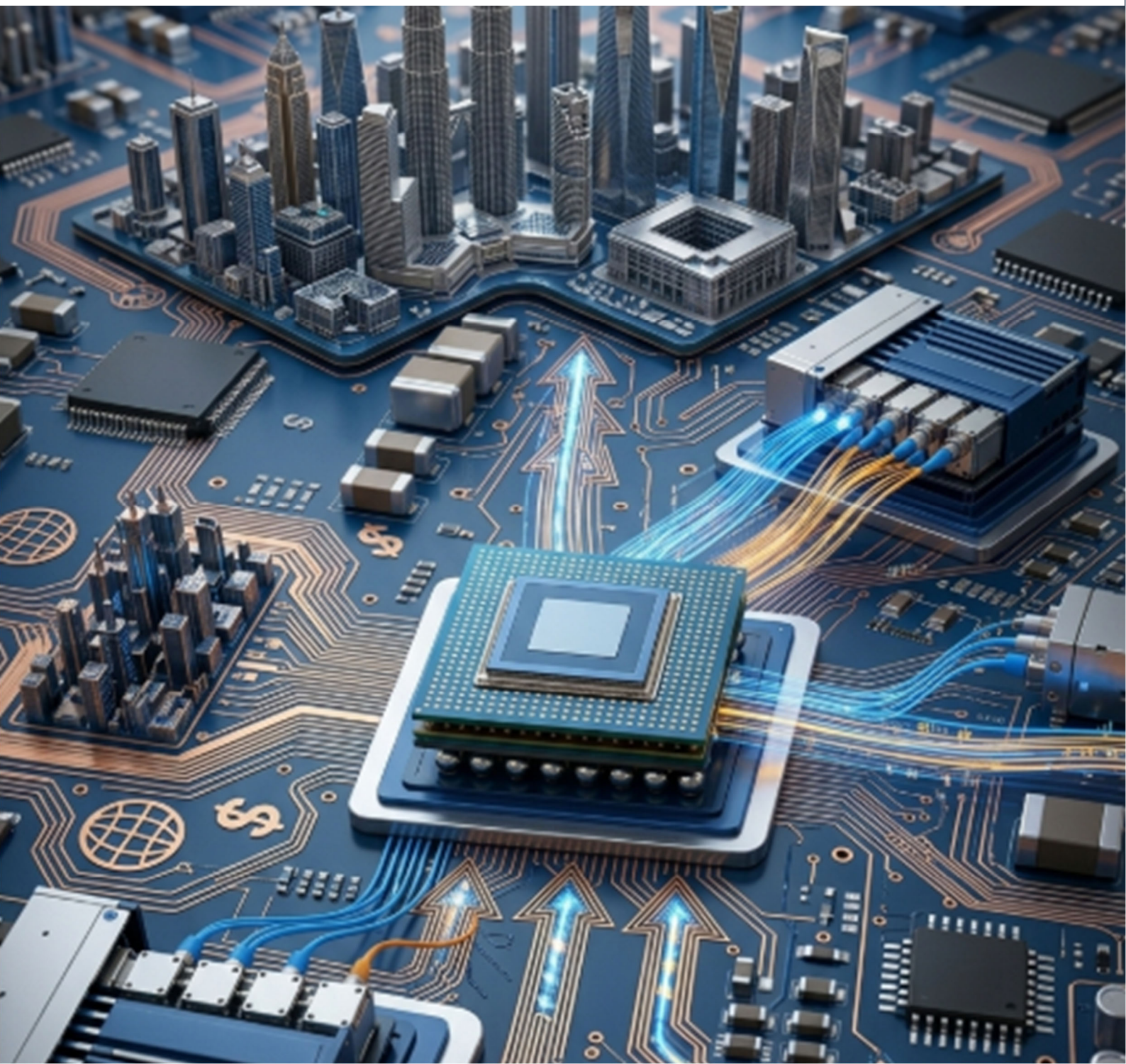


전기전자 (비중확대/유지)

전기전자 처방전: P 플레이 안하면 P 본다

박준서

park.junseo@miraeasset.com



CONTENTS

Executive Summary	3
P 플레이 안하면 P 본다.	3
MLCC, P는 계속 올라간다.	3
FC-BGA, CSP가 가져가려고 웃돈을 준다.	3
I. 진단: 가격은 오르는데 실적엔 아직 없다	5
1. MLCC, P는 계속 올라간다	5
2. FC-BGA, CSP가 가져가려고 웃돈을 준다	7
3. BT 계열의 가격 상승은 아직 시기 상조	8
4. MLB·CCL과 리드프레임: 나머지 두 갈래	9
5. 대만 7월 월매출 리뷰	9
II. 과거 증상 분석: MLCC 17-18년과의 유사성. 기판은 22-23년	11
1. 2017-18년 MLCC: 15개월의 아웃퍼폼	11
2. 2020-22년 기판: 주가는 P의 상승 가능성에 초점	12
III. 처방: 현시점에서의 유효한 전략	13
1. 가격 인상은 진입 구간	13
2. 필요한 처방 점검	14
3. 밸류에이션 부담의 해소는 이익 개선폭	14
Global Company Analysis	15
삼성전기	16
대덕전자	20
덕산하이메탈	30

Executive Summary

B/B ratio

수주(Bookings) ÷ 출하(Billings)

1.0 이상 = 업황 상승 국면

P 플레이 안하면 P 본다.

전기전자 업종에 대해 비중확대 의견을 유지한다. **가격은 계속 오르고 이미 확정된 가격 인상 분도 실적에 반영되지 않았다.** MLCC 수급 지표는 17-18년 쏟티지 상황으로 가고 있으나 (B/B ratio 무라타 1.47, Walsin 1.8, Yageo 2.2, 삼성전기 1.6) 삼성전기 컴포넌트 부문 영업이익률은 2Q26 17.7%로 과거 인상 사이클 정점의 절반 수준에 머물러 있다. 이는 **장기공급계약(LTA) 구조가 인상분 반영을 지연시키고 있는 것으로 판단하며, 이 시차 구간을 진입 구간으로 판단한다.** 최선호주는 삼성전기(009150), 기판 내에서는 P 상승이 뚜렷해지는 대덕전자(353200)와 이수페타시스(007660)를 선호한다.

MLCC, P는 계속 올라간다.

향후 나올 LTA는 맺어진 LTA보다 높은 마진을 제시해야 한다. 이는 현재 메이저 업체들의 유통 재고는 30일 미만(사실상 무재고), 가동률은 95% 이상이다. 러쉬 아워는 이미 시작됐고, 내년 MLCC 업체들의 제시된 캐파 상향(20% 내외)은 수요를 만족시키지 못하는 상황이다. 과거 17-18년 사이클에서 주요 업체들의 주가는 상승 이후부터 마진이 꺾이기 전까지 통상 15개월을 아웃퍼폼 했으며, 당사는 과거 기준 2-3개월 수준에 머물러 있다고 판단한다.

FC-BGA

(Flip Chip Ball Grid Array)

AI·서버용 고성능 반도체를
실장하는 고부가 패키지 기판

FC-BGA, CSP가 가져가려고 웃돈을 준다.

