

삼성전기 (009150)

MLCC 업황 지속성: 풀가동, 절제된 자본지출, 제한된 신규 진입

시선은 업황 지속성으로

목표주가를 기존 22만원에서 28만원으로 상향한다. 목표 P/B 배수는 2.1배이며, 이는 10년 평균 P/B로부터 +2SD 값이다 [표2]. 아울러, '26년 영업이익 추정치를 기존 대비 +21% 상향한 1.28조원으로 전망한다 [표3]. ① 밸류에이션, ② MLCC 업황 지속성, ③ 반도체 기판에서의 업사이드를 고민해보았다.

① **밸류에이션 확장:** 현재 주가는 12개월 선행 P/B 1.75배다. '18년 MLCC 공급 부족기 2.3배, '21년 IT 내구재 사이클 당시 2.3배까지 상승했었다 [그림3]. 두 시기 모두 수익성이 급격히 개선됐다는 공통점이 있는데, '18년에는 MLCC 판가 인상이 있었고, '21년에는 app-to-app. 판가 인하 압력이 완화되었던 바 있다.

지금은 수익성이 20%에 달하는 서버·전장 중심으로 제품 믹스가 개선되고 있으며, 동시에 이러한 고가 세그먼트의 판가 인하 압력이 완화되고 있다. 따라서 이익 추정치의 추가 상향과 함께, 주가는 과거 업사이클과 같이 10년 평균 P/B로부터 +2SD의 고점 수준인 2.1배 이상을 향할 가능성이 높은 것으로 판단한다.

② **MLCC 업황 지속성:** (a) 3Q25 MLCC 가동률은 90% 후반으로 기존 계획이었던 90% 중반을 상회했으며, 여타 상위 업체의 가동률도 90%를 넘었을 것으로 추측된다. 이러한 가동률 상승이 서버·전장 응용처 중심의 수요 개선에 근거하는 만큼 지속성이 강화된 것으로 판단한다. 또한 IT용 MLCC가 서버와 생산 라인을 공유하는 만큼, 한정된 캐파에서도 추가 제품 믹스 개선을 기대할 수 있다. (b) 가동률이 차오른 만큼 시선은 자본지출을 향하고 있다. 삼성전기는 기존과 같이 물동 기준 +10~15% 증설한다는 입장이며, 일본 업체들도 절제된 자본지출 기조다. 중화권 업체들은 매 업사이클마다 공격적인 투자 기조였으나, 아직 뚜렷한 움직임이 없다. 이번 서버·전장 사이클이 삼성전기, Murata, Taiyo Yuden 등 상위 3사를 중심으로 전개되고 있기 때문일 것이다. 또한 서버용 MLCC는 개수보다 용량이 중심이므로, 합리적인 CapEx 계획 수립이 어렵다. 이러한 사실 또한 업계의 보수적 투자를 유도한다. (c) 스마트폰과 PC 등 IT 세트 수요도 우려보다 낮다. 2분기 관세 우려가 극에 달했던 당시보다 시장 분위기가 개선됐다.

결론적으로 가동률은 구조적인 요인에 의해 높고, 투자는 절제되어있으며, 신규 진입자가 없을뿐더러, 당장의 IT 세트 수요 관련 하방 위험도 낮아보인다.

③ **반도체기판 업사이드:** AI 서버용 ABF 기판 공급은 2026년 하반기로 갈수록 타이트해질 전망이다. 동사 FC-BGA 매출 역시 서버를 중심으로 '24년 9,080억원, '25년 1.1조원, '26년 1.3조원으로 성장할 전망이다. 경쟁사 Ibiden은 CY3Q25E 실적 발표에서 FC-BGA에 대한 공정 수요 가이드를 대폭 상향할 가능성이 높고, 이는 동사 증가에도 긍정적인 촉매로 작용할 수 있다.

