

전기전자 (Overweight)

IT 지형도 살펴보기:

- ① 미·중 IT 소비의 괴리, ② 관세 위험, ③ AI서버·중국EV

[Issue Comment](#)

[전기전자] 고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com, [IT] 손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

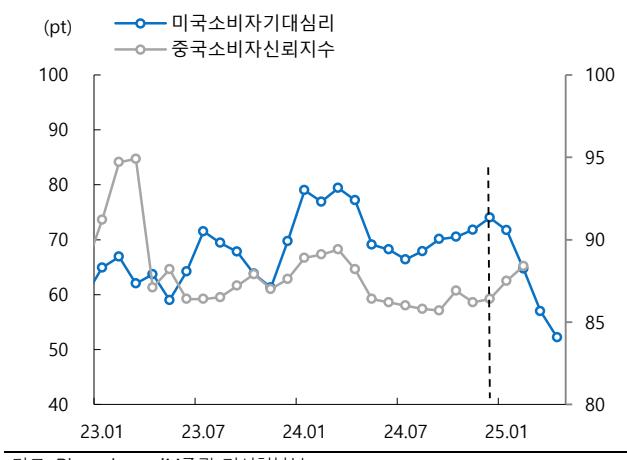
CY1Q 실적이 대부분 마무리됨에 따라, 미국, 중국의 IT소비, 스마트폰, PC, 가전, 서버, 중국EV, MLCC, PCB 등 주요 산업의 수요 동향 및 전망에 대해 정리해보았다.

1] 엇갈리는 미국과 중국의 IT 소비

① 미국 전자제품 소매판매는 '23년 하반기 이후 1년 넘게 방향성 없이 등락 중이다[그림2]. 참고로, 3월 지표는 Flat YoY로 전월의 -9% YoY 대비 상대적으로 견조했다. 소비 심리가 크게 위축된 상황에서의 반등이라는 점이 특이하다. 이는 결국 관세 부과 전 선행 수요로 추측된다. 최근 국내 IT 신규주문과 출하가 크게 증가한 점도 주목한다.

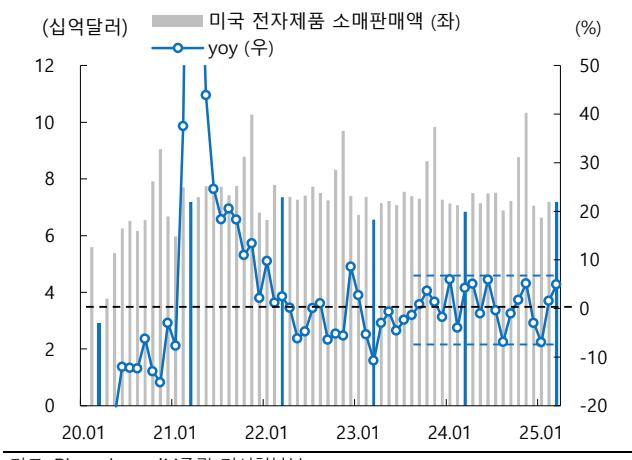
② 중국 전자제품, 통신기기 소매판매는 상대적으로 강하다. 3월 각각 +35%, +40% YoY로 견조했다. 인위적 부양으로 전자제품 소비가 강하게 발생하였고, 이러한 흐름이 스마트폰으로도 이어지고 있다[그림3, 4]. 모멘텀의 정점은 6.18 행사일 전망이다. 참고로, 6월 중국 통신기기 소매판매의 5년 평균 MoM 성장률은 +57% 수준이다. 물론, 관세 발효 이후의 당장의 4월 데이터는 걱정이나, 이로 인한 추가 부양 가능성은 기회요인이며 최근 관세와 관련된 협상에 진전이 생기고 있다는 점도 긍정적이다. (계속)

그림1. 미국과 중국의 소비심리지수: 지난해 연말 기점으로 엇갈리는 모습. 미국 소비심리는 팬데믹 우려가 커던 수준으로 하락



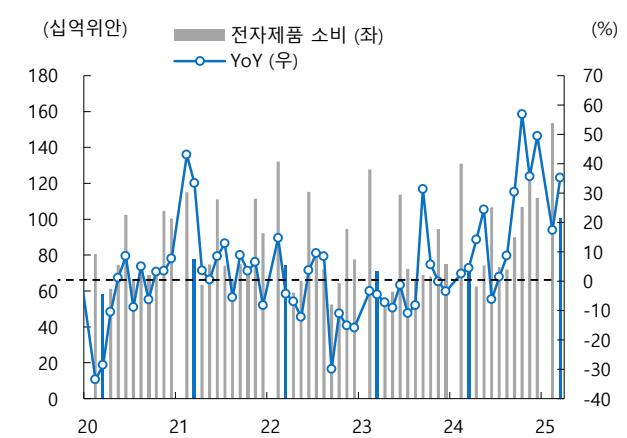
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 미국의 전자제품 소매판매액: 최근 수요는 소비심리 악화에도 의외로 견조… 선구매 수요 가능성도?



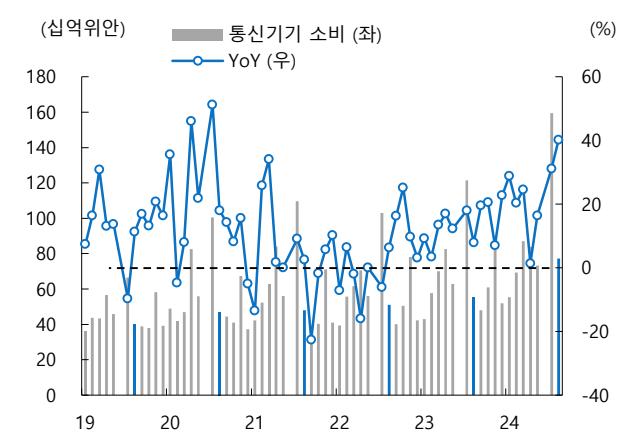
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 중국의 전자제품 소비액: 이구환신 효과로 견조한 모습



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림4. 중국의 통신기기 소비액: 올해 1월부터 보조금 지급 효과



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

2] 스마트폰: iPhone 관세 우려

Apple에 대한 우려가 크다. FY25 iPhone 판매량은 iPhone 16e 효과와 관세 이전 선행 수요로 소폭 반등할 것이나, 그만큼 FY26에 대한 기대치는 하향 조정될 전망이다[그림5].

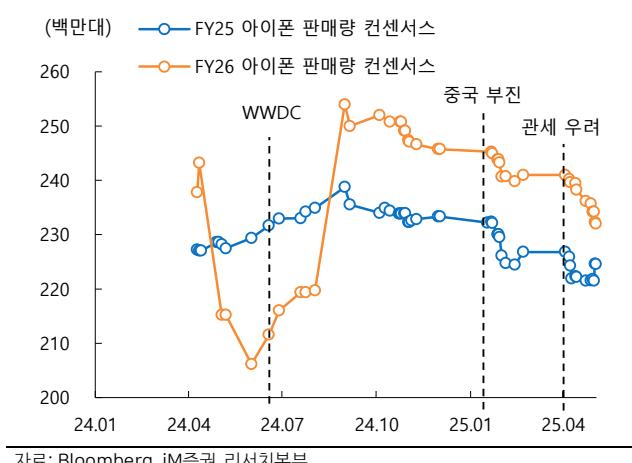
Apple은 실적 발표에서 관세 부과 전 선행 수요가 없었음을 밝혔으나, 1Q25 미국의 스마트폰 수입액이 +58% YoY 급증한 점을 보면 재고 확보 노력이 있었음을 가늠할 수 있다[그림7, 8]. Apple 역시 iPhone 긴급 조달과 그에 따른 CY2Q \$9억의 비용 상승 가능성을 언급했다.

2025년 아이폰 판매량 중 미국 비중은 30%에 달할 전망인 반면, 전체 생산량 중 인도산 비중은 20%에 그칠 전망이다[그림9, 10]. 따라서 하반기부터는 인도산 iPhone만으로 미국 수요를 전량 대응하는 데 한계가 있을 전망이다.

현재 중국산 iPhone에는 펜타닐 관세 20%가 부과되고 있으며, 이는 신모델에 대한 가격 인상과 수요 둔화를 초래할 가능성 있다. 예컨대, Pro 모델의 제조원가가 \$450 내외임을 감안하면, 대당 최소 +\$90 이상의 관세 부담이 발생하는 셈이다[그림11].

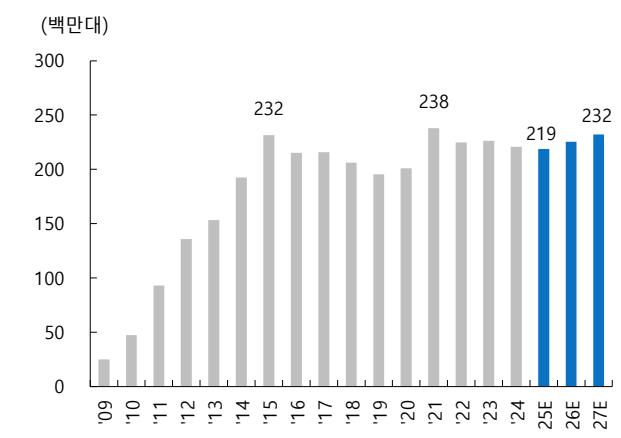
Apple은 관세 부담 완화를 위해 BoM을 낮출 가능성이 있으며, 이는 부품사에 대한 판가 인하 압력으로 이어질 수 있다. 반면, HOVX 등 중국 업체들은 미국 노출이 없고, 자국 내 수요 부양 효과를 볼 수 있다는 점에서 상대적 우위를 가질 전망이다. (계속)

