iM증권

Issue Comment

Overweight

2026.03.09

전기전자 (Overweight)

패키지기판 업종 주가상승 코멘트: 한국 기판 업체들 너무 싸다

3/6 패키지기판 및 메모리모듈 업종의 주가 상승이 두드러졌다(대덕전자 +12.5%, 심텍 +14.0%, 티엘비 +9.4%, 해성디에스 +7.0%, 코리아써키트 +5.3% 등). 결론적으로 대덕전자를 가장 선호하되, 국내 기판 업체 전반에 대한 바스켓매수 대응도 유효하다.

① 해외가 한국보다 두 배 비싸다: 당사는 해외와 국내 업체 간 밸류에이션 괴리에 재차 주목한다[2/2 패키지기판 보고서]. 지난 '25년 10월 당시 해외 패키지기판 업체들의 평균 PER은 29배였다 (NYPCB 제외 시 25배). 동기간 국내 업체들의 평균은 25배로, 당시만 하더라도 국내 대비 해외의 프리미엄이 크지 않았다. 5개월이 지난 '26년 3월 현재, 해외 기판 업체들의 평균 PER은 38배다. 동기간 국내 업체들의 평균은 17배로, 국내 대비 해외의 프리미엄이 2배 이상으로 벌어졌다[그림1].

② 업황 개선 방향은 다르지 않다: 우리나라와 대만의 데이터를 비교해보자. 1월 한국 PCB 수출액은 +43% YoY 개선되었고, 국내 패키지기판 업체들의 4Q25E 평균 가동률은 +16%p YoY 개선되었던 것으로 추측된다[그림2]. 한편, Unimicron, Kinsus, NYPCB 등 대만 업체들의 1월 합산 매출은 +29% YoY로 집계되었다. 참고로, 대만 전자광학 PMI의 경우, 신규주문·백로그는 빠르게 개선되고 있고, 납기가 길어지는 가운데, 고객사 재고가 낮게 유지되며, 중기 전망에 대한 기대가 상당히 낙관적이다[그림7~12].

결론적으로 업황 개선에 대한 방향성은 국내나 해외나 다르지 않다. 오히려 한국의 PCB는 기저 부담이 적기 때문에 YoY 개선 속도가 더 빠르고, 믹스 개선을 통한 '27년까지의 수익성 개선 방향도 동일하다[그림3, 4]

③ 무엇이 프리미엄을 만들었을까: 해외 업체들의 높은 밸류에이션은 수요에 대한 장기 가시성, 판가 인상에 따른 수익성 개선 기대에 근거하는 것으로 판단한다.

(a) AI서버로 인해 업황에 대한 장기 가시성이 높아졌다. Ibiden, Unimicron, Kinsus의 강력한 CapEx 집행 계획은 이를 방증한다. 특히 서버용 FC-BGA는 '29년 이후 수요에 대한 공급 논의가 이루어지고 있고, 신규 증설 필요 시 하이퍼스케일러에게 물동 바인딩을 강하게 요구할 수 있는 환경이다. 이는 AI 가속기에 대한 장기 로드맵, 그리고 기판의 대면적, 고다층화가 맞물린 결과다[그림6].

(b) 유리원사로 시작된 소재 병목이 기판 업체들의 가격 협상력을 강화하고 있다. 수요는 강한데 공급이 원활하지 않으므로, 대만의 패키지기판 업체들은 BT 기판에 대해 2Q25 이후, ABF 기판에 대해 4Q25 이후 판가 인상을 각각 단행했다.