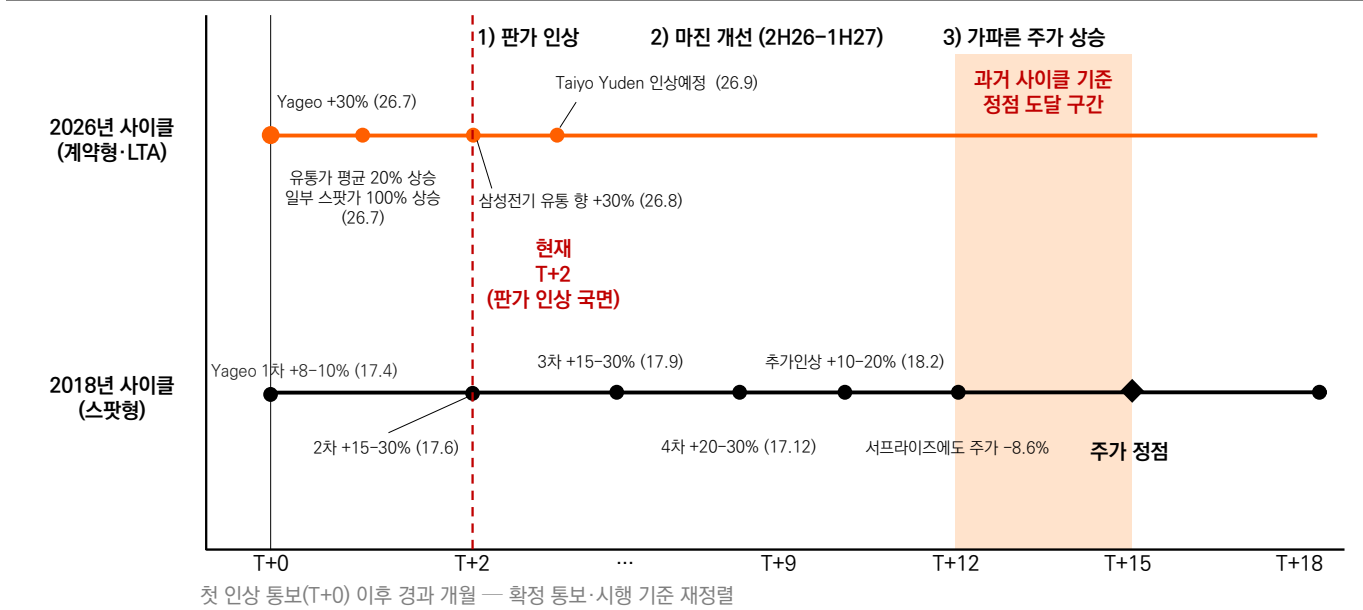
P 상승 모멘텀의 소재지가 메모리에서 기판으로 이동하고 있다. 범용 DRAM 계약가 상승률은 1Q26 +90%대에서 3Q26F +13~18%로 6분의 1 수준까지 감속했다. 반면 기판은 현재 인상하고 있는 국면이다. Nanya PCB는 3분기 ABF 장기계약가 +10~15%, 현물가 +20% 이상을 제시하며 이 상승세가 2028년까지 이어질 것으로 전망했다. 기판의 가격 모멘텀이 반대 방향으로 갈리는 구간으로 판단한다.

CSP(Cloud Service Provider)

클라우드 서비스 제공업체

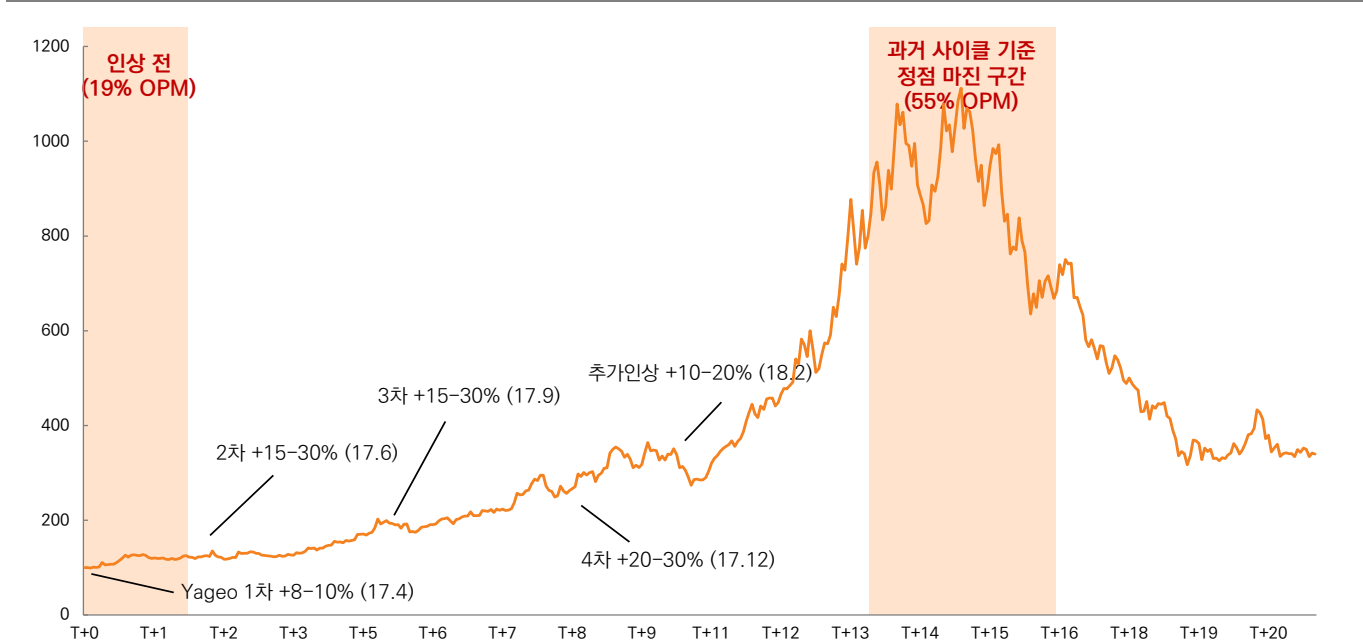
기판 내에서 **FC-BGA를 선호하는 근거는 단가 상승이 구조적이라는 점이다.** AI 가속기 패키지 면적은 Blackwell에서 Rubin Ultra로 95% 확대되고, 서버용 FC-BGA는 PC용 대비 면적 2배 이상·층수 20층 이상이다. 면적과 층수가 확대되면 패넬당 취득 수량이 감소해 명목 캐파가 동일해도 실질 공급은 줄어든다. ASIC 수요 증가가 2030년 공급부족률이 해소되지 않을 것으로 판단한다.

그림 1. MLCC 가격 인상 시퀀스 - 현 사이클은 T+2, 과거 2017-18년 사이클의 주가 정점은 T+15



주: 첫 인상 통보 시점을 T+0으로 정렬(개월). 검은색 = 2017-18년 사이클(스팟형), 주황색 = 2026년 사이클(계약형/LTA)
자료: 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 2017-2018년 Yageo(MLCC 업체) 평가 인상과 주가 추이 (2017.4=100)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 1. MLCC B/B Ratio 국면 비교

국면	성격	시작	종료	지속(분기)	드라이버 / 코멘트
①	확장	1Q16	2Q18	10	- MLCC 사이클. 스마트폰 고용량화·전장 채용 확대로 공급 부족·평가 급등
②	수축	3Q18	3Q19	5	- 미중 분쟁·스마트폰 수요 둔화. 유통 재고조정으로 수주 급감
③	조정	4Q19	2Q20	3	- 회복 조심 이후 코로나 Lock-Down으로 재차 급락 (수요·공급망 동시 충격)
④	확장	3Q20	2Q21	4	- 언택트 IT·5G 스마트폰 수요 급증. 전구간 최고치 기록
⑤	수축	3Q21	3Q23	9	- 세트 수요 급감·중국 봉쇄. 재고조정 장기화(중간 1Q22 일시 반등)
⑥	회보	4Q23	3Q25	8	- 전장·AI 서버 회복 vs 스마트폰·PC 부진 상쇄. 1.0 전후 등락
⑦	확장	4Q25	~	~	- AI 서버·전장 수요 급증과 공급 타이트.

자료: Murata, Taiyo Yuden, 미래에셋증권 리서치센터

I. 진단: 가격은 오르는데 실적엔 아직 없다

지금 국면은 단순하다. 수급은 17~18년 쏏티지로 가고 있는데 마진은 아직 안 움직였다. B/B는 무라타 1.47, 삼성전기 1.6, Walsin 1.8, Yageo 2.2로 네 곳 모두 2018년 정점 (1.25)을 넘겼다. 그런데 삼성전기 컴포넌트 OPM은 17.7%, 과거 정점의 절반이다. 원인은 수요가 아니라 계약 구조다. **인상분이 LTA 갱신 주기만큼 뒤로 밀려 있을 뿐이고, 그 시차가 매수 적기이다. 확인 시점은 3분기다.**

1. MLCC, P는 계속 올라간다

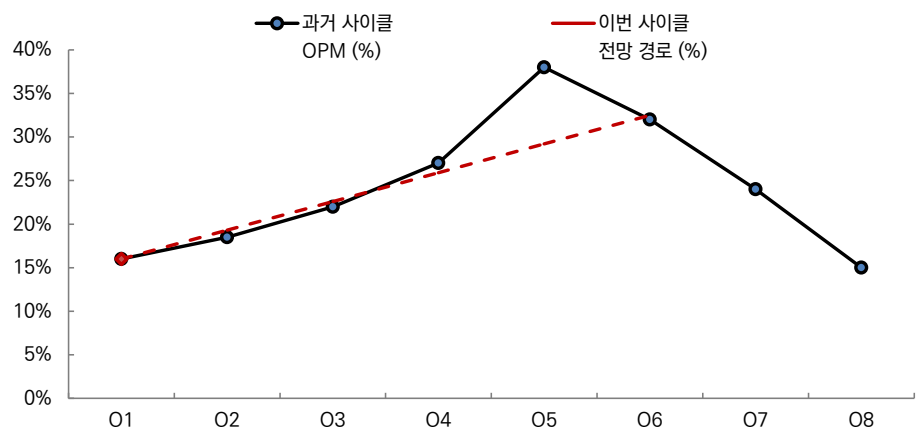
무재고에 가동률 95%, 내년 글로벌 주요 업체들의 캐파 상향은 20% 내외다. 다음에 나올 LTA는 이미 맺은 LTA보다 높은 마진을 제시해야 한다. 가격이 안 오를 수 없는 구조다.

