2025.12.04

# 전기전자 (Overweight)

## 2026년 전망보고서 주요 피드백 정리 (MLCC, PKG기판, BoM 부담)

Issue Comment

[전기전자] 고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com, [IT RA] 박정하 2122-9195 jhpark@imfnsec.com

**연간 전망 세미나를 통해 투자자들의 주요 관심사를 확인할 수 있었고, 이에 대한 의견을 정리해보았다** [전망보고서링크]

### 1] 삼성전기 멀티플이 추가적으로 확장될 가능성은?

삼성전기 관련, 이미 주가가 오른 상황에서 멀티플이 추가적으로 확장될 가능성, 혹은 그 조건에 대한 논의가 주를 이루었다. 당사는 궁극적으로 이전 사이클 고점인 P/B 2.3배를 목표로 함에 무리 없을 것으로 판단한다 (vs. 현재 2.1배 타겟)

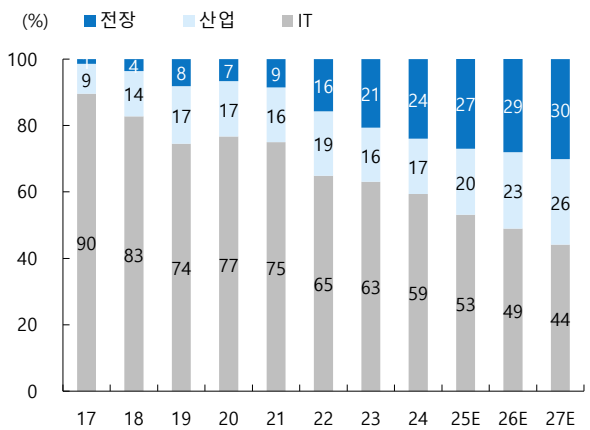
① 이익 지속성이 강화되고 있다. '17~18년, '20~21년 상승 사이클 당시 MLCC 매출에서 IT 비중은 80% 내외였다. 그러나 올해 동사 MLCC 매출에서 IT 비중은 53%로 축소되고, 산업(서버)·전장이 47%로 확대될 전망이며, '27년까지 후자의 비중이 56%로 추가 확대될 전망이다. 뿐만 아니라, 고성장하는 AI서버용 MLCC 시장의 경우 동사와 Murata가 과점하고 있다. 이러한 모든 요소가 동사의 이익 지속성을 강화하는 방향으로 작용한다 [그림1, 2].

② Murata가 '25~30년 AI서버용 MLCC 연평균 성장률 가이던스를 기존 +18%에서 +30%로 대폭 상향했다 [그림7, 8]. 이 경우 AI 서버용 MLCC 시장은 '25년 1.0~1.1조원에서 '30년 3.7조~4.0조원 규모로 확대될 전망이다. 당사는 동 시장이 연평균 +21% 성장하여 '30년 2.7조원 규모가 될 것으로 보았는데, 금번 Murata 가이던스는 이를 크게 상회하는 것이다.

③ 판가 인하 폭이 완화되고 있다. 수급이 타이트한 상황에서 일반 서버, 전장용 MLCC에 대한 판가 조건이 개선되고 있다. AI 서버용 MLCC는 초과 수요이므로 스팟 공급이 이루어지고 있으며, Murata의 가격 정책에 따라 업사이드가 생길 수 있다. IT용 MLCC는 분기마다 판가 협상을 하는데, AI 서버용 MLCC 생산 배분 확대가 IT용 공급 축소를 유도하며 판가 인하 압력이 약해질 가능성을 기대한다 (AI 서버용 MLCC는 생산 리드타임이 IT의 두 배이므로, 전체 유효 캐파 축소 효과)

