

전기전자 (Overweight)

반도체기판 투자전략: 이익 추정치 상향은 이제 막 시작

Issue Comment

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

1] 급등하는 글로벌 반도체기판 주가

반도체기판 업황이 본격적인 회복 국면으로 진입하고 있다. 기존 AI 가속기용 ABF 수요에 더해, 범용 BT 기판 수요까지 회복되면서 업황 개선 폭이 확대될 전망이다.

주요 업체들은 약 1.6 년간의 재고 조정을 마치고 점진적으로 재고를 빌드업하고 있으며, 특히 2Q25의 재고 축적 속도가 눈에 띄게 빨라졌다. [그림 2]. AI 서버뿐 아니라 추론 시장의 개화와 맞물려 일반 서버 수요도 회복되고 있어, 재고 빌드업의 각도는 더욱 가팔라질 전망이다.

① **전국과 지옥의 사이클**: '22년 당시 반도체기판 산업의 평균 영업이익률은 24%에 달했다. '18년말 시작된 일본 반도체 기판 업체들의 캐파 조정 (ex. Ibiden의 CSP 축소 및 Intel 향 대면적 FC-BGA 확대) 이후, '20년 언택트 수요가 가세하며 app-to-app 가격 인상이 나타난 덕분이었다. 그러나 이후 PC 중심 언택트 사이클 종료, 고객사로부터의 판가 인하 압력 심화, 대규모 증설 이후의 고정비 부담이 겹치며 정점으로부터 2년 뒤인 '24년의 수익성은 4%까지 하락했다.

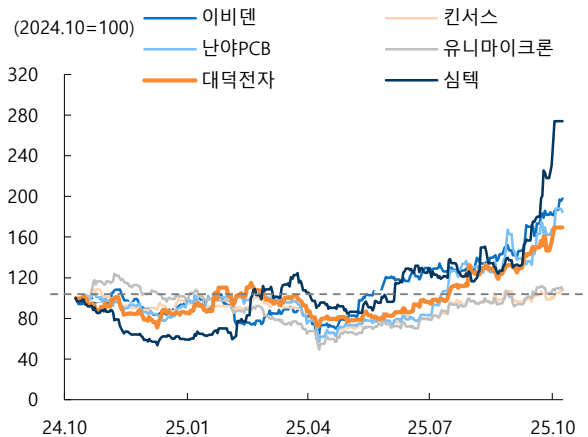
② **미드사이클로의 회귀?** 올해 들어 업황 회복이 본격화되고 있다. '25~'27년의 반도체기판 산업의 영업이익률 컨센서스는 각각 5.4%, 8.9%, 10.5%로 개선되는 추세로 형성되어 있다. 지난 20년간의 평균 수익성이 8~9% 수준이었음을 감안하면, 시장은 미드사이클로의 회귀를 가정하고 있는 셈이다.

③ **감가비 체감+가동률 제증**: 다만 '26년과 '27년의 영업이익률 컨센서스는 다소 보수적인 것으로 보인다. ① '21~'22년 대규모 CapEx 이후의 감가상각비 증가율이 둔화되는 가운데, ② 가동률의 개선 속도는 가팔라질 것으로 전망되기 때문이다 [그림 3]. 가동률이 개선되는 구간에서의 수익성 증가폭은 체감적으로 크게 나타난다.

해외 업체 중에서는 Ibiden과 Nanya PCB를 주목한다. Ibiden의 주가는 YTD +104% 상승했다. Nvidia AI 가속기용 FC-BGA 메인 벤더로서 수혜를 온전히 누리고 있기 때문이다. 동사는 최근 '27년의 기판 생산 능력을 '24년 대비 +150% 확대할 것임을 밝히기도 했다. 한편, Nanya PCB에 대해서는 BT 기판 수요 회복과 판가 인상 효과를 기대한다. 즉, AI 서버를 중심으로 믹스가 재편되거나, 수요 개선 구간에서 판가가 올라가는 두 가지 시나리오 중 하나다.