공급은 이미 한계다. 메이저 업체들의 유통 재고는 30일 미만으로 사실상 무재고이고, 가동률은 95% 이상이다. Yageo의 범용 라인 가동률은 2분기 80%에서 3분기 90% 이상으로 올라가고, Walsin의 가오송 다랏오 공장은 완전가동 상태다. Walsin는 커패시터·저항 공급이 가장 타이트하다고 밝혔다.

현재 증설 기조로는 못 막는다. 내년 글로벌 업체들이 제시한 캐파 상향은 20% 내외다. Walsin가 연내 +10%, 내년 +10%를 계획하고 캐팩스를 40억 대만달러까지 늘렸지만, AI 서버 한 대당 MLCC 탑재량이 GB200 6,500개에서 차세대 12,000개로 두 배 가까이 늘어난다. 랙당 MLCC 금액도 GB300 1,530달러에서 Vera Rubin NVL72 4,320달러로 182% 증가한다. 증설 속도가 수요 증가 속도를 못 따라간다.

그래서 다음 LTA는 더 비싸질 수밖에 없다. Yageo는 6개월에서 수년치 물량을 확보하려는 AI 고객이 늘면서 LTA 체결 경쟁이 심해졌다고 밝혔다. 한정된 캐파를 대형·장기 고객에 우선 배정하다 보니 중소형 고객 물량은 줄고, 물량을 못 받을까 우려한 고객들이 더 높은 가격을 부르고 있다. 공급자가 캐파를 배급하는 국면이다. 러쉬 아워는 이미 시작됐다.

그림 3. 삼성전기 OPM 추이 (2Q17 Vs. 3Q26)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

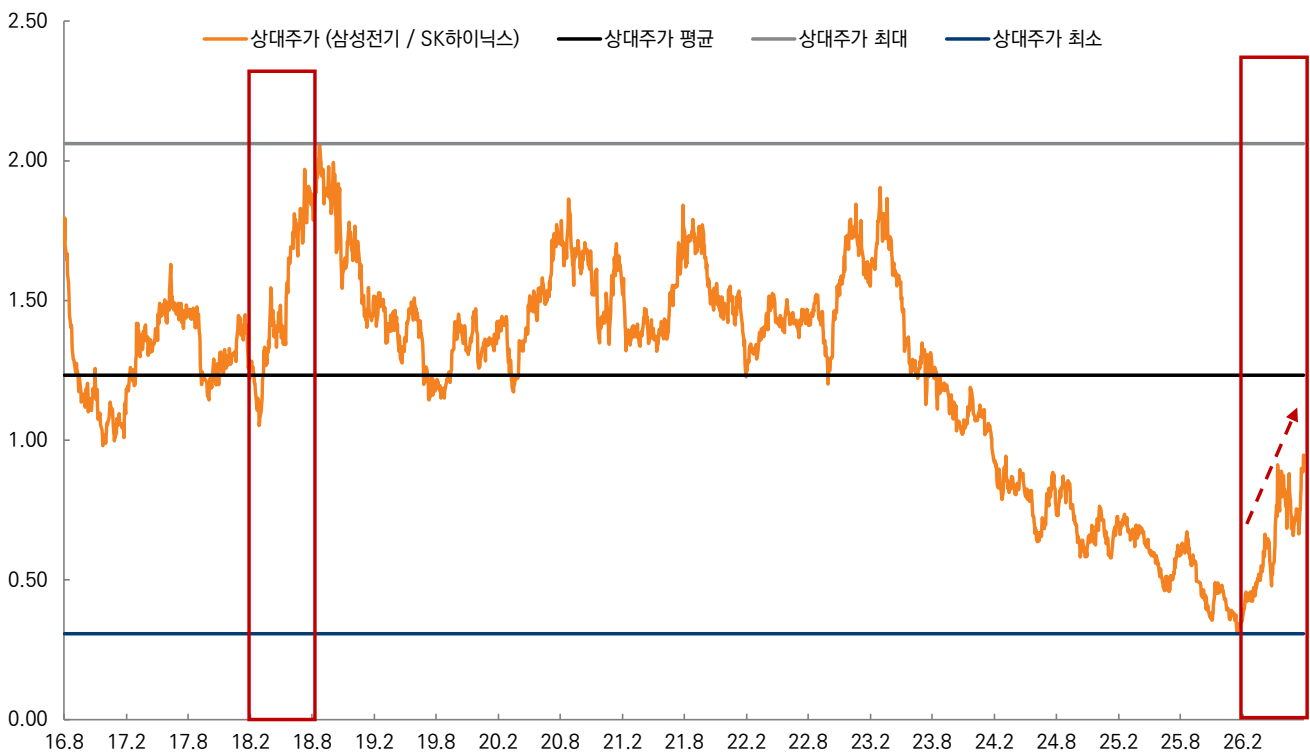
가격 인상은 멈추지 않았다. 4월 Taiyo Yuden 1차 인상 (자동차 +10~30%, 소비자 +6~13%)을 시작으로 6월 중화권 유통 X5R +15~25%, 7월 1일 Yageo 전 커패시터 약 +30%, 8월 1일 삼성전기 유통 향 전 카테고리 +30%가 이어졌고 3Q26 타이요유덴 2차 인상이 예정돼 있다. 특히 Yageo의 7월 인상은 매출 절반 이상을 차지하는 직판·EMS·OEM 고객에 처음 적용됐다. 유통 재고만이 아니라 세트 원가로 직접 들어간다.

마진은 17~18년 사이클과 같은 자리에서 출발한다. 삼성전기 컴포넌트 부문의 2Q26 영업이익률 16~17.7%는 2Q17(15.7%)과 사실상 같다. 과거 사이클은 이 지점에서 다섯 개 분기 만에 38%까지 갔다. 두 사이클의 차이는 반영 속도지 방향이 아니라고 본다. 계약형 구조를 감안해 기율기를 완만하게 조정하면 2027년 30%대 초중반 경로가 나온다.

범용 DRAM 계약가 상승률이 1Q26 +90%대에서 3Q26F +13~18%로 꺾였다. 17~18년 사이클에서는 메모리 가격이 정점을 지난 직후부터 삼성전기의 SK하이닉스 대비 상대주가가 1.1배에서 1.9배로 벌어졌다. 메모리 모멘텀이 둔화되는 구간에서 부품이 아웃퍼폼했던 패턴이며, 지금 그 조건에 들어섰다.

다만 인상 효과가 고부가에만 갈 가능성이 높다. 실제로 Walsin의 7월 소비자 MLCC 인상은 +5~15%로 Walsin의 50%와 차이가 크고, MLCC 시장 전체 B/B는 1.04에 그친다. 인상은 사실이지만 수혜는 균등하지 않다. 현재까지는 고용량·소형·고신뢰성 라인 비중이 높은 업체에 집중될 것으로 본다.

그림 4. 상대강도 - 과거 사이클에서 메모리 가격이 정점을 지난 뒤 MLCC 부품이 아웃퍼폼



주: 과거 사이클 2Q17 가격 인상 시점 사이클 vs. 2Q26 인상 시작 사이클 시점 비교
자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. FC-BGA, CSP가 가져가려고 웃돈을 준다

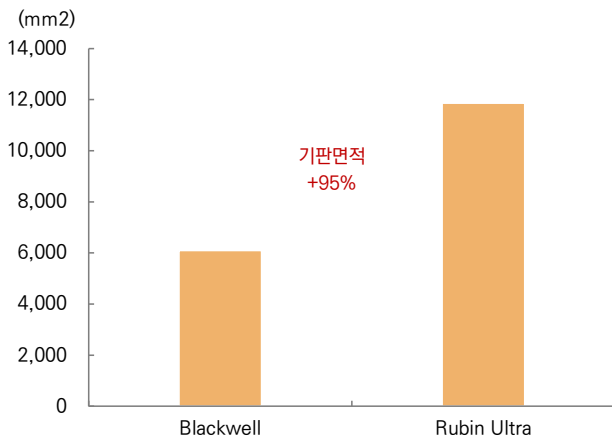
P 상승 근거가 협상이 아니라 제품 구조다. 면적 +95%, 층수 20층 이상. 명목 캐파가 같아도 실질 공급은 줄어든다. 30년까지 FC-BGA 공급부족이 해소되지 않는다고 판단한다.

