

Overweight

전기전자 (Overweight)

패키지기판 업종 추가상승 코멘트: 한국 기판 업체들 너무 싸다 (2)

전일 국내외 기판 업체들의 추가 상승이 두드러졌다 (Unimicron +9.6%, Kinsus +10.0%, Nanya PCB +9.7%, AT&S +5.0%, 심텍 +19.0%, 대덕전자 +16.0%, 코리아씨키트 +9.0% 등). 국내 기판 업체들을 바라보는 관점은 변함없다. 다수의 업체로부터 판가 인상, 증설 모멘텀이 확인되었고, 하반기로 갈수록 기회 요인이 많아지는데, 밸류에이션은 여전히 해외 대비 낮은 수준에 머물러 있다[3/9 보고서 참조].

CPU 수요가 FC-BGA를 더욱 타이팅

일부 선두권 기판 업체들은 BT 기판 생산 능력을 축소하고, FC-BGA로 생산 배분을 확대할 계획이다. 그만큼 FC-BGA 업황이 타이팅하다는 것인데, 최근에는 CPU 수요 확대가 이러한 타이팅함을 더 키우는 변수가 되고 있다.

Ibiden이 제시한 자료를 보면, 올해 데이터센터용 반도체 출하량은 CPU 약 2,800만개, GPU 1,400만개, ASIC 600만개, Switch 400만개 등이다. CPU 출하량이 GPU와 ASIC 합산 출하량을 웃돌며, 전체 데이터센터용 시스템반도체 출하량의 절반을 차지한다[그림1].

이러한 상황에서, Agentic AI 확산에 따라 CPU:GPU 비율은 기존 1:4~1:8에서 장기적으로 1:1~1:2로 변화할 전망이다. CPU의 출하량은 '25년~30년 연평균 +15% 성장할 전망이다 (참고로, Ibiden은 동기간 CPU 성장률을 +4%로 가정하고 있으나, 이는 꽤 보수적)

서버 CPU용 FC-BGA는 70~90바다, 16~20층 수준의 선단 기판이다. 면적이 넓고 층수가 높아 수율이 낮으며 생산 부하도 크다. 단위 면적당 판가도 높음은 당연하다.

정리하자면, 데이터센터용 시스템반도체 출하량의 절반을 CPU가 차지하고 있는데, 그 CPU 수요가 Agentic AI로 인해 예상보다 빠르게 증가할 전망이며, 여기에 필요한 FC-BGA는 대면적, 고다층 선단 기판이므로, 기판 업체들의 유효 캐파 축소가 더욱 커지는 방향이다.

커지는 국내 BT 기판 업체들의 반사이익

결과적으로 선두 기판 업체들이 FC-BGA로 생산 배분을 더 확대하고 BT 기판 투자를 늘리지 않는다면, 후발 BT 기판 업체들의 반사 이익은 더욱 커질 전망이다.

① 당사 커버리지에서는 심텍이 대표적이다. SOCAMM용 MCP 등 메모리 응용처 중심의 BT 기판 수요 확대 흐름 속에서 수혜가 부각될 수 있다[표2]. 동사의 BT 기판 가동률은 현재 70%대다. 2027년까지 수요 가시성이 높아지는 상황에서, 가동률 개선에 따른 영업 레버리지가 업종 내에서 두드러질 것으로 전망한다.

② 대덕전자 역시 이러한 흐름에 대응하기 위해 당초 예상보다 큰 규모의 BT 기판 투자를 계획 중이다. 아울러, FC-BGA 스토리도 유효하다. 3Q26부터 스위치용 FC-BGA 매출이 인식되기 시작할 전망이다. 기존 소형~중형 면적 FC-BGA 중심의 라인업에서 대면적 FC-BGA로 영역을 확대하는 것인데, 이는 대만 Kinsus, Nanya PCB가 경험했던 리레이팅 스토리와 유사하다[4/16 Kinsus 보고서 참조].

