

2025.10.28

전기전자 (Overweight)

IT H/W 투자전략: 가동률을 넘어 판가로 확산되는 기대

Issue Comment

[전기전자] 고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

IT H/W 업종의 주가 상승세가 가파르다. 당사는 삼성전기를 가장 선호하고, 최소 내년 1 월까지 LG 이노텍에 대한 주가 방향성도 긍정적일 것으로 전망한다. 더불어 메모리 기판 노출도가 높은 PCB 기업에 대한 바스켓 매수 전략 역시 여전히 유효한 것으로 판단한다[링크]. 이와 관련하여, 3Q25 실적 발표를 앞두고 주요 관련 포인트 및 투자 포인트를 정리해보았다.

1] MLCC: 삼성전기의 4Q25 가동률 가이드스가 계절성을 넘어선다면

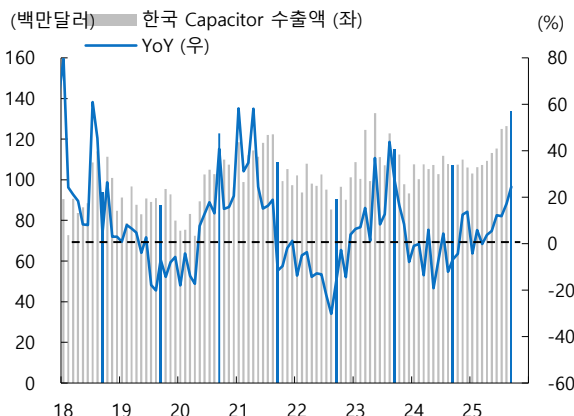
수동부품 수요가 빠르게 개선되면서, 시장의 초점은 점차 판가에 대한 기대감으로 확산되고 있다. 특히 10 월 22 일 Yageo 가 탄탈륨 캐패시터 판가 인상을 결정한 점이 주목 된다. 삼성전기의 컴포넌트 사업부 내 탄탈륨 캐패시터의 매출 비중은 2~3%로 낮지만, 일부 대체재 성격의 수동 부품에서 판가 인상이 이루어졌다는 점은 향후 MLCC 수급과 판가를 가늠함에 있어 긍정적인 신호인 것으로 판단된다.

3Q25 기준 삼성전기의 MLCC 가동률은 약 95%로 사실상 풀가동 상태이며, 4Q25 가동률 가이드스 또한 긍정적으로 제시될 전망이다. 통상 4 분기는 IT 중심 재고조정으로 인한 비수기이지만, 동사 MLCC 매출의 절반을 차지하는 산업.전장 응용처가 견조한 흐름을 보이고 있어 계절성 이상의 가동률 유지가 가능할 것으로 판단된다. 이는 구조적 요인이므로, '26 년 영업이익 컨센서스 상향의 촉매로 작용할 것으로 보인다.

판가 측면에서는, 산업.전장용 MLCC 를 중심으로 app-to-app. 판가 인하 강도가 완화되는 방향을 베이스 시나리오로 상정한다 (vs. 통상 분기 LSD% 판가 인하). 역사적으로 MLCC 판가가 인상되거나, 혹은 판가 인하폭이 완화되는 구간에서 동사 P/B 멀티플이 고점 구간까지 확장되었던 바 있다. 이번 사이클에서도 고점 P/B 로의 확장을 목표로 Buy & Hold 전략을 유지할 것을 추천한다 [그림 7,8].

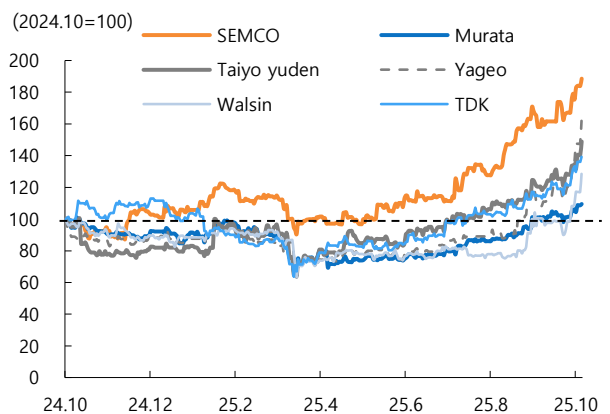
한편, 반도체기판 수요도 우호적인 흐름을 전환되고 있다. 특히 컨벤셔널 서버용 ABF 기판은 물론, 3]에서 후술할 메모리용 BT 기판 가동률 역시 빠르게 개선 중이다. 참고로, 동사 전사 매출에서 ABF 와 BT 기판이 각각 차지하는 비중은 공히 10% 수준이다. (계속)