단가가 오르는 1차 원인은 제품이 커지는 것이다. 엔비디아 Blackwell 패키지는 81.5×74.8mm(6,096mm²)였는데 차세대 Rubin Ultra는 153×77.5mm(11,858mm²)로 면적이 95% 커진다. 서버용 FC-BGA는 PC용 대비 면적 2배 이상, 층수는 20층 이상으로 PC용(10층 안팎)의 두 배다. 면적과 층수가 늘면 같은 패널에서 나오는 유효 수량이 줄고, 대면적일수록 힘 제어가 어려워 수율이 떨어진다. 캐파를 안 줄여도 공급이 줄어든다.

2차 원인은 ABF 소재다. ABF 절연필름은 아지노모토 파인테크노가 점유율 95% 이상으로 사실상 독점하며 3Q26부터 가격을 약 30% 올린다. 필름이 기판 재료비의 10~15%라 재료비 기준 3.0~4.5% 상승 요인이고 완제품 원가로는 그보다 낮지만, 중요한 건 이 인상이 기판 업체에 가격 인상 명분을 준다는 점이다. 저유전 유리섬유(닛토보)와 HVLP 동박(미쓰이금속)도 같은 역할을 한다.

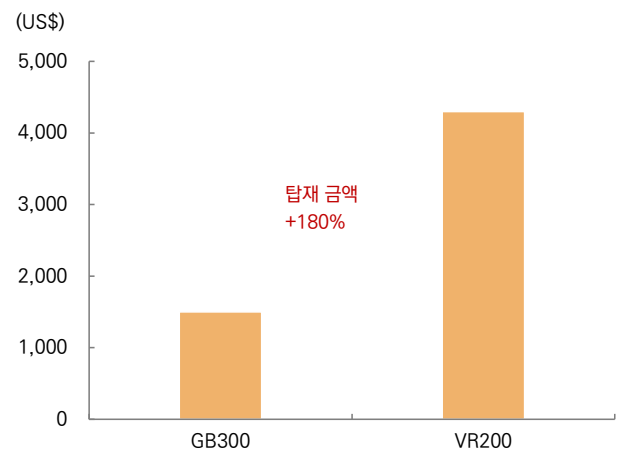
공급 부족은 2030년까지 간다. 2030년까지 ABF 공급부족률이 더 타이트해지고 있다. 카운터포인트는 2026년 하반기 10%·2027년 20%, 대만 증권가는 2028년 29%를 제시한다. ASIC 수요가 커질수록 갭이 벌어지는 구조다.

그림 5. FC-BGA 단가 상승: 패키지 대형화



자료: 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. MLCC 탑재 용량 & 사이즈 최적화



자료: 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

3. BT 계열의 가격 상승은 아직 시기 상조

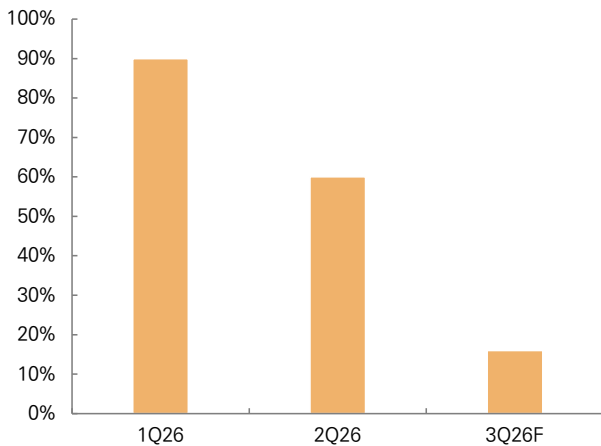
일부 BT 가격이 오르는 건 맞지만 원인이 ABF 전환이다. 파생 효과라 ABF 증설이 끝나면 사라진다. 게다가 메모리 가격 상승률 자체가 꺾였다.

메모리향 기판은 P를 올릴 수단이 없다. ABF는 면적·층수라는 물리적 근거로 단가가 오르지만, 메모리 모듈·FC-CSP용 BT 기판은 규격이 표준화돼 있고 고객이 소수 메모리 업체로 몰려 있어 협상력이 약하다. 결국 마진 개선은 가동률과 일부 라인 전환에서 나오고, 평균단가를 올리려면 고부가 품목 비중을 늘리는 믹스 개선밖에 없다. 라인 재배치와 고객 쉼이 필요해 난도가 높다.

대만 BT 가격이 오르고 있다는 반례는 구분해서 봐야 한다. 대만 BT 계약가는 3~4분기 각각 전분기 대비 20~30% 인상이 가이던스로 나왔고 2026년 연간으로는 70% 이상이다. 그런데 원인은 BT 수요가 아니라 주요 공급사들이 BT 라인을 ABF로 돌리면서 신규 BT 주문을 안 받는 데 있다. ABF 부족에서 파생된 2차 효과이고 ABF 증설이 끝나면 사라진다.

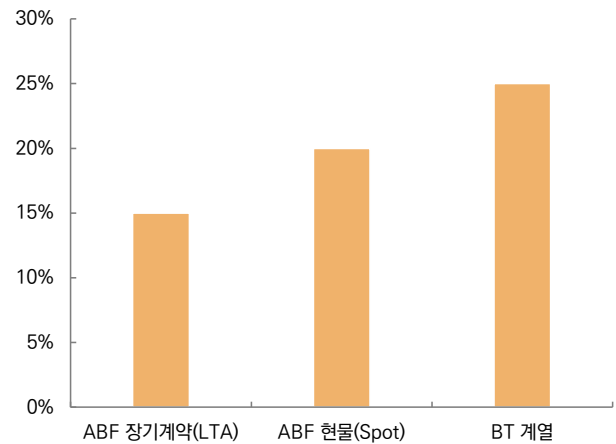
메모리 가격 상승률 자체도 꺾였다. 범용 DRAM 계약가 상승률은 1Q26 +90%대 → 2Q26 +58~63% → 3Q26F +13~18%로 두 분기 만에 6분의 1이 됐다. 낸드도 3Q26F +10~15%다. 절대 가격은 오르지만 상승률은 급감했고, 트렌드포스는 PC·스마트폰 고객의 구매 여력 한계를 원인으로 지목했다. AUO가 7월 매출 부진의 원인으로 메모리 가격발 세트 수요 위축을 든 것도 같은 맥락이다.

그림 7. 범용 메모리 QoQ 가격 상승 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. Nanya PCB 3Q26 기판 판가 QoQ 가이던스



자료: 미래에셋증권 리서치센터

4. MLB·CCL과 리드프레임: 나머지 두 갈래

CCL은 7월 데이터에서 가장 쏠다. 7월 매출 기준 EMC +129.4%, TUC +121.5%, ITEQ +96.9%다. EMC는 향후 1년간 전량 생산·전량 판매 기조가 이어질 것으로 보며 엔비디아 Vera Rubin과 구글 TPU 8t·8i 양산을 근거로 들었다. 다만 TUC의 2Q26 매출총이익률 29.7%(+4.6%p QoQ)를 뜯어보면 M7 이상 고사양 비중은 38%에서 39%로 1%p 올랐을 뿐이다. 마진 개선의 대부분이 스펙업이 아니라 가격에서 왔고, 특히 저사양 인상폭이 컸다.

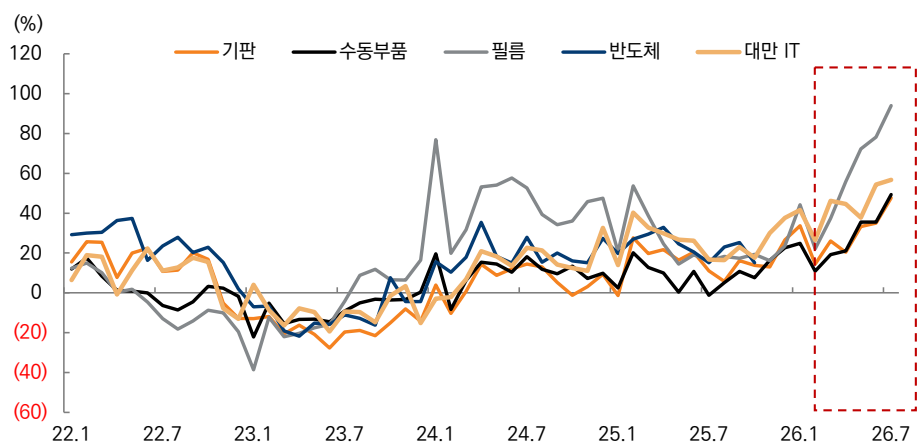
MLB에서는 GCE이 이수페타시스의 선행 지표다. GCE은 7월 매출 100억 대만달러(+77.4% YoY)로 처음 세 자릿수를 넘었다. 매출 구성은 서버 70%·네트워크 20%이고 800G 스위치향이 400G를 넘어섰다. 적용 PCB는 38~44층으로 올라갔고 1Q27부터 미국 CSP 고객향 30층 이상 제품이 나간다. 고다층 MLB가 기판에 준하는 수익성을 확보했다는 뜻이다.

