

전기전자 (Overweight)

MLCC, FC-BGA 업황 리뷰 및 삼성전기 NDR 후기

Issue Comment

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

1) 2Q25 MLCC, FC-BGA 업황 리뷰

① MLCC: Murata, 삼성전기 등 선두 업체의 3Q25 가동률은 90%를 상회할 전망이다[그림1]. 삼성전기 기준 현재 재고는 적정 수준인 40일을 밀도는 4주 이하다. 가동률 상승과 재고 축소가 동시에 발생하고 있는 것이다. 이러한 현상은 두 가지 측면에서 해석 가능하다[그림2]. (a) 전방 수요 불확실성으로 인해 고객사들이 단납기를 요구하며 재고 정책을 보수적으로 운영하고 있는 점(특히 IT 응용처). (b) 서버·전장 등 응용처에서 판매 속도가 생산 속도를 앞지르고 있다는 점 등이다.

실제로 적용처별 온도차는 여전히 뚜렷하다[그림3~6]. 서버·전장은 뜨거운 반면, IT는 미지근하다. Murata, 삼성전기 등 1st tier 업체 대비, 레거시 IT세트에 대한 노출도가 상대적으로 높은 2nd tier 업체들의 가동률은 80%에 머무르고 있다. 따라서 아직 공급자 주도의 시장으로 보기는 어렵다. 모두가 좋았던 2017년의 '수요 호황+공급 충격', 2020년의 '수요 호황+공급 정상화' 시기와 달리, 현재는 서버·전장에 대한 대응력을 갖춘 상위 업체들만이 선별적 호황을 누리고 있는 것이다. 이 같은 상황에서 삼성전기는 전장용 MLCC 시장점유율을 2021년 8% → 2025년E 22%로 빠르게 확대하고 있으며, AI 서버 시장에서는 이미 40%에 육박하는 점유율을 차지하고 있다.

② FC-BGA: MLCC 뿐만 아니라, FC-BGA 시장도 응용처별 온도차가 크다. 연초 이후 Ibiden의 호실적과 Shinko의 부진이 이를 단적으로 보여준다. Ibiden은 Blackwell 기판 중심으로 가동률을 높이고 있으며, Hopper 대비 사이즈가 1.8배 이상 커졌으므로, Nvidia 내 점유율이 기존 100%에서 80%대로 낮아졌음에도 불구하고 강한 호황을 누리고 있다. 기판의 대면적화 추세를 감안할 때, 향후 Rubin, Feynman으로 갈수록 수혜 강도는 더 커질 전망이다[그림7]. 반면, Intel PC CPU용 FC-BGA는 산업 전반적으로 큰 폭의 적자가 이어지고 있는 것으로 파악된다. 이러한 상황에서 삼성전기는 서버·네트워크용 FC-BGA에서 상당한 고마진을 향유하고 있으나, 역시나 PC 응용처에서의 부진으로 수익성 개선 속도가 예상보다 더디다. 이는 지난해 AI 서버에 대한 수혜 강도가 상대적으로 크지 않았던 시기의 Ibiden과 유사하며, 동사 역시 서버·네트워크에 대한 비중 확대 및 PC 비중 축소에 따라 Ibiden과 유사한 방향성을 그리며 개선될 전망이다.

2) 삼성전기 NDR 후기: 결론적으로 긍정적인 방향으로 나아가고 있다

삼성전기 NDR을 통해 시장의 관심사를 살펴볼 수 있었다. 1)에서 언급한 MLCC, FC-BGA 업황 리뷰와 종합하여 정리해보았다.

① 투자자들은 Murata의 보수적인 가이드선과, 동사의 상대적으로 더 나은 가이드선의 차이에 주목했다. 이는 (a) 경쟁사의 보수적인 엔화 환율 가정 (b) 북미 스마트폰에 대한 노출도 (관세 pull-in에 대한 가정) (c) 중국 EV에 대한 수혜 강도에서 나타난 차이인 것으로 보인다. 특히 동사는 전장용 MLCC 시장에서 점유율을 빠르게 확대하며 산업 성장률을 상회하는 성장을 이어가고 있다는 점이 부각되었다.

