전기전자

Same But Differ (1)
: FC-BGA에 더해진 MLCC 호재

고선영 전기전자
sunyoung.kou@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
삼성전기	매수 (M)	370,000 (U)
대덕전자	매수 (M)	76,000 (M)
Ibiden	Not Rated (I)	- (I)
Murata	Not Rated (I)	- (I)
Taiyo Yuden	Not Rated (I)	- (I)

1. 반영 중인 기판, 이제 시작된 MLCC

최근 글로벌 전기전자 부품별 흐름을 보면 기판과 MLCC 응용처 내 서버 익스포저 확대와 함께 구조적인 수요 개선 국면에 진입했음이 확인. 그러나 현재 개선되고 있는 업황을 주가로 먼저 반영하고 있는 것은 MLCC 대비 기판인 것으로 판단. AI 인프라 투자 확대에 따른 직접적인 수혜가 기판에서 먼저 가시화되고 있기 때문. 결국 주가 측면에서 단기적으로는 기판, 이후 MLCC로의 관심 확장이 합리적이라 판단. 향후 MLCC에서 1) 서버 익스포저 확대, 2) 가격 전략 변화가 구체화된 기업이 나타날 경우 추가적인 리레이팅 또한 가능한 국면

2. FC-BGA는 Q 호재, MLCC는 P 호재

기판: Ibiden의 증설, FC-BGA 수요 대응을 위한 움직임 - Ibiden은 향후 3년간 추진할 대규모 설비 투자 계획을 발표. 이는 단순한 수요 대응보다는 1)'27년 이후 글로벌 고객 요구와 2) 기판 기술 발전 로드맵을 전제로 한 선제적 생산 구조 재편으로 해석하는 것이 타당. '26년 글로벌 기판 시장에서는 서버 노출도가 높은 업체를 중심으로 제품 믹스 개선과 가동률 차별화가 심화될 가능성. **국내에서는 삼성전기, 대덕전자 등 FC-BGA 관련 제품 익스포저가 있는 기업들에 대한 관심을 지속적으로 가져갈 필요가 있다는 판단. 대덕전자의 경우 투자의견 BUY 유지하며 목표주가를 76,000원으로 유지**

MLCC: 이제 시작될 P, 이후 도래할 Q - 이번 Murata 실적에서의 시사점은 2가지: 1) MLCC 가격 인상 가능성 언급, 2) 높은 가동률 및 BB ratio 등을 통해 확인된 서버 기반 수요. 이러한 수요 환경에도 불구하고, 공급 측의 대응은 여전히 보수적. 과거 호황 사이클에서 경험한 급격한 증설 이후의 조정 국면이 도래했다는 것을 감안한 전략적인 움직임으로 판단. 다만, 현재 견조한 AI 서버향 수요가 장기간 유지될 경우 연내 해당 흐름이 반전될 가능성 충분. 공급 구조와 제품 믹스 측면에서 Murata와 유사한 포지션을 보유한 **삼성전기도** 향후 수급 상황에 따라 가격 및 캐파 대응 측면에서 보다 적극적인 선택지를 검토할 수 있는 환경에 진입. **이전 주가 리레이팅 전제 조건 중 하나였던 컴포넌트 사업 부문 내 서버 익스포저 확대 가능성이 Q는 물론 P 측면에서 높아짐에 따라 삼성전기의 투자의견을 BUY로 유지하고, 목표주가를 370,000원('26년 BPS * Target PBR 2.52배 적용)으로 상향 조정**

1. 반영 중인 기판, 이제 시작된 MLCC

기판 – 호재 반영 중. MLCC – 호재 기반 변화의 초입

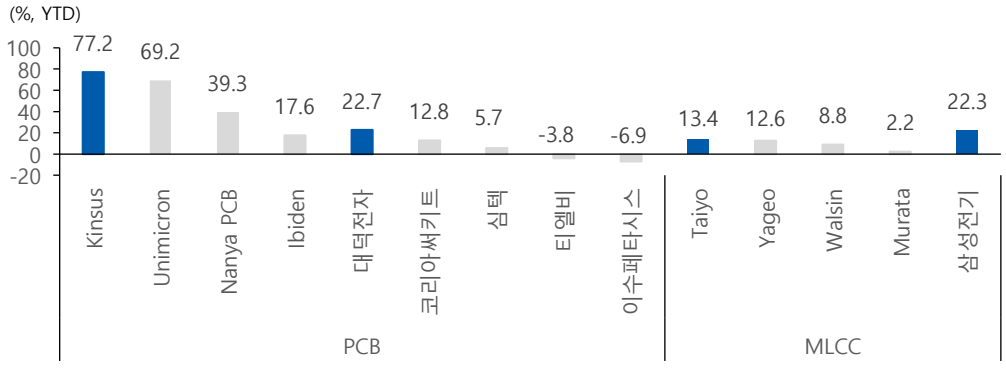
최근 글로벌 전기전자 업종 내 부품별 흐름을 보면 기판과 MLCC 모두 전체 응용처 내 서버 익스포저 확대와 함께 구조적인 수요 개선 국면에 진입했음을 확인할 수 있다. 기판의 경우 AI 서버 중심의 연산 수요 급증이 FC-BGA를 비롯 고사양 기판의 수요를 견인하고 있으며 MLCC 또한 서버 중심의 수주 확대와 함께 재고 레벨 감소 등 뚜렷한 업황 개선의 신호가 확인되고 있다.

그러나 현재 개선되고 있는 업황을 주가로 먼저 반영하고 있는 것은 MLCC 대비 기판으로 판단된다. 금년 들어 국내외 기판 및 MLCC 기업들의 주가 움직임을 비교해보면 MLCC 대비 기판 업체들의 뚜렷한 아웃퍼폼이 확인되기 때문이다. 이는 AI 인프라 투자 확대에 따른 직접적인 수혜가 기판에서 먼저 가시화되고 있기 때문인 것으로 판단된다.

단기적인 관점에서 국내 기판 업종에 대한 접근은 여전히 유효하다. **1) AI 서버 및 고성능 연산 수요 확대, 2) 글로벌 공급망 재편 속 북미 고객사 확보, 3) 기술 고도화에 따른 ASP 상승 가능성, 그리고 4) 글로벌 Peer 대비 저평가된 국내 기판 업체들의 밸류에이션 등은 분명히 주가 모멘텀을 지지하는 요인이다.**

반면 MLCC의 경우 전체 응용처 내 서버의 점진적인 비중 확대에 따른 펀더멘털 개선은 분명히 진행 중이나, 아직 주가에 충분히 반영되지 않은 상황이다. 결국 주가 측면에서 단기적으로는 기판을, 이후에는 MLCC로의 관심 확장이 합리적이며 향후 MLCC 업종에서 1) 전체 응용처 내 서버 익스포저 확대, 2) 가격 전략 변화가 구체화된 기업이 나타날 경우 추가적인 리레이팅 또한 가능하다고 판단된다.