5. 대만 7월 월매출 리뷰

합산 매출 3조 2,990억 대만달러로 +56.8% YoY, 기판이 +16.8% MoM으로 대형 섹터 중 1위였다. 반도체 +57.3%, PC +73.2%, 모바일 +48.8%다. 홍하이는 월 매출 9,465억 대만달러로 사상 처음 9,000억을 넘었고 TSMC는 4,676억 대만달러로 3개월 연속 최고를 찍었다. 디스플레이만 -2.3%인데, AUO는 메모리 가격 상승이 소비자 전자 수요를 늘렸다고 설명했다.

증가율 자체가 방향을 바꿨다는 게 핵심이다. 수동부품은 4월 +21% → 7월 +49%로, 기판은 +20% → +48%로, CCL은 +56% → +94.0%로 올라갔다. 물량만으로는 이런 기울기가 안 나온다. 4월 이후는 가격 인상이 출하 단가에 반영되기 시작한 구간이고, Yageo의 7월 인상과 삼성전기의 8월 인상은 아직 제대로된 반영이 되지 않았다고 판단한다.

그림 9. 대만 7월 세그먼트별 매출액 YoY 추이: 4월부터 부품 가속화(평가 상승 본격화)



자료: MOPS, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 대만 IT 밸류체인 - 부품별 3Q26/하반기 전망

부품 (대표 업체)	26.7 YoY	3Q26 전망	하반기 ~ 장기 전망
IC 기판 (ABF·BT) Unimicron·Nanya PCB·Kinsus	+41.4% Rigid PCB 합산	ABF 현물가 인상폭 > LTA → 현물 비중 큰 Nanya PCB 마진 레버리지 최대. Kinsus 5개월 연속 최고, BT 인상폭이 ABF 상회.	Unimicron 캐팩스 340→537억 TWD(80~85% ABF). AI DC 비중 61%. 공급부족·평가 상승 27년까지 유지. ▶ 삼성전기·대덕전자 FC-BGA 평가 선행지표
서버·네트워크 PCB GCE·Tripod·Hannstar Board	+41.4% Rigid PCB 합산	GCE, AWS Trainium3 양산으로 월 최고(+77% YoY)·800G)400G. Tripod는 평가 인상 + 베트남 신공장 기여.	PCIe 5.0→6.0 전환과 서버 DRAM 증가가 메모리모듈 PCB 구조적 수요 견인. 수주 27년 상반기까지 확보. ▶ 이수페타시스·티엘비 Peer
리드프레임 CWTC·SDI·Jih Lin	+42.4%	국제 동가 1년 +45% → 대만 4사 평가 인상(26.1월 시행, 2Q 2차). QFN 평가·수요 동시 회복.	SDI(파워 리드프레임 1위)가 AI 서버 PSU·히트스프레더로 확장 → AI 공급망 편입. ▶ 해성디에스 동가 전가율 확인 지표
PCB 소모재 (드릴비트·동박) Topoint·Taliang·Co-tech	+97.4%	Topoint 2Q GPM 41.8% 최고, 신규 캐파 4Q 조기가동 검토. Taliang 납기 26.9~10월까지 풀, 27년 예약 고객 발생.	고사양 코팅 비중 56%로 목표 조기 상회. Topoint 캐파 26말 4,500만→28말 9,000만개. Co-tech HVLP4 3대 플랫폼 인증. ▶ AI PCB 고다층화의 순수 파생 수혜
CCL·글라스클로스·PI EMC·TUC·ITEQ·Fulltech	+94.0% 필름 합산	TUC +20% QoQ 전망 — ASIC 신규 물량 + M7 ↑ 10% 인상 온기 + 태국 신공장. ITEQ는 견적 주기를 분기→월별로 단축.	EMC "1년간 완전생산·완전판매", 캐파 25말 585만→28말 1,100만장. Vera Rubin·TPU 8t/8i가 수급 겹 확대. M9 27년 양산. ▶ 두산전자 Peer · 전가 속도 = 마진
MLCC·수동부품 Yageo·Walsin·Holy Stone	+48.4% 기타 수동 +54.4%	Yageo 범용 가동률 80→90%로 완전가동 근접. Walsin B/B ratio 1.4→1.8, 커패시터·저항 공급이 가장 타이트.	AI 고객 LTA 선점 경쟁 → 캐파가 대형 고객에 우선 배정. Walsin 캐파 연 +10%, 추가 평가 인상은 "불가피". ▶ 삼성전기 인상 사이클(Yageo→Walsin→무라타→SEMCO)
광통신 (CW Laser·에피) Landmark·GCS·IntelliEPI·Foci	+53.3%	7월 급증 트리거는 수요가 아닌 InP 기판 수급 해소(AXT 확보). Landmark +176% YoY, 3Q 월별 우상향.	SiPh용 CW Laser가 핵심 — Landmark 26년 매출 +141%·GPM 51.8%. CPO FAU는 27년 하반기 가속, 28~30년 본격화. ▶ 엔비디아 CPO 스위치 상용화 시점이 관건
서버 파워·방열 Delta·AVC	+49.7%	Delta "3Q가 연간 고점, AI 둔화 징후 없음". AVC 3Q 554억 TWD(+12.9% QoQ), 2Q GPM 32.6% 사상 최고.	800V HVDC·액랭·ASIC 3축. AVC ASIC 고객 비중 27년 50%+, Cold Plate 월 20만→27년 160만 조. ▶ 증설 구간 수율·가동률이 이익 상황 속도 결정
서버 ODM·BMC Wiwynn·Aspeed	+39.8%	Wiwynn 2개월 연속 최고, "하반기 성장이 상반기보다 가속". Aspeed 9개월 연속 최고·2Q GPM 72%로 원가 전가 성공.	Wiwynn은 CSP 자체 ASIC 랙 수요를 직접 수취. Aspeed 수주 가시성 28년, 4Q 추가 평가 인상 거론. △ 노트북은 선구매 소진(Quanta 450→280만대)
메모리 Nanya·Winbond·Phison·ADATA	+424.8%	가격 급등이 실적에 직결 — Winbond 2Q GPM 66.2%, Phison +377% YoY. 3Q 추가 인상하되 폭은 직전 파동보다 완만.	Winbond "27년 수급 겹이 26년보다 확대". 엔터프라이즈 SSD가 하반기 강세 축. △ 메모리 가격이 세트 수요를 역압박 — 양날의 검
파운드리·OSAT·테스트 TSMC·ASE·KYE·Winway	+43.2% OSAT +41.3%	TSMC 3Q 446~458억 달러(+12% QoQ)·GPM 65~67%. ASE +21~22% QoQ, 4Q LEAP·FoCoS 램프업으로 3Q GPM 30% 돌파.	CoWoS-S 월 1.8만장 제약 → 외주화 수혜(ASE LEAP 비중 9%→27년 24%). KYEC 캐팩스 500억 TWD(+57.6%). △ Rubin 초도 물량 4Q 지연 → KYEC 3Q 하향
모바일 광학·FPCB Largan·Genius·Zhen Ding	-1.8% FPCB +28.0%	Largan 6월 기증 교체기 지나 7월 회복, 8월 가동률 추가 상승. 다만 렌즈 3사 합산은 여전히 YoY 역성장.	Zhen Ding만 서버·광모듈·IC기판 합산으로 차별화. Flexium·Career는 적자 지속. ▶ AI 전환 성공 여부가 종목별 편차 결정
LCD 패널·비메모리 AUO·Innolux·MediaTek	-2.3% 비메모리 +17.4%	AUO 29개월래 최저(-18.4% MoM) — 메모리 가격폭 수요 압박 + 선행구매 소진. MediaTek 3Q 0~+5% QoQ.	AI 낙수효과가 닿지 않는 유일한 축. 자산 유동화·FOPLP/TGV로 대응하나 Innolux 반도체 비중은 26년에도 1% 미만.

