

2024.12.19.(목) 증권사리포트

삼성전자

4분기 기대 이하

[출처] IBK투자증권 김운호 애널리스트

24년 4분기 부진, 반도체 비용 구조 악화

삼성전자의 2024년 4분기 매출액은 2024년 3분기 대비 3.4% 감소한 76.39조원으로 예상된다. 디스플레이 사업부 매출액만 24년 3분기 대비 증가할 것으로 예상된다. DS는 가격 하락, 물량 감소가 동반되고, MX는 재고 조정에 따른 물량 감소가 예상되고, VD/가전은 가전 부진으로 감소할 전망이다. 삼성전자의 2024년 4분기 영업이익은 2024년 3분기 대비 19.0% 감소한 7.43조원으로 예상된다. DS가 이전 전망 대비 부진한 것이 주요 원인이다. 디스플레이는 경쟁 심화로 이전 전망 대비 부진하고, VD/가전은 가전 부분의 실적 부진, MX는 이전 전망과 크게 다르지 않을 것으로 예상된다.

DS: 비, Display: 비, 모바일: 흐림

삼성전자의 2024년 4분기 영업 환경은 전반적으로 우호적이지 않았던 것으로 판단한다. DS 사업부는 메모리와 비메모리 모두 부진한 것으로 추정한다. 메모리는 공격적인 가격 정책과 High End 시장 내 입지 확대가 정체 국면에 있고, 디스플레이는 경쟁 심화로 수익성이 예년에 비해서 크게 낮아지고 있다는 점에서 2025년에도 긍정적 시각을 유지하기는 어려운 것으로 판단한다. 모바일은 예상 수준의 부진이라 큰 변화는 없지만 낮아진 부품 가격을 바탕으로 2025년에는 실적을 기대할 수 있을 것으로 기대한다.

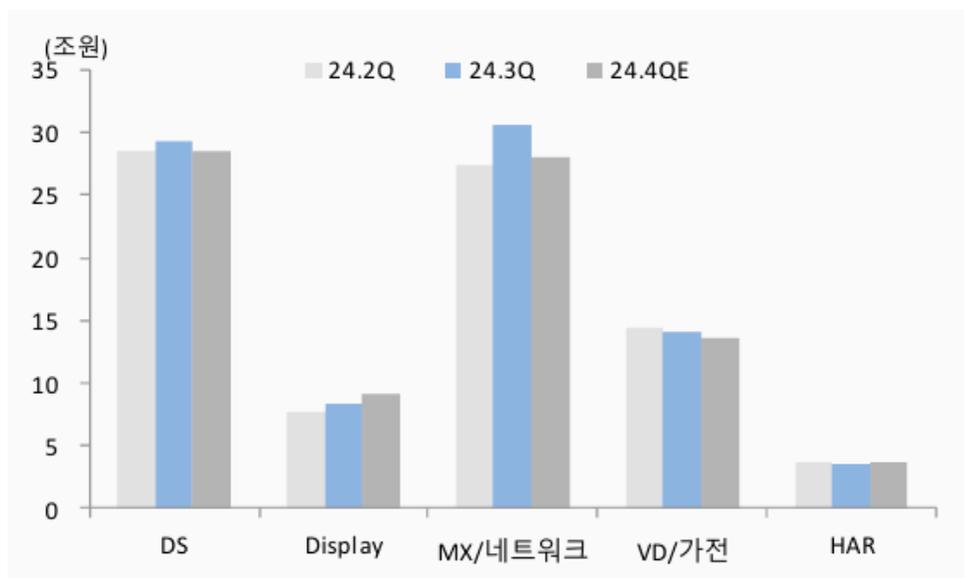
투자의견 매수, 목표주가 82,000원으로 하향

삼성전자에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 2024년 4분기 실적은 부진할 것으로 예상하지만, 주가는 이를 상당 수준 반영한 것으로 판단하고, 2025년 1분기부터 영업이익은 증가할 것으로 기대하고, DS 사업부의 일회성 비용에 따른 기저 효과로 2025년 영업이익 개선을 기대하고, AI 시장 내에서 역할이 점진적으로 개선될 것으로 기대하기 때문이다. 목표주가는 82,000원으로 하향 조정한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	302,231	258,935	301,472	309,108	340,414
영업이익	43,377	6,567	33,667	35,459	41,635
세전이익	46,440	11,006	38,171	40,647	45,673
지배주주순이익	54,730	14,473	32,944	35,049	39,454
EPS(원)	8,057	2,131	4,850	5,160	5,808
증가율(%)	39.5	-73.6	127.6	6.4	12.6
영업이익률(%)	14.4	2.5	11.2	11.5	12.2
순이익률(%)	18.4	6.0	11.3	11.7	12.0
ROE(%)	17.1	4.1	9.0	9.1	9.9
PER	6.9	36.8	11.5	10.8	9.6
PBR	1.1	1.5	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.4	10.0	4.1	4.1	3.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 삼성전자 사업부별 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성전자, IBK투자증권



