

Overweight

전기전자 (Overweight)

Murata, Taiyo Yuden 주가 상승 코멘트:
MLCC 가격 인상의 전조

Murata, MLCC 가격 인상 논의 본격화

설연휴동안 Murata, Taiyo Yuden의 주가가 각각 +12%, +13% 올랐다. Bloomberg에 따르면 Murata의 CEO는 하이퍼스케일러의 AI 데이터센터 투자가 향후 3~5년간 이어질 것으로 전망하며, AI 서버용 MLCC에 대한 가격 인상 여부를 3월말 분기까지 판단할 계획이라고 밝혔다 [링크].

① **지속 상향되는 가이던스:** Murata는 '24년 연말 당시 AI 서버용 MLCC 수요가 '30년까지 연평균 +18% 성장할 것으로 전망했고, 이후 '25년 연말에는 앞선 연평균 성장률을 +30%로 상향했으며, 현재는 +30%의 성장률마저 상회할 것임을 시사하고 있다[그림3~5]. 현재 AI용 소형·고용량 MLCC 주문은 Murata 공급 능력의 2배에 달하고 있는데, 동사는 이러한 주문이 실수요에 기반한 것인지 검토 중이며, 다음 분기에는 수요에 대한 보다 명확한 판단이 가능할 것으로 예상한다고 밝혔다.

동사는 늦어도 성수기인 CY3Q26 이전에 의사결정을 내려야할 것으로 판단하는데, 그래야만 가격 인상에 따른 레버리지 효과를 극대화할 수 있기 때문이다.

② **부품 유통상의 선행적 움직임:** 삼성전기·Murata는 저수익 범용 MLCC에 대한 생산을 줄이고, AI 서버 및 전장용 고수익 MLCC에 대한 생산을 늘리고 있다. 가동률이 90%를 상회함에 따라 선별적 수주에 힘을 쏟는 모습으로 볼 수 있다.

이에 대한 반작용으로, 유통상이 보유한 일부 범용 MLCC 재고가 크게 줄었으며, 해당 영역에서는 고객사 수요 대응에 차질이 발생하고 있다. 결과적으로 일부 유통상은 수급 공백이 발생한 MLCC에 대해 +10%의 가격 인상을 단행한 것으로 파악된다.

이는 업사이클 전조로 볼 수 있는데, 유통상의 가격 인상은 대체로 MLCC 업체 대비 선행적으로 나타난다. Murata와 삼성전기는 대형 세트 고객과 직접 가격 협상을 해야 하지만, 유통상은 중간 마진을 취하는 사업 모델 특성상 수급 논리에 따라 상대적으로 쉽게 가격을 결정할 수 있기 때문이다. 참고로, 대만·중국 MLCC 업체들의 가격 의사결정이 한국·일본 대비 빠른 이유 또한 유통상에 대한 매출 비중이 높기 때문이다.

③ **증설 계획은 아직 보수적:** FY26 기준 Murata와 Taiyo Yuden의 증설 계획은 공히 +10% 수준이며, 삼성전기 역시 +10~15%로 통상적인 수준을 제시하고 있다. 이들은 AI 서버용 MLCC 수요 증분에 대해 IT용 MLCC 라인의 전환을 통해 대응하겠다는 입장이다. 따라서 AI 서버용 MLCC 수요 급증은 MLCC 시장 전반의 타이트한 공급 환경을 야기할 수 있다 [그림6, 7]. 일부 대형 세트 고객사의 LTA 요청은 이를 방증한다. MLCC는 BoM에서 차지하는 비중이 크지 않으므로, 세트 업체 입장에서는 비용을 조금 더 감수하더라도 수급 안정성을 확보하는 것이 중요하다고 볼 수 있다.