그림1. 한국의 Capacitor 수출액 추이: 뚜렷한 개선 추세



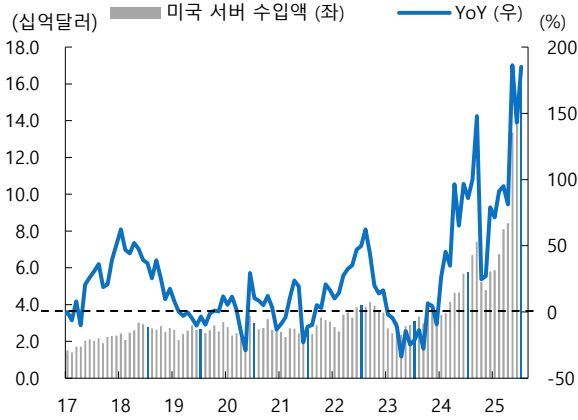
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림2. 주요 MLCC 업체들의 1년 간 상대 주가: 삼성전기 아웃퍼폼



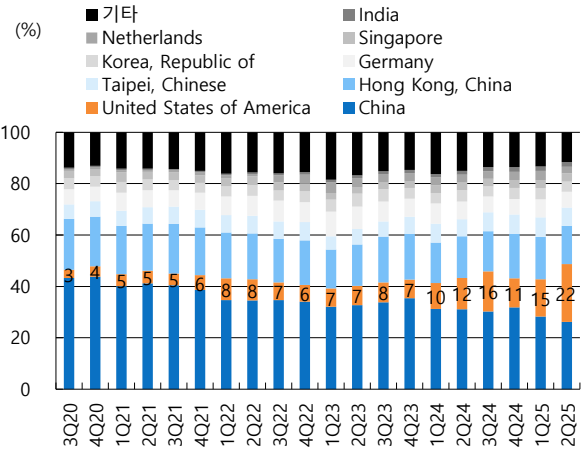
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. (참고) 미국의 서버 수입액 추이: 레코드 하이 지속 경신



자료: ITC, iM증권 리서치본부

그림4. (참고) MLCC 수입액 점유율: 미국 수입 점유율 확대 (서버)



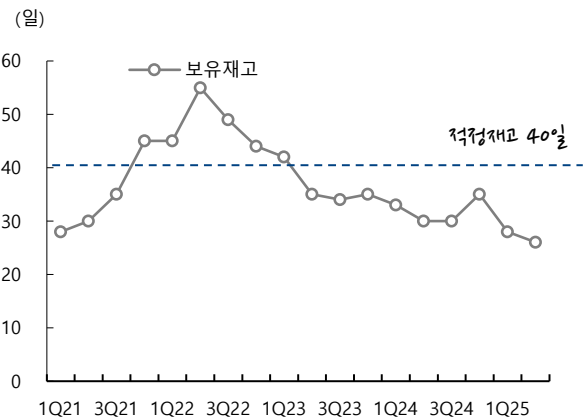
자료: ITC, iM증권 리서치본부

그림5. MLCC 업체별 가동률 추이: 상위 3社 90%대 가동률

업체명	분기별 가동률 추이 및 전망			
	CY4Q24	CY1Q25	CY2Q25	CY3Q25E
삼성전기	77% (하회)	85% (상회)	90% (상회)	95%
Murata	85~90% (부합)	85~90% (부합)	85~90% (부합)	90%
Taiyo Yuden	75%	80%	85%	90%
Yageo (커머디티 /프리미엄)	65%/70%	60%/70%	65%/80%	65%/85%

자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림6. 삼성전기 MLCC 보유재고일수: 높은 가동률에도 낮은 재고



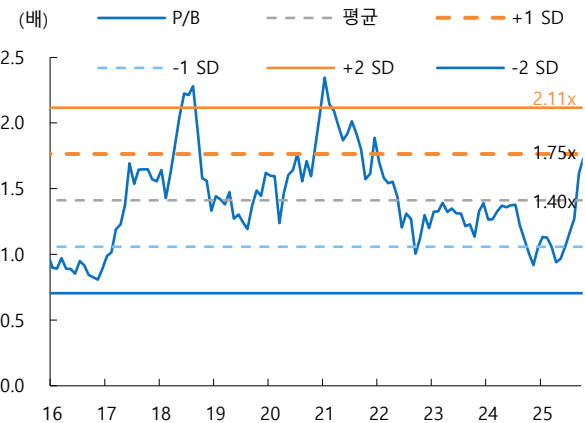
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림7. 시기별 MLCC 가격 인상 요인: 수요 호조 + 공급 충격.
당사는 평가 인하 압력이 멈추는 상황을 베이스로 상정