그림5. FY25 아이폰 판매 기대는 선구매와 i16e로 소폭 상향되는 반면, FY26은 지속적으로 하향 조정되는 모습



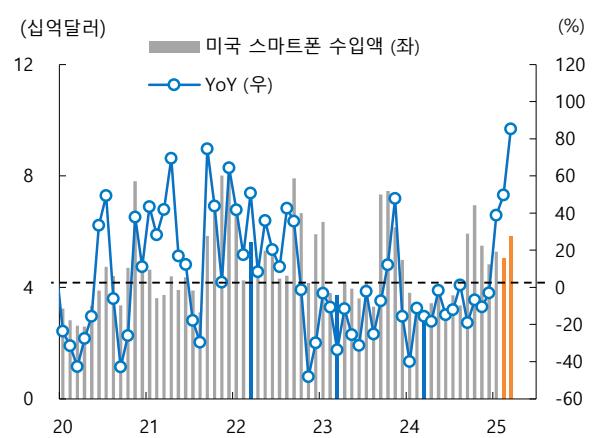
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 연도별 iPhone 판매량 추이 및 전망: 당사는 CY25 기준 2.19억대를 전망하고 있음



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부 추정

그림7. 3월 미국의 스마트폰 수입액은 +85% YoY 폭증하는 모습



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림8. Apple은 관세를 피하기 위해 인도산 iPhone을 대량 선적

Apple airlifts 600 tons of iPhones from India 'to beat' Trump tariffs, sources say

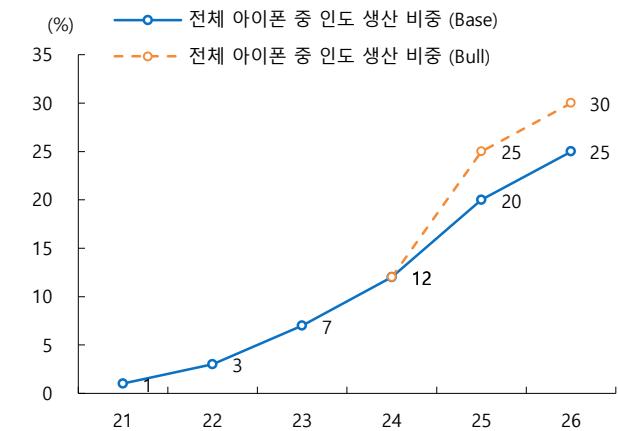
By Aditya Kalra, Abhijith Ganapavaram and Munsif Vengattil

April 10, 2025 6:58 PM CMT+9 - Updated 5 days ago



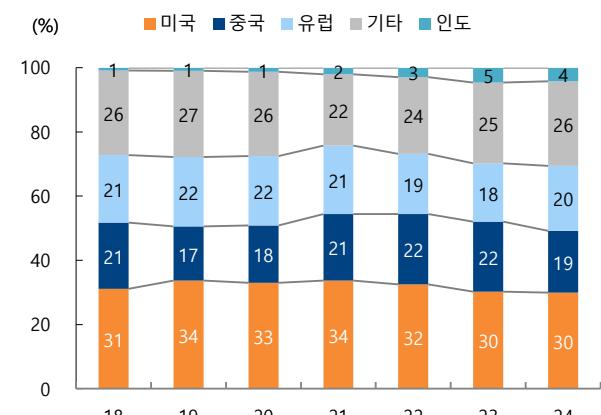
자료: Reuters (4/10), iM증권 리서치본부

그림9. 올해 인도산 iPhone 비중은 20~25%에 달할 것으로 전망
(나머지는 중국산 iPhone이며, 팬타닐 관세 20% 부과 중)



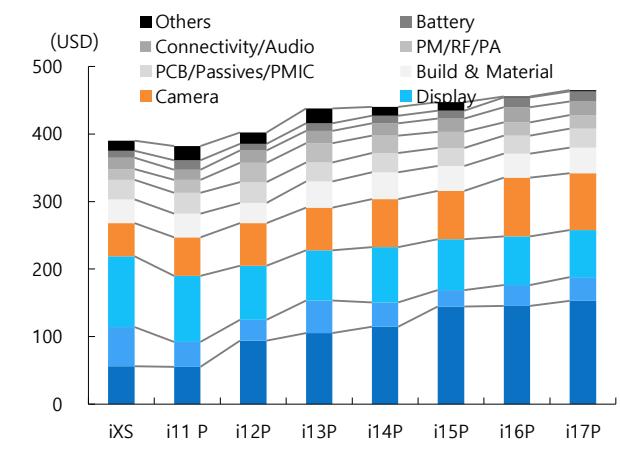
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림10. 아이폰 판매량 중 미국+인도 비중은 약 35% 수준… 인도산 iPhone만으로 미국과 인도를 전부 대응하긴 힘들



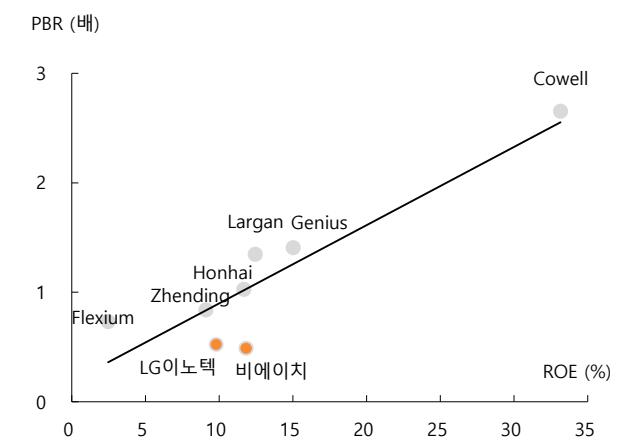
자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

그림11. 역대 iPhone Pro 시리즈의 BoM Cost 추이. iPhone 16P 기준 \$450 수준. 관세를 낮추기 위해서는 BoM을 낮춰야…



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부 추정

그림12. 글로벌 iPhone 공급망의 '26년 기준 ROE-PBR: 국내 업체들의 저평가가 눈에 띌… 공급망 내 경쟁 심화 우려'



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

3] PC: 2H22 불황기 수준의 재고레벨

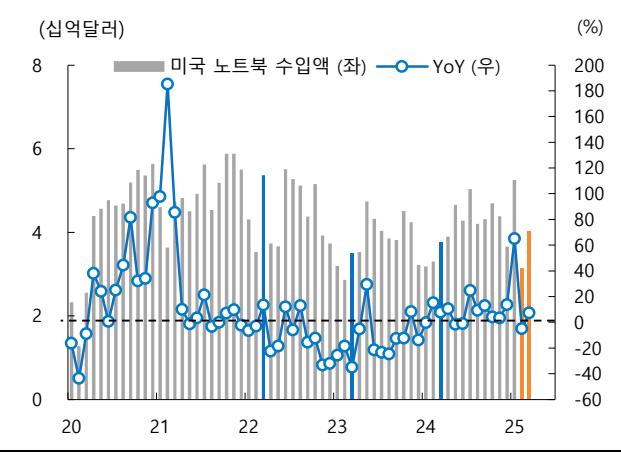
스마트폰과 마찬가지로 PC 역시 관세 부과에 앞서 미국 내 재고 비축 수요가 있었던 것으로 보인다. 1Q25 미국의 PC 수입액은 +21% YoY 급증했다[그림13]. 참고로, 2024년 기준, 미국의 PC 수입액 중 중국산이 차지하는 비중은 66%에 달한다.

미국 도매상의 컴퓨터 재고액은 2H22에 근접했다[그림14]. 팬데믹 이후 홈코노미 붐이 마무리되면서 재고가 폭증하던 시기다. 미국은 글로벌 PC 수입액의 30%를 차지하는 주요 시장이므로, 이러한 재고 비축은 부품 업계의 2H25 가시성을 저하시킬 전망이다.

실수요 측면에서는 소비자용 PC가 상대적으로 더 부진할 전망이다. 일부 업체는 중국산 PC에 대해 미국 수출 가격을 10% 이상 인상했다. PC는 브랜드 충성도가 낮아 가격 민감도가 스마트폰보다 높다. 이에 따라 소비자 수요가 위축될 가능성이 있다.

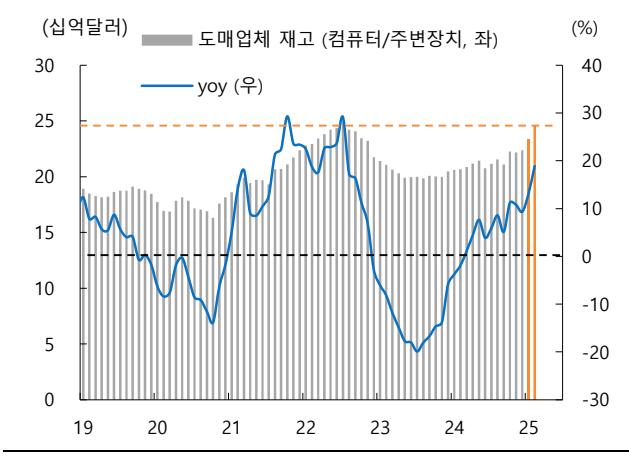
반면 기업용 PC는 상대적으로 견조할 전망이다. 팬데믹 당시 구매한 업무용 노트북의 내용연수가 도래하고 있으며, Win 10 지원 종료도 교체 수요를 유발하는 요인이다. 전체 PC 시장에서 소비자용은 60%, 기업용은 40%를 각각 차지하고 있는데, 소비자 수요의 부진과 기업 수요의 혼재된 흐름이 전개될 전망이다. (계속)

그림13. 미국의 노트북 수입액: 1월 +65%, 2월 -5% YoY, 3월 +7% YoY로 집계. 1Q25 누적 +21% YoY 증가.



