iM증권

Issue Comment

Overweight

2026.11.17

전기전자 (Overweight)

PCB 산업, 견조한 BB Ratio, 차오르는 가동률, 개선되는 단가

모든 지표가 개선을 향함

① 견조한 BB Ratio: 대덕전자, 심텍, 코리아써키트, 티엘비 4사의 사업보고서에 기재된 수주잔고를 이용해 '21년 이후 분기 BB Ratio를 산출(신규수주/매출). 4사의 TTM BB Ratio는 2Q25부터 6개 분기 연속 1.0을 상회[그림1]. 3Q26으로 한정해서 보면 코리아써키트와 티엘비의 BB Ratio가 크게 개선. 티엘비 2.5, 코리아써키트 2.2로 분기 매출의 2배가 넘는 수주가 들어옴[그림2]. PCB는 주로 단납기 제품이라 분기 BB의 변동성이 큰 편인데, 두 회사 모두 2개 분기 연속 2배 안팎을 기록했다는 점이 이례적

결과적으로 수주잔고 커버리지도 상당히 개선. 3Q26 말 수주잔고는 티엘비가 분기 매출의 2.9배, 코리아써키트가 2.8배. 잔고가 현재 속도로 매출로 전환된다고 가정하면, 두 회사의 1H27 매출은 상당 부분 확보된 상태로 볼 수 있음[그림3]

같은 맥락에서 9월 북미 PCB BB Ratio도 1.8로 20년래 최대치[그림4]. GEA는 데이터센터, 네트워킹, 항공우주 및 방위 산업이 PCB 수요를 견인하고 있다고 언급. 다만 동박, 수지, 유리섬유가 병목으로 작용하면서 소재 원가와 납기가 압박을 받고 있다고 덧붙임

② 우상향하는 단가: 납품 단가도 개선세 지속. 3Q26 납품 단가는 전년 대비 대덕전자 +61%, 심텍 +41%, 티엘비 +41%, 코리아써키트 +26% 상승[그림5]. 3Q26까지의 개선은 SOCAMM, Flip Chip류 등 고부가 기판 중심의 믹스 개선 효과에 주로 기인. 메모리기판 업체들의 app-to-app 판가 인상 효과는 4Q26~1Q27에 본격화될 것으로 보이며, FC-BGA는 고객사별 판가 인상이 '27년까지 이어질 것으로 전망

③ 차오르는 가동률: 분기보고서상 대덕전자, 삼성전기의 3Q26 가동률은 사실상 꽉 찼고, 실제로도 그러함. 면적 기준 가동률은 대덕전자 95%, 삼성전기 패키지기판 91%이고, 심텍도 80%대[그림6]. 티엘비와 코리아써키트는 각각 73%, 61% 낮게 나오나, 적층 부하가 큰 제품 중심으로 매출이 확대되고 있음을 감안하면 실질 가동률은 이보다 높을 것

④ 빌드업 재확인: 3Q26 재고일수는 전분기 대비 대덕전자가 63일에서 74일, 심텍이 63일에서 79일, 티엘비가 68일에서 76일로 대체로 늘었음[그림8]. 이는 신제품 양산에 대비한 재고 빌드업 성격. 대만 데이터에서도 비슷한 흐름이 확인. 대만 IC기판 재고액은 3개월 평균 기준 208% YoY 늘며, 같은 기간 IC기판 판매액 54% YoY를 크게 상회[그림9, 10]. 쌓인 재고가 공급되기 시작하면 매출이 크게 레벨 업될 전망

