

Overweight

전기전자 (Overweight)

패키지기판 업종 주가상승 코멘트: ① 제품 믹스 개선, ② 금가격 하락, ③ FC-BGA 신규수주

1/30 패키지기판 및 메모리모듈 업종의 주가 상승이 두드러졌다(대덕전자 +20.6%, 심텍 +7.5%, 코리아씨키트 +7.1%, 해성디에스 +4.0%, 티엘비 +4.0% 등). 지난 1월 16일 이후 다시 섹터 전반에 온기가 확산되는 모습이었으며, 이는 대덕전자의 4Q25 실적 호조로 국내 PCB 업체들에 대한 투자심리가 개선됐기 때문이다. 또한 장마감 이후 나온 삼성전기의 Nvidia향 FC-BGA 수주 뉴스와 금 가격 하락 역시 기판 업종에 긍정적이다. 당사는 패키지기판 업종에 대한 시장의 관심이 기존 원가 부담에서 벗어나, 이제는 제품 믹스 개선 속도로 이동할 것으로 판단하며, 궁극적으로 국내 PCB 업체들의 해외 대비 저평가가 해소될 것으로 전망한다. 현재 국내업체들의 평균 P/E는 18배로, 해외 업체의 37배 대비 저평가 받고 있으며 [그림1], 지난해 11월과 같은 국내-해외 간 키 맞춤을 기대한다.

① **국내와 해외의 엇갈린 밸류에이션:** 국내 패키지기판주는 지난 3개월 간 해외 Peer 대비 언더퍼폼하고 있다. 그러나 수요 환경은 본질적으로 동일하다. 한국 PCB 수출은 대만 업체들의 합산 매출 증가율과 유사한 속도로 개선되고 있다[그림2]. BT 기판 가동률은 높은 수준을 유지 중이며, ABF 기판의 개선 속도는 예상보다 빠르다.

문제는 수익성에 대한 우려였다. 대만 업체들은 지난 2Q25 이후 매 분기 +5~10% 수준의 판가 인상을 단행하며 원가 부담을 전가해왔다[링크] 반면, 국내 업체들의 코멘트는 엇갈렸는데, 일부 업체에 대해서는 금도금액 비용 부담이 부각되며 실적 하회 설이 확산됐고 이는 국내 기판 업종 투자심리를 전반적으로 훼손했다.

② **제품믹스 개선 효과와 금 가격 하락:** 대덕전자의 이번 호실적은 국내와 해외 간 괴리된 흐름을 뒤바꾼 촉매인 것으로 판단한다. 당사는 재료비 부담에도 불구하고 믹스 개선과 일부 라인업에 대한 판가 인상을 통해 이익 체력을 증명했다. 결국 핵심은 재료비 부담을 상쇄할 고부가 제품의 외형 성장 속도다. 예컨대, ① 심텍은 Tenting BoC 등 기존 레거시 기판에서의 원가 부담이 여전하나, 중장기적으로 GDDR, SOCAMM, LPDDR 등 AI 메모리 전환에 주목하며, ② 코리아씨키트 역시 스마트폰 HDI 중심에서 서버향 메모리모듈로의 제품 믹스 개선이 빠르다는 점이 긍정적이다.

한편, 주말 간 금 가격이 크게 하락했는데, 만약 이러한 추세가 유지된다면 국내 기판 업체들의 금도금액 관련 원가 부담 완화에 긍정적이다. 당사는 지난해 금도금액 관련 비용이 국내 기판 업체들의 수익성을 약 5%p 훼손한 것으로 추정한다 (국내 기판 업체들의 매출 대비 금도금액 매입액 비중은 10% 초중반 수준인데, 지난해 금도금액 가격이 40% 이상 급등). 재료비 세부 항목이 공시된 업체 중 매출 대비 금도금액 매입액 비중이 큰 순서는 심텍 15%, 티엘비 11%, 대덕전자 6% 등이다[그림4].