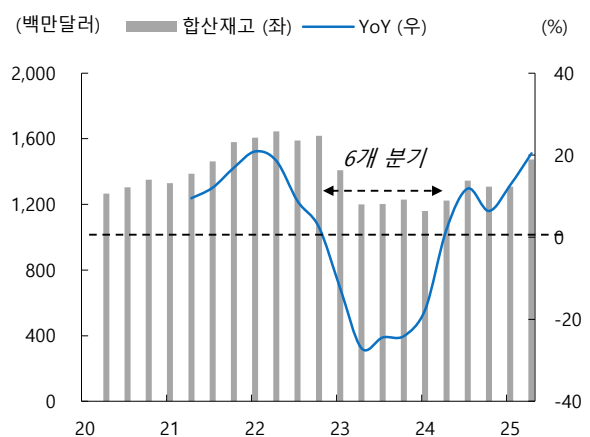
후술하겠지만, 국내 업체들은 전자보다는 후자에 가깝다. (계속)

그림1. 주요 반도체기판 업체들의 주가 추이: 4월의 바닥 이후 전반적으로 우상향 하고 있으며, 9월 이후 심택이 두드러짐



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

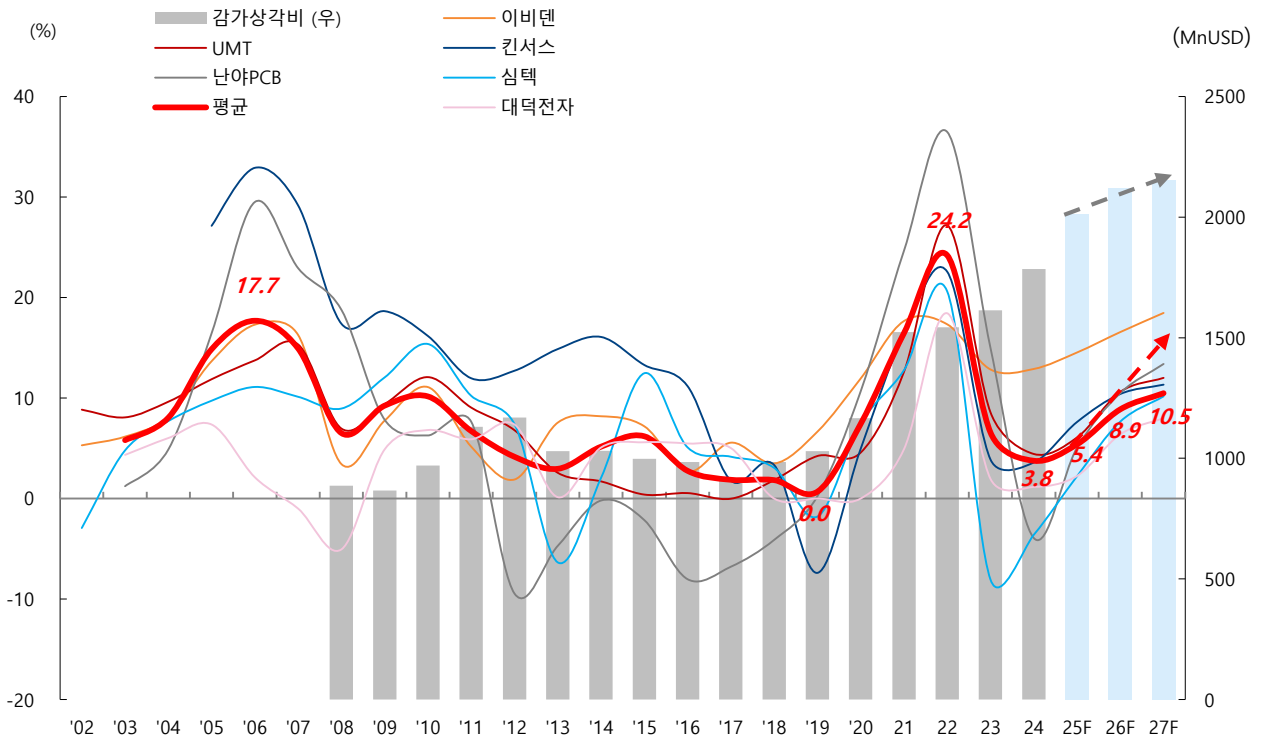
그림2. 주요 반도체기판 업체들의 합산 재고 추이: 3Q22 이후 6개 분기 재고조정 끝에 빌드업. 특히 2Q25의 개선이 두드러짐