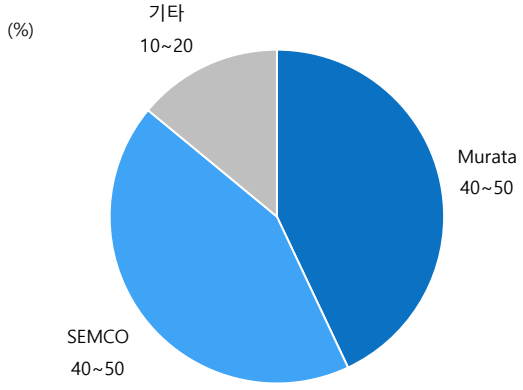
④ 당사는 판가 인하 완화를 베이스 케이스로 상정하나, 만약 판가가 인상이 현실화될 경우 '26년의 이익 추정치가 대폭 상향 조정되어야 할 것으로 판단된다. 주가 측면에서는 MLCC 가격 인상이 있던 '17~'18년 사이클 당시 동사의 수익성 정점 시점이 연장되었고, 결과적으로 삼성전자 대비로도 크게 아웃퍼폼했던 바 있다 [그림3, 4] (계속)

그림1. 삼성전기 MLCC 적용처별 매출 비중 추이 및 전망: IT 비중이 축소되고 산업(서버)·전장 비중이 확대



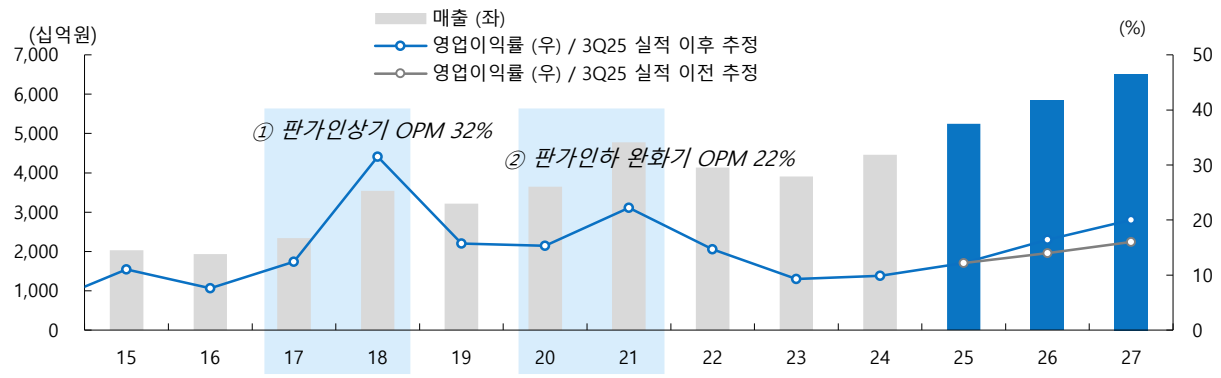

자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

그림2. AI 서버용 MLCC 시장 경쟁 구도: Murata와 삼성전기가 시장을 양분하고 있음




자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림3. 삼성전기 MLCC 매출, OPM 추이 및 전망