[그림 1] 글로벌 및 국내 전기전자 종목들 YTD 수익률



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터, 주: 2/10 일 기준

[표 1] 기판 - 국내외 주요 기업들 밸류에이션 추정치

	기업명	Unimicron	Ibiden	Nanya PCB	Kinsus	이수페타시스	대덕전자	심텍	코리아써키트	티엘비
	Ticker	3037.TT	4062.JP	8046.TT	3189.TT	A007660	A353200	A222800	A007810	A356860
	시가총액	18,546	14,353	8,384	3,850	8,420	3,009	2,031	1,363	590
24	PER	42.2	73.4	407.8	918.2	96.0	120.3	-	-	140.5
	PBR	2.3	4.3	1.9	1.5	22.5	3.6	4.1	4.0	5.2
	ROE	5.5	6.1	0.4	0.2	26.2	3.0	-9.5	-4.5	3.8
	EV/EBITDA	10.0	22.9	14.9	7.9	20.0	5.7	19.4	7.9	22.0
25	PER	106.5	53.0	153.8	33.3	48.5	68.7	-	30.8	30.9
	PBR	5.9	4.2	5.8	3.0	12.5	3.5	4.4	3.7	4.5
	ROE	5.5	8.2	3.8	9.6	33.5	5.1	-7.0	7.5	15.6
	EV/EBITDA	23.9	16.8	31.8	11.2	36.3	16.8	24.1	16.4	18.4
26F	PER	**37.0**	**36.5**	**39.7**	**21.1**	**32.9**	**21.2**	**21.9**	**15.2**	**16.0**
	PBR	5.2	3.8	5.3	2.7	9.2	3.0	3.7	3.1	3.6
	ROE	14.7	11.0	13.2	12.0	32.3	15.5	18.4	14.9	25.5
	EV/EBITDA	15.6	12.7	18.4	9.3	23.6	10.1	11.0	7.3	11.2

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 일 기준, 단위는 백만달러, 배, %, 주: 2/10일 기준

[표 2] MLCC - 국내외 주요 기업들 밸류에이션 추정치

	기업명	Murata	Taiyo Yuden	TDK	Yageo	삼성전기
	Ticker	6981.JP	6976.JP	6762.JP	2327.TT	A009150
	시가총액	41,923	3,365	29,012	16,683	22,707
24	PER	25.2	85.8	26.5	24.2	41.7
	PBR	2.3	1.5	2.4	3.6	2.8
	ROE	9.4	1.9	9.6	14.5	7.2
	EV/EBITDA	12.6	10.9	10.0	17.1	5.7
25	PER	25.8	40.7	22.9	22.5	34.6
	PBR	2.3	1.6	2.3	2.1	2.5
	ROE	9.0	4.0	10.3	14.0	7.6
	EV/EBITDA	12.7	8.9	9.0	14.6	11.3
26F	PER	21.0	23.3	20.0	17.5	23.1
	PBR	**2.1**	**1.5**	**2.1**	**2.6**	**2.2**
	ROE	10.5	6.9	10.8	16.3	10.4
	EV/EBITDA	10.6	7.5	8.2	11.8	9.7

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 일 기준, 단위는 백만달러, 배, %, 주: 2/10일 기준

2. FC-BGA는 Q 호재, MLCC는 P 호재

기판: Ibiden 의 증설, FC-BGA 수요 대응을 위한 움직임

2-1) 캐파 내 응용처 변화 관측, Ibiden의 선제적 대응

최근 Ibiden 은 실적 공시와 함께 향후 3년간(FY26~28년) 추진할 5,000억엔 규모의 대규모 설비 투자 계획을 발표했다. 이번 투자는 고성능 서버 및 AI 서버용 IC 패키지 기판 생산능력 확대를 핵심으로 하며, 향후 AI 서버용 기판의 주 생산기지가 될 Gama 공장(Cell6, 가동시기 미정), Ono 공장(Cell8, 25.10월 가동 시작) 등 국내외 위치한 기존 설비들의 확장도 포함되었다.

회사는 '27년부터 순차적으로 양산을 시작할 계획이며 FY26년 실적에 대한 단기적 영향은 제한적일 것이라고 밝혔다. 이번 설비 투자는 1) AI 서버 확산에 따른 구조적 수요 증가에 대응하기 위함과 동시에, 2) 대면적, 고대역폭, 고다층화로 대표되는 기판의 기술 전환을 주도하기 위한 중장기적인 관점에서의 투자 결정이라 판단된다.

[표 3] Ibiden, 고성능 IC 패키지 기판 캐파 확대 위한 대규모 설비 투자 계획 공시 **(26.2.3 홈페이지 개시)**

Ibiden(4062.JP), 고성능 기판 캐파 확대 위한 대규모 설비 투자 계획 공시 (26.2.3)	
1. 투자 목적	**고성능 서버 및 AI 서버용 IC 패키지 기판 생산능력 확대** → 주력 생산기지가 될 Gama, Ono 공장 등 국내외 기존 설비 대상
2. 투자 기간	**FY2026 ~ FY2028 (3년간)**
3. 투자 규모	**약 5,000억 엔 규모**
4. 투자 세부사항	**- 투자 대상:** 1) **Gama 공장 (미정)** 및 기타 기존 라인(해외 포함) 2) **Ono 공장 (25.10월 가동, AI 서버 비중 100%)** 및 기타 기존 라인(해외 포함) **- 투자 금액: 약 2,200억 엔(주요 라인)** **- 투자 후 기대 효과:** 1) 생산능력 확대 2) 고성능 IC 패키지 기판 대응 확대 → '27년부터 순차 양산 시작 계획 **- 운영 시작:** 투자 완료 후 '27년부터 생산능력 확대 효과 반영될 예정
5. 재무실적 영향	- 해당 투자 계획은 ***단기(FY2026) 실적에 큰 영향은 없을 것으로 예상***

자료: Ibiden, 유안타증권 리서치센터

그동안 Ibiden 의 기판 생산 역량은 1998년 가동을 시작한 Ogaki 공장(Cell2/3)을 중심으로 확대되어 왔으며 수요의 중심에는 PC 가 자리하고 있었다. 그러나 이번에 발표된 신규 투자는 기존 PC 용 기판이 아닌, AI 서버용 고성능 기판에 명확히 초점이 맞춰져 있다는 점에서 차별화된다. Ogaki 공장 내 서버 비중은 이미 70~85% 수준까지 확대되었으며(Ogaki 공장 Cell2/3: 75%→85%, Ogaki Central 공장 Cell4/5: 55%→70%), 지난해 10월 가동을 시작한 Ono 공장(Cell8)은 생산 캐파가 100% AI 서버 네트워크용 기판으로 구성되어 있다.

특히 이번에 공개된 투자 중 절반에 해당하는 약 2,200억엔이 우선적으로 투입되는 Gama 공장의 경우 '27년 이후 본격적인 양산 도입을 목표로 하고 있다. Ibiden 은 Gama 공장을 차세대 패키지 기판을 위한 핵심 기지 중 하나로 언급하고 있는 상황이다.

[그림 2] Ibiden 국내외 생산 공장 분포도 및 공장별 서버 익스포저 (Ogaki 공장 중심, Ono+Gama 추가)

자료: Ibiden, 유안타증권 리서치센터

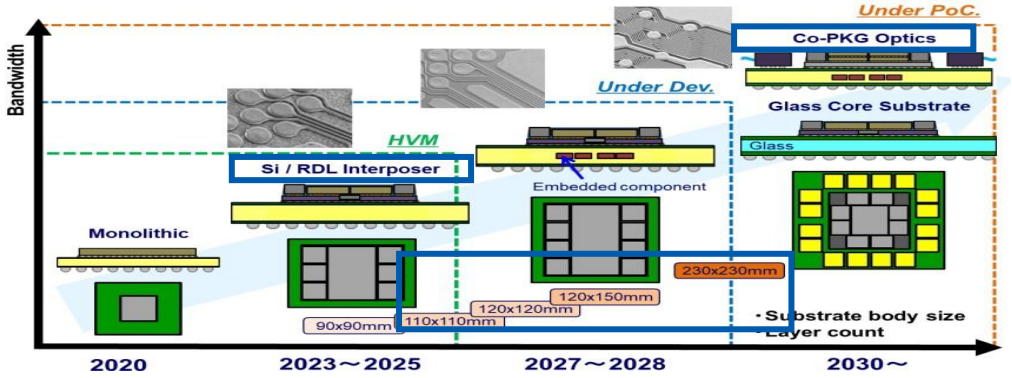
Ibiden의 투자 결정은 현재 글로벌 기판 수요의 중심축이 스마트폰, PC 등 기존 IT 세트에서 서버, 그 중에서도 AI 서버향으로 이동했음을 시사해주고 있다. 기판 수요의 구조적 전환이 이미 글로벌 최고 수준의 고부가가치 기판을 생산하는 Ibiden에서 이미 현실화되고 있다는 측면에서 의미가 크다고 판단한다. 더불어 해당 변화가 단기간에 급격하게 진행되는 것이 아니라 점진적이지만 일관된 방향성 속에서 추진되고 있다는 점에도 주목할 필요가 있다.

