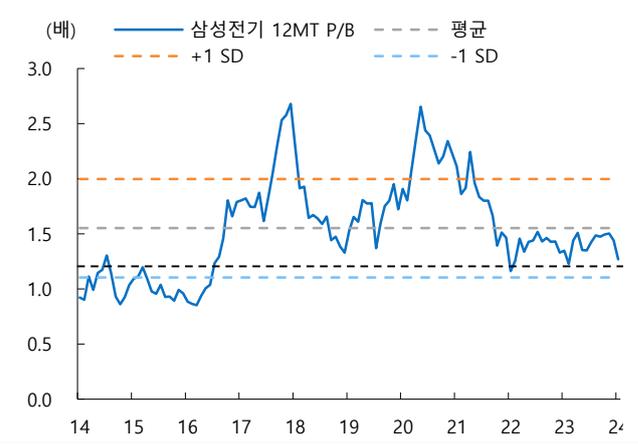
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림13. 삼성전기 12개월 포워드 PBR 밴드:
적자 구간을 제외했을 때 하단 수준에 위치하여 있음



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림14. 삼성전기 12개월 트레일링 PBR 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

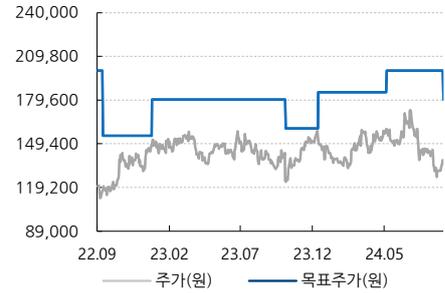
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,208	5,292	5,667	6,088	매출액	8,909	10,349	10,907	11,562
현금 및 현금성자산	1,669	1,589	1,769	1,962	증가율(%)	-5.5	16.2	5.4	6.0
단기금융자산	59	61	63	65	매출원가	7,189	8,310	8,641	9,047
매출채권	1,241	1,345	1,418	1,503	매출총이익	1,721	2,039	2,266	2,514
재고자산	2,120	2,173	2,291	2,428	판매비와관리비	1,081	1,251	1,324	1,404
비유동자산	6,449	6,626	6,767	7,029	연구개발비	528	613	646	685
유형자산	5,603	5,779	5,918	6,178	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	151	157	164	170	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	11,658	11,918	12,435	13,116	영업이익	639	788	942	1,111
유동부채	2,900	2,624	2,490	2,398	증가율(%)	-45.9	23.3	19.5	17.9
매입채무	596	692	730	773	영업이익률(%)	7.2	7.6	8.6	9.6
단기차입금	1,068	854	683	547	이자수익	53	58	64	71
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	765	934	1,116
부채총계	3,628	3,329	3,176	3,066	법인세비용	85	138	168	201
자배주주지분	7,848	8,374	9,006	9,752	세전계속이익률(%)	6.1	7.4	8.6	9.7
자본금	388	388	388	388	당기순이익	450	628	766	915
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054	순이익률(%)	5.1	6.1	7.0	7.9
이익잉여금	5,873	6,353	6,938	7,638	지배주주귀속 순이익	423	596	727	870
기타자본항목	533	580	627	673	기타포괄이익	47	47	47	47
비지배주주지분	183	214	252	298	총포괄이익	497	674	812	962
자본총계	8,030	8,588	9,258	10,050	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,180	1,456	1,545	1,698	주당지표(원)				
당기순이익	450	628	766	915	EPS	5,450	7,683	9,373	11,206
유형자산감가상각비	789	774	811	841	BPS	101,129	107,918	116,058	125,672
무형자산상각비	48	48	50	52	CFPS	16,232	18,277	20,469	22,709
지분법관련손실(이익)	-5	-5	-5	-5	DPS	1,150	1,537	1,875	2,241
투자활동 현금흐름	-1,023	-817	-820	-972	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,204	-950	-950	-1,100	PER	28.1	17.7	14.5	12.1
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.5	1.3	1.2	1.1
금융상품의 증감	40	-	-	-	PCR	9.4	7.4	6.6	6.0
재무활동 현금흐름	-173	-596	-421	-412	EV/EBITDA	7.8	6.0	5.1	4.5
단기금융부채의증감	-15	-373	-171	-137	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	118	-22	-19	-18	ROE	5.5	7.4	8.4	9.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	16.6	15.6	16.5	17.3
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	45.2	38.8	34.3	30.5
현금및현금성자산의증감	-8	-80	181	192	순부채비율	-2.3	-5.8	-9.4	-12.1
기초현금및현금성자산	1,677	1,669	1,589	1,769	매출채권회전율(x)	7.7	8.0	7.9	7.9
기말현금및현금성자산	1,669	1,589	1,769	1,962	재고자산회전율(x)	4.4	4.8	4.9	4.9

자료 : 삼성전기, 하이투자증권 리서치본부

삼성전기 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-10-05	Buy	155,000	-14.5%	-3.9%
2023-01-17	Buy	180,000	-19.1%	-12.2%
2023-10-27	Buy	160,000	-10.7%	-1.2%
2024-01-04	Buy	185,000	-21.1%	-13.8%
2024-05-28	Buy	200,000	-25.2%	-13.7%
2024-09-26	Buy	180,000		



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 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%