과거 사이클에 대한 복기와 향후 전개 방향

과거 사이클을 복기했을 때 지금의 사이클은 적층 요구가 많아지고 있다는 점에서, 2017년 iPhone X를 위시한 초하이엔드 스마트폰 출시 및 전장 MLCC 시장 개화 당시와 비슷하다. 그러나, 수요의 동인이 당시와 달리 B2B 성격의 데이터센터인만큼, 지속성은 과거보다 더욱 강해졌고, 신뢰성을 중요하게 여기는 특성상 대응할 수 있는 업체도 Murata, 삼성전기 등 소수에 불과하다 [그림8, 9]

(뒷 장에 계속)

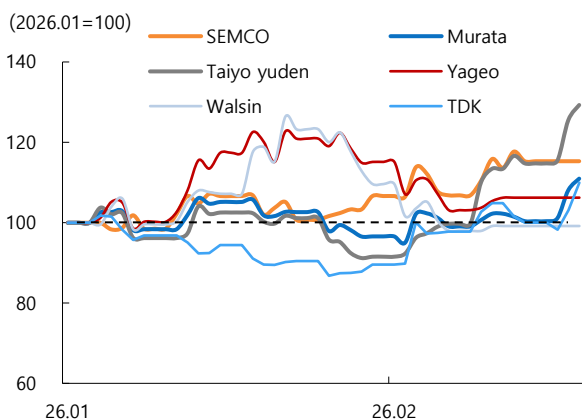
① **2017~18년 업사이클:** 당시 iPhone X용 소형·고용량 MLCC는 초미세 유전체와 높은 수준의 적층을 요구했다. 이는 기존 고부가 MLCC 대비 1.5~2.0배 수준이었으며, 메인 벤더인 Murata는 수율 저하로 인한 공급 차질을 겪었다. 아울러 Tier-1 부품 업체들의 전장용 MLCC 수요까지 팽창하며, Murata는 범용 MLCC 라인을 축소하고 하이엔드 MLCC 중심으로 생산을 확대했다. 이 과정에서 Yageo 등 후발 업체들은 수급 공백이 생긴 범용 MLCC에 대한 가격 인상을 단행하며 급격한 수익성 개선을 경험했다. 이후 다수의 MLCC 업체들이 증설을 추진했으나, 반도체 업사이클로 비롯된 범용 장비 부족으로 증설 리드타임이 1.6년 이상 소요됐다 (vs. 통상 9개월). 수요가 급증하는 가운데 공급이 막혔던 것이다. 당시의 가격 인상 사이클에서 삼성전기 수동소자 사업의 분기 피크 영업이익률은 38%, 연간 영업이익률은 32%에 달했다.

② **2020~21년 업사이클:** 코로나19로 내구재 수요가 급증했고, 미국의 Huawei 제재 이후 Oppo, Vivo, Xiaomi 등이 점유율 확대를 위해 공격적인 세트 빌드업을 단행했다. 동시에 코로나19로 인해 동남아를 거점으로 한 일본 MLCC 업체들의 생산 사이트가 일시적으로 마비되기도 했다. 다만 당시 OVX의 빌드업과 내구재 수요는 지속성이 떨어졌고, 공급 차질도 일시적이었으므로 가격 인상으로 이어지지 못했다. 대신 MLCC의 분기별 가격 인하 폭이 상당히 완화되었으며, 당시 삼성전기 수동소자 사업의 분기 피크 영업이익률은 26%, 연간 영업이익률은 22%에 달했다.

③ **2025년~ 업사이클:** AI 서버용 MLCC는 적층수가 IT용 대비 2~3배에 달하며, 이에 따라 생산 리드타임도 2~3배 길다. IT용 MLCC 라인을 AI 서버용으로 전환할 경우 전체적인 생산 능력이 축소된다는 점에서, 앞선 iPhone X의 적층수 증가 사례와 유사하다. 그러나 수요의 지속성은 당시보다 오히려 강하며, 증설은 앞서 언급한 바와 같이 10% 내외로 절제되어 있다. 결과적으로 이미 지난해 연말부터 MLCC 가격 인하 폭 완화가 확인되고 있으며, 만약 Murata를 시작으로 고부가 MLCC에 대한 가격 인상이 단행된다면 3Q26 이후 마진 개선 폭이 빨라질 것으로 전망된다.