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 이비덴, 킨세스, 난야PCB, 유니마이크론, 대덕전자, 심택 합산

그림3. 글로벌 반도체기판 업체들의 영업이익률과 감가상각비 추이: 영업이익률 개선 속도는 컨센서스보다 가파를 가능성이 높다



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 감가상각비는 이비덴, 컨서스, 난야PCB, 유니마이크론, 대덕전자, 심텍 합산

2] 국내 반도체기판 업체들의 아웃퍼폼

상반기 주가 상승이 AI 서버용 고층 ABF 기판에 집중됐다면, 하반기부터는 범용 메모리 사이클 회복 기대감이 더해지며 이에 대한 노출도가 높은 국내 업체들의 주가가 더 강세를 보이고 있다. 당사는 당초 ABF, BT 기판 모두 공급 과잉인 상황에서, AI 서버용 고다층 ABF 기판만이 2H26 를 기점으로 타이트해질 것으로 전망했다 [그림 4]. 이는 섹터 내에서 Ibiden 의 주가가 압도적인 강세를 보였던 이유이자, 당사가 여전히 삼성전기를 긍정적으로 평가하는 근거 중 하나이기도 하다 [링크]

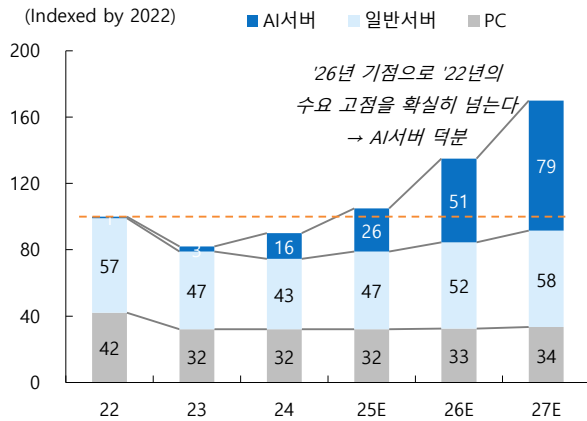
① **한국 PKG. 아웃퍼폼:** 다만 9 월 들어 국내 중소형 반도체기판 업체들의 주가가 글로벌 업체 대비 더 강한 상승세를 보이고 있다. 이는 범용 DRAM 및 NAND 까지 가세한 메모리 업사이클에 대한 기대감이 반영된 결과다 [당사 반도체 전망 링크]. 예컨대, 심텍의 주가는 범용 메모리 업체인 Nanya Technology 와 지난 1 년간 95%에 가까운 높은 상관관계를 보이며 급등했다 [그림 5]. 이는 기판 업체에게도 메모리 사이클에 대한 기대가 투영되고 있음을 보여준다.

② **가동률 개선 확인:** 국내 반도체기판 업체들의 평균 가동률은 2Q25 기준 72%까지 회복되었다. 주요 업체들의 코멘트를 감안할 때, 3Q25 에는 80%에 도달했을 것으로 추정된다(반도체 기판은 아니나, 메모리모듈 PCB 의 경우 심텍, 티엘비 등 국내 주요 업체들이 공히 90~100%의 가동률을 시현). 실제로 3Q25 한국의 PCB 수출액은 3Q25 +9% MoM 로, 지난 3 년 간의 평균 MoM 계절성인 +2%를 상회했고, YoY 기준으로 +10% 성장했다 [그림 7]. 이를 감안할 때 국내 반도체기판 업체들의 '24 년과 25 년의 평균 가동률은 각각 65%, 74%로 추정된다. 보수적인 가정하에, 만약 2H25 수준의 업황 강도가 이어진다면 '26 년에는 80% 중반까지 상승할 전망이다 [그림 6].