**MLCC 판가 인하 압력 완화, 혹은 판가 인상이 수반될 경우 수익성 개선폭은 시장의 예상보다 훨씬 가파를 수 있음**

① '17~18년: 판가 인상기. 당시 연간 MLCC OPM은 32%였으며, 분기 최고 OPM은 3Q18의 38%였음

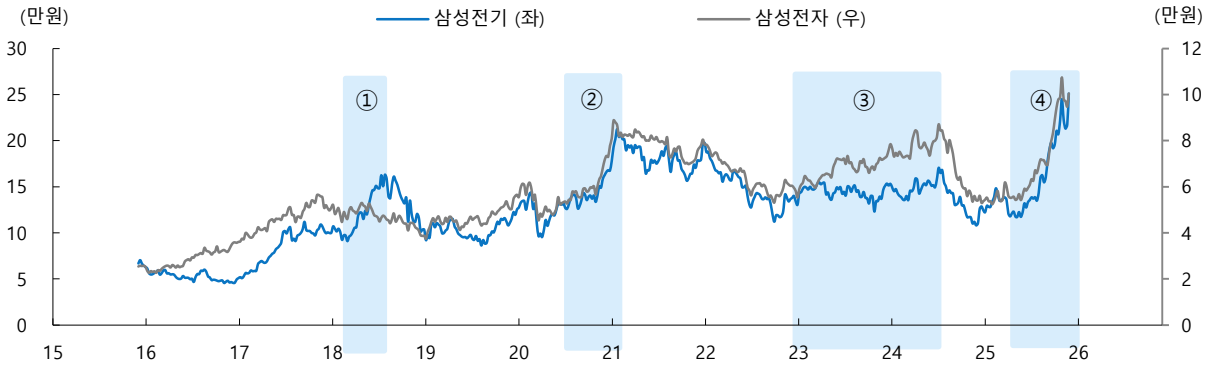
② '20~21년: 판가 인하 완화기. 당시 연간 MLCC OPM은 22%였으며, 분기 최고 OPM은 3Q21의 26%였음

③ '25~26년: 최근 '20~21년과 같은 판가 인화 완화 확인되고 있음. 현재 26년 OPM 컨센서스는 15%이나, 과거 사례를 감안 시 컨센 낮아보임

특히, 과거 대비 AI서버, 전장 등 고마진 제품군 중심의 믹스 개선이 동시에 전개됨에 따라, 과거 대비 판가 인하 완화 효과가 더 극대화될 수 있음

자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 삼성전기와 삼성전자의 주가 추이




**삼성전기-삼성전자 주가 상관관계 91% 육박. 가동률이 오르고 MLCC 판가 인하 압력 완화 구간에서는 동행, 판가 인상 구간에서는 아웃퍼폼**

① '17~18년: 삼성전기가 삼성전자를 아웃퍼폼. 삼성전자 고점은 '17년 11월, 삼성전기 고점은 '18년 7월 (MLCC 판가 인상 → OPM peak 연장)

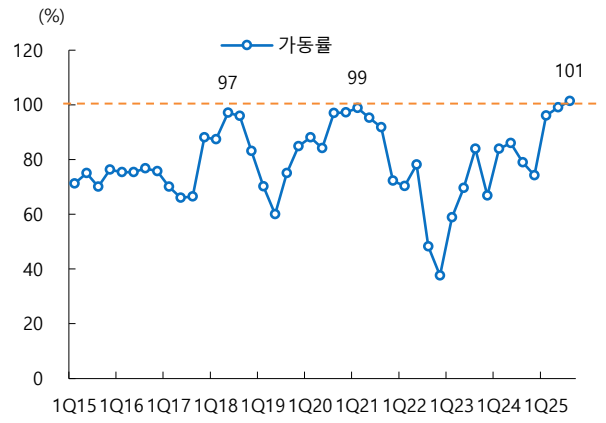
② '20~21년: 삼성전기와 삼성전자가 동행. 유동성 확장과 IT 내구재 수요 폭증으로 레거시 중심의 실적 개선이 수반되었던 시기

③ '23~24년: 삼성전기가 삼성전자를 언더퍼폼. 삼성전기의 MLCC는 전형적인 범용 컴포넌트로 인식되어 'AI 훈련 수요'에서 배제

④ '25~26년: 삼성전기와 삼성전자가 동행. 'AI 추론 수요' 확대에 따른 MLCC 등 범용 컴포넌트에 대한 AI 수혜 확대, 레거시 메모리 가격 폭등

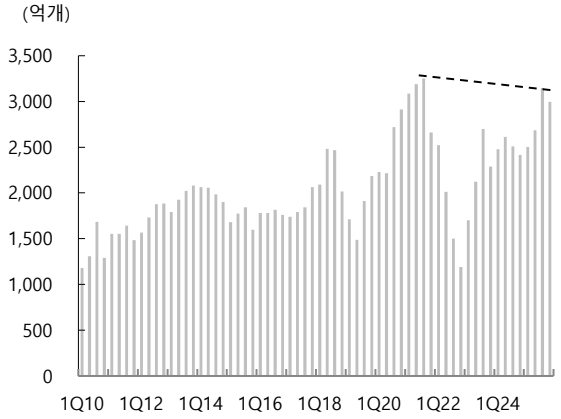
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림5. 삼성전기의 수동소자 가동률 추이: 100%를 상회. 이전 사이클에서는 각각 97%, 99% 가동률이었음