2-2) 기판 기술 로드맵이 요구하는 대규모 CapEx

Ibiden이 이전에 제시한 기판 기술 진화 로드맵을 보면 '20년 단일 칩 기반(Monolithic) 구조에서 '23~25년까지 Si 및 RDL 인터포저, '27~28년 대면적 기판(Embedded Component), 이후 '30년에는 유리기판(Glass Core Substrate)과 Co-Packaged Optics(CPO)로의 발전이 제시되고 있는 상황이다. 기술 발전 과정에서 기판은 대형화(현재 90×90mm, '27년 110×110mm → '30년 이후 230×230mm), 고다층화, 고대역폭 전송을 동시에 요구받는 핵심 부품으로서 이전보다 고도화된 역할을 수행하게 된다.

문제는 이러한 기술 전환이 기존 생산 라인 전환 및 확장만으로는 대응이 어렵다는 점이다. **대면적 기판, 유리 코어, 광 기술 발전 등 현재 제시된 기술 발전을 대응하기 위해서는 공정 정밀도, 수율 관리, 설비 스펙 전반에서의 개선이 필요하기 때문이다.** 그리고 이는 기존 장기간 축적된 기판 제조 기술 역량과 더불어 선제적이고 대규모로 진행되는 설비 투자 없이는 달성하기 어려운 영역이라 판단된다.

[그림 3] Ibiden 연도별 기판 기술 진화 로드맵 (대형화, 고다층화, 고대역폭 전송을 기반으로 구성)



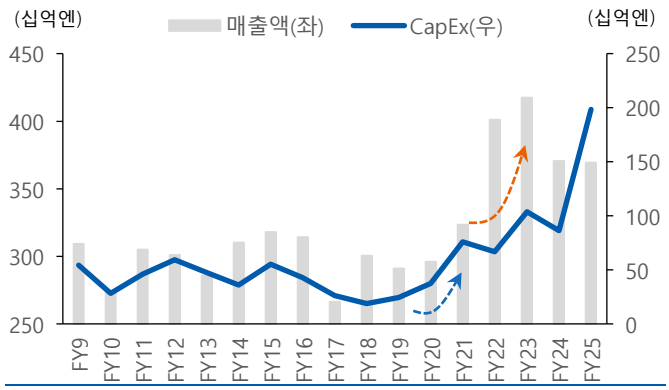
자료: Ibiden, 유안타증권 리서치센터

기존 Ibiden의 투자 사이클을 감안할 때, 통상 CapEx 집행 이후 실적 반영까지는 약 1년, 램프업까지 포함하면 약 1.5년 내외의 리드타임이 소요된다. 단순 서버 수요 증가에 따른 양적 캐파 확대만을 목표로 한다면 과거 기판 수요 증가에 대응했던 '20~22년 투자(1,800억엔)나 전장 및 서버 수요 대응을 위한 '23~25년 투자(3,884억엔) 대비 이번 투자 규모는 과도하게 크다.

현재 발표된 계획은 오롯이 캐파 확대 및 증설 목적으로 향후 3년간 5,000억엔을 투입하겠다는 점에서 기존 CapEx와는 성격이 다르다. **즉, 이번 투자는 단기 수요 대응을 넘어, 기판 성능의 물리적 한계를 끌어올리기 위한 구조적인 투자 결정으로 해석하는 것이 합리적이다.**

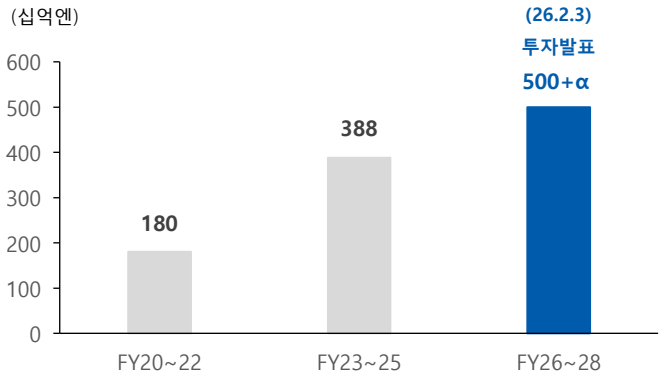
'26년 글로벌 기판 시장에서는 서버 노출도가 높은 업체를 중심으로 제품 믹스 개선과 가동률 차별화가 심화될 가능성이 높다고 판단한다. 결국 이번 Ibiden의 대규모 설비 투자 결정은 단순한 수요 대응보다는 1) '27년 이후 글로벌 고객 요구와 2) 기판 기술 로드맵을 전제로 한 선제적 생산 구조 재편으로 해석하는 것이 타당하다.

[그림 4] Ibiden 연간 매출액 및 CapEx



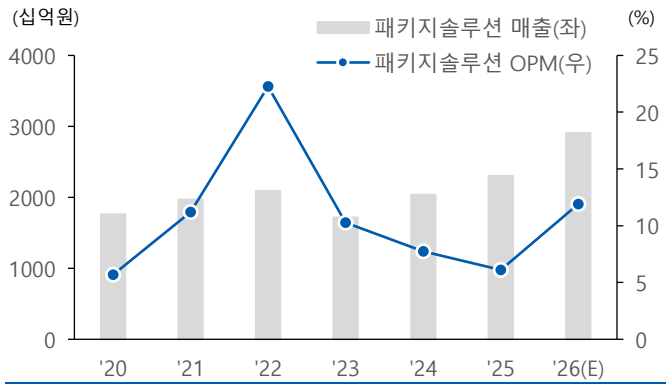
자료: Ibiden, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] Ibiden 3 개년도 CapEx 투자 규모 비교



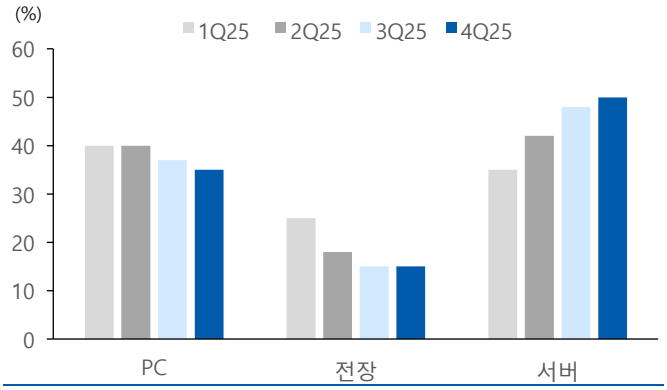
자료: Ibiden, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 삼성전기 패키지솔루션 연간 매출 및 OPM 추이



자료: 삼성전기, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 삼성전기 패키지솔루션 내 분기별 기판 응용처별 비중



자료: 삼성전기, 유안타증권 리서치센터

국내에서는 삼성전기, 대덕전자 등 FC-BGA 관련 제품 익스포저가 있는 기업들에 대한 관심을 지속적으로 가져갈 필요가 있다는 판단이다. 실제로 서버 수요 확대로 인한 FC-BGA 출하량 확대는 이번 4Q25 실적시즌에서도 확인할 수 있었던 사안이다.