한중엔시에스

ESS는 역시 수냉이지

[출처] IBK투자증권 이현욱 애널리스트

ESS와 자동차 부품 생산 및 판매 사업 영위

한중엔시에스는 1995년 설립, 2013년 코넥스 시장에 상장하였으며 2024년 6월 기술성장기업으로 코스닥 시장에 이전 상장했다. 글로벌 전동화 트렌드에 따라 EV와 무관한 자동차 부품에 대해서 양산 중단 및 이관을 진행 중이며 EV 전용 부품과 EV 공조 장치 모듈 등을 주요 제품으로, ESS는 수냉식 냉각 시스템을 개발하여 경북 영천에 대규모 제품 생산 라인을 구축했다. 3Q24 누적 기준 매출액은 1,219억원, 영업이익은 37억원, OPM은 3.0%를 기록했으며 주요 품목별 매출 비중은 ESS 55.9%, 자동차 부품 44.1%로 구분된다.

ESS로 가즈아! 왜 수냉식인가?

주요 기업들의 RE100 추진, AI 및 데이터센터 등 IT 관련 산업 성장과 가정용 및 산업용 전력 수요 급증으로 인한 전력 수급 불균형으로 ESS 시장의 급격한 성장이 기대된다. ESS는 전기를 저장하고 공급하는 기기 특성상 하루에 다수의 충/방전이 필수적이다. 기본적으로 모듈은 온도 27~28°C 이하에서 안정적인 충전이 가능해 냉각 시스템이 중요한데, 공랭식은 온도 편차가 10°C로 충/방전 Cycle이 하루인 반면 수냉식은 온도 편차가 3°C로 1일 4회까지 충방전이 가능하여 공랭식 대비 전력 소모량이 50% 절감된다. 동사는 현재 수냉식 냉각시스템을 삼성SDI 3.8MWh급 ESS에 공급 중이며, 10월부터는 5MWh 차세대 ESS에 탑재되고 있다.

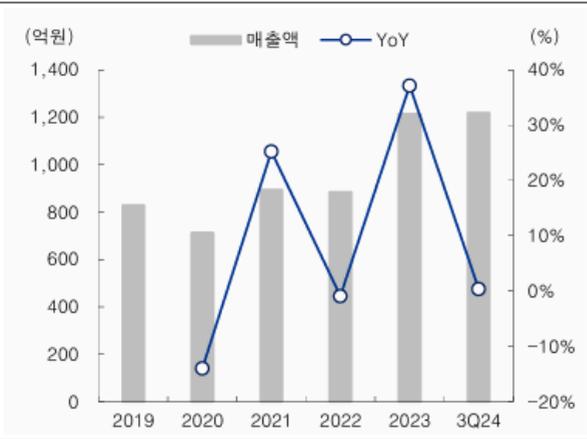
결국에는 EV와 ESS 모두 친환경 아이템

한중엔시에스는 국내 유일 수냉식 ESS 냉각 시스템 양산 기업으로 독점적 지위를 가지고 있으며 ESS 부문 매출액은 2021년 89억원, 2022년 172억원, 2023년 496억원, 3Q24 누적 기준 681억원으로 급 성장했다. 동사는 경북 영천에 ESS 부품, EV 배터리 모듈, EV 공조 모듈 공장을 보유하고 있으며 CAPA는 연간 2,800억원 규모로 그린 인프라 시장 수요 증가에 맞춰 지속적인 성장이 기대된다.

(단위: 억원, 배)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	829	713	893	885	1,214
영업이익	25	-33	19	-139	-80
세전이익	6	-53	-16	-211	-128
당기순이익	6	-39	-17	-210	-153
EPS(원)	96	-643	-275	-3,306	-2,148
증가율(%)	-29.6	-771.0	-57.3	1,103.5	-35.0
영업이익률(%)	3.0	-4.6	2.1	-15.7	-6.6
순이익률(%)	0.7	-5.5	-1.9	-23.7	-12.6
ROE(%)	2.7	-19.2	-8.8	-92.9	-74.7
PER	49.0	-7.5	-35.1	-3.1	-8.4
PBR	1.3	1.5	3.1	2.8	8.7
EV/EBITDA	8.7	56.4	12.9	-14.0	-53.9

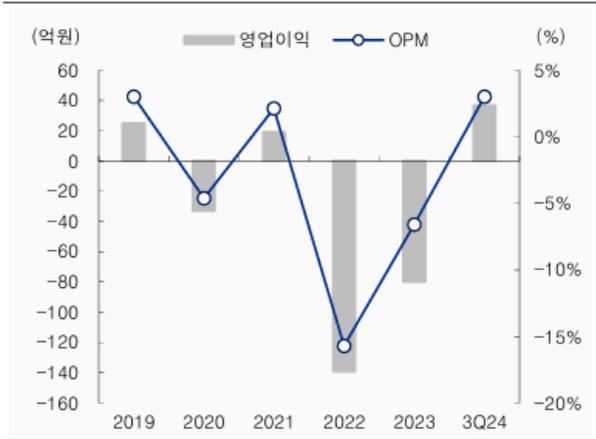
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 한중엔시에스 매출액 및 YoY 추이