② FC-BGA에 대해서는 수익성 개선 속도가 느리다는 점을 아쉬게 평가하는 목소리가 있었다. 서두에 언급하였듯, 이는 PC용 기판에서의 부진 때문이다. 실제로 2Q25 기준 전체 FC-BGA 매출에서 수익성 높은 서버·네트워크용 비중은 40%를 상회한 것으로 파악되나, 30%를 차지하는 PC에서의 부진이 이어진 것으로 파악된다.

반면, 중장기적으로 기판 산업의 수급이 타이트해질 수 있음을 기대하는 시각도 있었다. 이에 대해 회사는 2H26 즈음 FC-BGA 산업의 수급이 밸런스~타이트해질 것이라는 전망을 공유했다. Nvidia의 로드맵에 따르면 기판 크기가 빠르게 대면적화 될 것이며, 비단 Nvidia뿐 아니라 주요 CSP들의 ASIC 설계에 있어도 동일한 방향성이 나타날 전망이다기 때문이다. 현재 동사 베트남 공장 가동률은 70%이나, ASIC 중심으로 라인을 채워가며 중장기 수익성을 10%대로 개선할 전망이다 (vs. 2Q25 기준 7~8%)

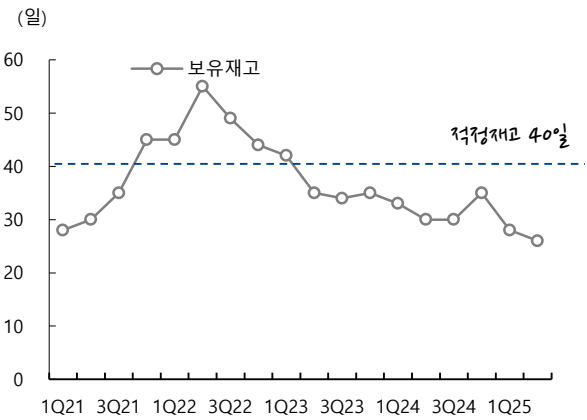
③ 마지막으로, 삼성전자 파운드리 대규모 선단 공정 수주 이후 삼성전기가 추가적으로 확보하게 될 사업 기회에 대한 질문이 많았다. 동사는 이미 해당 고객사향으로 카메라, MLCC, 반도체기판 등을 메인벤더로 공급하고 있으며, 올해 매출의 약 6~7%를 차지할 것으로 추정한다. 현재 전기차 중심으로 컴포넌트를 공급하고 있으나, 중장기적으로 휴머노이드, 서버 적용처로의 확장 가능성을 확보했다는 점에서 의미가 크다. 한편, 공급망 의사결정 권한에 대한 질문에 대해, 동사는 이는 최종 고객사의 권한이므로 어떤 파운드리를 사용하든 자사의 컴포넌트 공급 지위에는 변함이 없음을 언급했다.

그림1. 주요 수동부품 업체의 가동률 추이

업체명	분기별 가동률 추이 및 전망			
	CY4Q24	CY1Q25	CY2Q25	CY3Q25E
삼성전기	77% (하회)	85% (상회)	90% (상회)	95%
Murata	85~90% (부합)	85~90% (부합)	85~90% (부합)	90%
Taiyo Yuden	75%	80%	80%	85%
Yageo (커머리티/프리미엄)	65%/70%	60%/70%	65%/80%	65%/85%

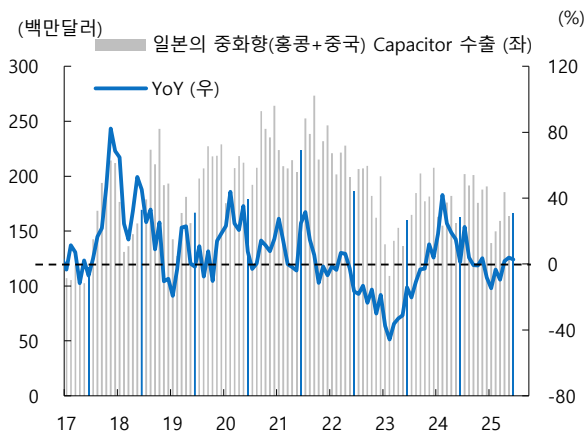
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림2. 삼성전기의 MLCC 보유재고: 가동률 상승에도 재고 하락