일례로 삼성전기의 경우 이번 4Q25 패키지 부문 실적에서 서버 익스포저 확대에 따른 수혜가 분명했다. 연말 고객사들의 재고조정 영향으로 부진했던 모바일 AP향 BGA 수요를 서버, 네트워크 중심 FC-BGA 수요 증가가 커버했기 때문이다. 게다가 단순히 상쇄하는 정도가 아닌 분명한 성장으로 이끌었다는 점에서도 의미가 있었다.

특히, 동사 FC-BGA의 경우 이미 서버 및 네트워크 비중이 전체 응용처 내 절반 수준이며 서버 익스포저 확대 속도 또한 컴포넌트 사업부에서 확인되는 것보다 빠른 상황이다. 이에 따라 FC-BGA 풀캐파 도달 시점도 기존 '27년에서 올해 하반기로 앞당겨지며 분명한 수혜 국면임을 시사했다.

대덕전자도 FC-BGA 물량의 예상 외 빠른 증가로 인해 BEP 도달 시점이 당초 예상했던 1Q26에서 4Q25로 1개 분기 정도 앞당겨졌다. 특히 FC-BGA의 경우 기존 수요의 핵심축이었던 전장에 더해 데이터센터 중심으로 수요가 빠르게 확대되고 있음이 확인되었다. 더불어 이번 실적에서는 서버향 컨트롤러의 FC-BGA 전환 역시 추가적인 수요 요인이 되었다. **대덕전자의 경우 투자 의견 BUY 유지하며 목표주가를 76,000원으로 유지한다.**

MLCC: 이제 시작될 P, 이후 도래할 Q

2-3) Murata의 Price Hike 언급, 기대의 시간을 앞두며

이번 Murata 실적에서 확인됐던 업황 내 핵심 포인트는 크게 두 가지였다. 우선 1) MLCC 가격 인상 가능성에 대한 언급이 Murata에서 처음으로 공식화되었다는 점과 2) 비수기임에도 높았던 가동률과 BB ratio 등을 통해 확인되었던 서버 기반 MLCC 수요 강도이다.

Murata 는 이번 실적 Q&A 세션을 통해 "현재 시점에서는 가격 인상을 논의하고 있지 않다"고 밝히며 단기간 내 가격 인상 가능성에 대해서는 선을 그었지만, "향후 시장 수급 환경에 따라 가격 전략을 검토할 필요는 있다"고 언급했다. **이는 그동안 Murata 가 유지해왔던 보수적인 가격 스탠스 대비 한 단계 진전된 발언으로, MLCC 시장 내 타이트한 수급이 향후 가격 변수로 전환될 수 있음을 시사한 것으로 해석해볼 수 있다.**

현재의 견조한 서버 수요에 대한 언급은 Murata 하나에 국한되지 않는다. 일례로 신규 수주액을 출하액으로 나눈 BB Ratio(Bill-to-Bill Ratio, 수주출하비율, 통상 1.1=긍정, 0.9=주의)의 경우 Murata(6981.JP)뿐 아니라 Taiyo Yuden(6976.JP) 등 주요 일본 MLCC 업체 전반에서 공통적으로 높게 확인되고 있다. 이는 단기적인 수주 흐름이 구조적으로 강하다는 것을 나타낸다.

더불어 전체 국가 내 MLCC 업체가 한정되어 있어 수요 상황이 즉각적으로 나타나는 최근 일본의 MLCC 수출 또한 과거 5년 평균 대비 높은 모습이 확인되고 있다. **이런 상황에서 현재의 MLCC 수요는 개별 고객사의 재고 축적보다는 전장, 서버 중심의 실수요 기반으로 확대되고 있다고 판단된다.**

[표 4] Murata, CY4Q25 실적 Q&A 내 주요 내용 요약 ***전체 실적 컨콜 p. 15 Appendix 참고**

Murata(6981.JP) CY4Q25 실적 Q&A 주요 요약	
★★★MLCC 가동률/재고/가격	**가동률 및 재고:** MLCC 가동률을 **90~95%** 수준으로 운영. 재고를 일정 수준 쌓기 위해 가동률을 가능하면 95%에 근접시키는 방향을 선호 **가격:** 현재로서는 가격 인상을 논의하고 있지는 않으나, 시장 수급 환경에 따라서는 ***가격 전략을 검토할 필요가 있을 수 있다고 밝힘***
★메모리 수급 IT 부진 vs 서버 호황	HBM/DRAM 등 메모리 공급 타이트 이슈가 거론되지만 실제 고객 수요에 영향은 관측되지 않았다고 언급. 스마트폰 및 PC 영향이 있다면 ***저가형 중심***일 가능성이 높아, 자사 수요에 미치는 영향은 제한적.

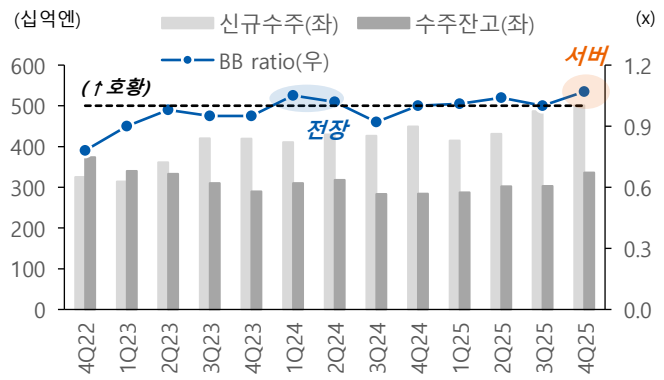
자료: Murata, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 글로벌 주요 MLCC 업체 CY4Q25 실적발표 MLCC 수요 관련 Comment

글로벌 주요 MLCC 업체 CY4Q25 실적발표 MLCC 수요 관련 Comment	
Murata(6981.JP)	***서버: 현재 데이터센터용 MLCC 가 중심이며 강한 수요를 확인 중*** **모빌리티:** 중국의 자율주행/EV 및 SDV 관련 센서 수요가 성과에 기여 중 **산업/기타:** 모두 대체로 플랫(큰 변화 없음)
삼성전기(A009150)	***서버: 글로벌 빅테크의 AI 서버, 네트워크 투자 지속으로 수요 견조 예상*** **모빌리티:** ADAS 확산과 xEV 확대로 AI 와 더불어 MLCC 수요 견인 전망 **IT/기타:** 모두 대체로 플랫(큰 변화 없음)
Taiyo Yuden(6976.JP)	***서버: AI 수요 견조로 인한 서버 및 산업장비 중심 매출 증가*** **모빌리티:** 글로벌 EV 성장 둔화되고 있지만, ADAS 및 전장화 수요 견조 **통신기기/기타:** 대체로 변화 없거나 소폭 약세
TDK(6762.JP)	***서버: AI 서버 및 산업장비(스토리지, 서버 등) 수요로 인한 MLCC 수요 증가*** **모빌리티:** EV 판매 둔화로 단기적 수요 약세이나, ADAS 및 전동화 확산으로 중장기 수요 증가 예상 **IT/기타:** 대체로 변화 없거나 소폭 약세