③ **판가 인상 가능성?** 한편, PCB 수출 ASP 는 '20~21 년의 가격 인상(ex. 1H21 의 +20% 인상)과 '23 년 이후 가파른 판가 인하를 거치며 L 자형 정체 국면을 이어가고 있다 [그림 8]. 3Q25 가동률이 80%로 추정됨을 감안하면, 아직 app-to-app 가격 인상을 기대하기는 이르다. 지난 8 월 당시 대만의 Kinsus 는 "산업 내 생산 능력이 완전히 소화되지 않았고, 병목이 수요가 아닌 T-glass 등 소재 측면이 있으므로 가격 인상으로 이어질 근거가 부족하다"고 밝힌 바 있다. 국내 반도체기판 업체들 역시 판가 인상 가능성에 대해 신중한 입장을 유지하고 있다.

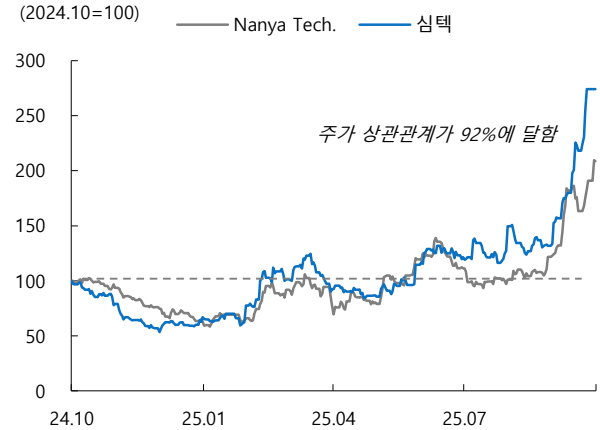
다만, BT-ABF 기판에 필요한 소재에 병목이 심화되는 가운데 예상보다 빠른 가동률 개선이 지속된다면, 향후 기판 업체들의 협상력이 높아질 가능성이 있음에 주목한다. 또한 보수적으로 판가 인상이 없더라도, 서버 FC-BGA, GDDR7, SoCAMP 등 고부가 중심의 Blended ASP 개선은 이어질 것으로 보인다. (계속)