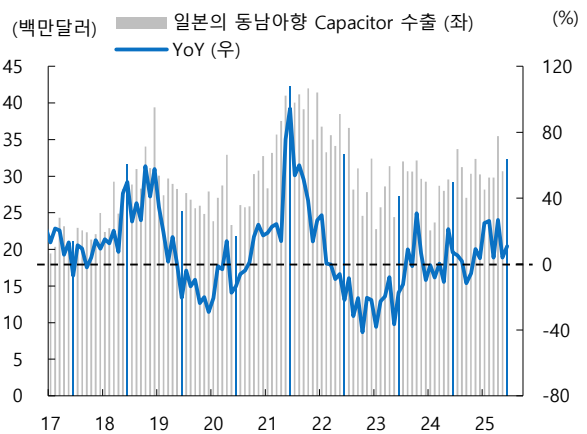
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림3. 일본의 중화향 Capacitor 수출: 더딘 레거시 회복+관세 회피



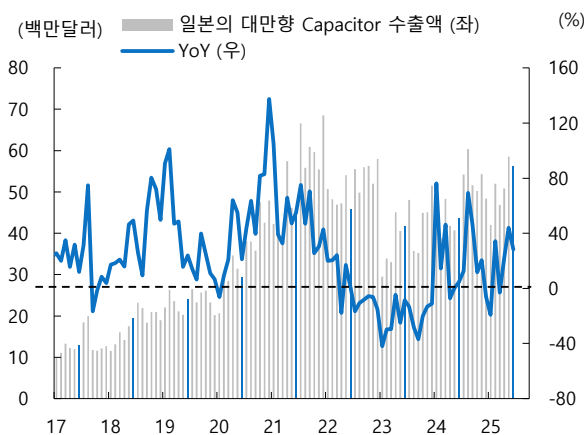
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림4. 일본의 동남아향 Capacitor 수출: 관세 우회 수요



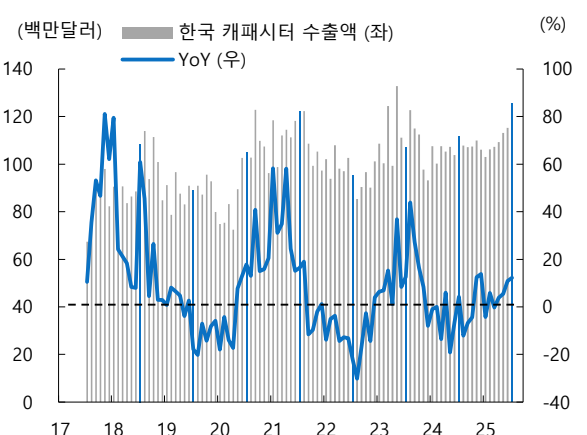
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림5. 일본의 대만향 Capacitor 수출: 강한 AI 인프라 수요



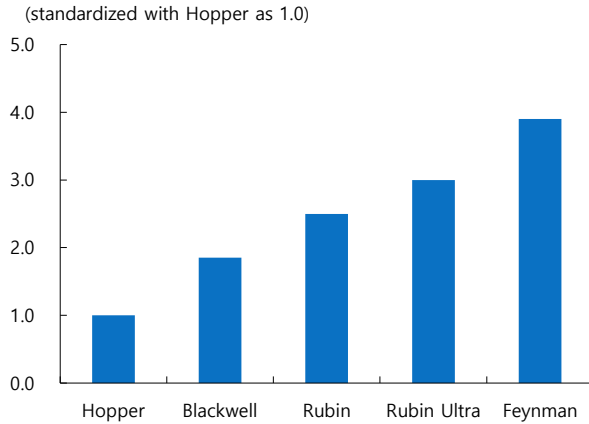
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림6. 한국의 Capacitor 수출: 견조한 흐름



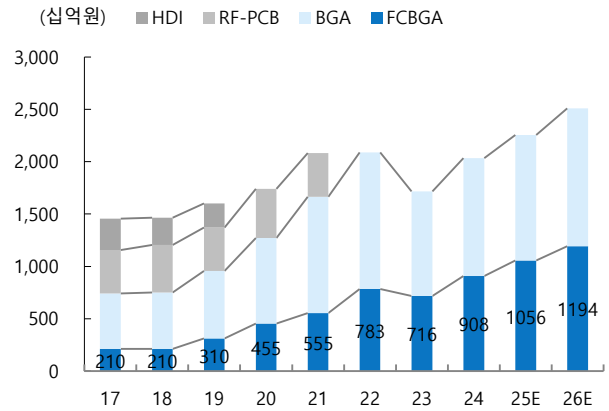
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림7. Nvidia GPU별 기판 size 비교 (Hopper를 1.0로 비교)