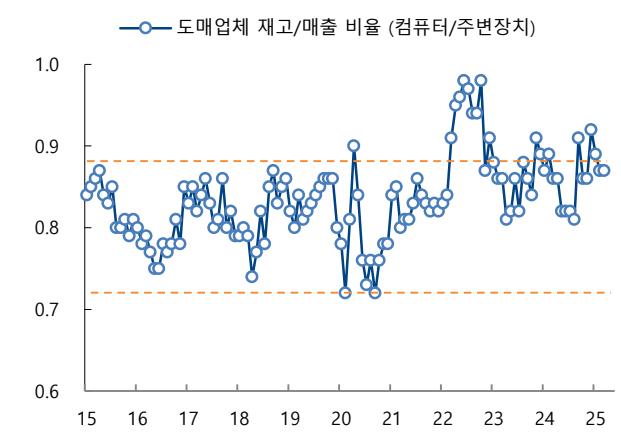
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림14. 미국 도매업체의 PC 재고: 홈코노미 붐이 마무리되며 재고가 폭증하던 시기에 가까워졌음



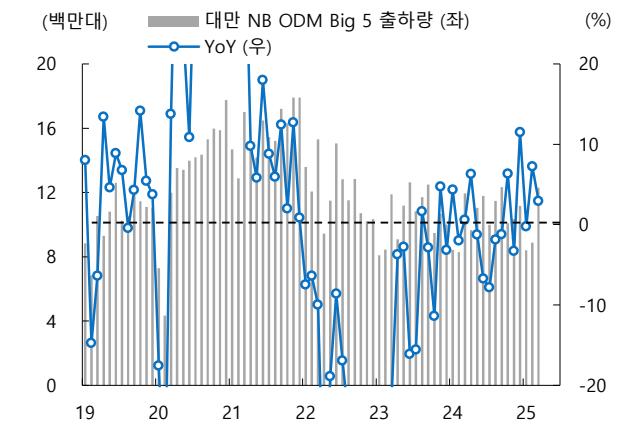
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. 미국 도매 업체의 컴퓨터 재고/매출 비율: 직전 고점 도달



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림16. 대만 ODM의 노트북 출하량 추이



자료: iM증권 리서치본부

주: Quanta, Compal, Wistron, Inventec, Pegatron 합산

4] 가전: 관세에 따른 경쟁 구도 변화?

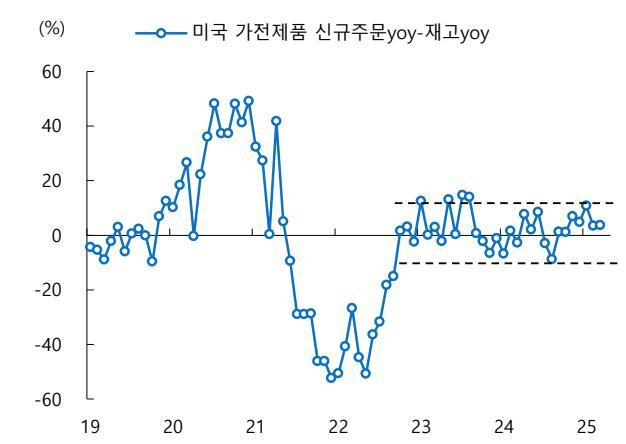
미국 가전 업황은 일부 지표상 개선 흐름을 보이고 있으나, 이는 기저효과에 가까우며 실수요 회복으로 보기는 어렵다[그림17, 18]. 가전 신규주문·재고 지표와 기존주택매매 YoY 변화율을 보면 회복세는 제한적이며, 최근 급격한 소비심리지표 둔화와 금리 인하 기대 후퇴, 관세 부과 이슈 등을 고려하면 향후 수요 환경도 녹록지 않을 것으로 판단된다.

한편, 미국 내 경쟁구도는 관세로 인해 영향받을 수 있다. Whirlpool은 관세를 피하기 위한 미국 내 아시아산 가전 제품 수입이 급증했음을 언급했다. 다만, 미국 도매업체의 재고/매출 비율을 보면 실제 미국 내 재고 레벨은 높지 않은 것으로 판단된다.

이어서 Whirlpool은 미국 수요의 80%를 현지 생산으로 대응하므로 LG전자, Haier(GE) 등 경쟁사 대비 관세 대응에 유리함을 강조했다[그림21]. LG전자는 미국 테네시 공장에서 세탁기와 건조기를 생산하고 있으나, 냉장고와 가정용 에어컨은 여전히 멕시코, 한국 등에서 공급하고 있어 Whirlpool 대비 관세 노출도가 더 높은 것은 사실이다.

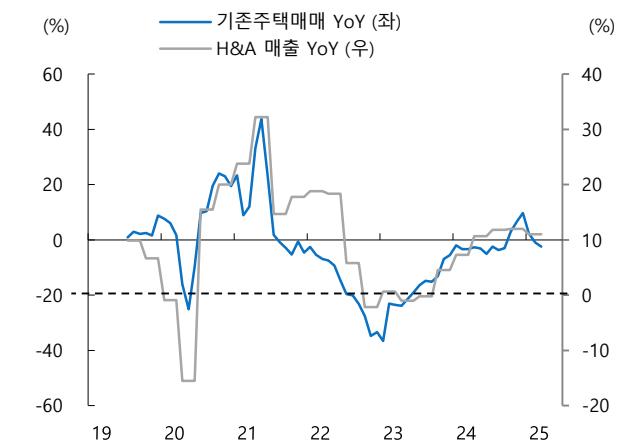
다만 트럼프 1기 당시 세탁기에 대한 세이프ガ드 사례를 상기할 필요가 있다. 당시에도 LG전자는 우수한 성능과 브랜드 이미지를 기반으로 미국 세탁기 시장 점유율을 확대하는 데 성공했다. 미국이 프리미엄 시장이라는 점, 가전 제품이 내용연수가 긴 고가 내구재라는 점을 고려할 때, 가격 요인보다 제품력과 브랜드 가치가 경쟁력을 좌우한다고 본다. (계속)

그림17. 미국 가전제품 신규주문 YoY-재고 YoY: 2년 넘게 횡보



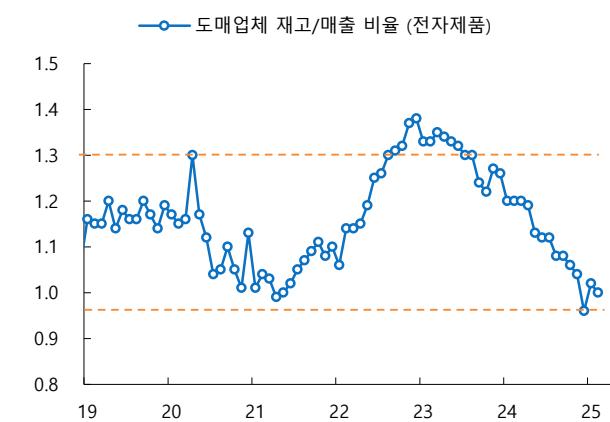
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림18. 미국 기존주택 매매 YoY와 LG전자 가전 매출 YoY



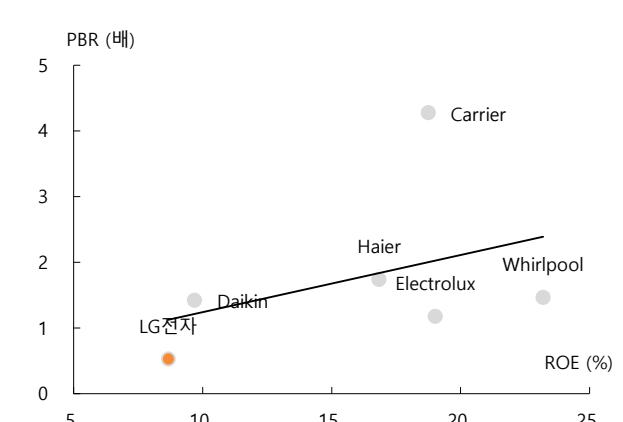
자료: Bloomberg, LG전자, iM증권 리서치본부

그림19. 미국 도매 업체의 전자제품 재고/매출 비율: Whirlpool의 선형 선적 코멘트에도 불구하고 재고는 많지 않은 듯



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

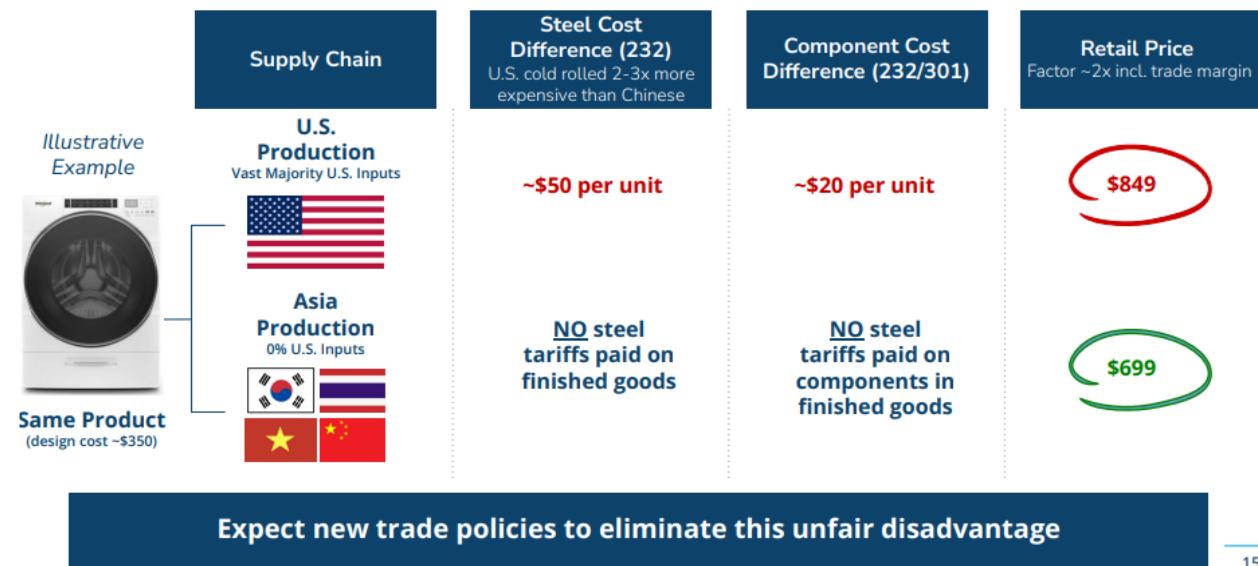
그림20. 글로벌 가전업체의 '26년 기준 ROE-PBR: LG전자의 ROE가 상대적으로 떨어지는 편임을 감안하더라도 저평가 영역