참고로, '17~'18년 가격 인상 사이클 당시 MLCC의 수익성은 매 분기 +6~9%p씩 개선되었던 바 있다. 당사는 '26년 삼성전기 컴포넌트 사업의 영업이익률을 15% 전망하고 있으며 컨센서스도 이와 크게 다르지 않으나, 상반기 말을 기점으로 상향 조정 가능성이 크게 열려 있는 것으로 판단한다 [그림10].

그림 1. 주요 MLCC 업체들의 YTD 추가 추이



자료: Bloomberg, iM증권

그림 2. Murata는 데이터센터용 MLCC 가격 인상 검토 (2/17)

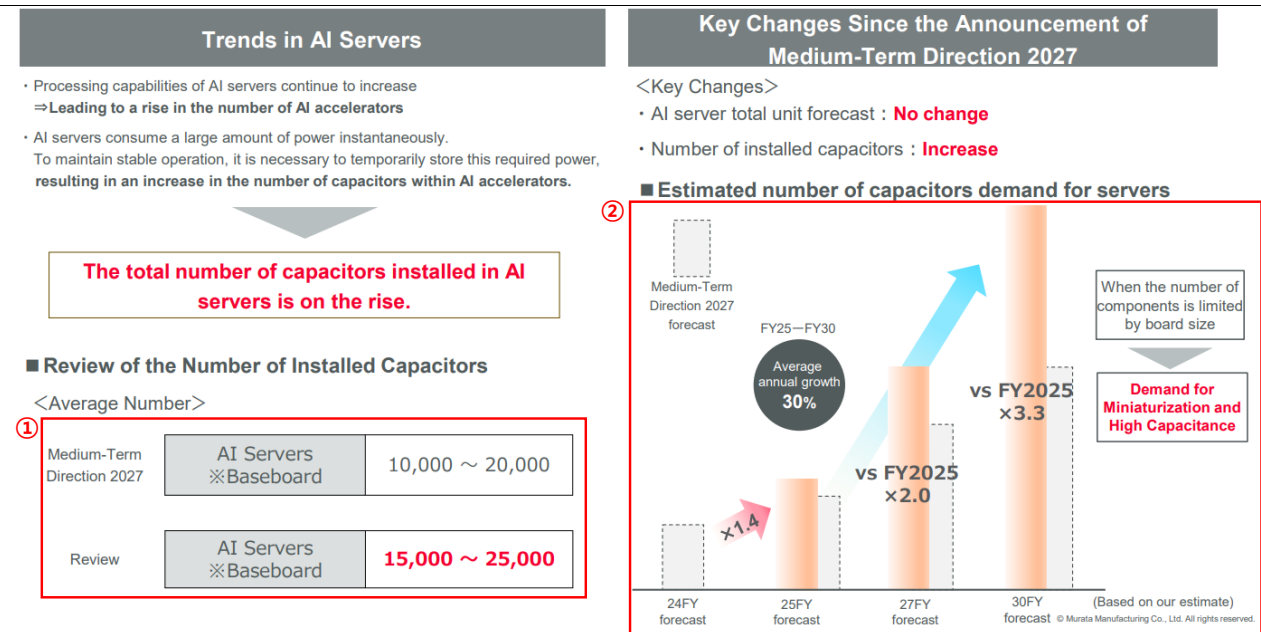
Bloomberg

President Murata discusses price increase with data center capacitors - stock price rise

- Although the investment fever is expected to last for 3-5 years, we should identify the actual demand and make a careful decision - Mr. Nakajima
- A chance for Murata Manufacturing, which is out of the head in terms of product quality and supply capacity - Expert