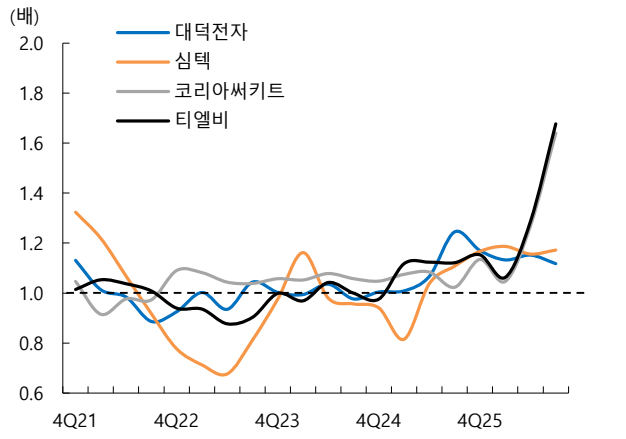
⑤ 늘어난 선수금: 대덕전자 3Q26 비유동선수금 914억원, 이를 보증하는 담보 1,122억원 설정 공시[그림11]. 시장에서는 증설 재원 마련을 위한 희석 성격의 자금 조달 우려가 있었으나, 추가 고객사 선수금, EBITDA, 차입 여력 감안하면 그 가능성은 매우 낮음. 삼성전기는 유동 선수금이 2,246억원에서 5,041억원으로 늘었음[그림12]. MLCC와 기판 중 어느 쪽인지 불명확하나, 단기에 납품해야 할 물량이 크게 늘었다는 의미. 장기공급계약 관련 선수금 총액도 $5.4억에서 $7.8억으로 증가

결론적으로 PCB 업종에 대해 긍정적. BB Ratio, 단가, 가동률 등 지표가 건전하게 유지되고 있음. 그러나 역금융장세 속에 데이터센터 지연 우려가 겹치며 멀티플은 크게 축소되었음. '28년 기준 글로벌 주요 PCB 업체들의 평균 PER은 11.0배, 국내 업체들의 PER은 9.1배 수준[표1]. 국내 업체들의 경우 통상적인 IT부품주 수준의 밸류에이션까지 내려온 것으로 볼 수 있음. 반대로 얘기하면 외생 변수와 관련된 우려가 완화되는 구간에서 멀티플 확장이 가장 빠르게 나타날 것으로 판단함

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

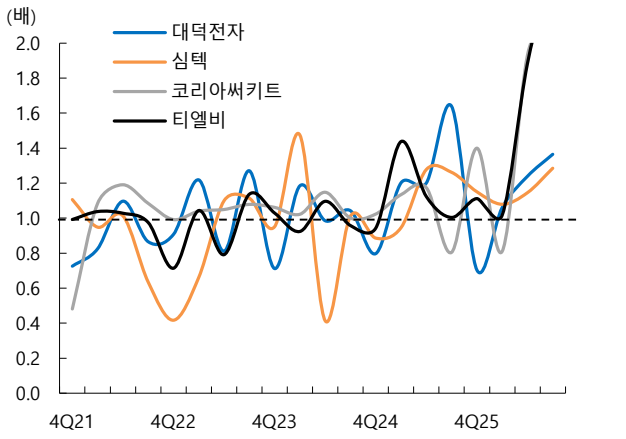
[IT RA]
박정하
2122-9195
jhpark@imfnsec.com

그림 1. 국내 PCB 4사 TTM BB Ratio



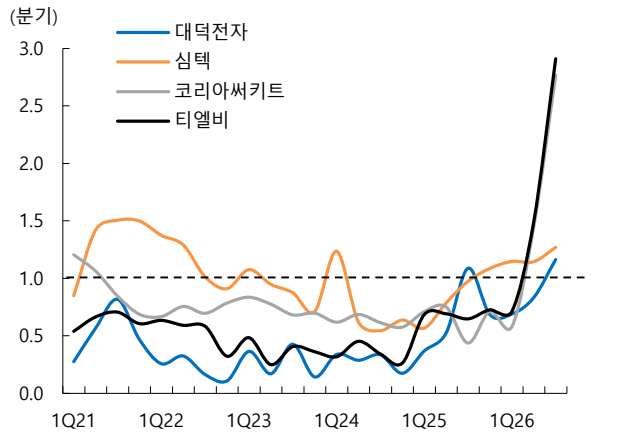
자료: 각 사 분기보고서, iM증권 I 주: BB Ratio = 신규수주 / 매출