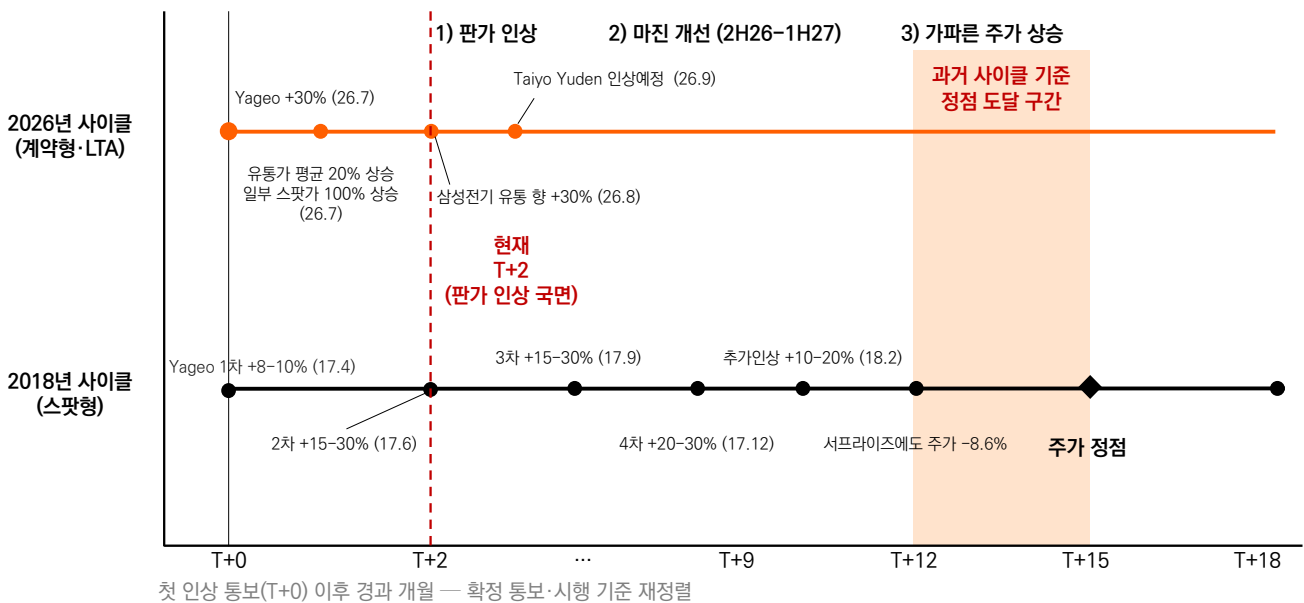
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

II. 과거 증상 분석: MLCC 17-18년과의 유사성. 기판은 22-23년

1. 2017-18년 MLCC: 15개월의 아웃퍼폼

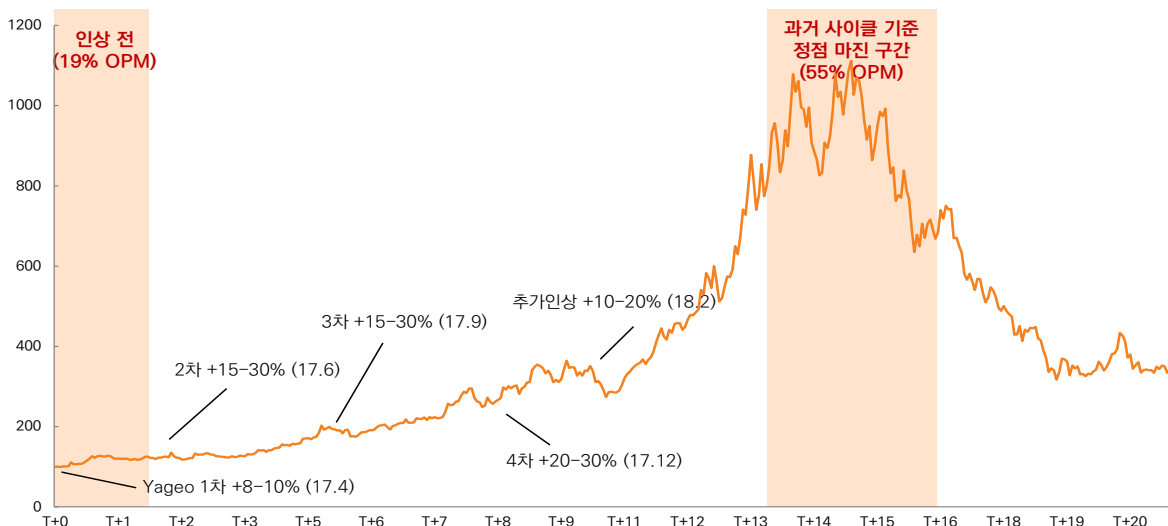
Yageo는 2017년 4월 첫 인상(+8~10%)을 시작으로 6월·9월·11월 네 차례에 걸쳐 연간 누적 약 100%를 올렸다. 주가의 피크는 2018년 7월 3일(NT\$1,310)로 첫 인상 15개월 뒤였고, 정점 이후 3개월 만에 -68.3%가 됐다. 납기는 1~3개월에서 최대 50주까지 늘었다가 되돌아왔다. 가격 인상이 쌓이는 구간이 보유 구간이었고, 인상이 멈춘 시점이 이탈 시점이었다.

그림 10. MLCC 가격 인상 시퀀스 - 현 사이클은 T+2, 과거 2017-18년 사이클의 주가 정점은 T+15



주: 첫 인상 통보 시점을 T+0으로 정렬(개월). 검은색 = 2017-18년 사이클(스팟형), 주황색 = 2026년 사이클(계약형/LTA)
 자료: 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 2017-2018년 Yageo(MLCC 업체) 판가 인상과 주가 추이 (2017.4=100)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 2020-22년 기판: 주가는 P의 상승 가능성에 초점

패키지 기판: 최고 실적이 아니라, P가 오를 수 있는 구간을 사야 한다

기판 주가는 실적의 절대 수준이 아니라 P(ASP·가동률)의 방향성에 반응하며, 그 시차는 약 1년이다. P가 더 오를 수 있는지를 선반영하기 때문에, 실적이 정점을 찍는 시점에 주가는 이미 하락 국면에 진입해 있다. 따라서 투자 판단의 기준은 '얼마를 벌고 있는가'가 아니라 '앞으로 P를 더 올릴 수 있는가'다.

Nanya PCB는 수익성이 구조적으로 개선되는 국면 내내 주가가 올랐지만, 정작 마진이 최고치를 경신하던 구간에서는 급락했다. Kinsus 역시 마진 정점이 주가 정점보다 1년 남짓 후행하며 동일한 경로를 밟았다. 두 사례 모두 주가가 반응한 것은 마진의 레벨이 아니라 P를 추가로 인상할 수 있는 여력이었다.

국내에서도 심텍은 P 인상 여력이 열려 있던 국면에서 업종 내 최고 수익률을 기록했고, 사상 최대 실적을 발표한 해가 곧 주가 하락의 원인이었다. 이후 P가 꺾이자 실적은 적자로 전환했고 주가는 고점 대비 대부분을 반납했다. 결국 주가를 결정하는 것은 실적의 절대 수준이 아니라 P의 변화 방향이었다.

결론적으로 기판 업종은 종목 선택보다 'P 사이클 상 어디에 서 있는가'가 성과를 좌우한다. 매수 판단의 기준은 적자 지속 여부가 아니라 가동률과 ASP의 저점 통과 여부이며, 매도 판단의 기준은 실적 서프라이즈가 아니라 P 상승 폭의 둔화다. 증설-가동률-ASP가 순차적으로 반응하는 구조상 P 사이클의 진폭이 크고, 시장은 이를 1년 앞서 반영한다. 따라서 지금 봐야 할 것은 최대 실적 전망이 아니라, P를 다시 올릴 수 있는 구간이 열리고 있는지 여부다.