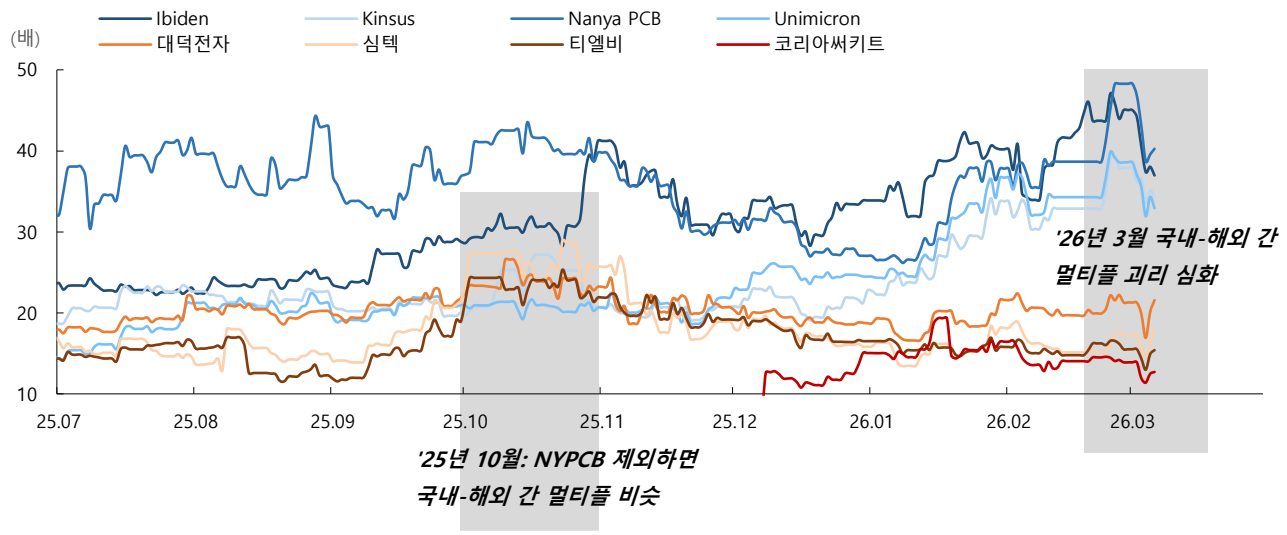
④ 무엇이 디스카운트를 만들었을까: 국내 업체들의 낮은 밸류에이션은 원가 부담에 대한 걱정 때문이다. 당사는 PGC 가격이 국내 기판 업체들의 '25년 수익성에 평균 5%p의 영향을 미친 것으로 추정한다(국내 기판 업체들의 매출 대비 금도금액 매입액 비중은 10% 초중반 수준인데, 지난해 금도금액 가격이 40% 이상 급등). 특히 지난 12월 이후 불거진 심텍의 실적 부진 우려가 국내 기판 업체에 대한 투자 심리에 악영향을 미쳤다.

⑤ 밸류에이션 괴리 축소 기대: 4Q25 실적을 통과하며 우려가 과했음을 확인할 수 있었다. 대덕전자는 서프라이즈를 시현했고, 티엘비는 부합했으며, 심텍은 하회했으나 우려만큼은 아니었다. 또한 심텍의 1H26 영업전망 공시는 컨센서스에 부합하는 수준이었다. 원가 부담에 대한 우려가 피크아웃했으므로, 이제는 제품 믹스 개선에 따른 익성 개선 기대가 바텀아웃할 수 있는 구간이다. 특히, 대덕전자의 데이터센터용 FC-BGA, 심텍·티엘비의 SOCAMM 등 AI서버 관련 응용처 확대에 주목하며, 이 과정에서 국내-해외 간 밸류에이션 격차는 지난해 11월과 같이 좁혀질 것으로 기대한다.

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

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

그림 1. 지난해 10 월까지만 해도 국내-해외 기판 업체간 멀티플 괴리가 크지 않았으나, 지금은 2 배 이상 벌어졌음



★'25년 10월 1일~31일 업체별 평균 PER: NYPCB를 제외하면 국내나 해외나 25배로 비슷

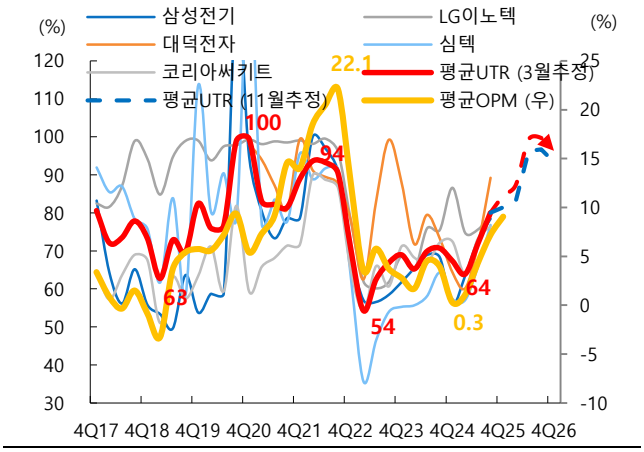
- 해외: Ibiden 31배, Kinsus 24배, NYPCB 41배, Unimicron 21배 → 해외 평균 29배 (NYPCB 제외 25배)
- 국내: 대덕전자 24배, 심텍 26배, 티엘비 23배 → 국내 평균 25배

★'26년 3월 1일~7일 업체별 평균 PER: 국내와 해외의 밸류에이션 괴리가 2배 이상 벌어짐

- 해외: Ibiden 40배, Kinsus 35배, NYPCB 42배, Unimicron 35배 → 해외 평균 38배
- 국내: 대덕전자 20배, 심텍 16배, 티엘비 15배 → 국내 평균 17배