그림4. Ibiden의 적용처별 FC-BGA 고정 수요 전망: '26년을 기점으로 '22년의 고정 수요를 크게 넘어선다. AI의 힘



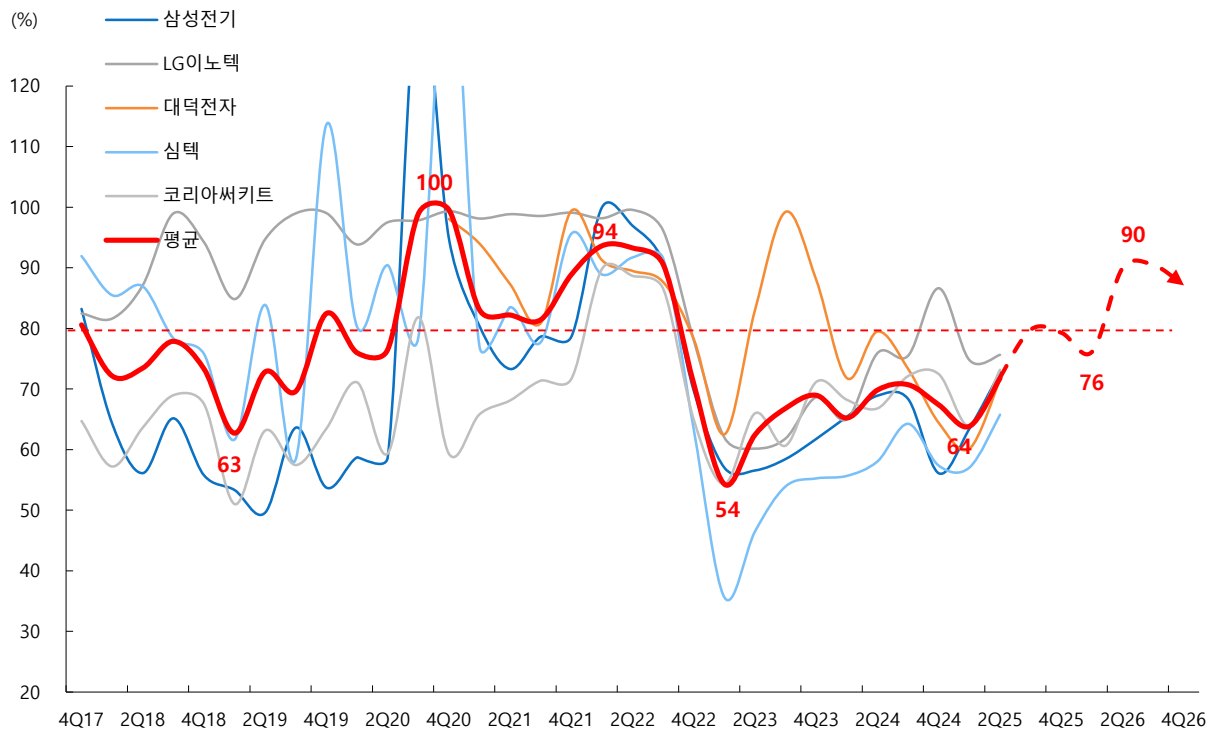
자료: Ibiden, iM증권 리서치본부

그림5. Nanya와 심텍의 상대 주가: 국내 반도체 기판 업체들의 급등은 범용 DRAM과 Nand가 가세한 메모리 사이클 기대



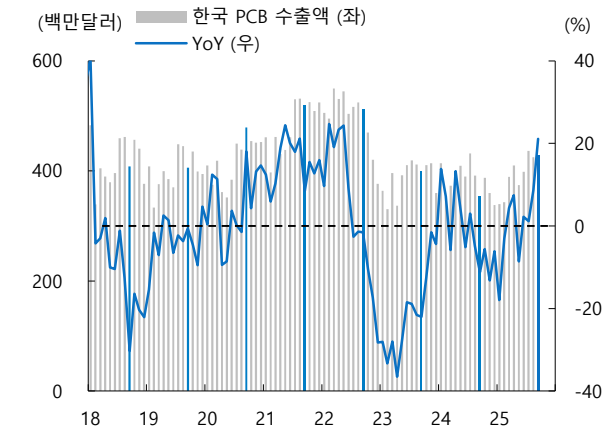
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 국내 반도체기판 업체들의 가동률 추이 및 전망: 저점을 높이며 개선되고 있으며, '26년의 개선폭이 '25년 대비 더 클 듯



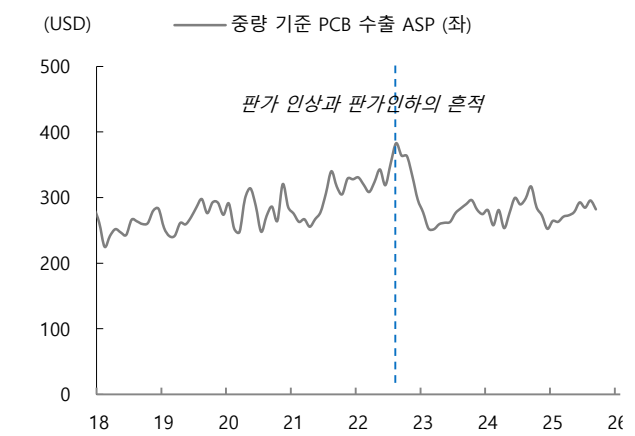
자료: DART, iM증권 리서치본부

그림7. 한국의 PCB 수출액: 9월 +21% YoY로 크게 개선되는 모습. 주로 물량 효과에 기인하고 있음



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림8. 한국의 중량 기준 PCB 수출 ASP: 판가는 2H22 이후 크게 하락한 이후, 최근까지 L자형으로 굳어진 상황