3분기 실적은 매출 2.89조원, 영업이익 2,607억원으로 컨센서스 대비 각각 +2%, +5% 상회했다. 환율이 긍정적인 가운데 모든 사업부가 고르게 좋았다. 응용처 별로도 IT세트 수요가 우려 대비 양호한 가운데 서버·전장 수요가 없어지는 모양이었다. 4분기 실적은 매출 2.78조원, 영업이익 2,128억원으로 컨센서스 대비 각각 +2%, +18% 상회할 전망이다. 계절적 비수기임에도 불구하고 MLCC 가동률이 90% 이상으로 유지된다 점이 고무적이다 (vs. 4Q24 77%). IT 세트 재고조정에도 불구하고 서버, 전장 응용처의 견조한 수요 덕분이다. 이는 FC-BGA도 마찬가지다. 계절성이 완화되며 구조적 성장이 드러나는 분기가 될 것으로 판단되며, 이는 자연스럽게 '26년 업황 지속성에 대한 기대감으로 이어질 것으로 판단된다.

Company Brief

Buy (Maintain)

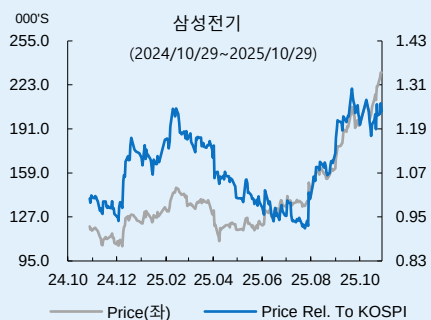
목표주가(12M)	280,000원(상향)
증가(2025.10.29)	232,000원
상승여력	20.7 %

Stock Indicator

자본금	388십억원
발행주식수	7,469만주
시가총액	17,329십억원
외국인지분율	38.6%
52주 주가	105,600~232,000원
60일평균거래량	549,236주
60일평균거래대금	99.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.4	68.9	90.5	93.0
상대수익률	-1.5	42.5	31.4	37.1

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	10,294	11,197	12,295	13,033
영업이익(십억원)	735	887	1,285	1,485
순이익(십억원)	679	644	985	1,162
EPS(원)	8,752	8,293	12,693	14,978
BPS(원)	113,261	121,289	133,272	147,049
PER(배)	14.1	28.0	18.3	15.5
PBR(배)	1.1	1.9	1.7	1.6
ROE(%)	8.2	7.1	10.0	10.7
배당수익률(%)	1.5	1.1	1.3	1.5
EV/EBITDA(배)	5.7	8.7	7.0	6.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

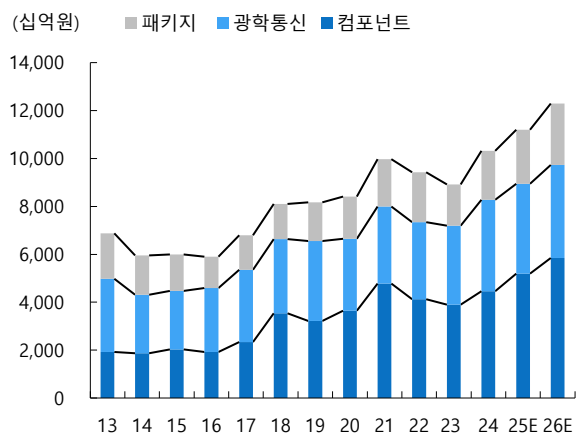
고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