자료: Bloomberg, iM증권

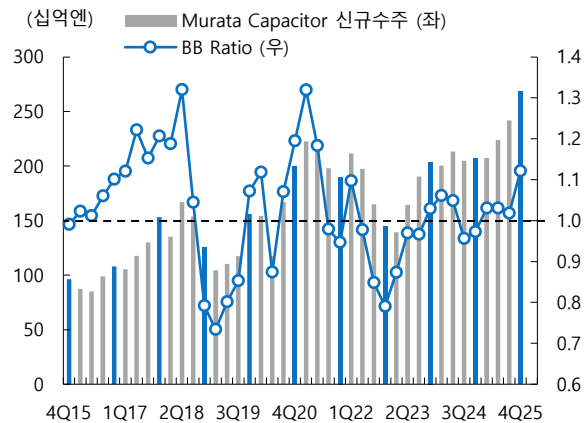
그림 3. Murata는 지난해 12월 당시 FY25~30년 성장률 가이드언스를 상향했는데... 최근엔 상향된 가이드언스보다 더 큰 수요가 발생 중



- ① AI 서버용 베이스보드(컴퓨팅보드)에 탑재되는 Capacitor는 1.5~2.5만개 (vs. 지난해 11월 가이드언스는 1~2만개).
예컨대, NVL72에는 컴퓨팅보드 18개 탑재 → 27~45만개의 Capacitor가 필요. 실제로 40만개 내외가 탑재되는 것으로 파악
- ② AI서버용 Capacitor 시장은 FY25~30년 연평균 +30% 성장할 전망 (vs. 지난해 11월 가이드언스는 FY24~30년 연평균 +18% 성장)
→ 최근 들어 연평균 +30% 페이스 이상의 신규 주문이 들어오고 있는 것으로 언급. 하기의 신규수주, BBratio가 빠르게 개선 중

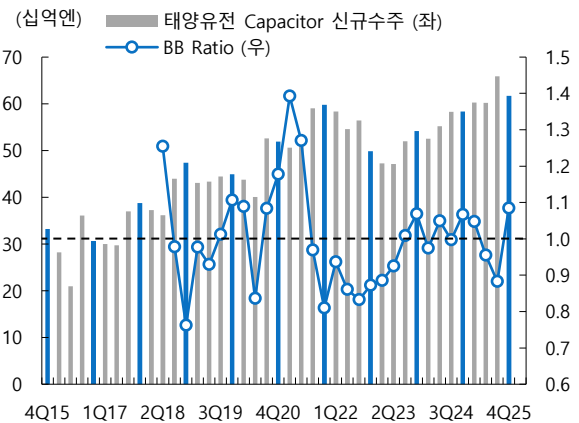
자료: Murata, iM증권

그림 4. Murata Capacitor 수주는 역대 최대치, BB Ratio 도 개선



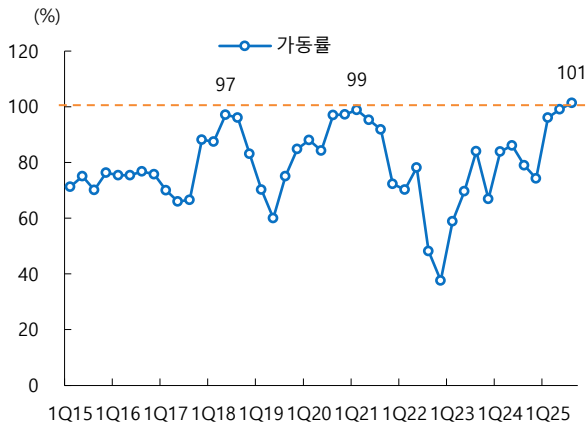
자료: Murata, iM증권

그림 5. Taiyo Yuden의 Capacitor 신규수주 및 BB Ratio 추이



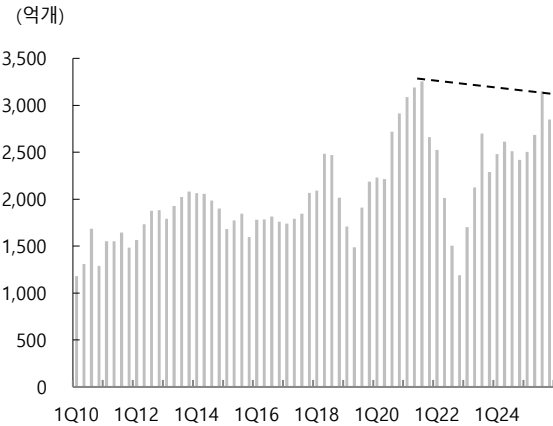
자료: Taiyo Yuden, iM증권

그림 6. 삼성전기 수동소자 가동률 추이: 100%를 넘어서며 과거 사이클보다도 생산이 뻥뻥하게 이루어지고 있는데...