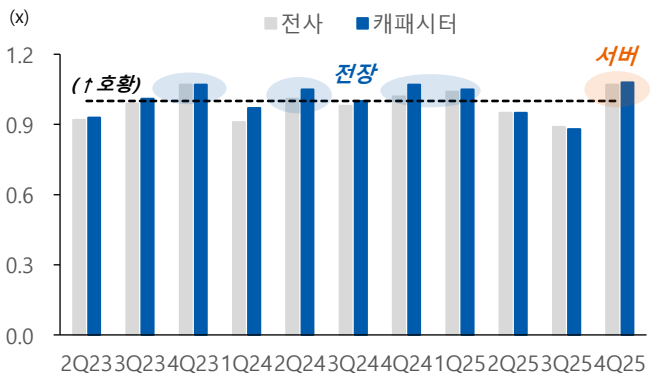
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] Murata 신규수주 및 수주잔고, 전사 BB Ratio



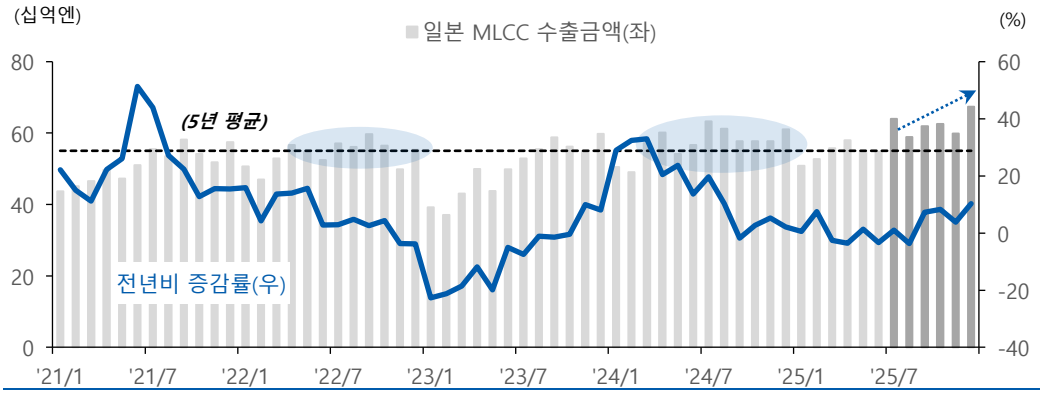
자료: Murata, 유안타증권 리서치센터, 주: CY 기준

[그림 9] Taiyo Yuden 전사 및 캐패시터(MLCC) 부문 BB Ratio



자료: Taiyo Yuden, 유안타증권 리서치센터, 주: CY 기준

[그림 10] 일본 MLCC 수출금액 및 전년비 증감률



자료: Kita, 유안타증권 리서치센터

2-4) 아직 보수적인 공급. 그러나 재고 감소가 이후 가격 변수로 이어질 가능성은 충분

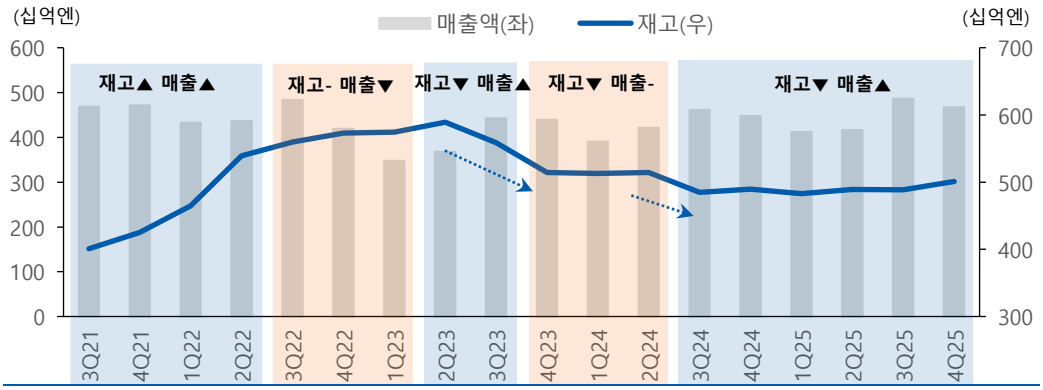
그러나 이러한 수요 환경에도 불구하고, 공급 측의 대응은 여전히 보수적으로 보인다. 현재 서버 관련 수요가 견조하다는 것은 부인할 수 없는 사실이지만, DRAM 등 메모리 가격 상승을 기존 IT 세트업체들이 가격 인상으로 대응하는 사례가 증가하면서 IT 세트 수요 감소에 대한 불확실성이 잔존해있기 때문이다.

이로 인해 Murata, 삼성전기 등 Top-tier들 모두 전년대비 약 10% 내외의 제한적인 캐파 증설만을 고려하고 있다. **이는 과거 호황 사이클에서 경험한 급격한 증설 이후의 조정 국면이 도래했다는 것을 감안한 전략적인 움직임으로, MLCC 산업의 특성을 감안하면 단기간 해당 흐름이 반전될 가능성은 낮다는 판단이다.** MLCC 의 경우 캐파 증설을 포함한 CapEx 증가가 비교적 짧은 시차를 두고 매출 증가로 연결되는 산업 구조를 가지고 있기 때문에 Q 대응에 보다 신중할 수밖에 없는 것이 사실이다.

다만, 현재의 견조한 AI 서버향 수요가 장기간 유지될 경우 연내 해당 흐름이 반전될 가능성은 충분하다. 이는 Murata 재고 상황에서도 확인되는데 '21년 호황 이후 스마트폰, PC 수요가 부진해지면서 이후 MLCC 기업들의 골칫거리가 재고였기 때문이다. 그러나 현재 재고 수준은 '23년을 고점으로 점진적인 감소세를 보이고 있다. 이는 AI 서버 중심의 수요가 예상보다 빠르게 흡수되고 있음을 나타낸다. 특히 현재는 서버 재고 확충을 위해 자체적으로 가동률을 95% 이상으로 끌어올리지 않도록 재고 관리 전략을 병행하고 있음에도 감소세가 지속되고 있다. 높은 서버 수요가 재고 확충을 제약하고 있는 것이다.

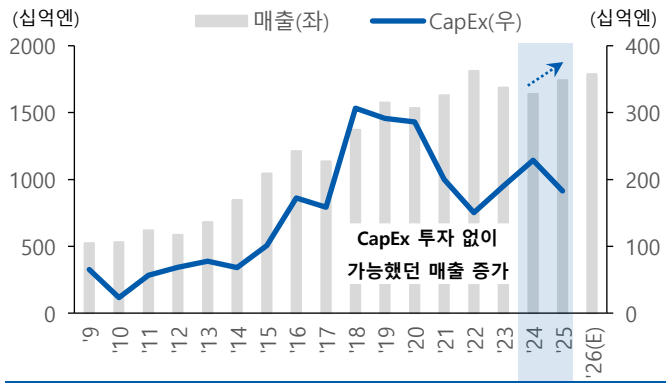
AI 서버 확산으로 서버 한 대당 탑재되는 MLCC 의 절대량 자체가 구조적으로 증가하고 있으며 올해 연말까지 예정된 데이터센터 규모는 OpenAI 의 Stargate Project 를 비롯해서 상당수이다. **이제는 캐파 증설을 보다 진지하게 검토해야 하는 국면에 진입하고 있다고 판단된다. 실제로 최근 실적 흐름을 통해서도 주요 MLCC 업체들의 CapEx 증가 조짐은 확인되고 있다. 이는 단기 수요 반등에 따른 상승 사이클에 대한 대응이라기 보다는 서버 중심의 MLCC 수요 구조 변화를 맞이하기 위한 중기적인 생산 전략 조정의 초기 단계로 해석된다.**