표1. 삼성전기 연결기준 영업실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25p	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액											
광학	1,173	921	860	861	1,023	939	915	875	3,815	3,751	3,881
YoY	46.9%	18.6%	4.2%	-3.1%	-12.8%	2.0%	6.3%	1.6%	16.0%	-1.7%	3.5%
컴포넌트	1,023	1,160	1,197	1,082	1,216	1,281	1,381	1,318	4,462	5,196	5,853
YoY	23.9%	15.3%	9.2%	10.9%	18.9%	10.4%	15.4%	21.8%	14.3%	16.4%	12.6%
패키지	428	499	558	549	499	565	593	592	2,035	2,249	2,561
YoY	7.6%	14.1%	27.0%	24.1%	16.6%	13.1%	6.3%	7.8%	18.5%	10.5%	13.9%
전사합계	2,624	2,580	2,597	2,492	2,739	2,785	2,889	2,785	10,294	11,197	12,295
YoY	29.8%	16.2%	10.0%	8.9%	4.4%	7.9%	11.2%	11.7%	15.8%	8.8%	9.8%
영업이익											
광학	62.7	24.7	33.7	16.6	44.3	31.5	25.0	19.6	137.6	120.4	124.2
OPM	5.3%	2.7%	3.9%	1.9%	4.3%	3.4%	2.7%	2.2%	3.6%	3.2%	3.2%
컴포넌트	96.9	141.8	145.4	55.6	133.5	156.7	189.7	154.0	439.7	633.9	970.6
OPM	9.5%	12.2%	12.1%	5.1%	11.0%	12.2%	13.7%	11.7%	9.9%	12.2%	16.6%
패키지	20.7	41.6	52.5	42.9	22.7	24.8	45.6	39.2	157.6	132.4	190.5
OPM	4.8%	8.3%	9.4%	7.8%	4.6%	4.4%	7.7%	6.6%	7.7%	5.9%	7.4%
전사합계	180.3	208.1	231.6	115.0	200.5	213.0	260.3	212.8	735.0	886.7	1,285.3
OPM	6.9%	8.1%	8.9%	4.6%	7.3%	7.6%	9.0%	7.6%	7.1%	7.9%	10.5%

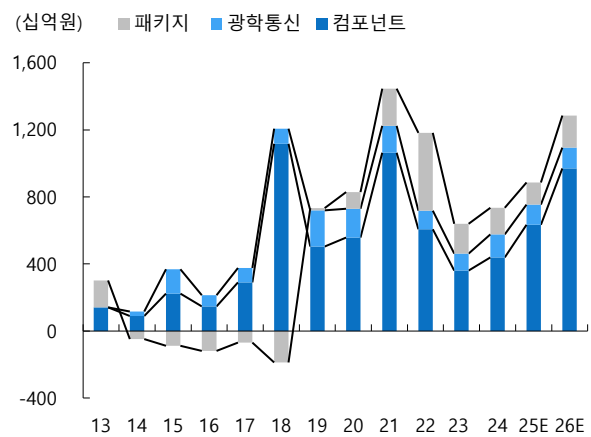
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림1. 삼성전기 부문별 매출 추이 및 전망



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

그림2. 삼성전기 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 삼성전기의 12MF PBR 추이: 이번 사이클에서 궁극적으로 2.1배 (+2SD) 이상의 멀티플 확장을 기대함



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림4. 글로벌 캐패시터 교역액 vs. 글로벌 수동부품 업체 합산 시총: 통상적인 CAGR 성장률을 넘어설 것으로 기대



자료: ITC, iM증권 리서치본부

그림5. 서버·전장 중심의 대응력을 갖춘 상위 3대 업체들을 중심으로 MLCC 가동률이 90% 이상을 넘어가기 시작

업체명	분기별 가동률 추이 및 전망			
	CY1Q25	CY2Q25	CY3Q25E	CY4Q25E
삼성전기	85% (상회)	90% (상회)	98% (상회)	90%
Murata	85~90% (부합)	85~90% (부합)	90%	n/a
Taiyo Yuden	80%	85%	90%	n/a
Yageo (커머디티/프리미엄)	60%/70%	65%/80%	65%/85%	n/a