③ **FC-BGA도 마찬가지로 긍정적:** 삼성전기도 지난주 금요일 오후 긍정적인 뉴스가 있었다. 언론에 따르면 NVSwitch향 FC-BGA를 공급할 전망이며[링크], 해당 기판은 70바디, 16층 이상으로 GPU와 유사한 사양인 것으로 추정된다. 당사는 이미 주요 빅테크 업체들로부터 FC-BGA 수주를 확보한 바 있으며, 이번 건도 그 연장선으로 판단된다. 이에 힘입어 동사의 FC-BGA 가동률은 기존 2027년 예상 대비 앞당겨져 2H26 중 풀가동 체제 진입이 전망된다. FC-BGA 개선은 삼성전기만의 현상이 아니다. 대덕전자는 eSSD 컨트롤러용 FC-BGA 수요 확대를 경험 중이며, 코리아씨키트 역시 신규 N/W용 FC-BGA를 준비하고 있다. 기존 서버급을 공급하던 삼성전기의 성장 속도는 빨라지고 있고, 전장·컨수머용 중심이던 2nd Tier 업체들 또한 서버 응용처로 다변화되고 있는 환경인 것이다.

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

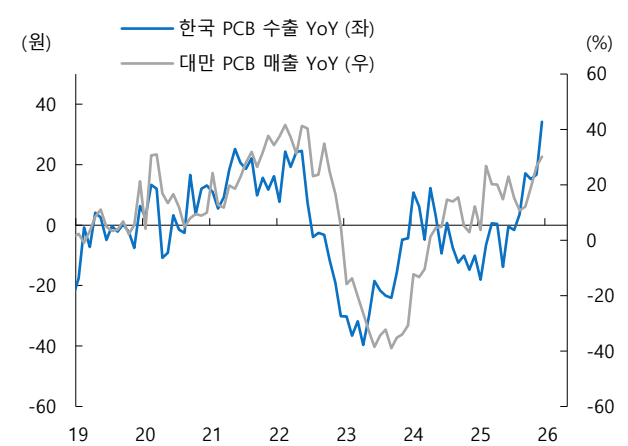
[IT RA]
박정하
2122-9195
jhpark@imfnsec.com

그림 1. 국내 PCB 업체들은 해외 대비 여전히 저평가 받고 있음

종목명	주가	1M 변동%	3M 변동%	BEst PER
Ibiden	8,229	-0.3	12.6	40.5
Kinsus	252	9.8	91.0	33.5
Nanya PCB	389	3.9	33.7	36.9
Unimicron	379	9.9	133.3	37.5
삼성전기	289,000	3.2	19.4	20.5
대덕전자	62,400	13.7	64.4	21.6
심텍	59,800	4.7	-5.4	18.1
티엘비	59,400	2.8	-13.4	15.4
코리아써	69,900	4.5	238.5	16.4