그림 2. 국내 PCB 4사 분기 BB Ratio



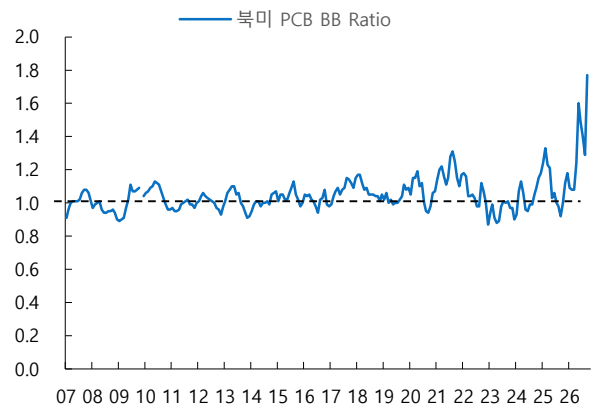
자료: 각 사 분기보고서, iM증권

그림 3. 국내 PCB 4사 수주잔고 커버리지



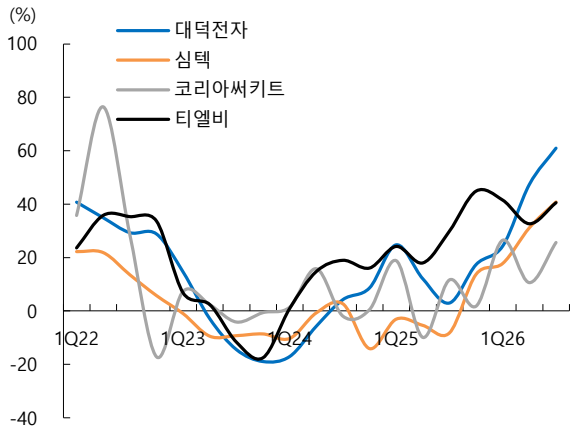
자료: 각 사 분기보고서, iM증권

그림 4. 북미 PCB BB Ratio



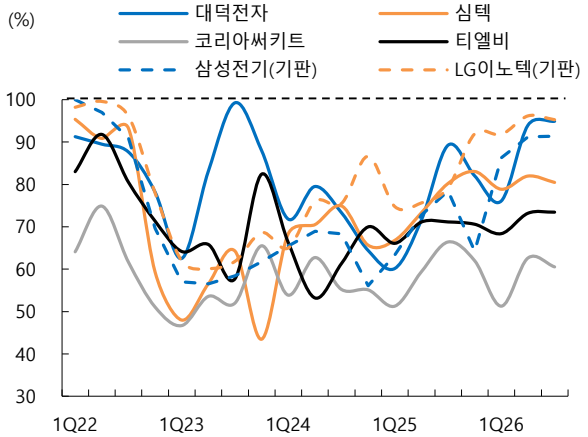
자료: GEA, iM증권 I 주: 3MMA 기준

그림 5. 국내 PCB 4사 분기 납품 단가 YoY



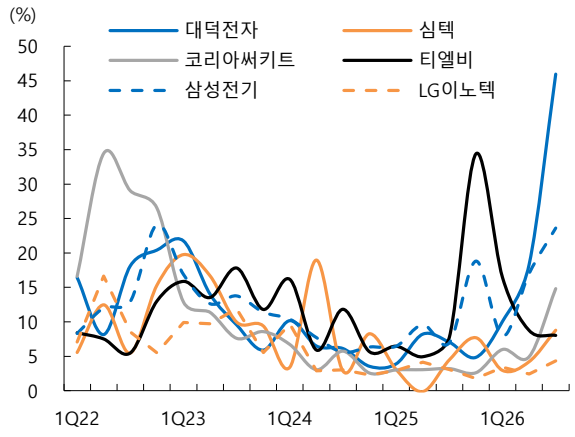
자료: 각 사 분기보고서, iM증권
주: 수주현황 수량과 금액으로 역산

그림 6. 국내 기판 6사 분기 가동률



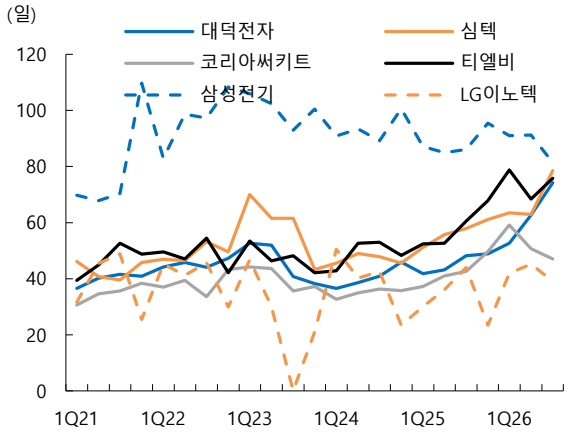
자료: 각 사 분기보고서, iM증권
주: 면적 기준, 삼성전기와 LG이노텍은 기판 부문