자료: KITA, iM증권 리서치본부

3] 이익 추정치가 뒤따를 차례

현재 주가는 이미 이익 추정치 상향을 선반영하는 흐름을 보이고 있다. 반도체기판은 경기 민감 업종인만큼, 통상 주가가 이익 추정치를 3~5 개월 선행하는 경향이 있다. 그럼에도 이번 주가 상승폭은 '19~'21 년의 공급 부족 시기 대비로도 유독 가파르다. 이는 멀티플의 확장이 더 빠르게 나타난 결과로 보인다. ① 과거 반도체 기판 사이클 학습 효과, ② SoC/CAMM, GDDR7 등 AI 수혜 영역의 부상, ③ 메모리 업사이클 기대감이 복합적으로 작용하고 있다.

예를 들어, 심텍과 대덕전자의 주가는 YTD 각각 +280%, +80% 이상 상승한 반면, 12MF 영업이익은 아직 저점 탈피 초입에 머물러 있다 [그림 9, 10]. '22 년 업사이클의 정점에서 심텍과 대덕전자의 12MF 영업이익은 각각 4,720 억원, 2,830 억원이었으나, 현재는 778 억원, 714 억원 수준에 그치고 있는 것이다. 물론 판가 인상이었던 '20~'21 년과 판가 인하가 수반된 이후인 현 시점을 단순 비교하기는 어렵다. 그러나 가동률 개선 속도가 예상보다 빨라지고 있다는 점을 고려할 때, 현재 컨센서스에는 영업 레버리지가 충분히 반영되지 않은 것으로 보인다.

즉, 지금은 이익의 본격적인 개선 이전 주가가 선행적으로 급등한 국면이며, 향후 이익 추정치가 확장되는 구간에서 추가 상승이 재개될 것으로 판단된다. 이 같은 관점에서 주가는 단기적으로 과열 양상 이후 조정이 나타날 가능성이 있겠으나, 이후 실적 확인과 이익 추정치 상향이 동반되며 중기 랠리로 이어질 가능성이 높은 것으로 판단된다.

베타 플레이 관점에서 메모리 기판 노출도가 높은 업체가 선호가 지속될 것으로 판단되며, 동일한 방향성을 공유하는 만큼 심텍, 대덕전자, 티엘비, 코리아씨키트 등 관련 종목들에 대한 바스켓 매매 역시 합리적인 대안인 것으로 판단된다[그림 11]

그림9. 심텍 12MF 영업이익과 주가의 괴리: 이익 추정치의 상향은 아직 초입인 것으로 보임



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림10. 대덕전자 12MF 영업이익과 주가의 괴리: 이익 추정치의 상향은 아직 초입인 것으로 보임



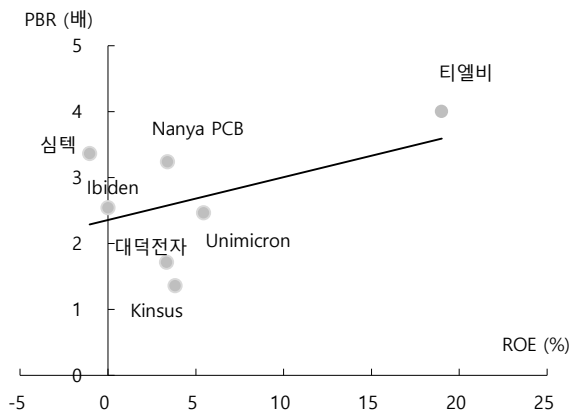
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림11. 메모리에 대한 노출도가 큰 기판 업체에 대한 바스켓 대응이 유효한 것으로 보임