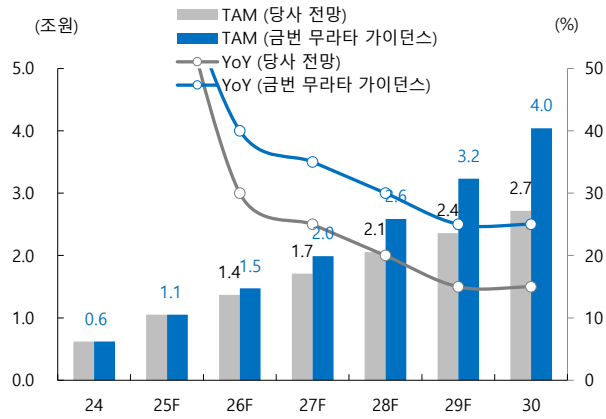

자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림6. 삼성전기의 수동소자 생산량: 가동률 100% 넘었는데 생산량은 과거 사이클 대비 감소. 캐파 부하 의미



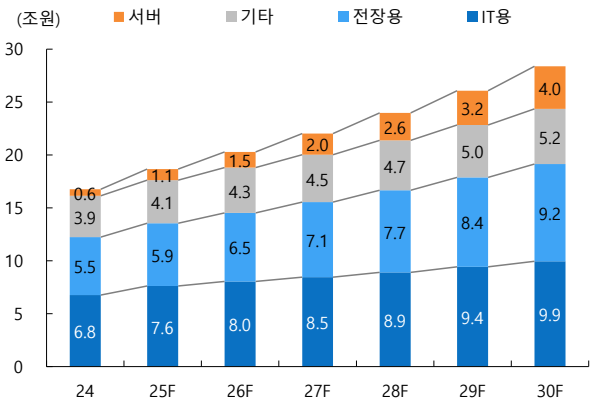

자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림7. AI서버용 MLCC 시장 전망: Murata는 연평균 +30% 성장 가이던스 제시. '25년 1조원 → '30년 4조원으로 성장




자료: Murata, iM증권 리서치본부 추정

그림8. Murata 가이던스가 현실화될 경우, AI 서버 MLCC가 전체 시장에서 차지하는 비중은 '25년 6% → '30년 14%로 확대




자료: Murata, iM증권 리서치본부 추정

## 2] BoM 코스트 부담이 LG이노텍에게 부정적 영향을 미칠 가능성은?

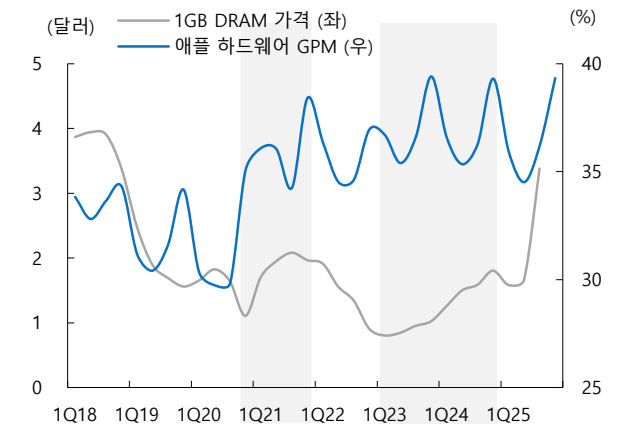
메모리 가격 급등에 따른 차기 iPhone 가격 인상 가능성, 그로 인한 수요 훼손 및 여타 부품에 대한 판가 인하 압력 심화 가능성은 공통적으로 제기되는 우려 사항이었다. LG이노텍이 여기에 해당된다.