시기	수요	공급	가격
00~01년	PC 등 디지털기기 붐	탄탈륨 공급 부족 → MLCC 대체수요 발생	Murata 20% 가격 인상
17~18년	하이엔드 스마트폰 (iPhone X) 전장 수요 증가	Murata 범용 MLCC 축소 및 생산 장비 부족 → 증설 리드타임↑	Murata 30% 가격 인상
20~21년	언택트 관련 내구재 사이클	오미크론 확산에 따른 말레이시아 등 동남아 공장 섯다운	가격 상승 없음
26년~	AI, 자율주행 붐에 따른 신규 수요 확대	?	?

자료: iM증권 리서치본부 정리

그림8. 삼성전기 12MF P/B 추이: 과거 +2SD의 고점 구간에서는 평가 인하 압력 완화, 혹은 평가 인상이 있었음



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

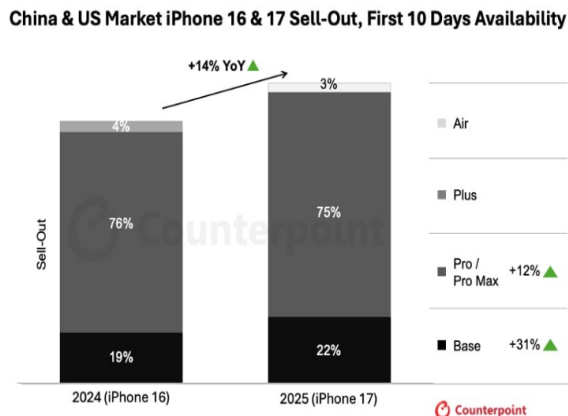
2] iPhone: LG 이노텍 증산 가능성 (+로봇 내러티브?)

iPhone 증산에 대한 기대가 커지고 있다. 당초 당사는 iPhone 17 시리즈에 대한 2H25 빌드업이 전작과 유사한 8,900 만대 수준, 혹은 그에 소폭 미치지 못할 것으로 예상했다. 그러나 최근 수요 동향을 보면 오히려 9,300~9,400 만대 로 상향 조정될 가능성이 높다. 시장조사기관에 따르면 이번 시리즈는 출시 이후 열흘동안 미국과 중국에서 전작 대비 +14% 더 많이 판매된 것으로 집계된다[링크]. 이에 따라, LG 이노텍 역시 이번 3Q25 실적 발표 이후 4Q25 와 1Q26 의 실적 전망이 추가적으로 상향 조정될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

한편, 당사는 LG 이노텍의 '26년 영업이익이 5년만에 성장세로 전환할 것으로 전망한다 [그림 11]. 가변조리개 탑재 및 비용 구조 개선, FC-BGA 의 적자폭 축소가 주된 요인이다. 이에 따라 저점 평균 P/B 인 0.9 배로의 회귀를 베이스 시나리오로 가정하였는데, 현재 주가는 이미 예상보다 빠른 속도로 목표 지점에 근접한 상황이다 [그림 12].

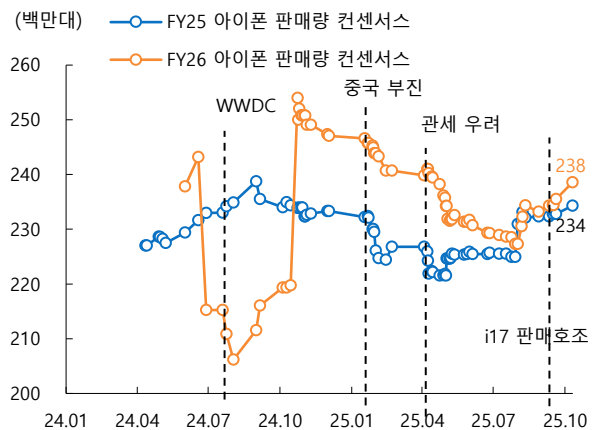
현 시점에서 추가적인 주가 촉매는 로봇 사업이다. 당사는 Figure AI, Boston Dynamics 등 로봇 기업들과 비전 센싱 기술을 협업을 하고 있다. 아직 실적 기여는 미미하지만, 상반기와 달리 본업이 증익 사이클로 진입한 만큼, 내러티브 성격의 모멘텀도 강한 업사이드 리스크로 작용할 수 있다. 당사는 '피지컬 AI'가 핵심 주제가 될 내년 1 월초의 CES 와, 마찬가지로 1 월에 발표될 4Q25 의 호실적을 변곡점으로 보고 있으며, 최소 이 때까지 긍정적인 주가 흐름을 기대한다. (계속)