[그림 11] Murata 분기 매출액 및 재고



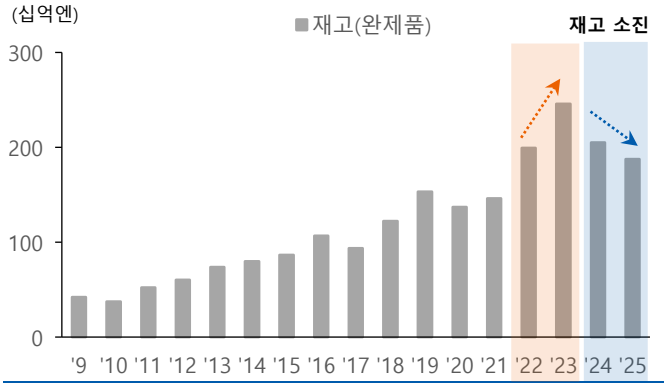
자료: Murata, 유안타증권 리서치센터, 주: CY 기준

[그림 12] Murata 연간 매출 및 CapEx



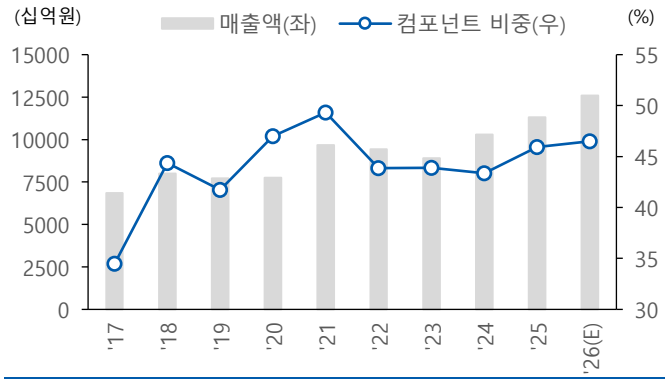
자료: Murata, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: CY 기준

[그림 13] Murata 연간 완제품 재고



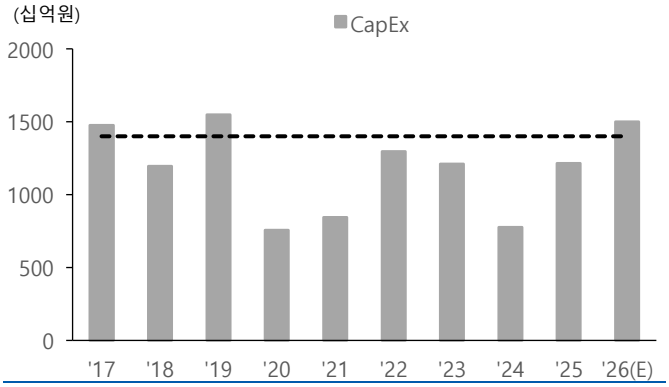
자료: Murata, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: CY 기준

[그림 14] 삼성전기 연간 매출 및 컴포넌트 사업부 비중



자료: 삼성전기, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 삼성전기 연간 매출 및 CapEx



자료: 삼성전기, 유안타증권 리서치센터

아직까지 MLCC 가격 인상은 현실화되지 않았으나 이번 실적에서 Murata 가 처음으로 수급 환경 변화에 따른 가격 전략 검토 가능성을 언급했다는 점은, 현재 글로벌 MLCC 시장이 물량 증가 국면에만 머물러 있지 않을 것을 시사한다. **1) 비수기에도 유지된 높은 가동률과 2) BB ratio 를 통해 확인되는 수요 강도, 3) 재고의 구조적 축소, 그리고 4) 서버 중심 수요 확산은 결국 향후 도래할 물량 제약이 가격 변수로 전이될 수 있는 조건이 점차 진입하고 있음을 의미한다.**

이러한 상황에서 Murata 의 언급은 글로벌 MLCC 업계 전반의 전략 변화 가능성을 높이는 신호로 해석된다. **공급 구조와 제품 믹스 측면에서 Murata 와 유사한 포지션을 보유한 삼성전기 역시 향후 수급 상황에 따라 가격 전략 및 캐파 대응 측면에서 보다 적극적인 선택지를 검토할 수 있는 환경에 진입할 수 있을 것으로 판단된다. 동사 주가 리레이팅 전제 조건이었던 컴포넌트 사업 부문 내 서버 익스포저 확대 가능성이 Q, P 측면에서 높아짐에 따라 삼성전기의 투자 의견을 BUY 로 유지, 목표주가를 370,000원('26년 BPS * Target PBR 2.52배)으로 상향 조정한다.**

[표 6] 삼성전기 적정 주가 산출표

구분	내용	비고
BPS(원)	143,817	'26년 예상 BPS
목표 PBR(배)	**2.52**	**'20~21년 PBR 상단**
목표 주가(원)	**370,000**	**BPS*Target PBR**
현재 주가(원)	313,500	
상승 여력(%)	**18%**	

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 2/10 일 기준

[표 7] 삼성전기 분기 실적 추이 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	**2,738.7**	**2,784.6**	**2,889.0**	**2,902.1**	**3,084.8**	**2,981.5**	**3,319.8**	**3,204.7**	**10,304.5**	**11,314.4**	**12,590.8**
Y/Y 증감률(%)	4.4%	7.9%	10.5%	16.4%	12.6%	7.1%	14.9%	10.4%	15.7%	9.8%	11.3%
Q/Q 증감률(%)	9.9%	1.7%	3.7%	0.5%	6.3%	-3.3%	11.3%	-3.5%	-	-	-
컴포넌트솔루션	1,216.2	1,280.7	1,381.2	1,320.3	1,397.3	1,272.8	1,650.3	1,534.4	4,462.1	5,198.4	5,854.8
Y/Y 증감률(%)	18.9%	10.4%	15.4%	22.0%	14.9%	-0.6%	19.5%	16.2%	14.3%	16.5%	12.6%
Q/Q 증감률(%)	12.4%	5.3%	7.8%	-4.4%	5.8%	-8.9%	29.7%	-7.0%	-	-	-
광학통신솔루션	1023.0	939.3	914.6	937.2	1009.2	984.3	922.2	914.1	3815.3	3814.1	3829.8
Y/Y 증감률(%)	-12.8%	2.0%	6.3%	8.8%	-1.3%	4.8%	0.8%	-2.5%	16.0%	0.0%	0.4%
Q/Q 증감률(%)	18.8%	-8.2%	-2.6%	2.5%	7.7%	-2.5%	-6.3%	-0.9%	-	-	-
패키지솔루션	499.4	564.6	593.2	644.6	678.3	724.4	747.3	756.3	2034.6	2301.8	2906.2
Y/Y 증감률(%)	16.7%	13.1%	6.3%	17.3%	35.8%	28.3%	26.0%	17.3%	18.5%	13.1%	26.3%
Q/Q 증감률(%)	-9.1%	13.1%	5.1%	8.7%	5.2%	6.8%	3.2%	1.2%	-	-	-
매출비중(%)											
컴포넌트솔루션	44.4%	46.0%	47.8%	45.5%	45.3%	42.7%	49.7%	47.9%	43.3%	45.9%	46.5%
광학통신솔루션	37.4%	33.7%	31.7%	32.3%	32.7%	33.0%	27.8%	28.5%	37.0%	33.7%	30.4%
패키지솔루션	18.2%	20.3%	20.5%	22.2%	22.0%	24.3%	22.5%	23.6%	19.7%	20.3%	23.1%
영업이익	**200.6**	**213.0**	**260.3**	**239.5**	**297.3**	**309.2**	**391.6**	**379.1**	**735.0**	**913.4**	**1377.1**
Y/Y 증감률(%)	9.2%	2.4%	15.7%	108.2%	48.3%	45.2%	50.4%	58.2%	11.3%	24.3%	50.8%
Q/Q 증감률(%)	74.3%	6.2%	22.2%	-8.0%	24.1%	4.0%	26.6%	-3.2%			
컴포넌트솔루션	133.5	156.7	180.7	133.6	184.4	170.6	244.2	230.2	439.7	604.5	829.4
광학통신솔루션	44.3	31.5	39.6	52.3	46.4	53.2	51.6	52.1	137.6	167.7	203.3
패키지솔루션	22.7	24.8	40.0	53.6	66.5	85.5	95.7	96.8	157.6	141.2	344.4
영업이익률(%)	**7.3%**	**7.6%**	**9.0%**	**8.3%**	**9.6%**	**10.4%**	**11.8%**	**11.8%**	**7.1%**	**8.1%**	**10.9%**
컴포넌트솔루션	11.0%	12.2%	13.1%	10.1%	13.2%	13.4%	14.8%	15.0%	9.9%	11.6%	14.2%
광학통신솔루션	4.3%	3.4%	4.3%	5.6%	4.6%	5.4%	5.6%	5.7%	3.6%	4.4%	5.3%
패키지솔루션	4.6%	4.4%	6.7%	8.3%	9.8%	11.8%	12.8%	12.8%	7.7%	6.1%	11.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