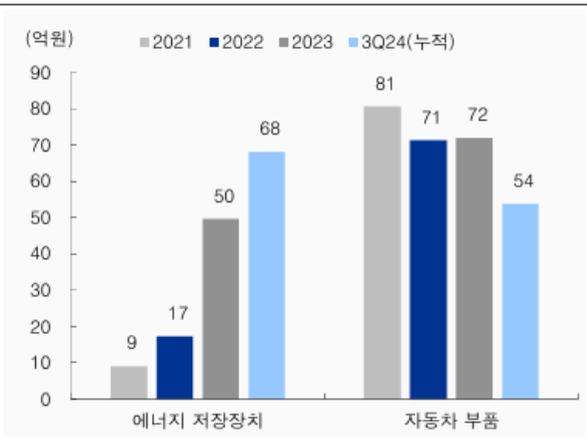
자료: 한중엔시에스, IBK투자증권 / 3Q24는 누적 기준

그림 2. 한중엔시에스 영업이익 및 OPM 추이



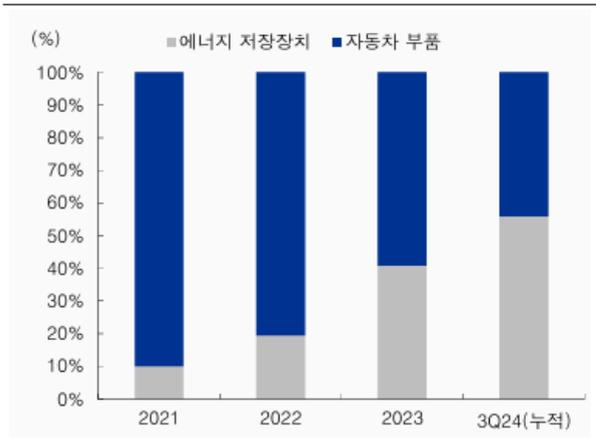
자료: 한중엔시에스, IBK투자증권 / 3Q24는 누적 기준

그림 3. 한중엔시에스 부문별 매출액 추이



자료: 한중엔시에스, IBK투자증권

그림 4. 한중엔시에스 부문별 매출 비중 추이



자료: 한중엔시에스, IBK투자증권



NAVER

젊어지는 네이버

[출처] 유안타증권 이창영 애널리스트

UGC 중심의 NAVER 검색 선순환

패널 리서치 업체 오픈서베이의 24년 2월 조사에 의하면 '궁금한 것이 있을 때 가장 먼저 이용하는 서비스'는 'NAVER(77.4%)'가 전체적으로 가장 높지만, 연령대별로는 10대는 '유튜브', 20대는 '구글', 30대는 '인스타그램'이 상대적으로 많이 사용되고, NAVER는 30대에서 이용률이 가장 높고, 20대에서는 평균 (77.4%) 대비 적게 이용하는 것으로 나타남. 그러나, 최근 (1) NAVER 블로그의 MZ세대(1030세대) 비중이 전체 이용자 대비 64%까지 확대되었고, 대표적인 젊은 콘텐츠(e스포츠)인 (2) 치지직의 MAU도 250만명을 달성하였으며, 모바일 체류시간 YoY 10% 증가의 주요 원인인 (3) 홈페이지 방문자의 1030 비중이 40%에 육박하는 등 NAVER플랫폼의 젊은 사용자 비중이 증가하고 있음. 동사 검색 서비스는 Google과 달리 블로그, 클립 등 당사 UGC(User Generated Content) 데이터 기반 중심이어서, 이러한 젊은(=최신티렌드) UGC의 증가는 검색서비스 품질 향상으로 이어져 당사의 주요 매출원인 검색매출 증가에도 기여할 수 있을 것으로 기대됨

우려 vs 기대

그럼에도 동사를 위협하는 ChatGPT, Perplexity 등 AI검색 사용자는 꾸준히 증가 중에 있고, 동사의 근본적인 성장성을 레벨업 시킬 수 있는 해외사업(웹툰, 포쉬마크)은 아직 기대에 못미치고 있음. 그러나, 젊은 콘텐츠 축적 및 AI를 활용한 플랫폼 경쟁력 회복으로 (1) 4분기에도 광고부문 호실적이 예상되고, (2) 웹툰엔터테인먼트도 급락한 주가와는 달리 3Q24 13.5%성장에 이어 4Q에도 10.3%~13.3%의 두자릿수 성장을 이어갈 것으로 예상되며, (3) POSHMARK도 거래액 증대를 위한 수수료 인하(\$20(\$5.99)로 일시적 매출둔화 예상되지만, 미국의 현재 고물가 상황에서 장기적 성장 기대됨