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림21. Whirlpool은 관세 부과에 따라 자사의 원가 열위가 해소될 것으로 전망

Existing Tariff “Loopholes” Created ~\$70/unit Disadvantage for Domestic Production



자료: Whirlpool, iM증권 리서치본부

15

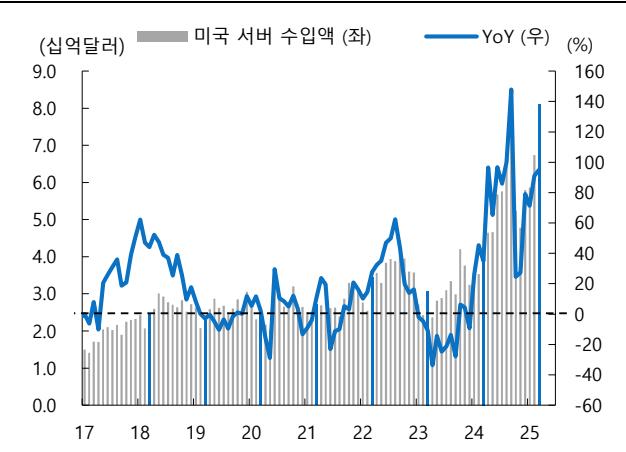
5] 서버: 무풍지대

서버는 B2B 제품 특성상 소비자 수요 둔화 영향을 적게 받으며, 최근에도 견조한 수요 흐름을 이어가고 있다. 특히 중국산 비중이 낮아 IT 세트(스마트폰·PC 등) 대비 미국의 관세 리스크로부터 상대적으로 자유로운 점도 긍정적이다. 참고로, 2024년 기준 미국의 서버 수입액 중 멕시코산이 67%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 대만이 26%로 뒤를 잇고 있다.

미국의 서버 수입액은 글로벌 시장의 40%를 차지하는데, 1Q25 +86% YoY로 견조한 모습이었다. 특히 3월의 경우 +95% YoY 늘어난 8.1억 달러로 역사적 최고치를 달성했다. GB200 양산이 지연되었음에도 강하게 나타났음이 고무적이며, 생산 차질 해소와 함께 이러한 추세는 강해질 가능성이 높다. 이미 CY1Q25 실적을 계기로 빅테크의 합산 CapEx는 더욱 상향 조정되는 모습이다[그림24]. Quanta, Wistron, Foxconn의 4월 매출 성장률도 각각 +58%, 84%, +26%로 집계됐다.

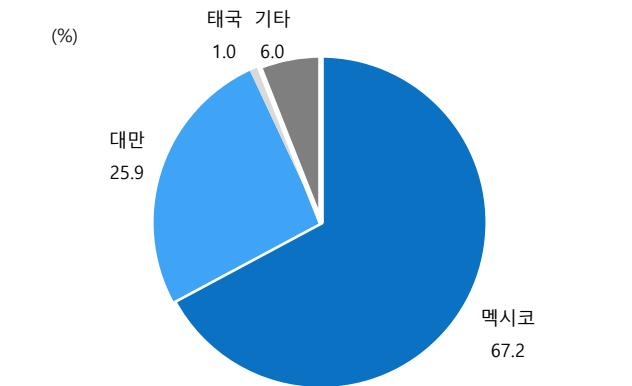
한편, 중국의 서버 수입액도 강한 흐름을 보이고 있다. 중국은 글로벌 서버 수입의 약 13%를 차지(싱가포르 포함)하는데, 1Q25 +123% YoY로 미국보다도 강한 모멘텀을 시현했다[그림26]. 이는 DeepSeek의 등장 이후 LLM에 대한 인프라 진입장벽이 낮아지며 관련 수요가 자극받고 있는 영향이다. Alibaba, Tencent, Baidu 등 중국 빅테크의 합산 Capex 역시 빠른 속도로 상향되고 있으며, 이들의 '25년 합산 CapEx는 +40~50% YoY에 달할 것으로 전망된다. (계속)

그림22. 미국의 서버 수입액: 3월 +95% YoY 급증하는 모습



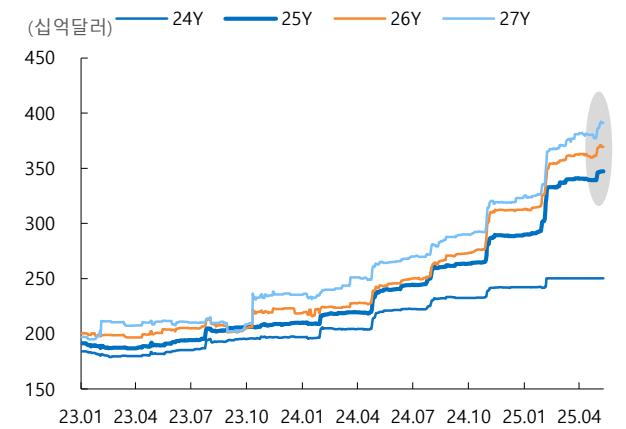
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림23. 2024년 미국 주요 서버 수입국: 멕시코와 대만산이 대부분



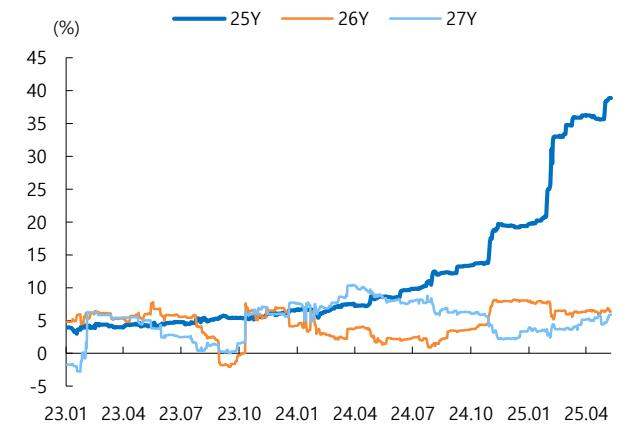
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림24. 미국 주요 IT 업체의 합산 Capex 기대치 추이: CY1Q 빅테크의 실적 발표를 기점으로 다시 상향 조정되는 모습



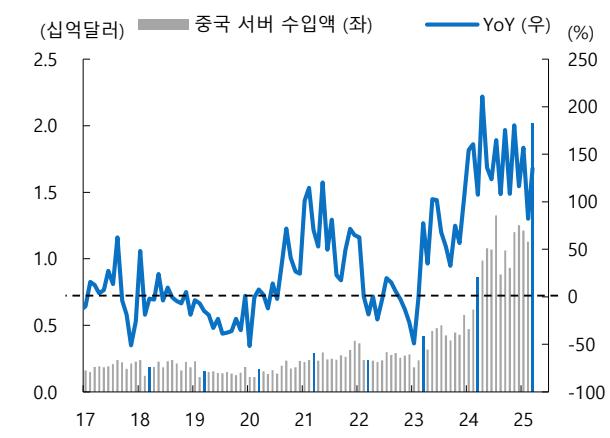
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림25. 미국 주요 IT 업체의 합산 Capex 기대치 YoY 증감률 추이: CY25 기준 +40% YoY 이상의 증가율을 바라보고 있음



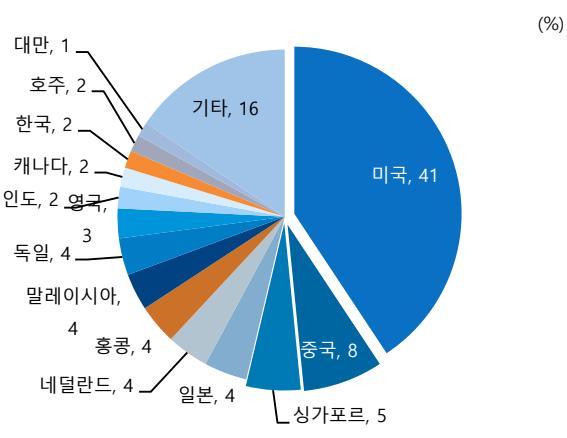
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림26. 중국의 서버수입액은 3월 +134% YoY로 미국보다도 강함



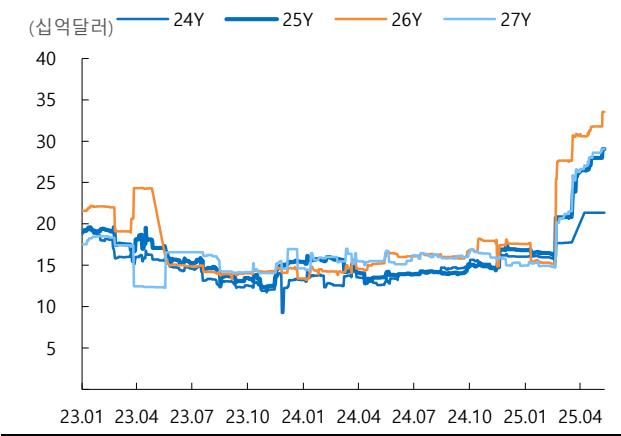
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림27. 2024년 서버 수입액 비중: 미국 41%, 중국+싱가폴 13%



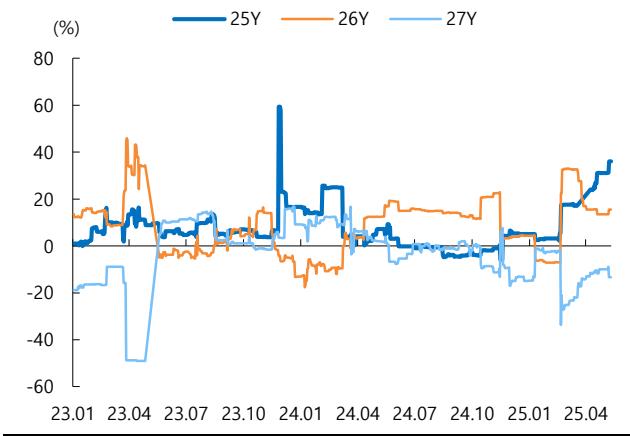
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림28. 알리바바, 텐센트, 바이두 합산 Capex 기대치 추이: DeepSeek 등장 이후 급격하게 강해지는 모습



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림29. 알리바바, 텐센트, 바이두 합산 Capex 기대치 YoY 증감률 추이: CY 기준 +40% YoY 이상의 증가율을 기대함



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

6] 중국EV: 또 다른 무풍지대?