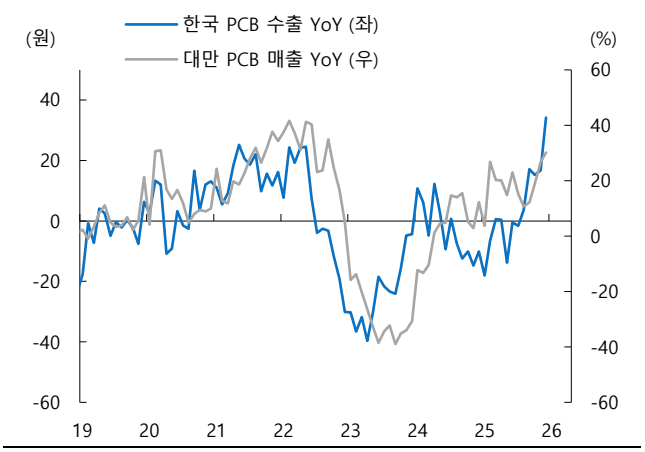
자료: Bloomberg 컨센서스 기준, iM증권

그림 2. 한국 기판 업체들의 가동률은 빠르게 개선되는 추세



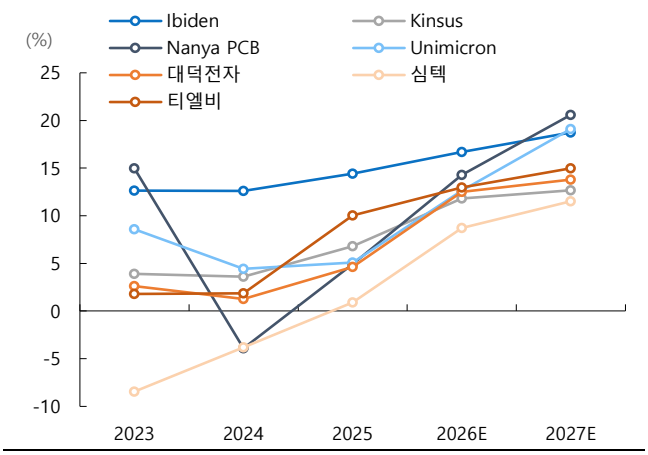
자료: 각 사, iM증권 추정

그림 3. 한국 PCB 수출 YoY vs. 대만 PCB 매출 YoY



자료: KITA, MOPS, iM증권
주: Unimicron, NYPCB, Kinsus의 합산 매출 YoY 증감률

그림 4. 주요 기판 업체들의 수익성은 '24 년을 바닥으로 개선



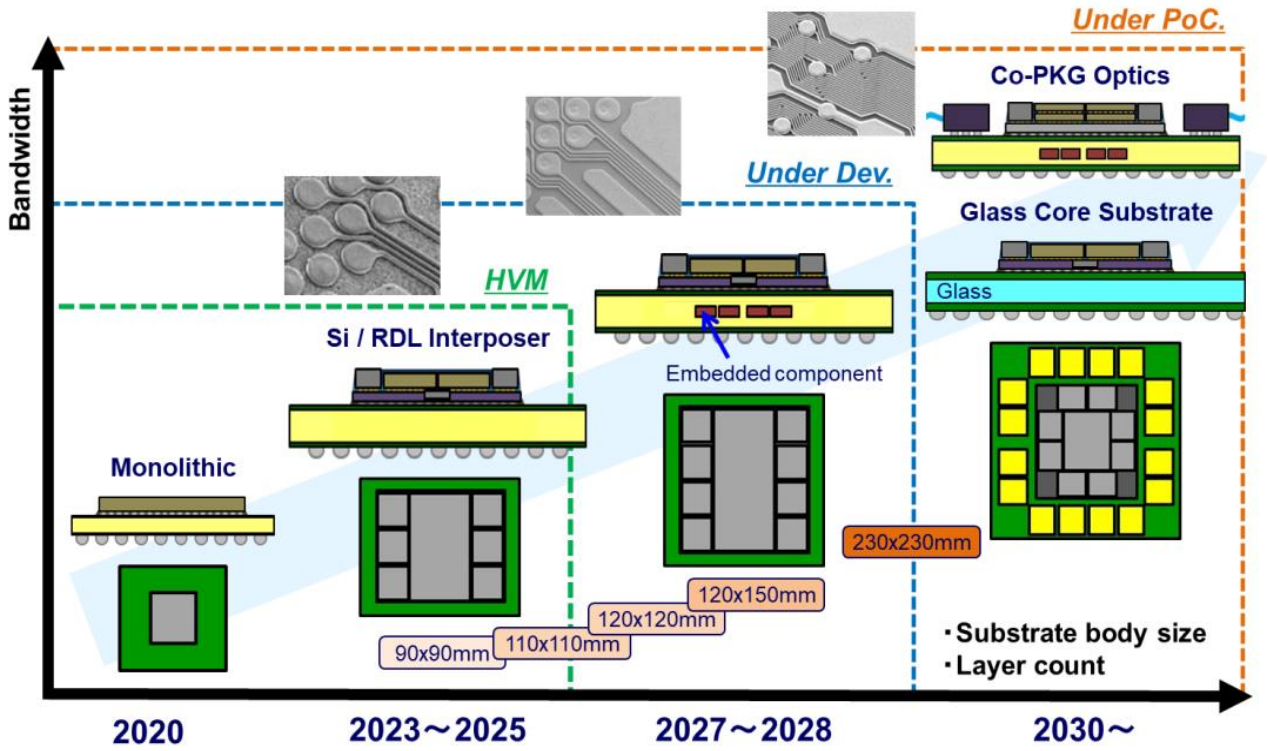
자료: Bloomberg, iM증권

그림 5. 방향은 같은데, 국내 기판 업체들 너무 저평가 받고 있음

종목명	주가	3개월 주가변동%	6개월 주가변동%	BEst PER
Ibiden	7,880	24.0	118.7	37.0
Kinsus	292	20.2	92.1	34.4
Nanya PCB	470	23.9	73.9	40.3
Unimicron	432	27.1	100.9	32.9
삼성전기	399,500	38.0	52.8	26.6
대덕전자	66,700	11.4	38.4	21.6
심텍	55,800	3.1	-1.9	17.7
티엘비	59,400	4.4	-10.2	15.2
코리아써키트	53,400	-4.5	36.9	12.6

자료: Bloomberg (3/6 기준), iM증권