밸류에이션 괴리 좁혀질 것으로 기대

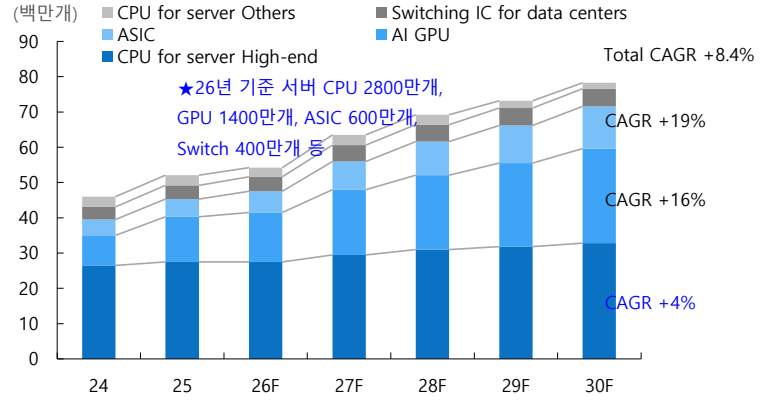
국내외 기판 업체들의 12MF PER은 Ibiden 85배, Unimicron 47배, Kinsus 58배, Nanya PCB 53배, 대덕전자 34배, 심텍 29배, 코리아씨키트 16배 수준이다. 지난해 11월을 복기해보면, 당시 국내외 기판 업체 간 밸류에이션 격차가 크지 않았으나, 지금은 크게 벌어진 것이다[그림4]. 그러나 국내 기판 업체들의 이익 개선 속도가 하반기로 갈수록 빨라지고, 앞서 언급한 방향으로 데이터센터 응용처 비중이 확대될수록 이러한 밸류에이션 괴리가 축소될 것으로 전망한다.

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

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

그림 1. Ibsiden의 데이터센터용 시스템반도체 출하량 전망:

출하의 절반을 차지하는 하이엔드 CPU에 대한 전망이 지나치게 보수적인 것으로 보임



자료: Ibsiden, iM증권

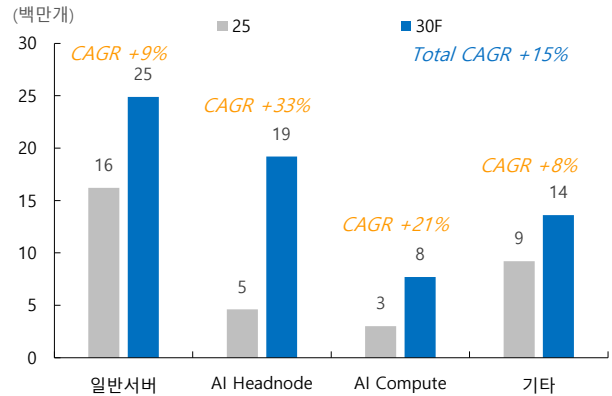
표 1. ARM, AMD, Intel 등 주요 CPU 업체들은 '30년 CPU TAM을 공격적으로 제시하고 있음

구분	주요 내용
ARM	- 기존 AI 데이터센터의 GW당 CPU 코어 수요는 3,000만개이나, 에이전트형 AI 시대에는 약 1억2,000만개로 4배 증가 전망 - CPU 대 GPU 비율은 기존 1:4~1:8에서 1:1~1:2로 전환될 전망 - '30년 CPU TAM \$1,000억 제시
AMD	- AI 인프라 내 CPU 대 GPU 비율이 기존 1:4~1:8에서 1:1로 수렴하는 방향으로 변화. 일부 고밀도 agentic AI 환경에서는 CPU 수량이 GPU를 초과할 가능성 언급 - '30년 CPU TAM \$1,200억 제시
Intel	- CPU와 GPU 배포 비율이 1:1로 수렴하는 추세라고 발언
Nvidia	- 올해 CPU 매출 \$200억에 달할 것 - '30년 CPU TAM \$2,000억 제시