구분	심텍	대덕전자	티엘비
2Q25A	매출 3,408억, OP 55억 (가동률 75%)	매출 2,459억 OP 19억	매출 641억, OP 69억
3Q25E	매출 3,600억, OP 200-230억 (가동률 80%)	OP 130억 / 성과급 포함 (가동률 메모리: 90-95%, FC-BGA 50-60%)	매출 +MSD% QoQ, OPM 12~13%
4Q25E	3Q 대비 추가 개선 전망	OP 200억 이상 전망 (컨센 180억)	OPMLT~MT% DDR5 8000Mbps 매출 발생
매출비중	메모리 85%, 시스템반도체 15% (공정별: MSAP 65%, Tenting 10%, HDI 25%)	메모리 50% (DRAM 70%, NAND 30%), 시스템반도체 30%, MLB 20%	메모리 95% (DRAM 65%, NAND 35%), 기타 5%
신제품	소캬 '25년 100억+, '26년 400억+ GDDR7 '25년 1,500억 (+30% YoY)	자율주행 FC-BGA (26년 300억+), AI가속기/스위치창 MLB	소캬, BVH 공정 적용 D5, LPCAMM, CXL 등
제품별 수익성	소캬 대량 양산 시 OPM MT% 기대 (기존 RDIMM LSD%)	FC-BGA 1H26 BEP 턴어라운드, MLB '26년 DD%	서버 DDR5 MT% 이상 eSSD MSD~HSD%, SSD BEP
소캬	메모리 3社 전부 대응 (기존 메모리모듈 글로벌 점유율 30~40%) 샘플 \$2,000/m ² (RDIMM 대비 3배)	n/a	SKH 1st, MU 3rd 벤더로 준비
CAPA.	100,000m ² /월, MSAP 비중 70~80%	n/a	Full capa. 18,500m ² /월 베트남 전공정 투자시 +40% 확대 증설리드타임 1년
리스크	부채비율 240% (연말 200% 초반 목표), 자본조달 이슈	3Q 성과급/일회성 비용, FC-BGA 흑전 지연	증설 시 자금 부담, 소캬 해외 업체 진입 (UMTC, Tripod)