그림9. 카운터포인트에 따르면 미국과 중국에서 iPhone 17시리즈의 10일간 판매량은 전작 대비 +14% 성장



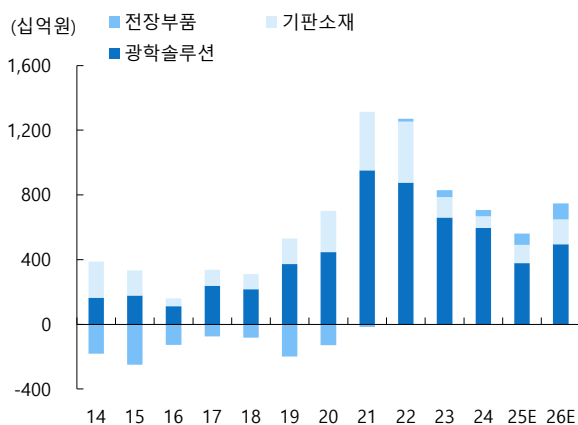
자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

그림10. I17 시리즈의 초기 판매 호조 소식 이후 FY 컨센서스 상향 추세가 가속화되는 모습



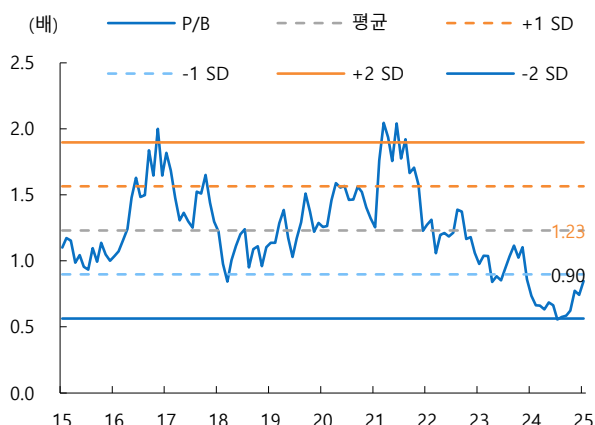
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. LG이노텍의 부문별 영업이익 추이: '26년 기준 5년만에 증익 전환에 성공할 것으로 전망됨



자료: LG이노텍, iM증권 리서치본부

그림12. LG이노텍 12MF P/B 추이: 저점 평균 0.9배 도달. 업사이드 리스크는 로봇과 관련된 내러티브



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

3] 메모리 PCB: 실적 추정치 상향에 따른 2차 주가 랠리 기대

PCB 업종 또한 강한 업사이클 기대감이 반영되고 있다. 전기전자 섹터 내 메모리 PCB에 대한 노출도가 높은 대부분의 기업들은 2026년 기준 P/E가 22배 수준에서 수렴했다. 삼성전기 20배, 심텍 22배, 대덕전자 22배, 티엘비 22배이며, 해외 주요 업체들의 평균 P/E 역시 공교롭게도 22배 수준이다 [그림 13]. 최근 한 달간 메모리 업사이클 기대감에 힘입어 국내 메모리 기판 업체들의 주가가 급등했으며, 이로써 밸류에이션이 1차적으로 글로벌 Peer와의 수준에 근접한 것으로 판단된다.

다만 아직 실적 추정치 상향폭은 충분하지 않은 것으로 판단된다 [그림 14, 15]. 당사는 주요 PCB 업체들의 3Q25 실적 발표 이후 4Q25와 2026년 실적 눈높이가 크게 개선될 것으로 전망하며, 이 과정에서 2차 상승 랠리가 전개될 가능성이 높다고 판단한다. 따라서 관련 종목들에 대한 바스켓 매수 전략은 여전히 유효하다고 본다.