*Appendix: Murata(6981.JP) FY3Q26 실적 Q&A 요약

★★★Q1) MLCC 의 3Q~4Q 가동률 수준과 실제 재고 축적 현황, 1~3월 재고 운용 계획은 무엇인가? 또한 연간 가격 협상 이후 현재 가격 환경은?

- 기존 가이던스와 동일하게 FY3Q 와 4Q 모두 MLCC 가동률을 90~95% 수준으로 운용 중. 4Q 에는 계절적 요인으로 주문 감소가 나타나고 있으나, 재고를 일정 수준 확보하기 위해 가능하다면 가동률을 95%에 근접하게 유지하고자 한다는 입장.

- 재고와 관련해서는, 전분기 설명회에서 재고 확대 의지를 언급했으나, 실제로는 일정 수준의 주문 유입이 지속되었고 이에 대응하는 과정에서 재고가 당초 의도만큼 누적되지는 못했다고 설명.

- 다만 차기 회계연도 이후에도 주문이 견조할 것으로 가정하고 있으며, 이에 따라 4Q 에는 가동률을 유지 및 상향하면서 일정 수준의 재고를 확보하는 방향으로 운영할 계획.

- 가격 환경과 관련해서는, 자동차를 포함한 전반적인 응용처에서 여전히 가격 인하 요구가 강한 상황이라고 설명. 차기 반기 협상에서는 이러한 요구에 대해 일정 부분 대응해 왔으나, FY26 에는 가격 인하 압력이 점진적으로 완화될 것으로 예상.

Q2. AI 서버 등에서 강한 수요가 지속되는 상황에서, 생산 부담으로 인해 재고 축적이 어려운 상황인지. 실제 재고 누적 수준은 어느 정도이며, 4Q 에는 재고를 충분히 확보할 수 있을 것으로 보는지. 또한 4Q 컴포넌트 영업이익이 통상적인 4Q 대비 덜 부진할 가능성은 있는지?

- 현재 재고 축적을 고려하고 있는 주요 대상은 AI 서버용 MLCC.

- 가동률을 상향 조정하고 있으나, AI 서버 제품의 경우 생산 부하가 매우 큰 상황이기 때문에, 증가하는 주문과 재고 축적 간의 균형을 맞추며 운영하고 있다고 설명.

- 4Q 에는 일반적으로 컨슈머향 주문이 감소하는 계절적 특성이 있으며, 회사는 이 감소분을 활용해 AI 서버용 재고를 늘릴 계획.

★★★Q3. 스마트폰 및 PC 수요 둔화 가능성과 AI 서버 수요 강세가 공존하는 상황에서, 스마트폰 및 PC 부진이 전체 수급 환경을 변화시킬 정도의 영향을 미칠 수 있다고 보는지. 또한 과거 EV 및 자동차 비용 증가 국면에서 시행했던 것과 같은 가격 전략을 다시 검토할 가능성은 있는지?

- 최근 데이터센터를 중심으로 HBM, DRAM 등 메모리 공급 부족 이슈가 언급되고 있으나, 회사가 실제 고객들과의 대화를 통해 확인한 바에 따르면 실적이 가이던스를 하회할 것이라는 신호는 관측되지 않았다고 설명.

- PC 나 스마트폰 수요 둔화가 나타난다면, 이는 주로 저가형 스마트폰 모델에 국한될 가능성이 높으며, 회사의 수요에 유의미한 영향을 미칠 것으로는 보지 않는다는 입장.

- 반면 데이터센터, 특히 AI 서버 수요는 지속적으로 성장하고 있으며, '26년을 기준으로 얼마나 생산할 수 있고 고객 수요에 얼마나 대응할 수 있는지가 핵심 이슈라고 판단하고 있음.

- 현재로서는 가격 인상을 논의하고 있지는 않으나, 시장 수급 환경에 따라서는 가격 전략을 검토할 필요가 있을 수 있다고 밝힘.

★Q4. 메모리 가격 상승이 MLCC 전체 수요에 미칠 영향은 무엇이며, 메모리 가격 상승이나 조달 이슈로 영향을 받는 모듈 제품은 있는가?

- 일부 모듈 제품에 메모리가 포함되어 있으나, 그 수는 제한적이기 때문에 직접적인 영향은 크지 않을 것이라고 설명.

★Q5. 메모리 시장 환경이 향후 MLCC 수요에 영향을 미칠 가능성은 어느 정도로 보는가?

- 현재 메모리 시장 환경은 MLCC 수요에 직접적인 영향을 주고 있지는 않다고 밝힘.

- 향후 영향은 스마트폰, PC, 자동차 등에서 고객별로 상이하게 나타날 가능성은 있으나, 과거 사례를 보더라도 민감도가 다른 고객들이 존재했음.

- 다만 현재 기준으로는 주요 고객사에서 메모리로 인한 우려는 관측되지 않고 있으며, 설령 영향이 발생하더라도 그 규모는 매우 제한적일 것.

Q6. FY2026에도 MLCC 수급이 타이트해 공급이 부족할 가능성이 있다고 보는가?

- FY2026에도 MLCC 수급은 타이트한 상태가 지속될 가능성이 있음.

Q7. 응용처별 연간 매출 계획을 감안할 때, 모빌리티/컴퓨터/산업/기타 부문의 4Q 매출 전망은 어떻게 보고 있는가?

- 모빌리티 부문의 경우, 중국을 중심으로 자율주행 및 EV 시장이 확대되고 있으며, SDV 를 위한 센서 수요가 실적에 기여하고 있다고 설명. 이러한 흐름은 4Q 에도 큰 변화 없이 이어질 것.

- 컴퓨터 부문은 당분간 데이터센터용 MLCC 매출이 중심이 될 것으로 보며, 해당 수요는 4Q 뿐만 아니라 차기 회계연도까지도 매우 강한 수준.

Q8. 메모리 쇼크 외에 추가적으로 인식하고 있는 주요 리스크 요인은?