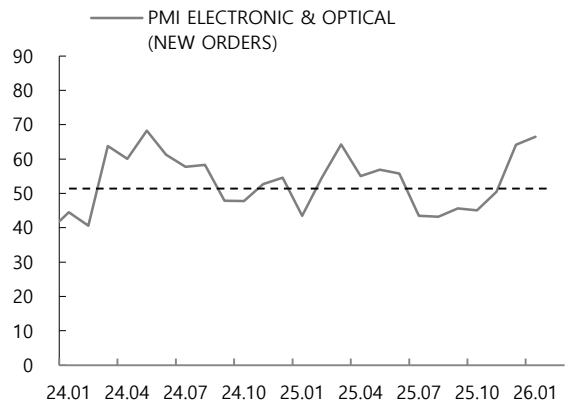
그림 6. AI 서버 수요가 견조한 가운데, 기판의 스펙이 대면적화, 다층화 → 주요 기판 업체들은 장기 수요에 대응하기 위한 증설 계획 발표



기업명	증설계획
Unimicron	- '26년 2월 24일 이사회에서 '26년 CapEx를 254억 → 340억 대만달러로 재차 상향. '25년 7월 최초 계획이었던 194억 대만달러 대비 +75% 확대. '27년 장기납기 장비 선주문도 25억 → 92억 대만달러로 확대
Kinsus	- '26년 1월 30일 이사회에서 약 235억 대만달러의 신규 프로젝트 Capex 승인. 향후 3년간 ABF 증설 수요 대응. Yangmei 6공장 중심이며, '27년 월 생산능력 +25% 확대 계획
Ibiden	- '26년 2월 3일, 3년 간 총 5,000억엔 계획 발표. 1차 2,200억엔(Gama 및 해외 공장), 2차 2,800억엔(Ono 및 해외 공장). FY27 순차 양산 예정. AI 기판 수요가 여전히 캐파를 상회하며, SAP 캐파는 FY28 말 기준 FY1H26 대비 3배 확대
Toppan	- '26년 1월 Niigata FC-BGA 생산능력은 FY1H22 대비 2배로 확대. 싱가포르 공장도 '26년 후반 가동 (투자금액은 공개X)
삼성전기	- 4Q25 실적에서 2H26 FC-BGA 풀가동 예상에 따라 증설 검토 및 적기 투자 집행 준비를 언급 (투자금액, 투자시기는 결정X)