① Apple은 매년 유연한 가격 정책을 통해 원가 부담 요인을 최소화해왔으며, 높은 브랜드 충성도를 기반으로 가격 전가력을 확보하고 있다는 점을 주목한다. 과거 시계열을 보면, DRAM 가격 추이와 Apple의 하드웨어 부문 매출 총이익률 사이에는 유의미한 상관관계가 나타나지 않는다. 심지어 DRAM 가격이 상승하는 시기에도 매출 총이익률이 동반 상승하는 모습도 관찰된다. 재료비 부담과 제품 판가 인상이 시차를 두고 발생함에 따른 영향도 일부 있을 것으로 판단된다. Apple의 매출 총이익률은 당연하게도(?) iPhone ASP와 같은 방향성을 보이는 것으로 나타나는데, 결국 핵심 변수는 원가 변동 그 자체가 아닌 이를 가격에 반영할 수 있는 전가력에 달려있는 것으로 판단된다.

② 한편, 부품에 대한 판가 인하는 통상 신제품 출시 전 신규 벤더사 진입 허용을 통한 벤더 간 판가 경쟁 유도, 혹은 신제품 판매 부진 확인 이후 고통 분담 성격의 사후적 압력 강화 형태로 발생한다. 카메라 모듈은 이미 신규 벤더사 진입에 따른 강한 경쟁 국면을 경험했으며, 현재 이러한 경쟁 강도가 하향 안정화된 것으로 파악된다. 오히려 '26년에는 가변조리개 탑재로 인해 판가가 유의미하게 상승할 가능성이 높다. 결론적으로, 경쟁 유도를 통한 선제적 판가 인하 압력은 제한적이며, 판매 부진 이후의 사후적 판가 인하 압력 가능성은 잠재 위험이나, 현 시점에서 내년 아이폰 18시리즈의 부진을 예단하기엔 이르다.

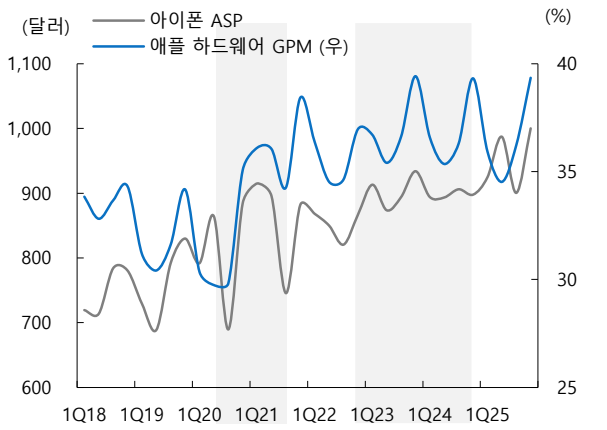
따라서 당사는 LG이노텍에 대해 긍정적인 시각을 견지한다. '26년 ROE가 평균 수준인 10% 초반으로 회귀하며, P/B 역시 평균 수준인 1.23배를 목표로 함에 무리 없다는 판단이다. (계속)