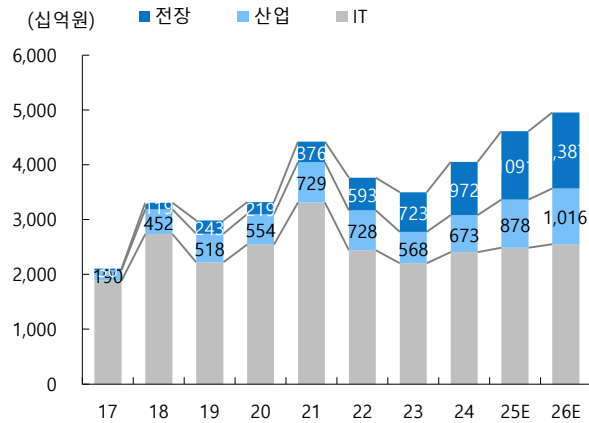
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 삼성전기 적용처별 PCB 매출 추이 및 전망



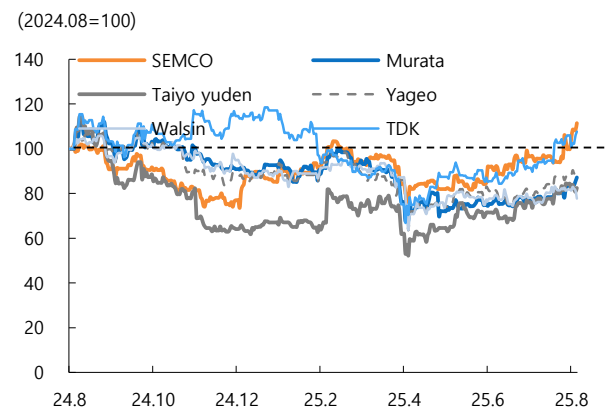
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림9. 삼성전기 적용처별 MLCC 매출 추이 및 전망



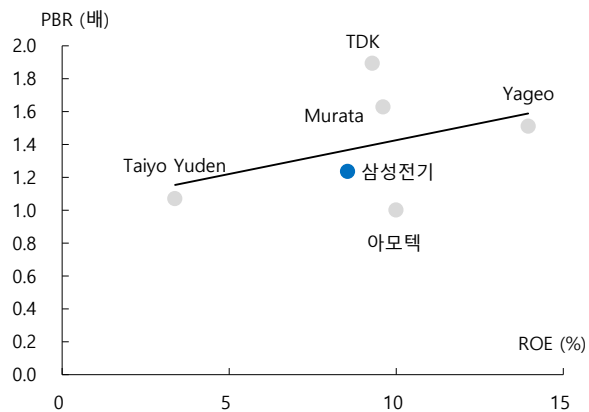
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림10. 주요 수동부품 업체들의 상대 추가: 삼성전기 아웃퍼폼



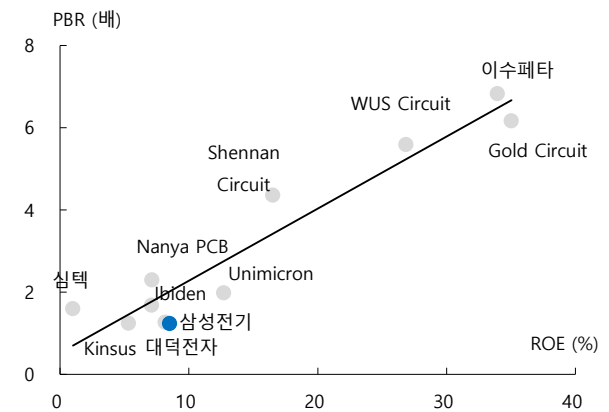
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 주요 수동부품 공급망의 26년 기준 ROE-PBR 매트릭스



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 주요 PCB 공급망의 26년 기준 ROE-PBR 매트릭스



자료: Bloomberg, 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 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자자의견은 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 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%