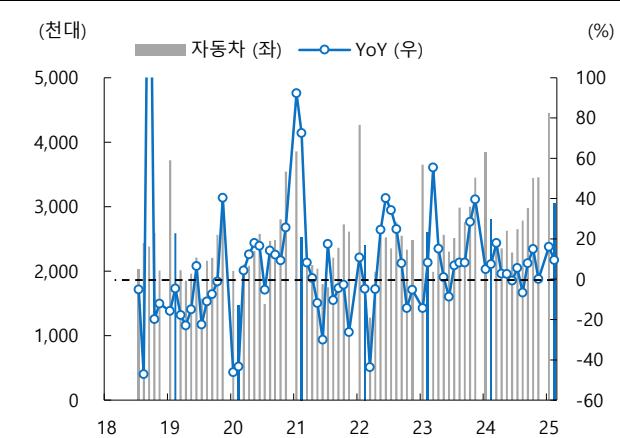
중국 자동차 산업은 EV 중심의 생산 확대가 빠르게 진행 중이다. 2025년 3월 중국의 전체 자동차 생산량과 EV 생산량은 각각 +9%, +51% YoY로 집계되며, EV 중심의 출하 확장세가 두드러졌다[그림30, 31]. 특히 저가형 중국산 EV가 신흥국 및 유럽 시장으로 빠르게 확산되고 있음에 주목한다. 중국의 과잉 생산분이 글로벌 시장으로 이동하고 있는 것이다.

한편, 당사는 중국 OEM들이 정부 주도로 E2E 기반 NOA(Navigate On Autopilot) 차량 보급을 빠르게 확대하고 있다는 점도 주목한다. 대표적으로 BYD의 경우, NOA 탑재 비중이 2024년 1%에서 2025년 60%로 급증할 전망이다. 기술적 역량이 부족한 전통 OEM들은 Huawei의 MDC 플랫폼을 활용해 NOA 지원 확대에 나서고 있다.

시장조사기관 Gasgoo에 따르면, 중국 내 NOA 지원 차량은 '24년 66만대, '25년 694만대, '26년 1,000만대로 급증할 전망이다.

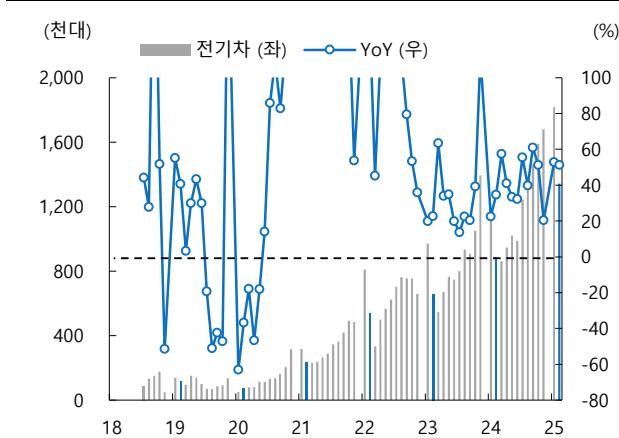
중국 내 자율주행 대중화가 단기간 내에 빠르게 진행되고 있음을 보여준다. (계속)

그림30. 중국의 자동차 생산량 추이: 3월 +9% YoY로 견조



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림31. 중국의 EV 생산량 추이: 3월 +51% YoY로 고공행진



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림32. 중국내 합자/외자 기업의 L2 이상 ADAS 및 NOA 침투율

(단위: 만대)	2024년 주요 합자/외자 자동차 기업 L2 및 이상 ADAS 탑재율 및 NOA 침투율 (표준 장착 기준)			
	L2/L2+ ADAS 탑재량	L2/L2+ ADAS 침투율 (%)	NOA 기능 포함 모델 판매량	NOA 침투율 (%)
일기폭텐(一汽丰田) / FAW 도모	77.9	100%	-	-
테슬라(Tesla)	66.2	100%	-	-
일기다중(一汽大众) / VW	57.2	35%	-	-
광치훈다(广汽本田)	55.4	73%	-	-
상하이폭스바겐(上汽大众)	41.4	34%	-	-
동평닛산(东风日产)	27.7	59%	-	-
광치도요타(广汽丰田)	23.7	52%	-	-
상하이GM(上汽通用)	19	34%	0.9	2%
화천BMW(华晨宝马)	18.2	30%	-	-
상하이캐딜락(上汽凯迪拉克)	13.5	76%	-	-
베이징奔弛(北京奔驰)	11.7	21%	10.5	19%
동평푸조(东风标致)	8	59%	0.4	3%
동평기아(东风起亚)	6.7	11%	-	-
베이징현대(北京现代)	4.7	32%	-	-
창안포드(长安福特)	1.4	14%	-	-
신통자동차(神龙汽车)	1.1	18%	-	-
위에치(悦达起亚)	1	17%	-	-

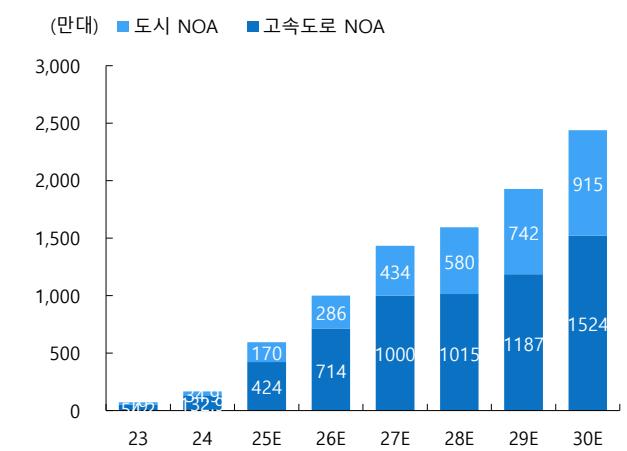
자료: Gasgoo, iM증권 리서치본부

그림33. 중국 주요 자동차 기업의 L2 이상 ADAS 및 NOA 침투율

(단위: 만대)	2024년 주요 중국 자동차 기업 L2/L2+ ADAS 탑재율 및 NOA 침투율 (표준 장착 기준)			
	L2/L2+ ADAS 탑재량	L2/L2+ ADAS 침투율 (%)	NOA 기능 포함 모델 판매량	NOA 침투율 (%)
비야디(BYD)	152.3	42%	5.1	1%
지리(吉利)	109.3	58%	2.2	1%
치루이(奇瑞) / 채리자동차	57.6	45%	7.4	2%
창청(长城)	56.6	39%	5	2%
창안(长安)	54.7	39%	2.8	6%
리상(理想) / Li Auto	50.4	100%	50.4	100%
사이리스(赛力斯) / Seres	38.8	94%	36.6	88%
광치(广汽) / 광저우자동차	23.7	35%	2.6	2%
니오(蔚来)	22.7	100%	20.6	91%
사오펑(小鹏)	19.6	79%	12.1	71%
상하이자동차(SAIC)	15.5	12%	0.9	2%
동평자동차(东风)	14.3	40%	0.9	1%
샤오미(小米)	13.7	100%	-	-
베이지(北汽)	12	60%	0.8	4%

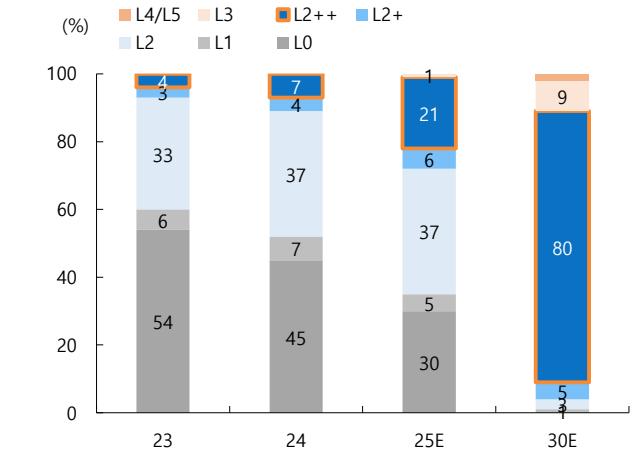
자료: Gasgoo, iM증권 리서치본부

그림34. 중국 내 Autopilot 지원 차량 추이 및 전망



자료: Gasgoo, iM증권 리서치본부

그림35. 중국 내 자율주행 단계별 침투율 추이 및 전망



자료: Gasgoo, iM증권 리서치본부

7] MLCC: 확실한 서버·전장과 불확실한 IT세트

Murata, 삼성전기, Yageo의 1Q25 MLCC 가동률은 대체로 가이던스에 부합하거나 소폭 상회했으며, 2Q25에도 QoQ 개선 추세가 이어질 것으로 전망된다[그림36]. 앞서 살펴보았듯, 업체들은 공통적으로 하반기 IT세트에 대해서는 수요 가시성이 떨어짐을 인정하면서, 대신에 AI 서버 및 전장에서의 구조적 성장을 기대하고 있다.

① Murata의 CY1Q 가동률은 85~90%로 가이던스에 부합했으며 BB Ratio는 1.0으로 집계되었다. 그럼에도 FY25 (25.03~26.03) Capacitor 성장률은 +2% YoY로 보수적으로 제시되었다. Murata는 프리미엄 스마트폰형 선수요를 언급했는데, 정황상 iPhone향이었을 것으로 추정된다. ② 삼성전기의 CY1Q 가동률은 85%로 가이던스를 상회했으며, CY2Q 가동률은 +3~5%p 개선될 전망이다. 하반기 수요 우려에도 EV/서버향 수요에 대한 수혜를 기대하고 있다. ③ Taiyo Yuden의 CY1Q 가동률은 80%로 +5%p QoQ 개선되었으며, 2Q에도 추가 개선될 것으로 전망된다. BB Ratio는 1.05로 견조했다. 다만 관세로 인한 수요 감소 등의 영향을 90억엔 수준으로 평가했다. ④ Yageo의 CY1Q 가동률은 커머디티, 프리미엄 각각 65%, 70%로 가이던스에 부합했다. BB Ratio는 1.0 이상으로 유지되고 있고, 2Q 가동률은 커머디티와 프리미엄 공히 +5%p QoQ 개선이 전망된다. 하반기 불확실성이 커지는 반면 중국 EV향 수요가 견조함을 언급했다.