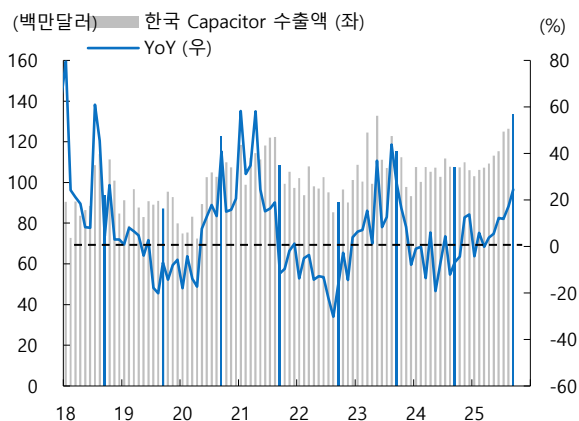
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림6. 가동률이 높아짐에도 불구하고, 삼성전기의 적정 보유재고는 오히려 낮아지고 있음



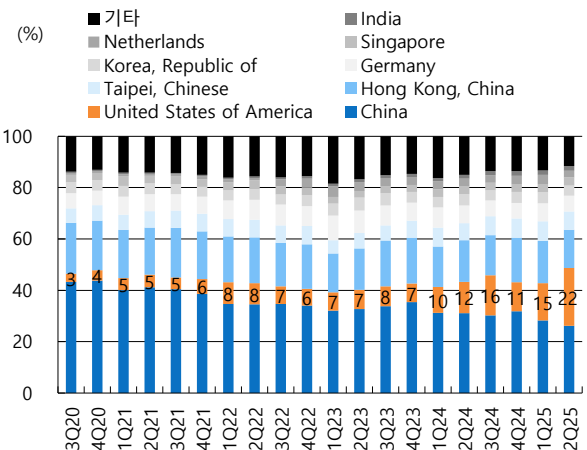
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림7. 고부가 영역의 수요 확장으로 한국의 Capacitor 수출액 또한 견조하게 개선되는 가운데,



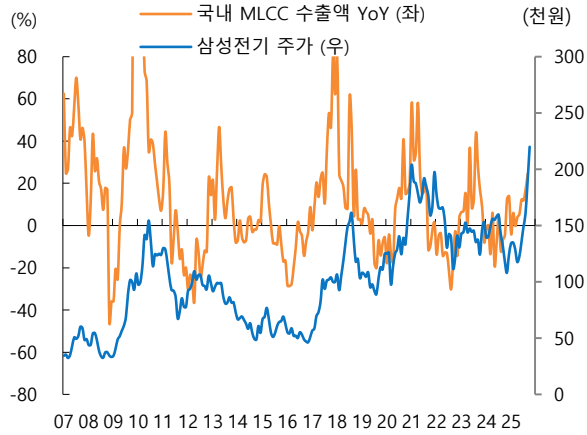
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림8. 글로벌 MLCC 수입액에서 미국이 차지하는 비중이 빠르게 확대되고 있음. AI 서버 중심의 개선을 의미하는 것으로 보임