투자의견 BUY, 목표주가 29만원 상향 조정

25년 실적 반영 및 손자회사 라인야후 주가상승, 자사주소각(1.46%) 등을 반영, 목표주가를 29만원으로 상향조정함. 최근 주가 상승에도 4분기 실적, 성장성 우려에 대한 멀티플 하락 이미 충분히 반영되어 주가상승여력은 아직 남아 있다는 의견임

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	28,551	12.5	5.1	27,902	2.3
영업이익	5,549	36.9	5.6	5,264	5.4
세전계속사업이익	6,373	45.1	-2.4	5,286	20.6
지배순이익	4,692	49.5	-9.8	4,046	16.0
영업이익률 (%)	19.4	+3.4 %pt	+0.1 %pt	18.9	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	16.4	+4.0 %pt	-2.8 %pt	14.5	+1.9 %pt

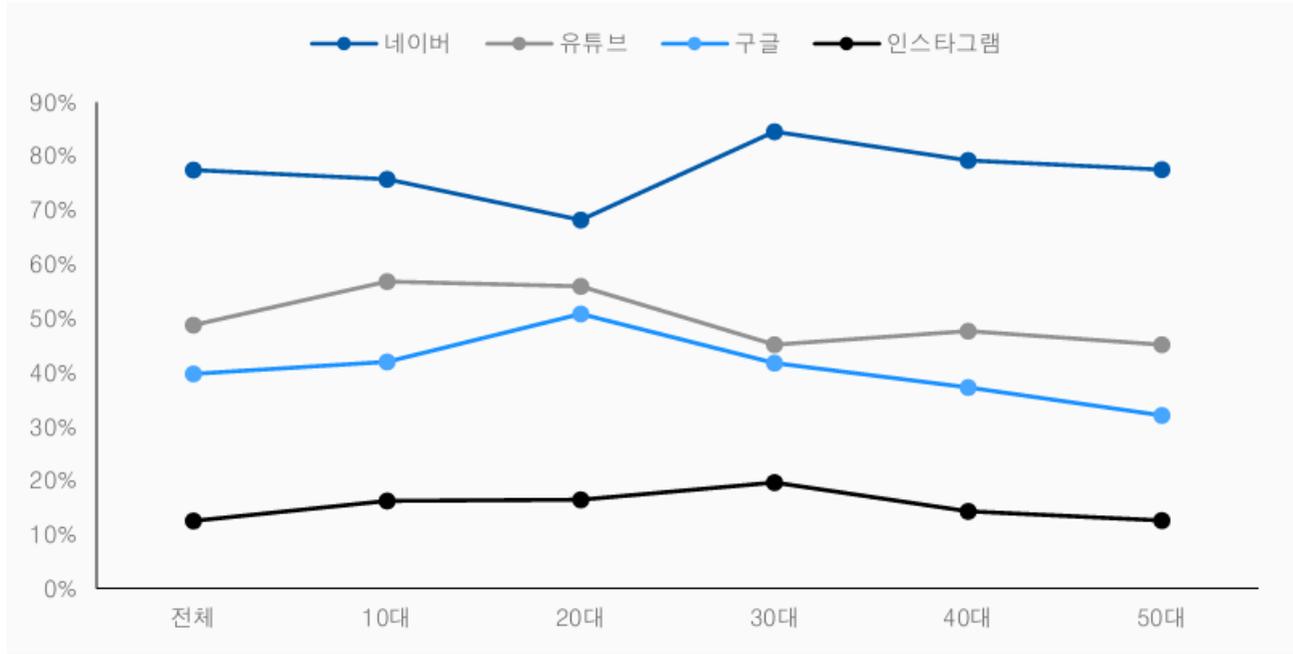
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	82,201	96,706	107,072	113,840
영업이익	13,047	14,888	19,922	22,209
지배순이익	7,603	10,123	18,385	18,237
PER	55.2	33.1	18.4	18.2
PBR	1.7	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	23.0	16.6	12.0	11.1
ROE	3.3	4.4	7.8	7.5

자료: 유안타증권

연령대별 궁금한 것이 있을 때 '가장 먼저' 이용하는 서비스



자료: 오픈서베이, 2024. 2. N = 1,000



에스엘에스바이오

의약품 품질 관리 전문 업체

[출처] 하나증권 김성호 애널리스트

국내 의약품 품질 관리 서비스 기관

에스엘에스바이오는 의약품 품질검사를 주된 사업으로 영위하는 업체로, 2023년 10월 23일자로 코스닥 시장에 이전 상장되었다. 에스엘에스바이오는 23년 매출액 90억원, 영업이익 10억원을 기록했으며, 3Q24 누적 기준으로는 매출액 65억원, 영업이익 5억원을 기록했다. 에스엘에스바이오의 사업 영역은 1) 의약품 품질 검사, 2) 신약 개발 지원 서비스, 3) 체외 진단 키트 개발이다. 3Q24 분기보고서 기준 매출액에서 차지하는 비중은 의약품 품질 검사 81.1%, 신약 개발 서비스 18.9%다.