- 특히 구매 부문을 중심으로 리스크 관리에 주력하고 있으며, 재고 확보와 동시에 공급망 이원화를 추진. 고객별로 개별 대응을 진행 중이기 때문에 구체적인 내용은 제한적이나, 공급 차질이 발생하지 않도록 조율 중.

- 일부 제품군은 금속 가격 상승의 영향을 크게 받고 있으며, 이에 따라 향후 가격 정책에 반영할지 여부를 검토 중.

Q9. MLCC BB ratio 가 1.12로 크게 상승했는데, 응용처별로 어떤 수요가 전년 대비 성장을 견인한 것?

- 이번 회계연도의 MLCC 주문을 AI 서버 수요만으로 설명하기는 어렵다고 생각. MLCC 산업 전반의 흐름과 주문 구성에 대해 보다 면밀한 분석이 필요하다는 인식.

- AI 서버 수요가 매우 강한 것은 사실이나, 이 영역에서는 가격보다 공급 능력과 대응력이 더 중요하다고 설명

Q10. 내년도 생산능력 증설 기조에 변화가 있는지, 컨슈머 캐파를 AI 서버로 전환할 수 있는 유연성은 어느 정도인가?

- 내년도에 대해 급격하고 대규모의 생산능력 증설은 고려하고 있지 않다고 밝힘. 과거와 동일하게 일정한 속도로 공급 능력을 확대할 계획.

- AI 서버는 컨슈머 제품 중에서도 수요 신뢰도가 높고 적층 수 및 사이즈가 크기 때문에 일정 부분 캐파를 배분하는 것이 가능

Q11. 컴포넌트 사업의 이익률을 중장기적으로 어떻게 회복할 계획?

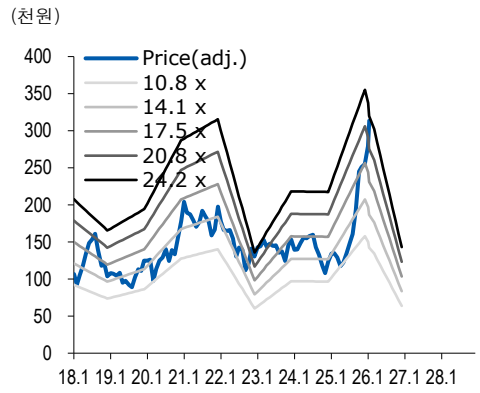
- 평년에도 연간 약 10% 수준으로 캐파를 확장해 왔으며, 이를 장기적 관점에서 선제적으로 구축해 왔다고 설명.

- 2026~2028년은 그간 투자해 온 고정비를 본격적으로 회수하는 구간으로 보고 있으며, AI 서버 등 매출 확대를 통해 고정비 희석 효과가 나타날 것으로 판단.

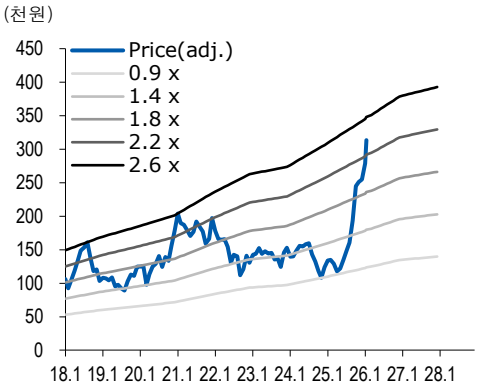
Q12. 현재 캐파와 수요 간 미스매치를 해소하면 과거 수준의 이익률 회복이 가능하다고 보는가?

- 그렇게 보고 있으며 특히 AI 서버용 제품은 제조 난이도가 높아 향후 개선 여지가 존재한다고 설명.

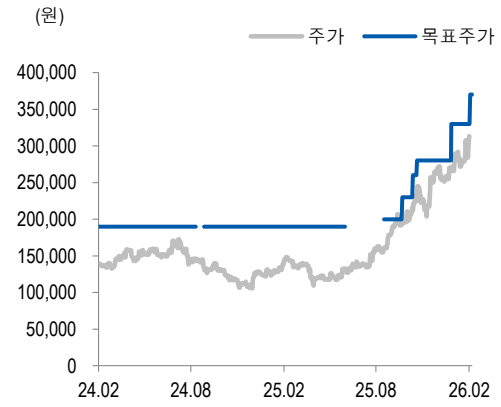
P/E band chart



P/B band chart



삼성전기 (009150) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-02-11	BUY	370,000	1년		
2026-01-06	BUY	330,000	1년	-13.65	-5.00
2025-10-30	BUY	280,000	1년	-12.24	-2.86
2025-10-22	BUY	260,000	1년	-12.58	-10.77
2025-10-01	BUY	230,000	1년	-10.87	-6.09
2025-08-26	BUY	200,000	1년	-7.48	3.50
	담당자변경				
2024-09-05	BUY	190,000	1년	-33.68	-22.00
	담당자변경				

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

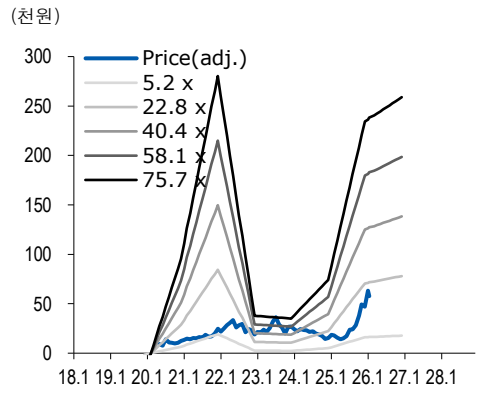
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

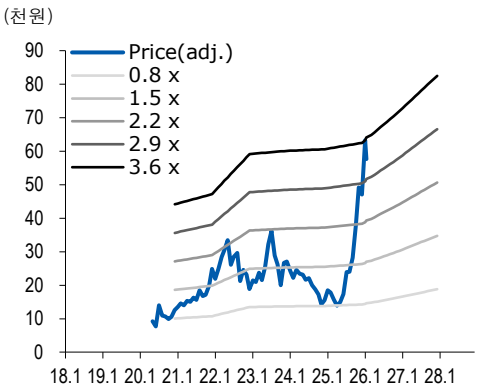
주: 기준일 2026-02-10

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

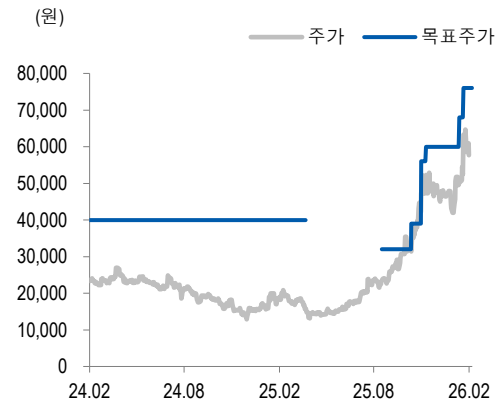
P/E band chart



P/B band chart



대덕전자 (353200) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-02-11	BUY	76,000	1년		
2026-01-30	BUY	76,000	1년		
2026-01-22	BUY	68,000	1년	-23.82	-19.85
2025-11-19	BUY	60,000	1년	-20.57	-11.83
2025-11-10	BUY	56,000	1년	-10.86	-6.61
2025-10-22	BUY	39,000	1년	-0.67	14.49
2025-08-26	BUY	32,000	1년	-13.41	10.63
2024-07-12	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-54.87	-39.50

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-02-10

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: **고선영**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.