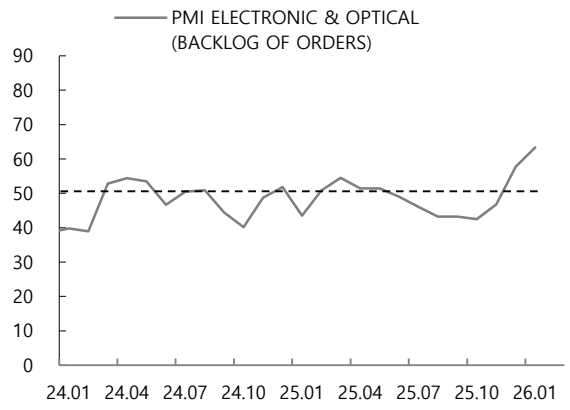
자료: Ibiden, 각 사, Digitimes, iM증권

그림 7. 대만 전자광학 PMI (신규주문): 신규주문이 늘고,



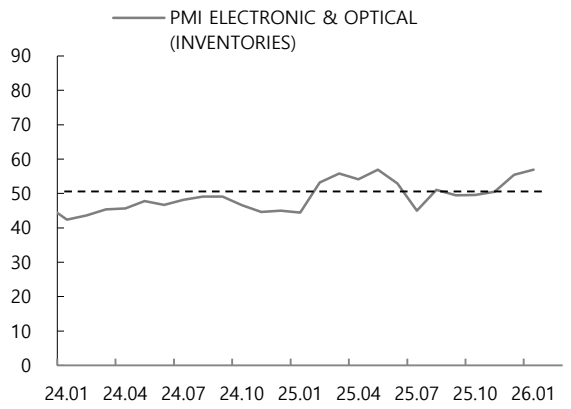
자료: Bloomberg, iM증권

그림 8. 대만 전자광학 PMI (백로그): 주문 잔량이 늘고,



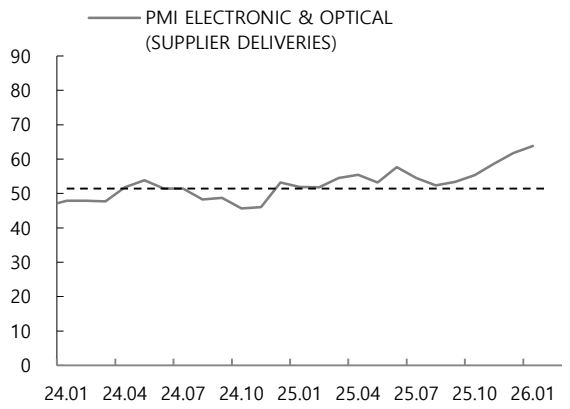
자료: Bloomberg, iM증권

그림 9. 대만 전자광학 PMI (재고): 신규주문 대응을 위한 재고↑



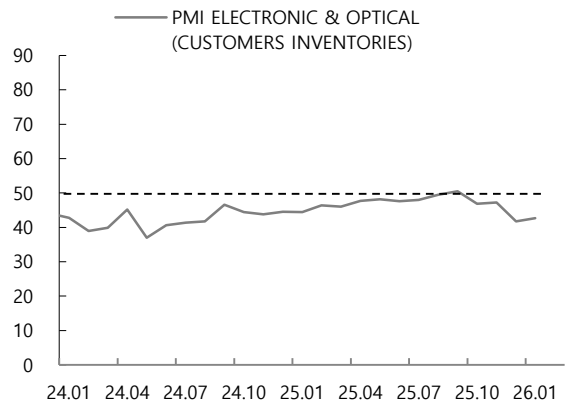
자료: Bloomberg, iM증권

그림 10. 대만 전자광학 PMI (납기): 수요급증+소재병목→납기↑



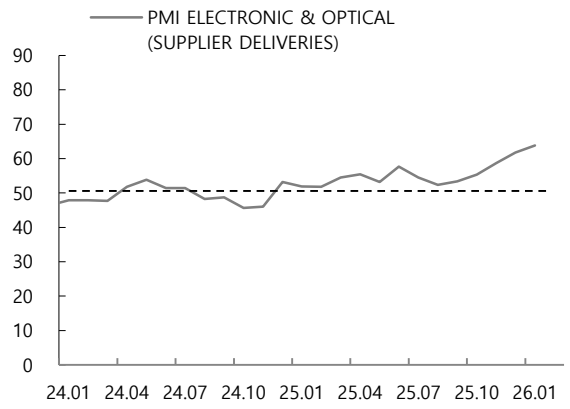
자료: Bloomberg, iM증권

그림 11. 대만 전자광학 PMI (고객재고): 낮은 고객재고→리스탁킹↑



자료: Bloomberg, iM증권

그림 12. 대만 전자광학 PMI (6 개월 전망): 업황 전망 개선세↑



자료: Bloomberg, 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 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 : 2025-12-31 기준)

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-