꾸준하게 레퍼런스가 축적된 기업

에스엘에스바이오는 2008년 품질검사 기관, 2009년 생물학적 동등성 시험기관, 유전자 검사기관으로 지정 받았다. HPLC(고성능 액체 크로마토그래피), GC(가스 크로마토그래피), AAS(원자흡광광도계), IC(이온 크로마토그래피) 등 320대 이상의 장비를 통해 정확한 분석을 제공한다. 31개 제형과 480개 시험항목에 대한 승인을 획득해 이를 기반으로 국내외 주요 제약사들과 파트너십을 체결하여 레퍼런스를 축적하고 있다. 현재 국내 의약품 품질 검사 시장에서 약 40%의 점유율을 차지하고 있으며, 시장 성장과 점유율 확대에 따른 매출 성장이 기대된다.

기존 사업 분야 확장하며 미래 성장 동력 투자

의약품 품질 관리, 신약 개발 서비스로 축적한 연구 개발능력을 활용해 NTMD(Nano-bio Technology Multiplex Diagnostics), NALF(Nucleic Acid Lateral Flow)로 명명된 체외 진단 플랫폼을 개발했다. NTMD 플랫폼은 다양한 나노 물질에 항원-항체를 태깅, 나노 물질의 양을 측정하여 분석하는 검출 방식이다. 여러 타겟을 하나의 진단 키트로 검출할 수 있다는 장점이 있다. HCV/HIV/HBV 다중 진단 키트, 자가면역 질환, SARS 진단키트 등으로 개발 예정이다. NALF 플랫폼은 특정 유전자 증폭 과정에 형광물질을 태깅하여 항원-항체 반응으로 정성/정량적인 분석을 수행하는 기술이다. PCR 대비 검출 시간이 짧고, 바이러스, 세균, 암 진단에도 활용 가능하다는 강점을 가진다. 당사는 올해 8월, 사업 영역을 확대하기 위해 식품 및 화장품 시험 검사와 세포·유전자 치료제 위탁 제조를 신규 사업으로 공시했다. 식품 및 화장품 품질 관리 시장은 의약품 품질 관리 시장 대비 약 3배 규모로, 기존 의약품 품질 검사 설비를 활용함으로써 별도의 추가 투자 없이도 매출 증대가 기대된다. 또한 세포·유전자 치료제 위탁 생산 사업을 본격화하기 위해 2025년 하반기 사옥 신축 공사를 시작하여, 2027년 상반기 완공을 목표로 하고 있다. 이번 사업 확장은 회사의 성장 동력을 확보하기 위한 전략적 결정으로, 향후 안정적인 수익 창출과 지속 가능한 성장이 기대된다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2020	2021	2022	2023	
매출액	9	8	11	9	
영업이익	(1)	0	2	1	
세전이익	(1)	0	2	1	
순이익	(1)	0	3	1	
EPS	(50)	4	206	102	
증감율	적전	흑전	5,050.0	(50.5)	
PER	(113.0)	1,118.8	12.1	25.3	
PBR	21.8	16.5	5.1	2.9	
EV/EBITDA	151.5	35.5	9.2	14.0	
ROE	(19.2)	1.6	42.1	10.6	
BPS	259	271	488	877	
DPS	0	0	0	50	



선바이오

본업과 신사업에 거는 기대

[출처] 하나증권 김성호 애널리스트

국내 PEGylation 전문 기업

선바이오는 PEG(Polythylene glycol, 생체적합 고분자)에 반응기를 더한 PEG 유도체를 목표 물질에 결합해 혈중 반감기를 늘리는 PEGylation 기술을 보유한 업체로 22년 10월 코넥스에서 코스닥 시장으로 이전 상장했다. 선바이오는 바이오시밀러, 바이오 신약, 의료기기 등 다양한 분야에 PEGylation 기술을 접목해 상품화하는 사업 모델을 가지고 있다. 대표 품목은 Intas Pharma에 기술이전한 호중구감소증 치료제 Pegfilgrastim 바이오시밀러와 구강건조증 치료제 MucoPEG이다. Pegfilgrastim 바이오시밀러는 Intas Pharma사를 통해 유럽, 캐나다, 인도에서 판매 중이며 당사는 제품 판매에 따른 로열티를 수령하고 있다.

24년 3분기 기준 선바이오 매출액의 28.6%가 러닝 로열티에서 발생했으며, pegfilgrastim 제품 원료 수출액이 전체 매출액의 62.4%를 차지하고 있다. MucoPEG는 PEGylation 기술을 적용해, 기존 CMC(Carboxymethyl cellulose) 성분이 포함된 인공타액제제 대비 보습 지속성을 늘렸다. 19년 11월 의료기기로 미국 FDA 승인을 획득 후 기존 시장 1위 제품인 GSK의 Biotene과의 비교 임상을 완료하였으며 미국특허등록을 기다리고 있다. 20년 12월 PharmaSolution에 중국 권리를 기술이전 했다. 현재는 소규모 예비임상이 진행된 상태로, 임상이 진행되면 중국 진출이 본격화될 전망이다.