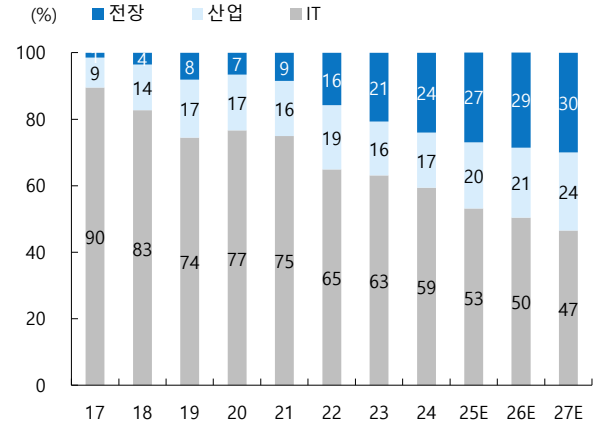
자료: ITC, iM증권 리서치본부

그림9. 한국의 캐패시터 수출 YoY 증감률과 삼성전기 주가 추이



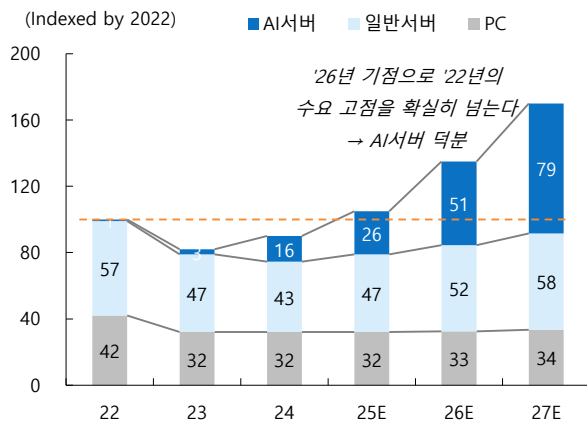
자료: KITA, Dataguide, iM증권 리서치본부

그림10. 삼성전기 적용처별 MLCC 매출 비중 추이 및 전망: '26년을 기점으로 서버·전장 비중이 50% 도달



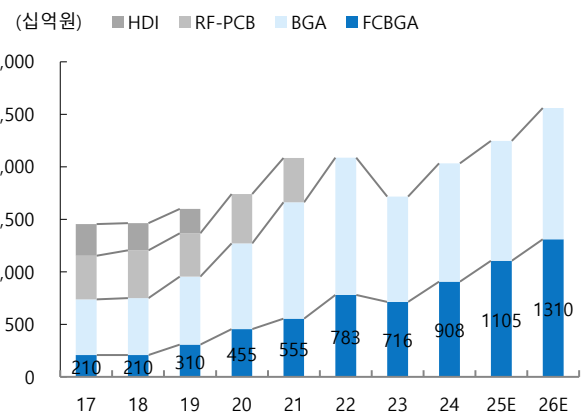
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추가

그림11. 경쟁사인 Ibiden의 FCBGA 공정 수요 가이드선스: '26년을 기점으로 '22년의 고점을 확실히 뛰어 넘을 것



자료: Ibiden, iM증권 리서치본부

그림12. 삼성전기 PCB 매출 또한 FC-BGA 중심으로 고성장. 특히 '26년부터 ASIC 기반 확대 기대



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

표2. 삼성전기 Valuation Table

(단위: 원, 배)		비고
BPS	131,275	12MFwd.
Multiple	2.11	10년 평균 12MFwd P/B의 +2SD
적정주가	276,990	① * ②
목표주가	280,000	
현재주가	232,000	
상승여력	21%	③ / ④ - 1

자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

표3. 삼성전기 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	11,197	12,295	11,003	11,756	1.8	4.6
영업이익	887	1,285	809	1,066	9.6	20.6
영업이익률	7.9	10.5	7.4	9.1		
세전이익	823	1,259	746	1,044	10.3	20.6
세전이익률	7.3	10.2	6.8	8.9		
지배주주순이익	644	985	584	817	10.2	20.6
지배주주순이익률	5.7	8.0	5.3	6.9		
EPS	8,293	12,693	7,522	10,527	10.3	20.6