자료: 삼성전기, iM증권

그림 7. 삼성전기 수동소자 생산량 추이: 생산량은 과거보다 감소. 캐파 부하가 큰 고부가 MLCC 생산이 비중이 확대됨을 방증



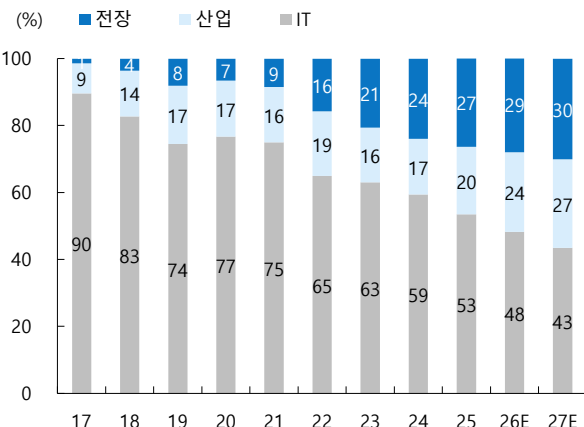
자료: 삼성전기, iM증권

그림 8. MLCC 업사이클 당시 수요, 공급 여건 비교

	수요	공급	가격
00~01년	PC, 이동전화, 모뎀 등 디지털기부	'99년 日 MLCC 생산 축소, '00년 탄탈륨 공급부족	+20% 이상 급등
17~18년	하이엔드 스마트폰 (iPhone X) 전장 수요 증가	Murata의 범용 MLCC 축소 및 생산 장비 부족 → 증설 리드 타임↑	+30% 이상 급등
20~21년	엔택트 내구재 수요↑ OVX의 공격적 셀인 (화웨이 제재 영향)	오미크론 확산 → 동남 아 MLCC 공장 섯다운	평가 인상 없었으나, 평가 인하폭 완화
2H25~	AI 인프라, VPD 자율주행 (L2++)	AI용 MLCC 캐파부하 ↑ → 공급 축소 효과?	25년 평가인하폭↓ '26년 연내 평가 인상 가능성?