자료: 각 사, iM증권 리서치본부

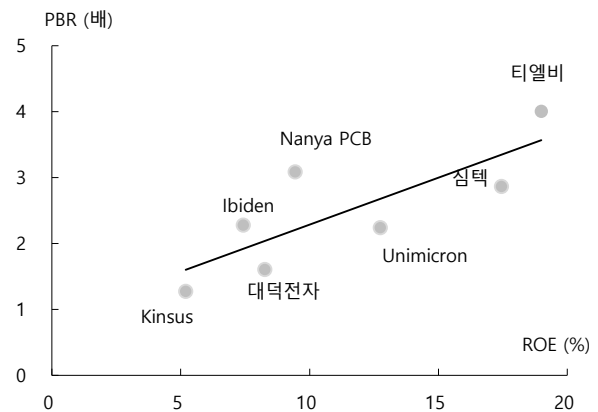
그림12. 주요 반도체기판 업체들의 '25년 ROE-PBR 매트릭스



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 티엘비는 메모리모듈PCB 업체

그림13. 주요 반도체기판 업체들의 '26년 ROE-PBR 매트릭스



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 티엘비는 메모리모듈PCB 업체

그림14. 주요 반도체 PCB 업체 실적 및 밸류에이션 비교

	Ibiden	Kinsus	Nanya PCB	Unimicron	Tripod	삼성전기	대덕전자	심텍	티엘비	코리아써키트
현재주가(USD)	61	3	7	5	10	138	21	34	42	13
시가총액(MUSD)	8,564	1,590	4,838	7,786	5,204	10,289	1,041	1,128	411	309
매출	2023A	2,568	861	1,356	3,338	1,889	6,811	697	798	131
	2024A	2,425	951	1,005	3,592	2,049	7,552	654	903	132
	2025E	2,678	1,269	1,309	4,353	2,386	7,913	714	986	181
	2026E	3,075	1,434	1,592	5,051	2,597	8,646	850	1,141	223
	2027E	3,437	1,613	1,927	5,573	2,817	9,399	967	1,354	254
영업이익	2023A	330	33	203	286	213	506	18	-67	2
	2024A	313	34	-39	159	303	539	8	-34	2
	2025E	384	97	66	264	425	608	19	22	18
	2026E	500	149	169	536	486	790	60	91	28
	2027E	619	183	267	669	537	916	98	142	28
순이익	2023A	218	2	187	384	195	324	19	-88	2
	2024A	221	2	6	158	261	498	17	-22	3
	2025E	251	52	54	178	340	458	20	-3	11
	2026E	342	90	155	435	395	624	60	75	16
	2027E	427	115	245	563	461	727	103	100	19
매출액성장률	2024A	-5.6	10.4	-25.9	7.6	8.5	10.9	-6.1	13.2	0.6
	2025E	10.4	33.5	30.2	21.2	16.5	4.8	9.0	9.2	37.1
	2026E	14.8	13.0	21.6	16.0	8.9	9.3	19.2	15.6	23.4
	2027E	11.8	12.4	21.1	10.3	8.5	8.7	13.7	18.7	13.8
영업이익성장률	2024A	-5.2	2.0	적전	-44.3	42.5	6.6	-54.6	적지	5.6
	2025E	23.0	183.4	흑전	66.0	40.3	12.7	128.9	흑전	628.6
	2026E	30.1	54.4	155.5	102.7	14.3	30.0	215.0	308.6	54.3
	2027E	24	22	58	25	11	16	65	57	3
EPS성장률	2024A	1	-3	-97	-59	34	54	-10	적지	38
	2025E	14	3,194	740	13	33	-9	24	흑전	320
	2026E	33	69	145	138	13	35	187	5,666	47
	2027E	26	14	28	32	17	17	35	66	14
영업이익률	2024A	12.9	3.6	-3.9	4.4	14.8	7.1	1.3	-3.8	1.9
	2025E	14.4	7.6	5.0	6.1	17.8	7.7	2.7	2.2	9.9
	2026E	16.3	10.4	10.6	10.6	18.7	9.1	7.0	7.9	12.4
	2027E	18.0	11.3	13.9	12.0	19.1	9.7	10.1	10.5	11.2
ROE	2024A	13.3	22.0	41.2	40.4	15.4	13.3	23.0	49.8	31.3
	2025E	7.6	4.3	3.5	5.3	20.3	7.0	3.3	-1.0	15.0
	2026E	9.4	6.6	10.1	12.8	21.8	8.9	8.4	17.4	20.8
	2027E	10.8	8.2	12.5	14.7	19.8	9.7	11.7	22.6	20.8
PER	2024A	12.8	6.8	7.6	6.0	8.0	9.8	5.3	3.4	6.0
	2025E	33.4	29.9	94.1	44.1	15.4	23.4	50.2	n/a	31.9
	2026E	25.1	17.6	30.9	18.3	13.3	17.2	19.4	17.5	19.5
	2027E	20.0	13.7	19.8	14.1	12.0	14.6	14.3	11.0	16.0
PBR	2024A	1.6	1.4	2.7	2.1	1.2	1.3	1.1	1.4	1.6
	2025E	2.4	1.4	3.2	2.5	3.0	1.6	1.7	3.4	4.5
	2026E	2.2	1.3	3.1	2.2	2.8	1.5	1.6	2.9	3.7
	2027E	2.0	1.2	3.0	2.0	2.1	1.4	1.5	2.3	3.1
EV/EBITDA	2024A	5.6	3.2	4.6	3.2	3.6	4.5	2.3	1.7	4.0
	2025E	9.5	6.8	17.7	9.7	8.4	7.8	9.9	17.0	18.4
	2026E	7.8	5.8	12.0	7.2	7.6	6.5	7.1	9.5	12.9
	2027E	6.8	5.4	9.6	6.3	7.0	6.1	5.6	7.1	10.7
주가수익률(%)	1M	24.3	-5.3	2.7	4.8	-6.5	20.6	17.5	68.2	68.9
	3M	41.9	29.9	103.4	34.5	26.6	43.7	63.1	78.0	133.0
	6M	125.7	34.2	125.6	65.7	59.9	49.9	79.9	120.6	156.2
	1Y	104.5	-1.2	59.9	6.5	59.4	48.1	53.8	125.4	304.5
	YTD	89.5	7.6	74.6	8.7	58.6	56.3	86.6	288.9	294.6

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 컨센서스 기준

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

종목투자자의견은 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%