자료: Bloomberg, iM증권

그림 2. 한국 PCB 수출액은 낮은 기저를 바탕으로 빠르게 개선

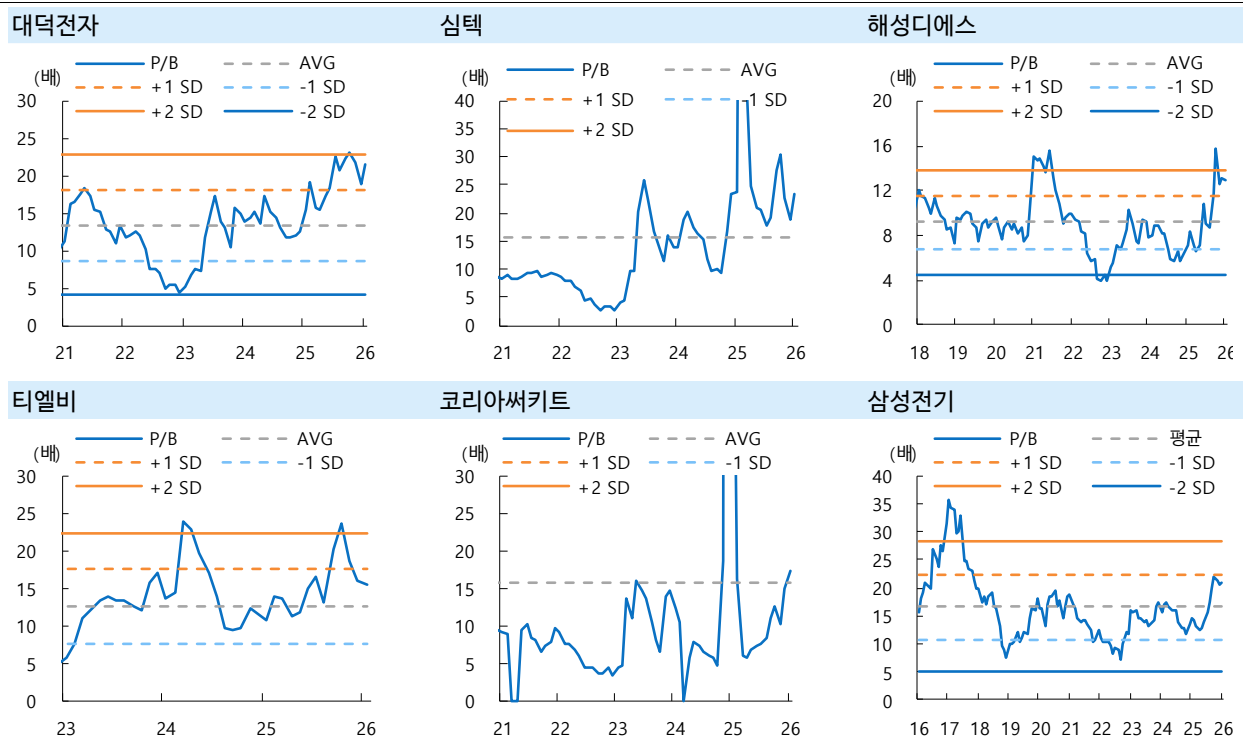


자료: KITA, mops, iM증권

주: 한국 PCB 수출액에서 대구는 제외

주: 대만 PCB 매출은 Unimicron, Kinsus, Nanya PCB를 포함

그림 3. 주요 패키지기판 업체의 12 개월 포워드 P/E 추이



자료: dataguide, iM증권

그림 4. 3Q25 누적 기준 PKG 업체별 매출 대비 원재료 비중

(단위: 백만원)	대덕전자	심텍	해성디에스	티엘비	코리아씨키트	평균
매출	747,407	1,017,204	473,449	185,931	1,061,587	
매출원가	685,172	929,757	410,999	159,590	1,000,790	
재료비	305,716	513,679	221,038	75,186	424,245	
매출대비비중%	41%	50%	47%	40%	40%	44%
CCL	102,527	113,779	19,343	23,628	n/a	
매출대비비중%	14%	11%	4%	13%	n/a	10%
PREPREG	42,528	65,451	n/a	10,321	n/a	
매출대비비중%	6%	6%	n/a	6%	n/a	6%
PGC	57,436	168,240	82,924	25,967	n/a	
매출대비비중%	8%	17%	18%	14%	n/a	14%
기타 재료비	103,225	166,209	118,771	15,270	n/a	
매출대비비중%	14%	16%	25%	8%	n/a	16%
기타 (감가, 인건비 등)	379,456	416,078	189,961	84,404	576,545	
매출대비비중%	51%	41%	40%	45%	54%	46%
매출총이익	62,235	87,447	62,451	26,341	60,797	
GPM	8%	9%	13%	14%	6%	10%
판관비	42,122	85,838	37,755	8,958	43,043	
매출대비비중%	6%	8%	8%	5%	4%	6%
영업이익	20,112	1,609	24,695	17,383	17,754	

자료: DART, iM증권

그림 5. 패키지판 업체별 주요 원재료 매입 가격 추이: PGC의 가격이 가장 두드러지게 올랐다

(단위: 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	3Q25	3Q25 vs. 2024 (%)
PGC	28,857	35,944	44,068	42,023	44,437	57,146	70,719	99,455	41%
심텍 CCL	7,001	7,842	8,210	9,334	11,301	10,224	10,443	11,565	11%
Prepreg	2,266	3,121	3,364	3,682	4,381	4,754	4,636	4,601	-1%
Copper foil	1,306	1,585	1,730	1,884	2,238	2,183	2,181	2,123	-3%
PGC	44,638	45,982	48,052	45,480	51,090	55,966	70,537	99,492	41%
티엘비 CCL	3,696	3,685	3,542	3,904	4,741	5,070	5,833	6,199	6%
Prepreg	993	1,006	993	1,057	1,351	1,422	1,511	1,704	13%
Copper foil	727	658	661	776	886	897	915	972	6%
대덕전자 CCL	n/a	n/a	54,858	64,134	84,767	89,949	98,366	98,420	0%
Prepreg	n/a	n/a	20,329	22,928	30,524	31,337	34,204	36,277	6%
ABF	n/a	n/a	6,704	7,534	10,201	30,634	33,086	37,520	13%

자료: DART, 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 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 : 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-