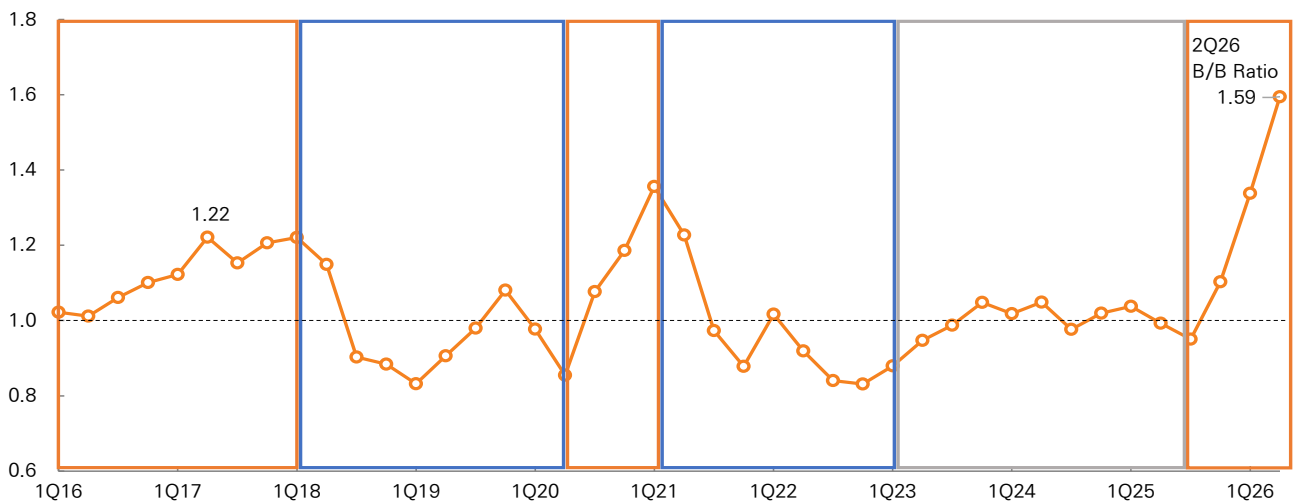
III. 처방: 현시점에서의 유효한 전략

1. 가격 인상은 진입 구간

무라타와 타이요유덴의 2Q26 B/B Ratio는 1.59로 2016년 이후 최고 수준을 기록했다. 이는 MLCC 가격이 급등했던 2017년(1.22)과 언택트 수요가 정점에 달했던 2021년을 모두 상회하는 수치다. B/B Ratio 1.59는 현재 평가 상승이 아니라 향후 평가 인상 가능성을 시사하는 선행지표로 해석할 수 있다.

이번 확장 국면은 4Q25부터 시작돼 현재 3개 분기째 진행 중이다. 과거 사이클이 4~10분기 동안 이어졌고, 직전 회복 구간에서 공급 증설이 제한적이었다는 점을 감안하면 공급 대응이 수요를 따라가지 못할 가능성이 높다.

그림 12. 무라타, Taiyo Yuden B/B Ratio 국면 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. MLCC B/B Ratio 국면 비교

국면	성격	시작	종료	지속(분기)	드라이버 / 코멘트
①	확장	1Q16	2Q18	10	- MLCC 사이클, 스마트폰 고용량화·전장 채용 확대로 공급 부족·평가 급등
②	수축	3Q18	3Q19	5	- 미중 분쟁·스마트폰 수요 둔화, 유통 재고조정으로 수주 급감
③	조정	4Q19	2Q20	3	- 회복 조정 이후 코로나 Lock-Down으로 재차 급락 (수요·공급망 동시 충격)
④	확장	3Q20	2Q21	4	- 언택트 IT·5G 스마트폰 수요 급증, 전구간 최고치 기록
⑤	수축	3Q21	3Q23	9	- 세트 수요 급감·중국 봉쇄, 재고조정 장기화(중간 1Q22 일시 반등)
⑥	횡보	4Q23	3Q25	8	- 전장·AI 서버 회복 vs 스마트폰·PC 부진 상쇄, 1.0 전후 등락
⑦	확장	4Q25	~	4~	- AI 서버·전장 수요 급증과 공급 타이트

자료: Murata, Taiyo Yuden, 미래에셋증권 리서치센터

2. 필요한 처방 점검

지금 사야 하는 이유는 단순하다. MLCC 가격 인상분이 통째로 남아 있기 때문이다. 7월 Yageo +30%, 8월 삼성전기 +30%가 이미 시행됐고 9월 타이요유덴 2차 인상이 예정돼 있다. 그런데 아직 실적에 반영되지 않았다. 다만 7월 데이터에서 수동부품 매출이 +49.4% 늘어난 것도 4~6월 일부 가격 인상이 반영된 결과이다.

시간축으로도 초반이다. 과거 17~18년 사이클에서 주요 업체 주가는 상승 시작 이후 마진이 꺾이기 전까지 통상 15개월을 아웃퍼폼했다. 지금은 2~3개월차로 판단한다.

하반기 비중은 MLCC에 둔다. 기판은 2분기에 이미 마진이 움직였다. Unimicron의 매출 총이익률이 한 분기에 6.8%p 댔 것이 그 증거다. **MLCC는 아직 안 움직였다. 같은 사이클에서 한쪽은 반영이 시작됐고 한쪽은 통째로 남아 있다면, 남아 있는 쪽의 기대수익이 크다.**

3. 밸류에이션 부담의 해소는 이익 개선폭

정당화 여부는 결국 2027~2028년 이익 개선 폭에 달려 있다. 당사는 **영업이익이 2027년 4.3조원, 2028년 7.0조원에 이를 것으로 전망하며, 이는 블룸버그 컨센서스를 각각 15%, 20% 상회하는 수준이다.** 최근 체결된 LTA 물량의 고마진 구조가 유지되고 있는 가운데, MLCC 업황 확장에 따른 추가적인 판가(P) 상승 가능성도 여전히 열려 있다고 판단한다.

이에 따라 **가격 인상 효과가 실적에 반영되면서 이익 개선 속도는 시장 기대를 상회할 가능성이 높다.** 결과적으로 현재 컨센서스는 여전히 보수적이며, 향후에도 이익 추정치 상향 조정이 지속될 것으로 전망한다.

표 4. MLCC 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

	회사명	시가 총액	매출액			YoY		영업이익			YoY		순이익			YoY	
			23	24	25	24	25	23	24	25	24	25	23	24	25	24	25
한국	삼성전기	104,123	11,314	14,314	18,376	26.5	28.4	913	1,926	3,701	110.9	92.1	706	1,594	3,016	125.8	89.2
	아모텍	196	254	263	316	3.6	20.3	6	9	30	65.9	225.7	8	8	22	0.1	177.4
해외	Murata	124,340	15,953	17,317	18,270	8.5	5.5	2,560	2,666	3,852	4.1	44.5	2,140	2,212	3,010	3.4	36.0
	TDK	51,455	20,176	23,691	24,793	17.4	4.6	2,052	2,577	2,909	25.6	12.9	1,530	1,851	2,158	21.0	16.6
	Yageo	50,449	6,073	8,030	10,821	32.2	34.7	1,361	2,186	3,583	60.6	63.9	1,080	1,770	2,869	63.9	62.1
	Taiyo Yuden	11,638	3,124	3,361	3,641	7.6	8.3	96	189	370	97.6	95.8	21	140	258	557.4	84.5
	Walsin	5,765	1,666	1,987	2,370	19.3	19.2	96	-	-	-	-	105	240	-	128.7	-

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. MLCC 업체 밸류에이션 관련 지표

(%, 배)

	회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F
한국	삼성전기	4.7	28.7	790.7	147.6	76.1	40.1	10.6	10.3	8.1	7.6	15.1	23.7	9345	20542	38865	9.8	37.6	22.4
	아모텍	-20.2	-23.9	10.3	-	16.7	8.7	1.3	1.3	-	5.2	7.7	14.3	483	718	1374	10.2	9.9	5.2
해외	Murata	-5.6	16.9	201.5	53.5	47.5	38.3	5.2	4.8	4.6	9.1	8.8	12.4	125.1	127.7	187.2	8.2	27.0	21.7
	TDK	1.4	2.3	56.2	33.1	29.9	23.2	3.2	2.6	2.4	9.5	9.8	10.8	88.1	103.1	128.2	6.5	12.1	9.8
	Yageo	-10.8	8.1	311.7	49.0	28.8	17.7	6.8	5.8	3.1	14.3	21.4	30.1	11.5	19.5	31.7	13.4	20.0	13.0
	Taiyo Yuden	-12.8	22.4	229.5	355.4	73.8	43.6	3.8	3.5	3.4	0.7	4.5	8.1	18.7	118.5	221.9	7.1	19.9	15.4
	Walsin	-1.6	12.6	243.6	61.3	24.2	17.0	2.5	-	-	4.6	-	-	4.7	11.2	16.0	13.5	-	-
평균					111.4	42.4	27.0	4.6	4.7	4.3	7.0	11.2	16.6				9.5	21.1	14.6

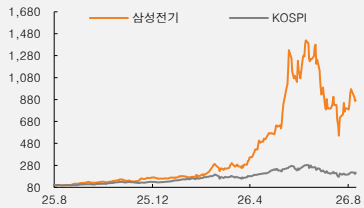
자료: Quantwise, Bloomberg 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	2,800,000원
현재주가(26/8/20)	1,396,000원
상승여력	100.6%

영업이익(26F,십억원)	2,036
Consensus 영업이익(26F,십억원)	1,926
EPS 성장률(26F,%)	142.6
MKT EPS 성장률(26F,%)	280.0
P/E(26F,x)	63.2
MKT P/E(26F,x)	6.6
KOSPI	6,852.58
시가총액(십억원)	104,272
발행주식수(백만주)	75
유동주식비율(%)	73.6
외국인 보유비중(%)	37.6
베타(12M) 일간수익률	1.85
52주 최저가(원)	154,700
52주 최고가(원)	2,270,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	9.5	270.3	792.0
상대주가	4.1	213.9	307.4



[전기/전자부품, 배터리 장비]

박준서

park.junseo@miraesec.com

삼성전기

P 상승 지속

26F 실적 추정 상향. 상향분은 전액 컴포넌트

2026F 영업이익 추정을 2.0조원으로 기존 대비 +7% 상향한다. 상향 근거는 8월 1일 시행한 유통 향 전 카테고리 +30% 인상이 3Q26 부분, 4Q26 온기로 인식되기 때문이다. 27년에는 추가적인 LTA 물량이 더해지며 분기 ASP가 계단식으로 전망된다. 따라서 2027F 영업이익 4.3조원, 2028F 6.9조원으로 컨센서스를 각각 16%, 19% 상회할 것으로 전망한다.