PEGylation 기술로 2차 전지에 인공 혈액까지

23년 5월 선바이오는 사업 목적으로 2차전지 및 연료전지 전고체 전해질 기술개발과 기술이전, 관련 소재 생산 및 판매 사업 진출을 추가했다. PEGylation 기술을 전해질 개발에 접목시킨다는 계획으로 이차전지 관련 특허 2건을 인수했으며, 25년 6월까지 서울시립대학교와 연구 개발을 체결했다. 이온전도도 및 충방전 안정성 측면에서 기존 기술 대비 두 배 우수한 시험 결과를 얻었으며 25년 1분기내 연구결과를 발표할 예정이다. 또 다른 신규 사업 영역은 인공 혈액이다. 23년 7월에는 인공혈액 파이프라인에 대한 초기 연구 및 비임상 시험을 시작했다. 현재 미국 Charles River Laboratories사에서 전임상시험을 진행중이며, 독성시험 결과를 25년 상반기 내 발표할 예정이다. 향후 출혈모델, 암모델 등 다수의 동물효능 시험을 실시할 예정이다.

내년 FDA승인 여부와 연구 결과 발표

3분기 매출은 여러 단기적인 이슈로 큰 폭으로 감소하였다. FDA 승인 실사로 Intas사 공장 가동이 약 두 달간 중단되었고, 유럽향 패키징 문제 또한 매출에 영향을 미쳤다. 4분기부터는 매출이 정상화될 것으로 기대된다. 특히 Pegfilgrastim 바이오시밀러의 FDA 승인과 함께 새롭게 진출한 2차전지 및 인공혈액 사업에서의 연구 성과가 내년 상반기 내 발표될 예정으로, 긍정적인 성장을 기대해볼 법하다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	5	10	7	12
영업이익	2	3	0	5
세전이익	1	1	1	6
순이익	1	0	1	5
EPS	104	25	73	374
증감율	(18.1)	(76.0)	192.0	412.3
PER	140.4	1,040.0	152.7	30.2
PBR	18.5	19.4	5.7	4.9
EV/EBITDA	69.9	70.6	145.2	24.4
ROE	13.6	1.8	3.6	16.4
BPS	788	1,337	1,955	2,301
DPS	0	0	50	75





큐리옥스바이오시스템즈

차곡차곡 상업화 과정 진행 중

[출처] 키움증권 신민수 애널리스트

신제품 출시 이후 데모 및 발주 진행 중

'24년 매출액 58억 원(YoY -15.0%), 영업이익 -125억 원(YoY 적지, 영업이익률 -217.6%)을 전망한다. 기존의 'Laminar Wash' 제품군은 세포 전처리 과정을 자동화하는 성능을 자랑했으나, 높은 판가와 복잡한 적용 프로토콜 등으로 인해 고객사들이 적극적으로 구매에 나서지 않는 모습이였다.

지난 6월 말에 이전보다 판가가 낮은 'Pluto LT' 신제품을 출시하였고, 데모 및 발주를 진행하며 새로운 수요에 대응 하는 중이다. 이에 가성비 라인으로 낮은 가격대에 우수한 성능의 'Pluto' 제품을 통해 새로운 수요에 대응하는 중이다. 또한, 지난 12월 5일, 'Pluto'의 워크스테이션이 중국 NMPA로부터 의료기기 1등급 인증을 획득하며 세포 분석 공정 최대 시장 중 하나인 중국으로의 진출이 가시화되었다.

향후 신제품도 R&D를 진행하고 있으며 '25년 중으로 출시할 수 있을 것으로 보인다. 이는 기존 제품 포트폴리오 판매세가 부진한 탓이 아닌 다각화된 시장의 수요에 맞춰 여러 라인업을 확보하기 위함이다.

상업화 과정 측면에서는 Beckman Coulter와의 'Venus HT' 공동 마케팅 계약, Revvity 중국법인과의 'Pluto LT' OEM 계약 등 긴 업력과 풍부한 사업 노하우를 자랑하는 업체들과의 협업도 순항 중이다.

미국 서부에는 스탠퍼드 대학, 미국 동부에는 케임브리지에 큐리옥스 혁신 센터(CIC)를 개설하였다. 오프라인 데모 거점으로서 동사의 장비를 소개하고, 주요 고객들의 늘어나는 데모 요청을 처리하기 위함이다. 향후 미국 샌프란시스코, 영국 런던 등의 지역에 데모 거점을 신설하여 더욱 적극적인 해외 영업에 나설 것으로 전망한다.