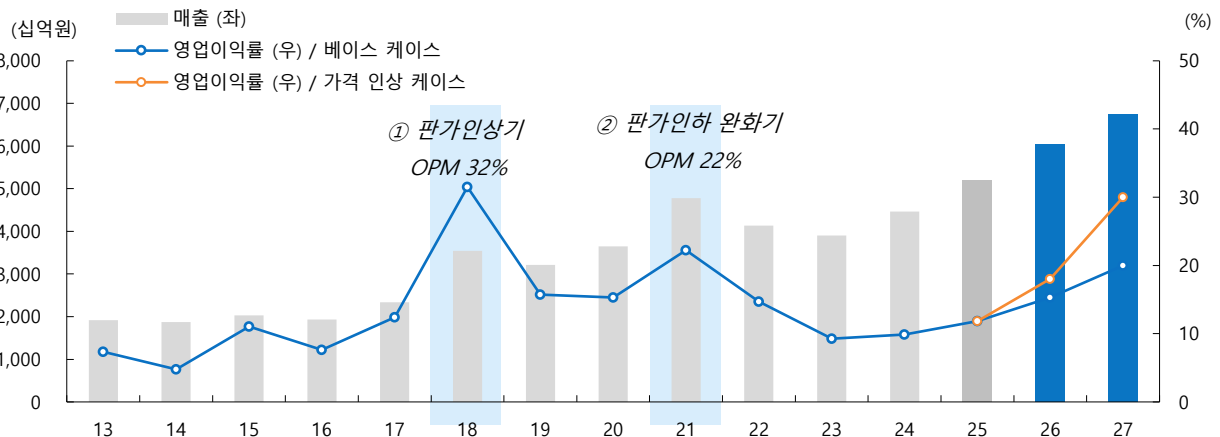
자료: TTI, iM증권

그림 9. 삼성전기 응용처별 MLCC 매출 비중: 산업(서버)·전장 ↑



자료: 삼성전기, iM증권

그림 10. 삼성전기 컴포넌트 부문 영업이익률 추이: 가격 인상 현실화 시 영업이익률 대폭 상향 조정 필요함



① '17~18년: 평가인상기. 당시 연간 MLCC OPM은 32%였으며, 분기 최고 OPM은 3Q18의 38%였음

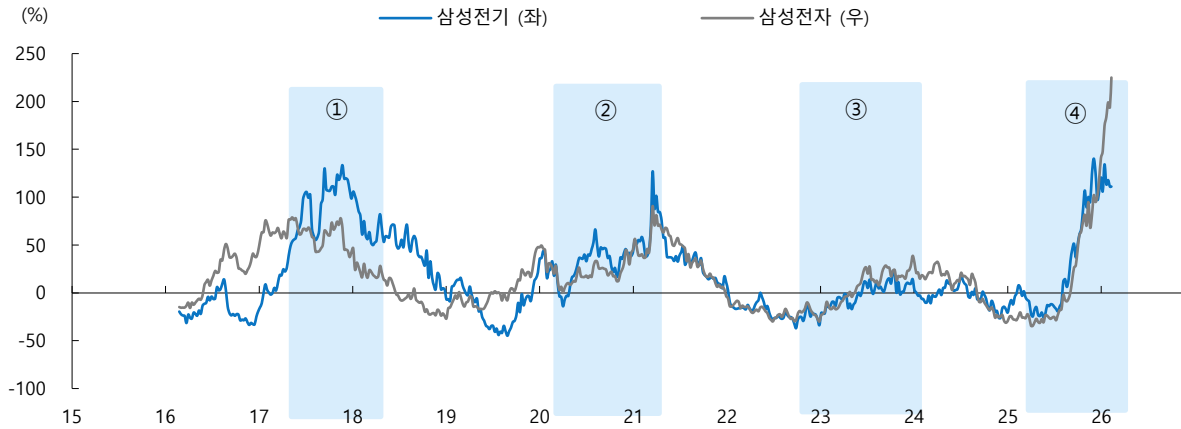
② '20~21년: 평가인하 완화기. 당시 연간 MLCC OPM은 22%였으며, 분기 최고 OPM은 3Q21의 26%였음

③ '25~26년: '25년 연말 기준 '20~21년과 같은 평가인하 완화 확인

→ 만약, 3Q26 MLCC 평가 +10% 가정 시 '26년 연간 MLCC OPM은 기존 15~16%에서 18~19%로 상향 조정되어야 함

자료: 삼성전기, iM증권

그림 11. 삼성전기와 삼성전자의 12 개월 수익률 추이



삼성전기-삼성전자 주가 상관관계 91% 육박. MLCC 평가인상 수반 시 최근의 괴리를 좁힐 수 있을 것으로 판단

- ① '17~18년: 삼성전기가 삼성전자를 아웃퍼폼. MLCC 쇼트지 및 평가 인상에 따른 OPM 피크 연장 (사이클의 연장)
- ② '20~21년: 삼성전기와 삼성전자가 동행. 유동성 확장과 IT 내구재 수요 폭증으로 레거시 중심의 실적 개선이 수반되었던 시기
- ③ '23~24년: 삼성전기가 삼성전자를 언더퍼폼. 삼성전기의 MLCC는 전형적인 범용 컴포넌트로 인식되어 'AI 훈련 수요'에서 배제
- ④ '25~26년: 삼성전기가 삼성전자를 언더퍼폼. 'AI 추론 수요' 확대에 따른 메모리 가격 폭등 → MLCC 가격 인상 수반 시 캐치업 가능

자료: Dataguide, iM증권

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 중목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자자의견은 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%	-