주요 업체들은 LPDDR 및 NAND 용 메모리 기판 수주가 당초 계획보다 빠르게 개선되고 있음을 언급하고 있다. 이에 따라 2Q25 기준 70% 수준이었던 국내 기판 업체들의 평균 가동률은 3Q25에 80%로 상승할 전망이며, 4Q25에도 추가적인 개선으로 이어질 가능성이 높다. 실제로 3Q25 한국의 PCB 수출액은 전분기 대비 +9% 증가하며, 지난 3년간 평균이었던 +2% QoQ 개선폭을 크게 상회했다 [그림 16, 17].

한편 BT 기판 가격과 관련해서는 일부 기업들이 고객사와의 판가 협상에서 협상력이 점진적으로 개선되고 있음을 언급하고 있다. 이미 7~9월에 사이 대만의 BT 기판 업체들은 원자재 부담 상응을 이유로 판가를 인상한 바 있는데, 이 당시에 국내 업체들은 이러한 판가 인상에 대하여 유보적인 입장이었던 바 있다 [링크]. 그러나 최근 국내 BT 기판 업체들의 가동률이 본격적으로 개선되고 있는 만큼, 자재 쇼티지 및 원부자재 가격 상승에 따른 판가 인상이 현실화될 경우 2026년에는 추가적인 마진 업사이드 요인으로 작용할 가능성이 열린 것으로 판단된다.

그림13. 글로벌 PCB (반도체기판 및 모듈PCB) 업체들의 '26년 기준 P/E는 평균적으로 20배 초반 수준에서 키밋춤하는 모습

		Ibiden	Kinsus	Nanya PCB	Unimicron	Tripod	삼성전기	대덕전자	심텍	티엘비
EPS성장률	2024A	1	-3	-97	-59	34	54	-10	적지	38
	2025E	19	3,312	710	12	33	-14	31	적지	304
	2026E	34	65	172	146	13	46	175	흑전	58
	2027E	22	26	47	31	10	21	27	56	24
영업이익률	2024A	12.9	3.6	-3.9	4.4	14.8	7.1	1.3	-3.8	1.9
	2025E	15.1	7.6	5.0	6.1	17.9	7.7	2.9	2.2	9.9
	2026E	17.2	10.7	11.3	10.8	18.7	9.2	7.5	7.6	12.6
	2027E	19.1	11.5	14.8	12.4	19.1	10.0	9.4	10.2	12.0
ROE	2024A	13.3	22.0	41.2	40.4	15.4	13.3	23.0	49.8	31.3
	2025E	7.8	4.4	3.4	5.3	20.2	7.0	3.5	-3.0	14.8
	2026E	9.8	7.2	10.5	12.8	21.7	9.2	8.9	17.2	21.1
	2027E	10.7	9.1	13.6	14.7	20.3	10.3	10.8	21.2	21.1
PER	2024A	12.8	6.8	7.6	6.0	8.0	9.8	5.3	3.4	6.0
	2025E	37.7	42.2	115.2	46.7	16.8	27.7	58.3	n/a	37.7
	2026E	28.3	23.4	35.1	18.7	14.4	19.6	22.1	21.5	22.3
	2027E	23.4	17.5	22.8	14.6	13.1	16.2	16.9	14.2	18.3
PBR	2024A	1.6	1.4	2.7	2.1	1.2	1.3	1.1	1.4	1.6
	2025E	2.9	2.0	3.9	2.6	3.3	1.9	2.1	4.2	5.2
	2026E	2.7	1.8	3.7	2.4	3.1	1.8	2.0	3.5	4.3
	2027E	2.4	1.7	3.5	2.1	2.3	1.6	1.8	2.8	3.5
EV/EBITDA	2024A	5.6	3.2	4.6	3.2	3.6	4.5	2.3	1.7	4.0
	2025E	11.4	9.0	21.4	10.2	9.4	9.2	12.2	21.1	21.6
	2026E	9.3	7.6	13.8	7.6	8.5	8.0	8.5	11.8	14.9
	2027E	8.1	6.9	11.1	6.6	7.3	7.2	7.4	9.0	12.2
주가수익률(%)	1M	19.4	30.0	16.2	-1.9	4.5	10.7	20.8	37.9	31.5
	3M	68.5	40.8	58.9	18.6	18.9	65.1	73.2	155.1	157.5
	6M	178.8	104.2	195.4	77.8	92.2	82.8	140.8	238.8	265.1
	1Y	124.3	27.5	95.5	-5.8	71.7	89.9	122.6	259.7	500.8
	YTD	121.7	45.2	110.5	12.0	70.8	80.1	132.2	424.9	421.8