자료: 각 사, iM증권

그림 2. 서버 CPU 출하량은 '25년 3,300만개

→ '30년 6,540만개로 연평균 +15% 성장할 것으로 전망됨



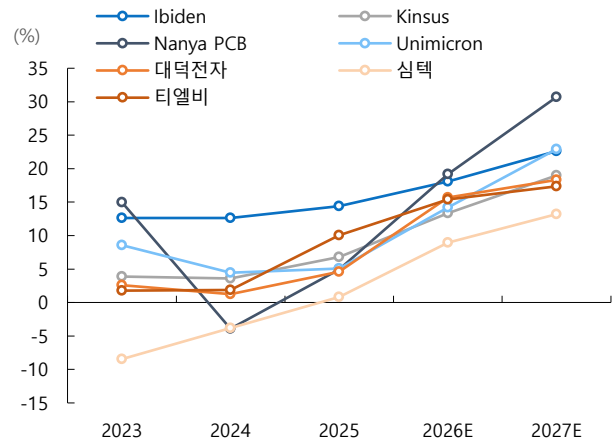
자료: IDC, iM증권 추정

표 2. SOCAMM 과 관련된 국내 주요 PCB 기업들의 코멘트

기업	SOCAMM 관련 코멘트
S社	올해 SOCAMM 매출 1,500억원 전망 (모듈 1,000억원, MCP 500억원 기대)
T社	초도 물동 30억원 발생. 연간 최소 목표는 당초 200억원이었으나, 이제는 400억원도 가시성 있음
K社	메모리모듈 내 SOCAMM 비중 '26년 5% → '27년 35% 수준 예상

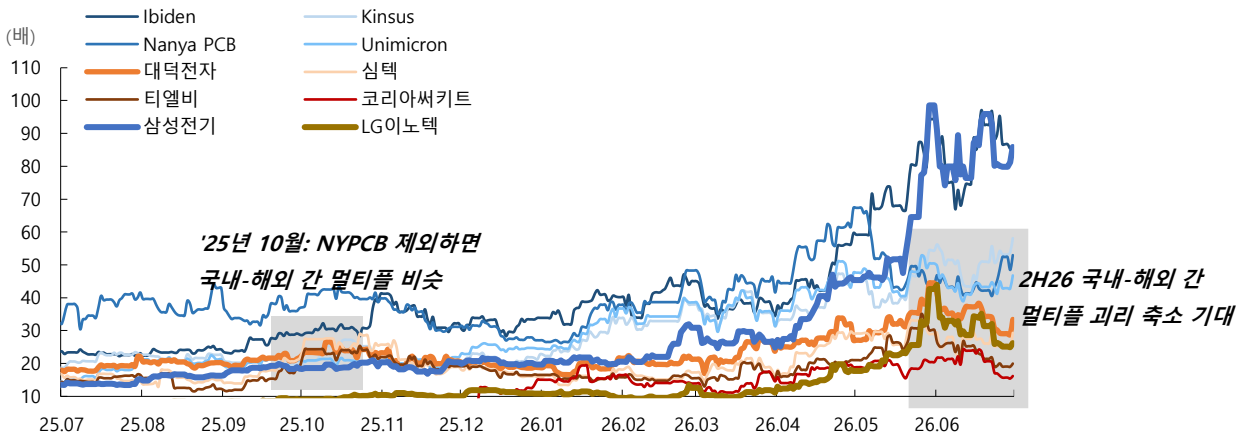
자료: 각 사, iM증권

그림 3. 국내외 기관 업체들의 영업이익률 추이



자료: Bloomberg 컨센서스 기준, iM증권

그림 4. 지난해 10 월까지만 해도 국내-해외 기관 업체간 멀티플 괴리가 크지 않았으나, 지금은 크게 벌어졌음



자료: Bloomberg 컨센서스 기준, iM증권

표 3. 국내외 기관 업체들의 밸류에이션 현황

종목명	주가	3M 변동%	6M 변동%	26년 PER	27년 PER	28년 PER	24MF PER
삼성전기	2,180,000	1.7	443.0	124.5	65.2	44.9	53.3
LG이노텍	969,000	-34.3	229.6	28.8	24.0	20.8	22.3
대덕전자	153,600	-19.5	100.3	40.2	28.5	22.0	24.8
심텍	147,200	26.7	212.9	39.7	18.6	13.1	19.5
티엘비	82,200	-26.3	38.4	23.0	17.6	11.0	13.6
코리아써	95,000	-15.2	37.7	19.9	13.6	10.0	11.6
국내평균				46.0	27.9	20.3	24.2
Ibiden	23,815	223.0	253.8	96.0	64.6	45.1	58.4
Kinsus	891	22.2	184.7	90.5	42.5	24.1	30.8
NYPCB	1,185	39.7	127.0	82.6	38.7	19.6	26.1
Unimicron	1,070	1.4	140.7	70.2	34.9	22.6	27.4
해외평균				84.8	45.2	27.8	35.7

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, 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]

<p>종목추천 투자등급</p> <p>종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.</p> <p>· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상</p> <p>· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락</p> <p>· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상</p>	<p>산업추천 투자등급</p> <p>시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임</p> <p>· Overweight(비중확대)</p> <p>· Neutral(중립)</p> <p>· Underweight(비중축소)</p>
--	---

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-