그림 7. 국내 기판 6사 CapEx / 매출



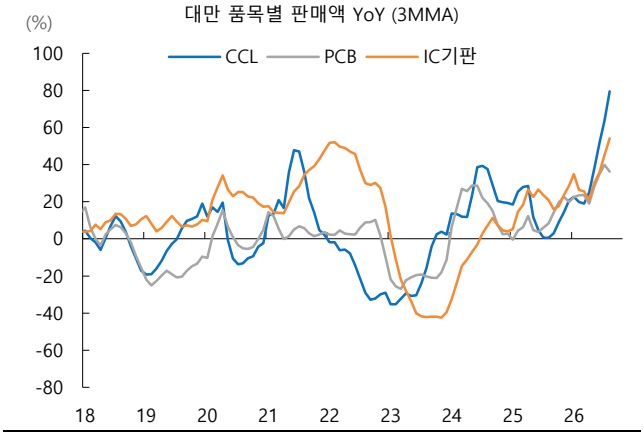
자료: 각 사 분기보고서, iM증권

그림 8. 국내 기판 6사 재고일수



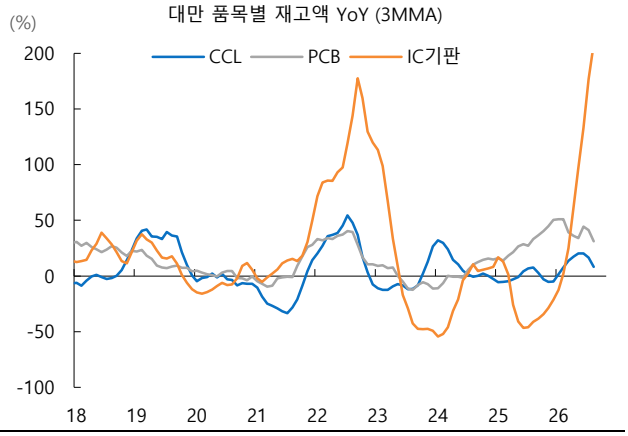
자료: 각 사 분기보고서, iM증권

그림 9. 대만 품목별 판매액 YoY



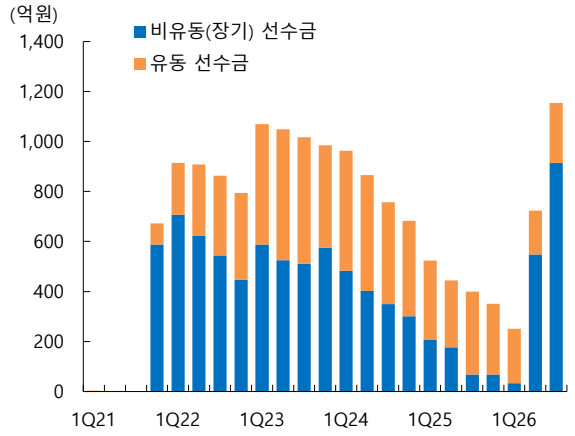
자료: 대만 경제부, iM증권

그림 10. 대만 품목별 재고액 YoY



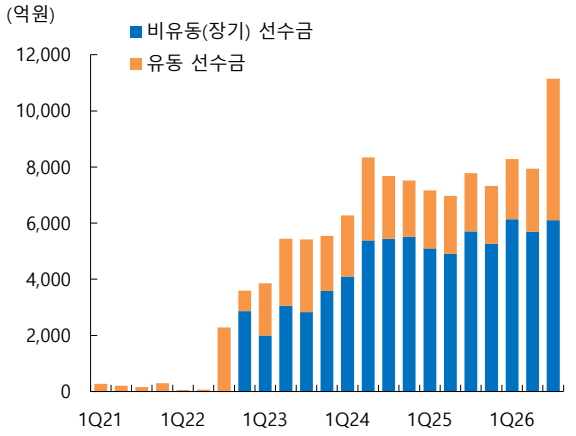
자료: 대만 경제부, iM증권

그림 11. 대덕전자 선수금 추이



자료: 대덕전자, iM증권 I 주: 연결 주석 기준 유동 및 비유동 선수금(계약부채)