그림9. DRAM 가격과 Apple 하드웨어 부문의 매출총이익률



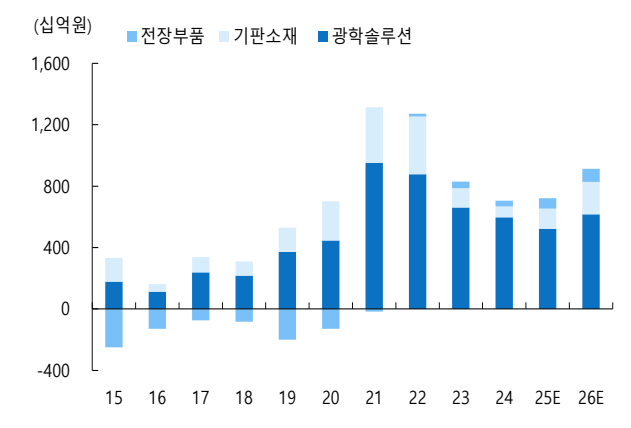

자료: WSTS, Inspectrum, Apple iM증권 리서치본부

그림10. 아이폰 ASP와 애플 하드웨어 부문의 매출총이익률



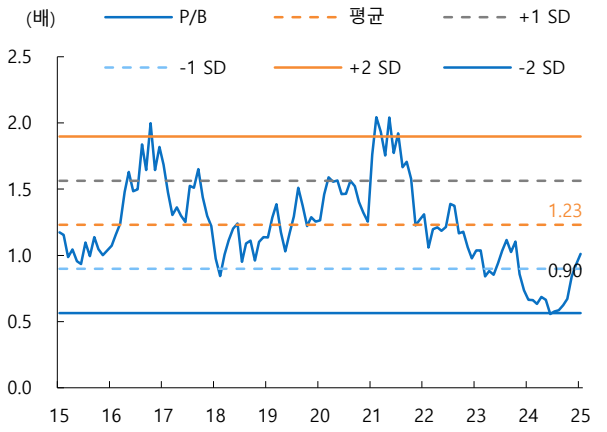

자료: Apple, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. LG이노텍 부문별 실적 추이 및 전망




자료: LG이노텍, iM증권 리서치본부

그림12. LG이노텍의 12MF P/B 추이: 평균 수준을 목표로 함




자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

### 3] 메모리 PCB 공급망에 대한 추가 업사이드와 선호도는?

메모리 PCB (패키지 및 모듈) 업황 개선 방향에 대한 이견은 크지 않았다. 다만 이미 주가가 오른 상황에서 추가적인 상향 여지가 있을 지, 그리고 기판 업종 내에서의 선호도가 어떤 지에 대한 논의가 주를 이루었다.

① 국내 메모리 PCB 업체들의 '26년 영업이익률 가이던스는 HSD~LT%으로 분포되어 있다. 이는 기판 업체들의 지속가능한 영업이익률 수준이기도 하다. 실제로 지난 20년 간 패키지 기판 산업의 평균 수익성은 8~9% 수준이다. 다만 최근 업황 개선 강도가 미드 사이클 이상이라는 점, 자재 부담을 감안한 판가 인상 분위기가 감지된다는 점을 감안할 때, 국내 기업들의 가이던스는 상대적으로 보수적인 것으로 보인다.

또한 주요 업체들이 SOCAMM 모듈 PCB, SOCAMM 모듈용 LPDDR 기판, 루빈 CPX용 GDDR7 등 신규 응용처에 대한 업사이드를 '26년 가이던스에 충분이 반영하지 않았다는 점도 추가적인 업사이드 요소인 것으로 판단된다. 당사는 이러한 신규 응용처의 합산 TAM이 '26년 2,000억원 이상, '27년 4,000억원 이상으로 확대될 것으로 전망한다.

② 당사는 기본적으로 메모리 PCB 업체에 대한 바스켓 매수를 추천하나, 바스켓 내에서 선호도에 대한 논의도 많았다. 관련 업체들의 주가 방향성은 대동소이할 것으로 판단하나, 굳이 꼽자면 당사는 상대적으로 대덕전자와 심텍에 대한 선호 의견를 제시하였다.

대덕전자는 Peer 중 BT기판의 수익성이 가장 높고, ABF기판의 적자폭 개선이 예상보다 빠르며, MLB 사업이 여전히 히든 밸류로 남아있다는 점을 긍정적으로 본다. 심텍은 SOCAMM, LPDDR, GDDR7 등 신규 서버 응용처와 관련된 업사이드가 시장 기대치에 추가적으로 반영될 수 있다는 점을 긍정적으로 본다. (끝)

## 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.

**[투자의견]**

종목추천 투자등급
종목투자의견은 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% |