자료: iM증권 리서치본부

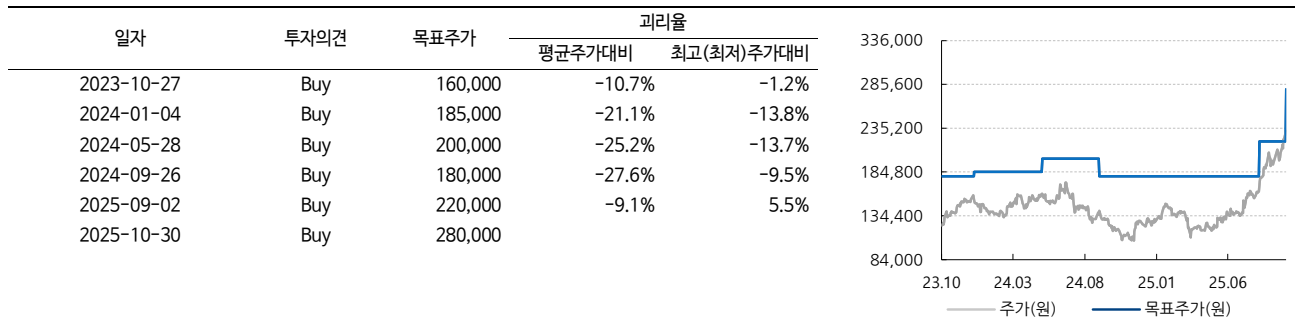
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,892	6,350	6,927	7,621	매출액	10,294	11,197	12,295	13,033
현금 및 현금성자산	2,013	2,141	2,315	2,739	증가율(%)	15.8	8.8	9.8	6.0
단기금융자산	14	15	15	16	매출원가	8,335	8,960	9,515	9,962
매출채권	1,492	1,622	1,781	1,888	매출총이익	1,959	2,237	2,780	3,071
재고자산	2,251	2,448	2,688	2,850	판매비와관리비	1,224	1,350	1,495	1,586
비유동자산	6,901	6,904	7,107	7,306	연구개발비	580	631	693	735
유형자산	5,933	5,928	6,125	6,329	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	146	155	162	158	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	12,792	13,254	14,033	14,927	영업이익	735	887	1,285	1,485
유동부채	3,057	2,873	2,687	2,471	증가율(%)	11.3	20.6	45.0	15.5
매입채무	502	560	615	652	영업이익률(%)	7.1	7.9	10.5	11.4
단기차입금	1,314	1,051	788	512	이자수익	72	77	83	98
유동성장기부채	266	266	266	266	이자비용	73	61	49	37
비유동부채	720	720	720	720	자본이익(손실)	-1	-1	-1	-1
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	64	-79	-59	-59
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	797	823	1,259	1,486
부채총계	3,777	3,593	3,407	3,190	법인세비용	132	156	239	282
지배주주지분	8,789	9,412	10,342	11,411	세전계속이익률(%)	7.7	7.3	10.2	11.4
자본금	388	388	388	388	당기순이익	703	666	1,020	1,204
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054	순이익률(%)	6.8	6.0	8.3	9.2
이익잉여금	6,490	6,942	7,701	8,598	지배주주귀속 순이익	679	644	985	1,162
기타자본항목	857	1,029	1,200	1,371	기타포괄이익	371	171	171	171
비지배주주지분	227	250	284	326	총포괄이익	1,074	838	1,191	1,375
자본총계	9,016	9,662	10,626	11,737	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,430	1,490	1,794	2,133	주당지표(원)				
당기순이익	703	666	1,020	1,204	EPS	8,752	8,293	12,693	14,978
유형자산감가상각비	790	955	954	996	BPS	113,261	121,289	133,272	147,049
무형자산상각비	50	48	51	54	CFPS	19,579	21,221	25,648	28,509
지분법관련손익(이익)	-1	-1	-1	-1	DPS	1,800	2,539	2,996	3,500
투자활동 현금흐름	-806	-913	-1,114	-1,155	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-772	-950	-1,150	-1,200	PER	14.1	28.0	18.3	15.5
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.1	1.9	1.7	1.6
금융상품의 증감	-123	-	-	-	PCR	6.3	10.9	9.0	8.1
재무활동 현금흐름	-309	-523	-578	-626	EV/EBITDA	5.7	8.7	7.0	6.1
단기금융부채의증감	-105	-263	-263	-276	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	8	-	-	-	ROE	8.2	7.1	10.0	10.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	15.3	16.9	18.6	19.4
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	41.9	37.2	32.1	27.2
현금및현금성자산의증감	344	128	174	424	순부채비율	-5.0	-8.7	-12.0	-16.8
기초현금및현금성자산	1,669	2,013	2,141	2,315	매출채권회전율(x)	7.5	7.2	7.2	7.1
기말현금및현금성자산	2,013	2,141	2,315	2,739	재고자산회전율(x)	4.7	4.8	4.8	4.7

자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

삼성전기 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



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 주권사로 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 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%