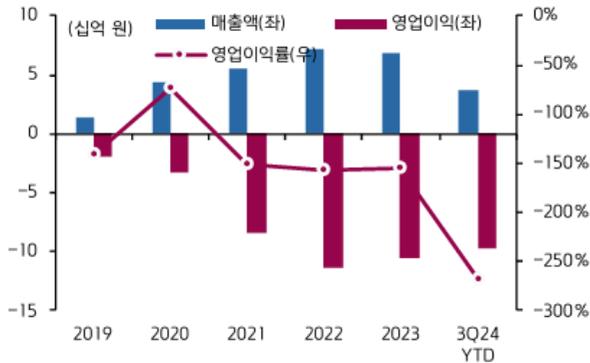
200억 원 전환사채 발행으로 R&D 및 마케팅 실탄 확보

지난 7월에는 200억 원 규모의 전환사채를 발행할 것을 공시하였다. 주요 주주인 루하PE 등이 출자에 참여하였고, 표면이자율과 만기이자율 모두 0%다. 사채에 대한 조기상환청구권(put option)과 매도청구권(call option)이 모두 붙어있다. 3Q24 말 현금성자산은 약 300억 원으로 신제품 R&D와 기존 제품 마케팅을 수행하는 데에 무리가 없는 상황이다.

투자지표

(십억 원) IFRS 연결	2021	2022	2023	2024F
매출액	5.5	7.2	6.8	5.8
영업이익	-8.3	-11.4	-10.6	-12.6
EBITDA	-7.1	-9.8	-8.6	-9.5
세전이익	-14.7	-11.3	-10.2	-12.7
순이익	-14.5	-11.5	-10.0	-12.4
지배주주지분순이익	-14.5	-11.5	-10.0	-12.4
EPS(원)	-1,700	-1,136	-701	-775
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	적지
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	N/A	N/A	7.63	7.08
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
영업이익률(%)	-150.9	-158.3	-155.9	-217.2
ROE(%)	-127.1	-46.5	-20.8	-25.3
순차입금비율(%)	476.8	-18.9	-31.9	-29.2