당사는 삼성전기를 긍정적으로 평가하고 있다. 동사는 BYD, CATL 등 중국 EV 공급망을 주요 전장용 MLCC 고객사로 보유하고 있으며, AI 서버용 MLCC 시장에서 40%에 가까운 점유율을 차지하고 있다. 경쟁사 대비 밸류에이션 매력도 높다[그림43] (계속)

그림36. 주요 MLCC 업체들의 분기 가동률 추이와 주요 코멘트

업체명	분기별 가동률 추이 및 전망				주요코멘트
	CY3Q24	CY4Q24	CY1Q25	CY2Q25E	
삼성전기	85% (하회)	77% (하회)	85% (상회)	88%	① 이구환신, 관세 관련 Pull-in 있었음 ② AI 서버 /ADAS 수요는 견조할 전망
Murata	85~90% (부합)	85~90% (부합)	85~90% (부합)	85~90%	① FY25 Capacitor +2% YoY 성장 ② 서버, 전장 비중 확대에 따른 Capa. 잠식 있음
Taiyo Yuden	80~85%	75%	80%	85%	① 선행 수요는 제한적이었던 것으로 추정 ② AI 서버, 전장 중심의 점진적 업황 회복 기대
Yageo (커머디티 기준)	65% (부합)	65% (부합)	60% (부합)	65%	① 산업 및 중국 외 완성차 OEM 수요 저점 통과 ② 2분기 수요 견조할 것이나 하반기 수요 가시성 ↓

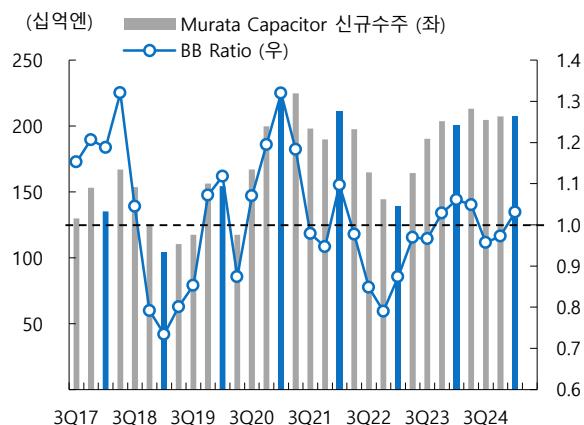
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림37. Murata의 부문별 FY25 매출 가이던스

사업 부문	FY25 YoY	세부 항목	매출 전망 요인
Capacitors	2.0%	MLCC	AI 서버 등 IT 인프라 투자 확대 및xEV 비중 증가, 자율주행, ADAS 발전에 따라 매출 증가 예상
Inductors and EMI filters	1.7%	EMI 억제 필터	xEV 비중 증가와 자율주행, ADAS 발전에 따라 매출 증가 예상
High-Frequency Device and Comm. Module	-22.7%	고주파 모듈, 다층 수지 기판	스마트폰에 채택되는 제품 수 감소로 매출 감소 예상
Battery and Power supply	-15.2%	리튬이온 이차전지	비디오 게임 콘솔 수요 감소 및 제품 가격 하락으로 매출 감소 예상
Functional Device	-1.5%	액추에이터 센서, 타이밍 디바이스	HDD 수요 증가로 매출 증가 예상 엔화 강세로 인한 매출 감소 예상

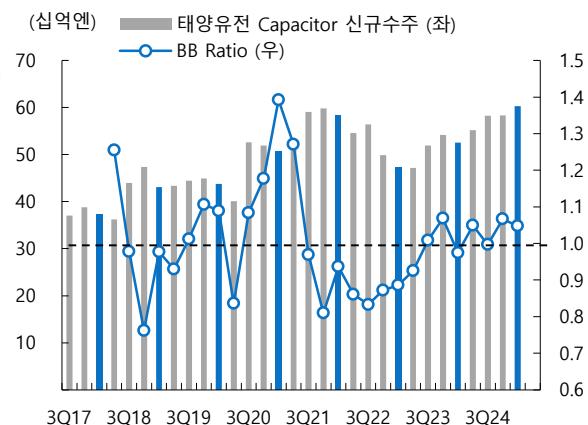
자료: Murata, iM증권 리서치본부

그림38. Murata의 Capacitor 신규수주와 BB Ratio



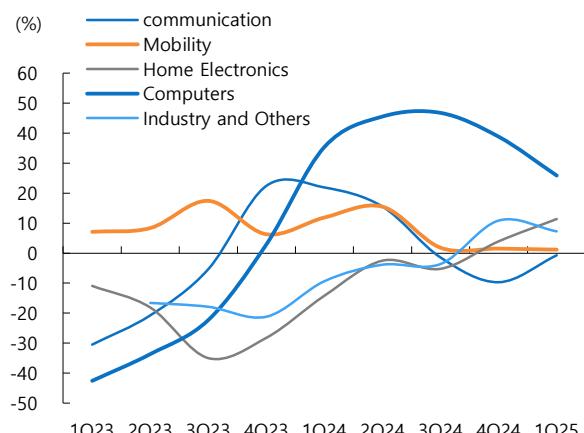
자료: Murata, iM증권 리서치본부

그림39. Taiyo Yuden의 Capacitor 신규수주와 BB Ratio



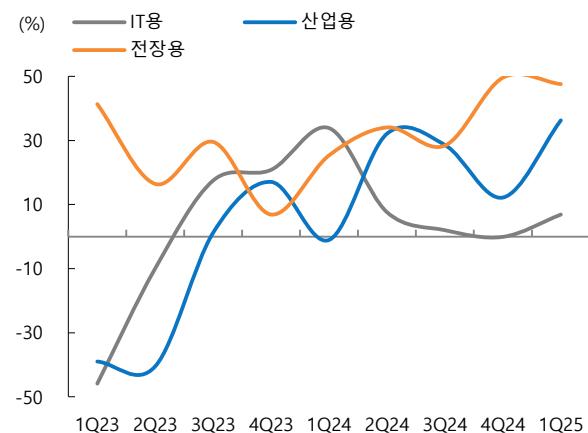
자료: Taiyo Yuden, iM증권 리서치본부

그림40. Murata의 적용처별 매출 YoY 증감률



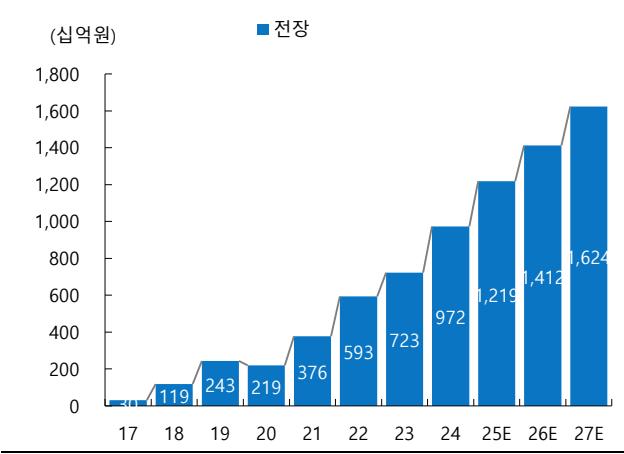
자료: Murata, iM증권 리서치본부

그림41. 삼성전기의 적용처별 MLCC 매출 YoY 증감률



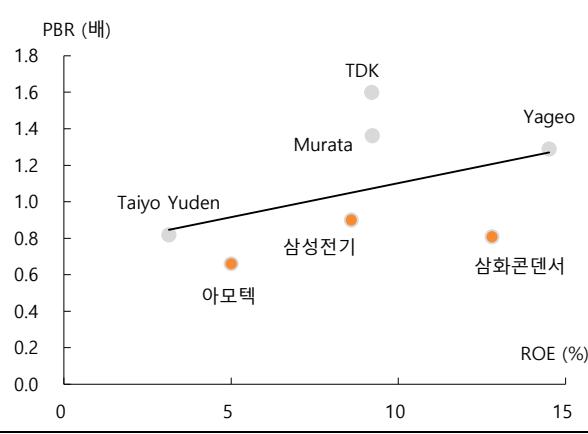
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림42. 삼성전기의 전장용 MLCC 매출 추이 및 전망



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

그림43. 글로벌 MLCC 공급망의 '26년 기준 ROE-PBR



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

8] PCB: AI로 시작해서 AI로 끝

PCB는 종류별, 적용처별로 온도차가 크나 공통적으로 AI 서버 및 인프라 적용처를 중심으로 업황이 개선되고 있다. 한·중·일 등 주요 국가의 PCB 수출액은 전년의 높은 기저에도 반등하는 흐름을 보이고 있다[그림46~48]. ABF, MLB로 나누어 살펴보았다.

① ABF 기판 시장은 여전히 공급 과잉 상태다. 전체 ABF 기판 시장에서 PC와 일반 서버가 차지하는 비중이 여전히 50%에 달한다. 최근 PC용 ABF 기판 수요가 개선되는 흐름도 감지되나, 선행 수요가 섞여 있을 가능성이 높으므로 지속성은 떨어진다.

반면, AI 서버용 GPU 및 ASIC에 필요한 ABF 기판 수요는 좋다. Ibiden은 Blackwell용 ABF 기판 양산이 본격화되며 오랜만에 호실적을 시현했고, AI용 ABF 기판 양산에 필요한 SAP 수요가 '24~27년 CAGR +72% 성장할 것으로 전망했다[그림53].