그림 12. 삼성전기 선수금 추이



자료: 삼성전기, iM증권 I 주: 재무상태표 선수금 및 장기선수금

표 1. 국내외 PCB 및 기판 업체 밸류에이션, 수익성 지표 비교

2026. 11. 16			주가		PER(배)			PBR(배)			ROE(%)			영업이익률			EPS 성장률			PEG		
구분	종목명	국가	1M%	YTD%	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
PCB	삼성전기	한국	-33.9	207.2	35.3	16.8	11.1	5.3	4.0	3.0	16.7	28.0	31.9	15.6	24.4	28.4	143.9	109.3	51.7	0.2	0.1	0.2
	LG이노텍	한국	-31.7	2.4	9.3	9.2	5.8	1.0	0.9	0.8	11.5	10.3	14.5	3.4	3.5	5.1	106.1	1.4	59.1	0.1	6.6	0.1
	대덕전자	한국	-37.3	75.4	18.0	11.9	8.9	3.9	3.0	2.3	23.6	28.1	28.9	18.5	22.4	24.0	396.4	51.3	34.2	0.0	0.2	0.3
	심텍	한국	-14.6	117.3	22.3	11.3	8.3	5.7	3.8	2.6	27.7	40.1	37.5	14.0	20.8	22.9	흑전	96.5	37.2	#VALUE!	0.1	0.2
	해성디에스	한국	-19.0	-25.9	9.6	6.3	5.4	1.1	1.0	0.8	12.6	16.9	16.8	11.5	14.3	15.0	213.0	52.3	15.3	0.0	0.1	0.4
	코리아써키트	한국	37.2	84.1	29.3	19.0	15.8	4.7	3.8	3.1	10.8	14.5	14.7	5.5	8.1	9.1	68.5	56.0	20.2	0.4	0.3	0.8
	티엘비	한국	-4.2	32.3	18.1	12.0	8.3	3.6	2.8	2.2	24.4	26.7	29.8	15.7	18.3	19.5	4.7	54.6	44.2	3.9	0.2	0.2
	Ibiden	일본	-42.8	66.0	34.1	22.3	15.3	5.4	5.0	4.1	10.5	15.0	19.7	14.9	23.4	27.6	112.3	96.9	60.8	0.3	0.2	0.3
	Unimicron	대만	-35.1	221.4	29.8	15.6	9.2	7.9	5.9	3.9	29.8	41.7	46.8	17.5	29.9	37.2	611.6	90.8	70.5	0.0	0.2	0.1
	Nanya PCB	대만	-35.1	265.1	47.8	16.8	9.8	10.2	7.3	4.8	23.5	50.3	55.1	23.8	39.3	45.7	508.6	184.1	71.6	0.1	0.1	0.1
	Kinsus	대만	-39.8	291.6	46.1	18.1	9.9	6.6	5.2	3.7	16.0	32.1	37.9	16.7	26.1	30.9	279.4	154.9	83.0	0.2	0.1	0.1
국내 PCB 평균			-14.8	70.4	20.3	12.4	9.1	3.6	2.8	2.1	18.2	23.5	24.9	12.0	16.0	17.7	155.4	60.2	37.4	0.8	1.1	0.3
해외 PCB 평균			-38.2	224.4	39.4	18.2	11.0	7.5	5.8	4.1	20.0	34.8	39.9	18.2	29.7	35.3	378.0	131.7	71.5	0.2	0.2	0.2

자료: Bloomberg, iM증권

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 : 2026-09-30 기준)

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-