큐리옥스바이오시스템즈 연간 실적 추이

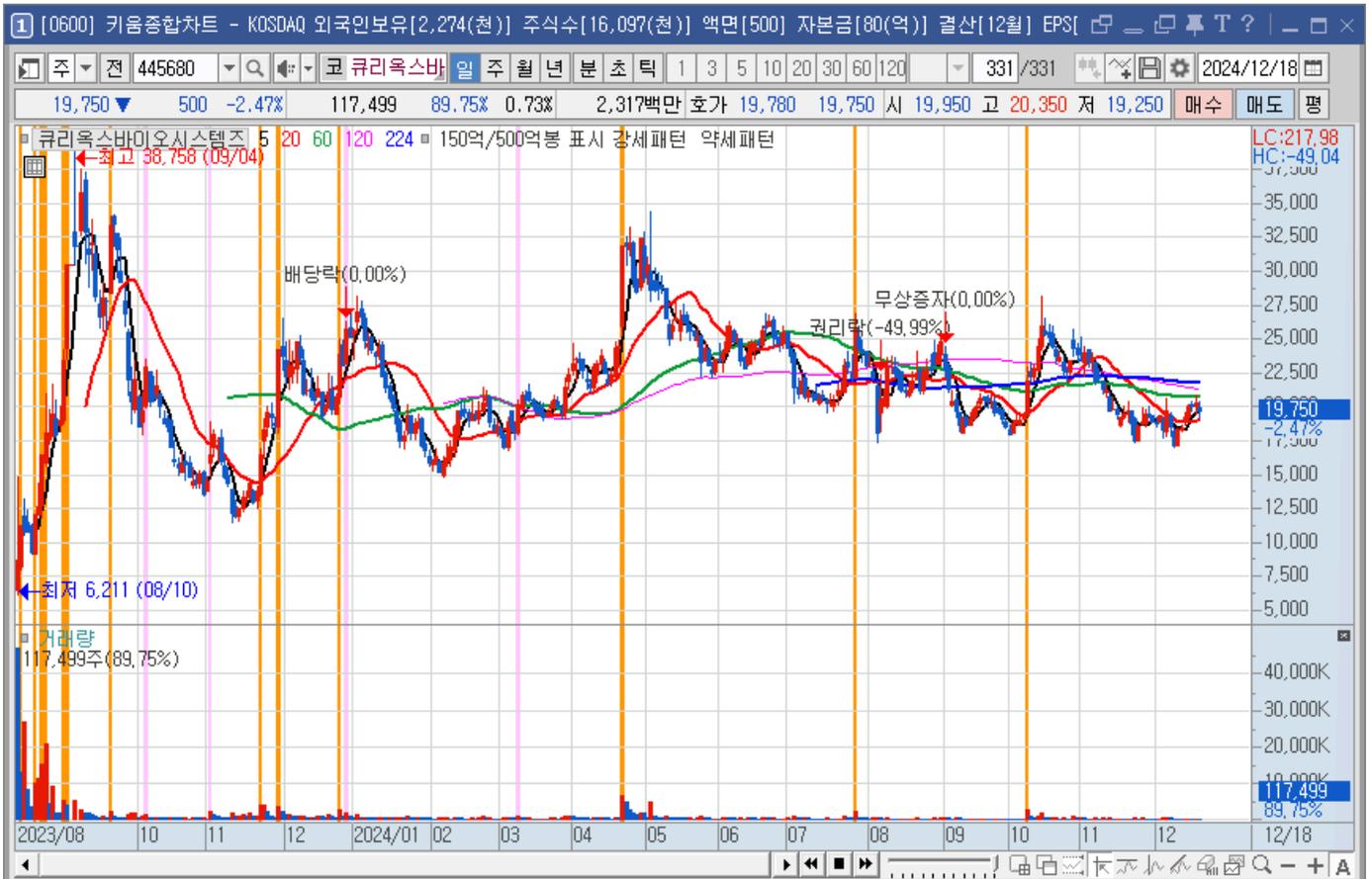


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

큐리옥스바이오시스템즈 사업부별 연간 매출액 추이



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터



삼성전기
 2025년 P/B 1.1배, 저평가 받을 이유 없다
 [출처] 키움증권 김소원 애널리스트

4Q24 영업이익 1,438억원, 예상치 하회할 전망

4Q24 매출액 2조 3,622억원(-10% QoQ, +2% YoY), 영업이익 1,438억원(36% QoQ, +30% YoY)으로, 시장 기대치(1,641억원)를 하회할 전망이다. 스마트폰 수요가 부진함에 따라 MLCC 및 BGA 기판 중심의 연말 재고 조정이 불가피할 전망이다. Counterpoint에 따르면 4Q24 스마트폰 출하량 성장률은 -0.2% YoY로, 이전 추정치(+2.1% YoY)를 하회할 것으로 상된다. 그러나 AI 서버용 MLCC와 서버 CPU용 FC-BGA의 수요는 여전히 견조하며, 특히 동사의 AI 서버용 MLCC 점유율은 약 38%로, 일본 Murata(40% 이상 추정)와 사실상 과점하고 있는 것으로 파악된다.

2025년, 전 사업부별 모멘텀 강화

2025년 매출액 11.1조원(+9%YoY), 영업이익 9,370억원(+24%YoY)으로 전망한다. 2025년은 ① AI 디바이스 침투율 확대, ② AI 가속기용 FC-BGA 신규 공급, ③ 중국 부양책 강화에 따른 스마트폰 수요 개선 모멘텀이 더해질 전망이다. 2025년은 AI 서버용 MLCC뿐 아니라 AI 디바이스 침투율 가속화에 힘입어 MLCC의 탑재량 증가가 동반될 것이다. 공급 측면에서는 Capa loss를 유발하는 고용량 MLCC의 비중 확대와 함께 수급 개선을 예상한다.

패키지 기판 사업부는 글로벌 빅테크 업체들의 AI 칩셋 경쟁이 심화되는 가운데, 동사의 수혜가 강화될 것이다. 동사는 내년부터 주요 글로벌 빅테크 업체들을 고객사로 확보하며 AI 가속기용 FC-BGA 공급이 본격화될 전망이다. 현재 AI 칩셋을 개발 중인 대다수의 빅테크 기업들과 제품을 테스트 중에 있어 향후 AI 매출 비중은 빠르게 확대될 것으로 판단한다. 더불어 최근 중국은 이구환신 보조금을 증액하고 적용 제품을 확대하는 소비 진작 정책을 발표했으며, 중국 스마트폰 수요 개선과 함께 MLCC 및 카메라 모듈 사업부의 수혜 또한 기대된다.

밸류에이션의 정상화 필요. 업종 최선호주 유지

주가는 최근 급등에도 2025년 P/B 1.1배로, 사업부별 모멘텀이 강화되고 있음에도 불구하고 과거 5년 평균 1.5배 및 실적 역성장이 이어졌던 '22~'23년 평균 1.4배를 모두 크게 하회하고 있다. 4Q24 실적 저점을 통과하고 있고, AI의 수혜가 강화됨에 따라 밸류에이션 정상화가 필요하다는 판단이다. 실적 추정치를 반영하여 목표주가를 180,000원으로 하향하나, 투자의견 및 업종 최선호주 의견을 유지한다.

투자지표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	9,424.6	8,909.4	10,181.9	11,145.0
영업이익	1,182.8	639.4	757.1	937.0
EBITDA	2,061.6	1,476.1	1,554.5	1,758.2
세전이익	1,186.8	543.2	756.6	941.7
순이익	993.5	450.5	623.0	775.4
지배주주지분순이익	980.6	423.0	585.0	728.1
EPS(원)	12,636	5,450	7,538	9,382
증감률(% YoY)	9.9	-56.9	38.3	24.5
PER(배)	10.3	28.1	16.7	13.4
PBR(배)	1.34	1.51	1.17	1.09
EV/EBITDA(배)	4.9	8.0	6.2	5.3
영업이익률(%)	12.6	7.2	7.4	8.4
ROE(%)	13.8	5.5	7.2	8.4
순차입금비율(%)	-0.6	-0.1	-2.8	-5.8

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전기 12개월 Forward P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터