Unimicron 또한 AI 서버용 ABF 기판에 대한 주문 가시성이 2026년까지 확보되었다고 언급했다. 국내에서는 삼성전기가 1Q25부터 CSP향 AI 가속기용 ABF 기판 양산을 시작했으며, 대덕전자는 3Q25부터 자율주행용 ABF 기판을 양산할 계획이다.

② MLB 역시 AI 서버 및 네트워크 장비를 중심으로 견조하다. WUS, SCC, GCE, 이수페타시스 등 주요 업체들은 타이트한 수급 속에 양산 난이도 상승으로 ASP가 개선되고 있다 (30층 이상 고다층 요구↑). 400G에 이어 800G의 침투 확대를 기대하며, 대부분의 업체가 폴가동을 유지하는 가운데 2H25 가동을 목표로 신규 증설에 나서고 있다[그림44].

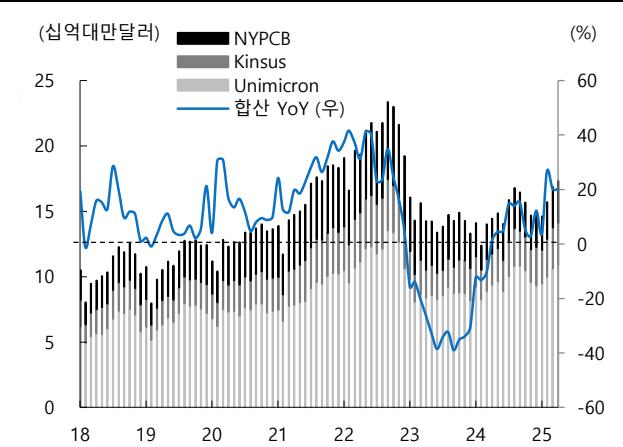
MLB 종목군은 관세 영향에서 상대적으로 자유로울 뿐 아니라, 앞서 살펴보았듯 CY1Q25 이후 AI CapEx에 대한 우려가 완화된 만큼 투자 심리가 당분간 우호적으로 유지될 것으로 기대된다.

그림44. 주요 PCB 업체들의 업황 및 사업 현황 관련 주요 코멘트

업체명	주요 코멘트
ABF / BT	
Ibiden	① FY1H 중 INTC향 흑전, ② INTC향 공장을 AI서버로 전환, ③ NVDA향 메인 벤더 유지 ④ AI향 SAP 수요 3년 CAGR +72% 성장
Kinsus	① RTX50 수요를 중심으로 개선 ② '25년 공급과잉 지속될 것이나 강도는 완화, ③ BT 기판은 DDR5로의 업그레이드 수요를 기대
UMTC	① 고가 ABF기판은 AI 중심으로 '26년까지 주문 가시성 확보 (vs. 중저가 ABF 부진), ② Blackwell향 ABF 이원화 (20% 추정)
삼성전기	① BT는 메모리, ARM 수요 기반 QoQ 개선 ② ABF 역시 가속기향 수요 강세 및 PC 수요 회복으로 개선 전망 (관세 불확실성有)
대덕전자	① ABF기판 수요 약세 및 재고소진 장기화 ② 2H25 자율주행용 기판 외 신규 프로젝트 양산 개시에 따른 적자폭 축소 기대
MLB / HDI	
GCE	① 1Q 매출 중 ASIC 기판 20% 차지 (Trainium 2 UBB 추정) → 2Q 40%로 확대 ② 2025년 말까지 Capa.를 40% 이상 확대할 것
SCC	① AI 서버 및 스위치향 수요 ↑ ② 고객사별로 중국 CSP 중심으로 성장 ③ 가동률 90% 이상으로 높게 유지 (2H25 증설 효과 기대)
UMTC	① AI 수요 대응을 위해 2025년 말까지 HDI 라인 전환 완료. ② AI용 PCB 수율 문제 있으나 월별로 개선 중
대덕전자	① 30층 이상 고다층 MLB 수요 확대 ② 2Q25 AI향 OAM, UBB 실적 기여 본격화 ③ '26년 캐파 4,000억원 (vs. '25년 2,000억원)
CCL	
EMC	① 1Q 스위치, ASIC (Trainium 추정) 견조 ② '25년 M8+ 점유율 70~80% ③ 4Q25 Capa. 580만장/월 계획 (1Q25 430만장)
두산	① AI 가속기/800G 등 High end 제품 중심 성장. 2Q 최대 실적 달성을 추진 ② 하이엔드 제품군 1H24 70% → 1H25 81% 계획

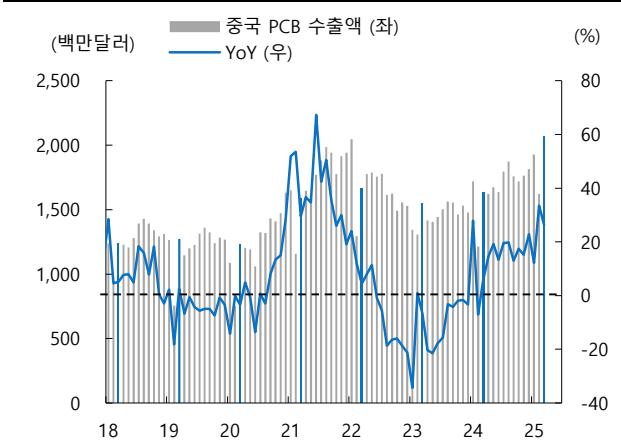
자료: Uanalyze, Ctee, 각 사, iM증권 리서치본부

그림45. UMTC, Kinsus, Nanya PCB의 월별 매출 추이: 바닥에서 점진적으로 개선되는 모습이 관찰되고 있음



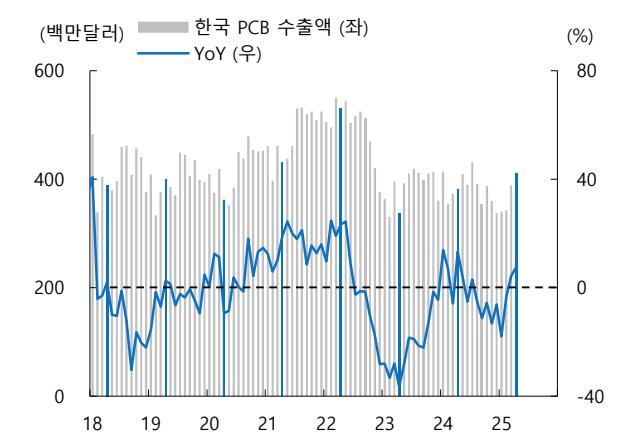
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림46. 중국의 PCB 수출액: 상대적으로 강한 모습을 보이고 있는데, MLB 중심으로 수출액이 개선되고 있는 것으로 보임



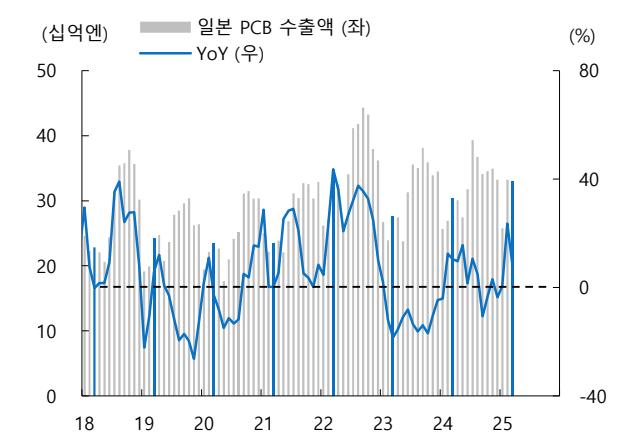
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림47. 한국의 PCB 수출액: 4월 +7% YoY로 반등에 성공



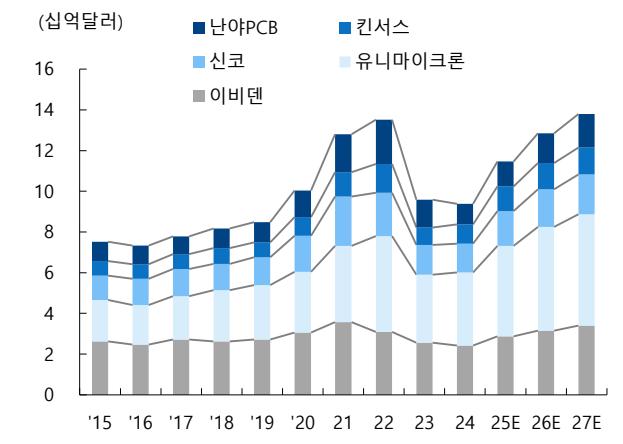
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림48. 일본의 PCB 수출액: 2월, 3월 각각 +24%, +8% YoY



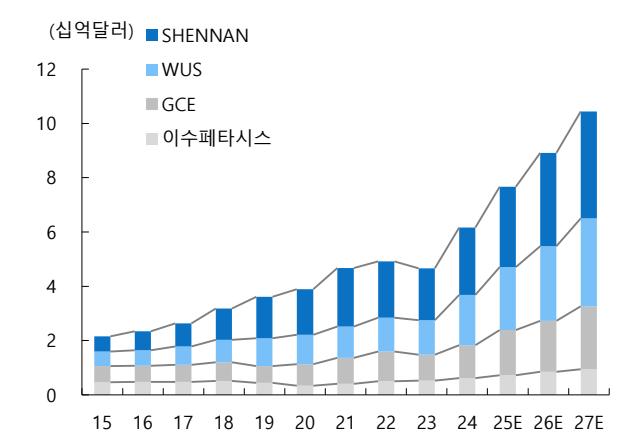
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림49. 주요 PKG기판 업체의 매출 추이 및 전망