자료: Bloomberg (10/27), iM증권 리서치본부

그림14. 심텍의 12MF 영업이익과 주가 추이: 3Q25 실적 발표 이후
상향 조정이 가파르게 발생할 것으로 보임



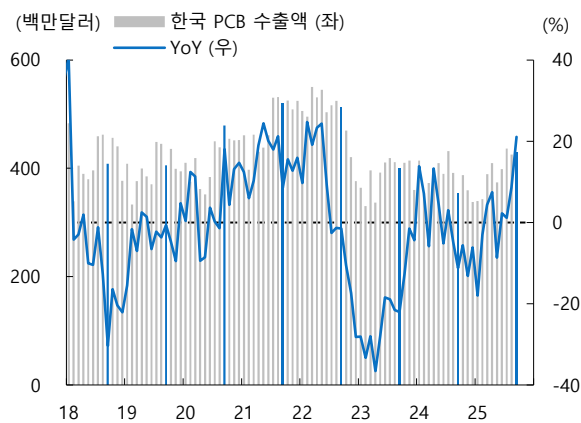
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. 대덕전자의 12MF 영업이익과 주가 추이: 3Q25 실적 발표
이후 상향 조정이 가파르게 발생할 것으로 보임



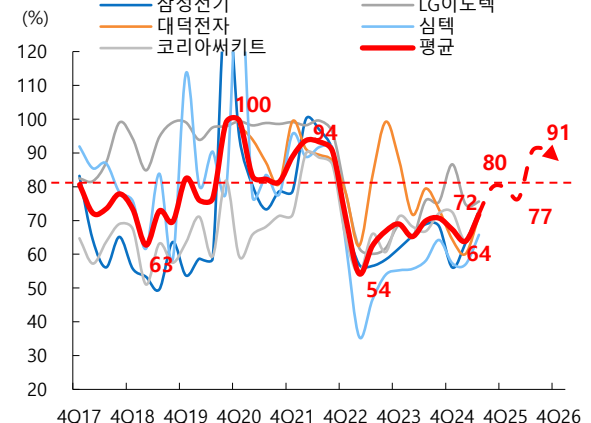
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부 정리

그림16. 한국의 PCB 수출액: 9월 +21% YoY로 집계 (3Q25 기준
+9% QoQ 개선 vs. 3년 평균 계절성 +2% QoQ)



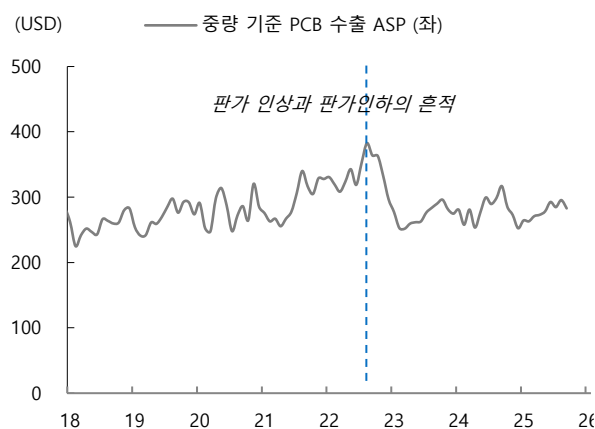
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림17. 국내 PCB 업체들의 가동률은 2Q25 72%에 근접했고,
3Q25에 80%에 도달할 듯



자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림18. 한국의 중량 기준 PCB ASP: 2H22 가파른 판가 인하 이후
L자형 유지. 다만 최근 판가와 관련된 긍정적 변화 감지

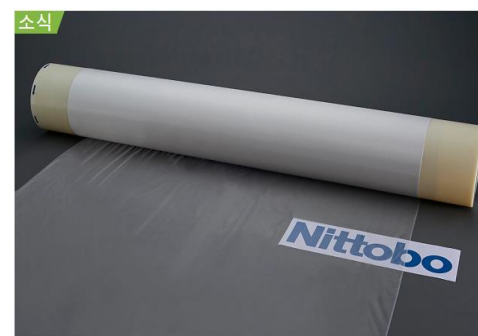


자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림19. 대만 업체들은 이미 BT 기판 가격을 +20% 가량 올린
것으로 파악됨

[뉴스] AI 붐과 공급 부족으로 BT 기판·유리섬유 가격 20% 급등 예상

2025년 7월 22일 | 반도체 | 편집자 | f in



자료: Commercial Times, Trendfroce (링크), iM증권 리서치본부

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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

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

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%