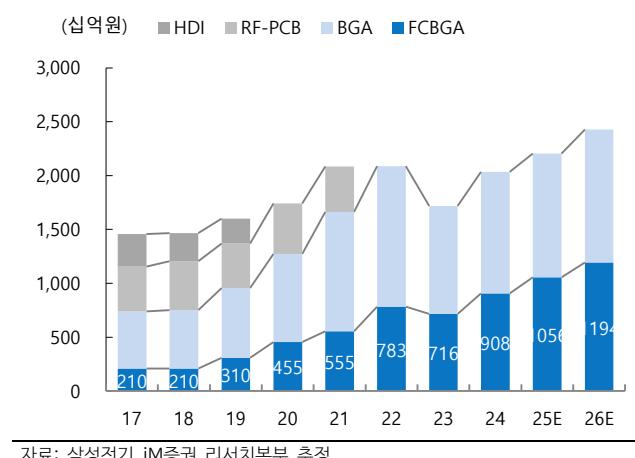
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림50. 주요 MLB 업체의 매출 추이 및 전망



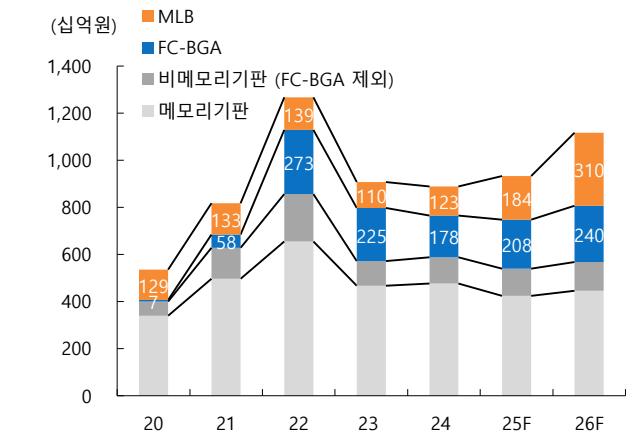
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림51. 삼성전기의 PCB 매출 추이 및 전망



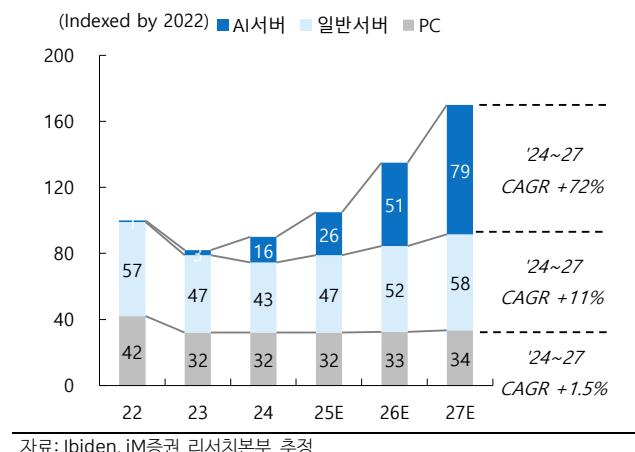
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

그림52. 대덕전자의 PCB 매출 추이 및 전망



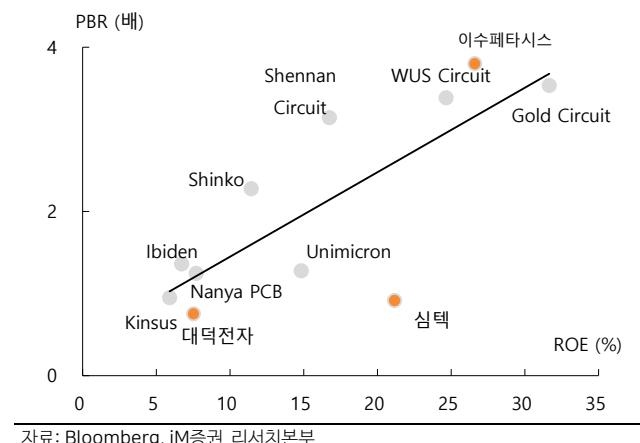
자료: 대덕전자, iM증권 리서치본부 추정

그림53. Ibiden의 SAP 수요 전망: ABF 기판 수요가 AI 서버를 중심으로 개선될 것이라는 시각을 제시하였음



자료: Ibiden, iM증권 리서치본부 추정

그림54. 글로벌 PCB 공급망의 '26년 기준 ROE-PBR: PKG 공급망과 MLB 공급망의 벨류에이션 양극화'



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

9] Valuation의 극단적 양극화

결론적으로, IT H/W 업종은 ① 미-중 지역별 IT수요의 괴리, ② 관세 정책에 따른 IT세트 수요 불확실성 및 공급망 재편, ③ AI 서버/인프라 및 중국 EV의 구조적 성장 등 세가지의 축을 중심으로 움직이고 있다.

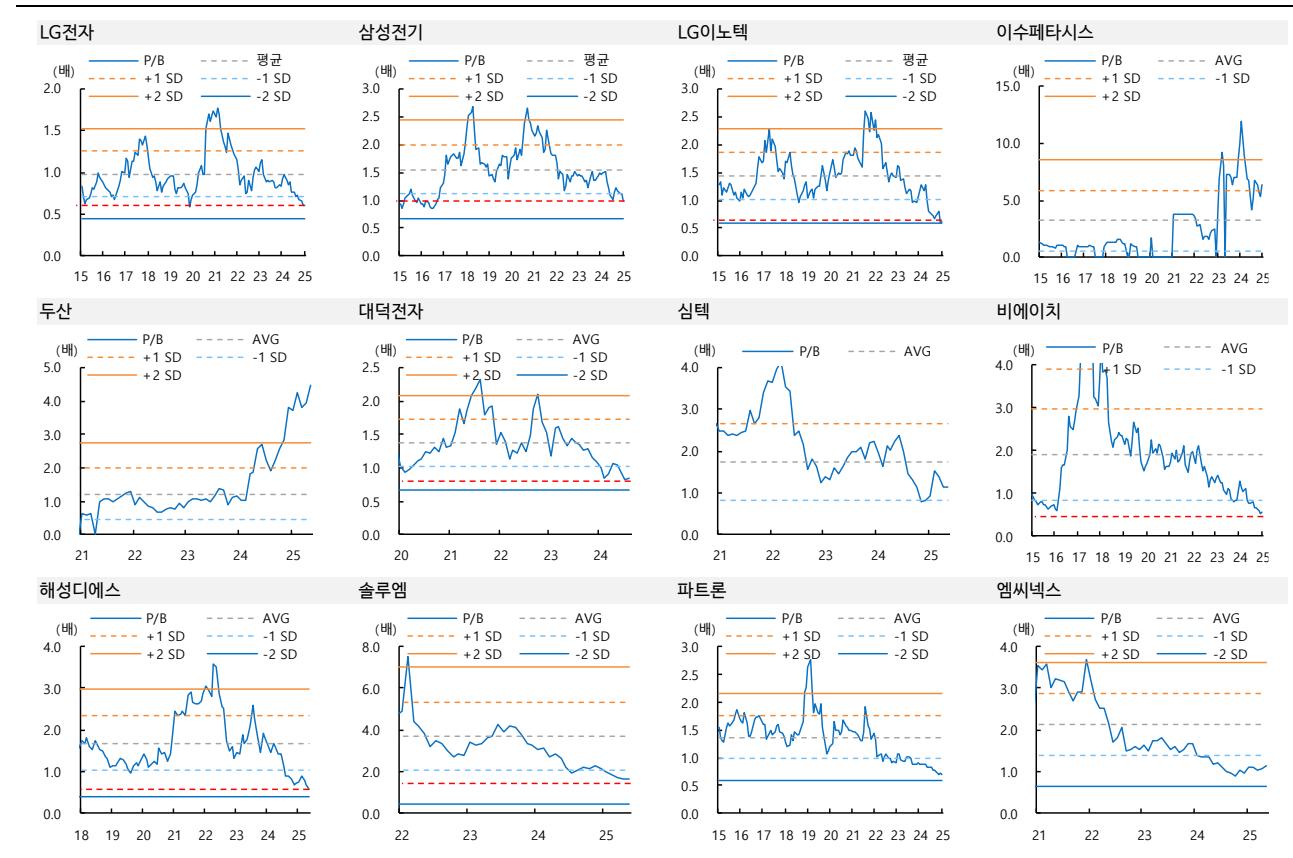
이 같은 흐름속에서 IT H/W 업종 내 주요 기업의 밸류에이션은 양극화되는 모습이다. 이미 투자자들은 확실한 것을 선순위로 취하고, 불확실한 것을 후순위로 두는 모습이다[그림55]. 전자는 견조한 실적이 증명되고 있는 AI 서버 및 네트워크 등 인프라, 후자는 관세로 인해 불확실성이 커지고 있는 전통 IT 세트다. 이러한 상황에서의 투자 전략은 투자 시계에 따라 달라질 수 있다.

서버, 전장을 중심으로 사업 포트폴리오가 고도화되고 있음에도 스마트폰, PC 등 IT 세트에 대한 불확실성으로 크게 하락한 종목들에 대해 관심을 갖는다. 이들은 단기 실적 모멘텀이 떨어질 수 있으나 리스크-리턴 관점에서 좋은 투자 대상일 수 있다.

예컨대, 삼성전기의 밸류에이션은 10년 평균 P/B로부터 -1SD 이상 조정 받았다. MLCC와 ABF 기판이 전장과 AI 서버를 중심으로 개편되고 있음에도 IT 세트에 대한 불확실성이 크게 작용한 결과다. 비슷한 맥락에서 대덕전자의 밸류에이션은 상장 이후 평균 P/B로부터 -2SD 가까이 조정 받았다. 메모리기판의 부진과 ABF의 공급 과잉 때문이다. 다만, 2Q의 AI 가속기용 MLB 매출 본격화, 3Q의 자율주행용 ABF 기판을 공급을 기회로 본다.

한편, 실적 모멘텀이 더욱 강화될 가능성이 높다는 측면에서는 AI 인프라에 대한 노출도가 높은 이수페타시스(비커버리지)에 관심을 갖는다. 아직 CY1Q25 실적 발표 전임에도 불구하고 이미 실적을 발표한 주요 PCB 업체들의 흐름을 고려할 때, 양호한 실적이 기대된다. 이에 따라 연간 실적 눈높이가 상향 조정될 가능성도 존재한다.

그림55. IT H/W 업종 내 주요 기업들의 트레일링 P/B 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

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-mail 등을 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 돋기 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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%