수주잔고는 협상력

높은 수주잔고는 당장의 매출이 아니라 가격을 다시 쓸 수 있는 협상력으로 해석한다. MLCC 가동률은 95% 이상, 유통 재고는 30일 미만으로 사실상 무재고이며, 수주/출하(B/B)는 1.5을 기록 중이다. 배정 가능한 캐파가 없는 상황에서 고객은 물량을 먼저 확보하기 위해 더 높은 단가를 제시할 수밖에 없고, 동사는 전장·AI 서버용 고용량·고신뢰성 라인에 우선 배정하며 믹스를 개선할 수 있다. 결국 다음에 체결될 LTA는 직전 LTA보다 높은 마진을 제시해야 캐파를 배정받는 구조다.

FC-BGA, 구조적으로 열려 있는 P 사이클

P 상승 근거가 협상이 아니라 제품 구조다. 명목 캐파에서도 생산 가능한 기판 수량은 감소해 실질 공급능력은 오히려 축소된다. 삼성전기는 대면적·고다층 FC-BGA 양산 경험과 주요 고객사 대응 역량을 기반으로 선수금까지 확보하고 있으며, 구조적 공급 제약이 지속되는 환경에서 FC-BGA의 P 사이클은 장기화될 가능성이 높다고 판단한다. 당사는 이러한 기술 난도 상승과 공급 부족이 맞물리며 FC-BGA 시장의 수급 타이밍이 2030년까지 이어질 것으로 전망한다.

밸류에이션 부담보다 이익 개선 속도가 빠르다

밸류에이션의 문제는 멀티플이 아니라 분모의 속도다. 26F P/E 63.2배는 절대 수준에서 부담스럽지만, 이익 기준연도를 한 해 뒤로 옮기면 27F 29.4배(EPS 47,555원)로 낮아지고 ROE는 16.6%에서 28.7%로 개선된다. **이익 추정 상황이 연속되는 구간에서 멀티플은 후행적으로 정당화된다는 점에 주목할 필요가 있다.** 업종 최선후주(Top Pick)를 유지한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	10,294	11,314	14,360	18,110	22,565
영업이익 (십억원)	735	913	2,036	4,475	6,917
영업이익률 (%)	7.1	8.1	14.2	24.7	30.7
순이익 (십억원)	679	706	1,713	3,690	5,762
EPS (원)	8,752	9,099	22,075	47,555	74,254
ROE (%)	8.2	7.7	16.6	28.7	38.0
P/E (배)	14.1	28.0	63.2	29.4	18.8
P/B (배)	1.1	2.3	10.9	8.1	7.5
배당수익률 (%)	1.5	0.9	0.3	0.6	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성전기, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 삼성전기 실적표

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	2,738.6	2,786.2	2,889.5	2,903.1	3,209.1	3,457.2	3,815.5	3,878.6	11,317.5	14,360.3	18,109.5
컴포넌트	1,216.2	1,280.7	1,381.3	1,320.3	1,408.5	1,649.4	1,957.4	2,060.6	5,198.5	7,075.9	10,068.6
패키지	499.4	564.6	593.2	644.6	725.0	771.6	933.8	948.7	2,301.8	3,379.1	4,552.5
광학	1,023.0	939.9	914.0	937.3	1,075.6	1,036.2	923.3	868.3	3,814.2	3,903.3	3,484.4
영업이익	200.5	213.0	260.3	206.0	280.5	440.4	628.7	686.5	879.8	2,036.0	4,474.7
컴포넌트	133.5	156.7	180.7	138.5	159.5	293.6	412.7	484.5	609.4	1,350.3	3,319.7
패키지	22.7	24.8	40.0	47.7	76.6	112.0	185.3	192.3	135.2	566.1	1,038.6
광학	44.3	31.5	39.6	19.8	44.4	34.8	30.7	9.7	135.2	119.5	116.5
세전이익	173.7	171.4	281.7	235.4	316.3	433.3	628.5	695.8	862.3	2,083.3	4,513.4
당기순이익	133.7	129.7	219.9	189.3	249.1	249.2	526.6	580.7	672.5	1,712.9	3,690.3
영업이익률	7.3	7.6	9.0	7.1	8.7	12.7	16.5	17.7	7.8	14.2	24.7
컴포넌트	11.0	12.2	13.1	10.5	11.3	17.8	21.1	23.5	11.7	19.1	33.0
패키지	4.6	4.4	6.7	7.4	10.6	14.5	19.8	20.3	5.9	16.8	22.8
광학	4.3	3.4	4.3	2.1	4.1	3.4	3.3	1.1	3.5	3.1	3.3
QoQ/YoY(%)											
매출액	9.9	1.7	3.7	0.5	10.5	7.7	10.4	1.7	9.9	26.9	26.1
영업이익	74.3	6.2	22.2	-20.9	36.2	57.0	42.8	9.2	19.7	131.4	119.8
당기순이익	-35.8	-3.0	69.5	-13.9	31.6	43.1	47.7	10.3	-1.0	154.7	115.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 실적 변동표

(십억원, %)

	수정 후			수정 전			변동		
	3Q26F	2026F	2027F	3Q26F	2026F	2027F	3Q26F	2026F	2027F
매출액	3,815.5	14,360.4	18,109.5	3,815.5	14,179.9	17,670.8	0.0%	1.3%	2.5%
컴포넌트	1,957.4	7,075.9	10,068.6	1,957.4	6,895.5	9,630.0	0.0%	2.6%	4.6%
패키지	933.8	3,379.1	4,552.5	933.8	3,379.1	4,552.5	0.0%	0.0%	0.0%
광학	923.3	3,903.3	3,484.4	923.3	3,903.3	3,484.4	0.0%	0.0%	0.0%
영업이익	628.7	2,036.1	4,474.7	610.5	1,904.0	4,280.9	3.0%	6.9%	4.5%
컴포넌트	412.7	1,350.3	3,319.7	394.6	1,218.5	3,126.5	4.6%	10.8%	6.2%
패키지	185.3	566.4	1,038.6	185.3	566.4	1,038.6	0.0%	0.0%	0.0%
광학	30.7	119.6	116.5	30.7	119.6	116.5	0.1%	0.0%	0.0%
세전이익	695.8	2,083.4	4,513.4	581.7	1,951.1	4,318.2	19.6%	6.8%	4.5%
당기순이익	580.7	1,713.0	3,690.3	485.1	1,602.1	3,530.1	19.7%	6.9%	4.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 삼성전기 P/E STD



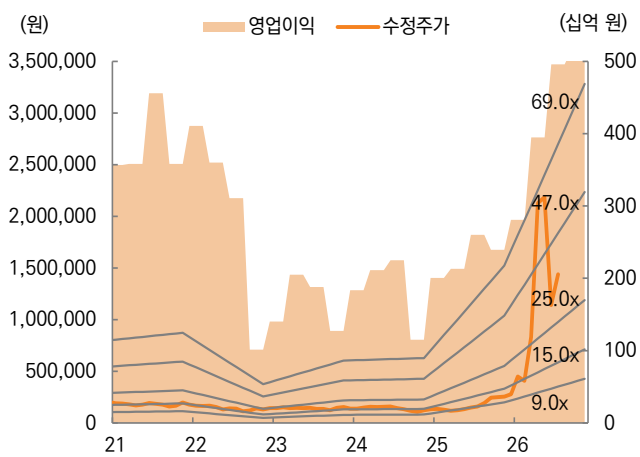
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 삼성전기 P/B STD



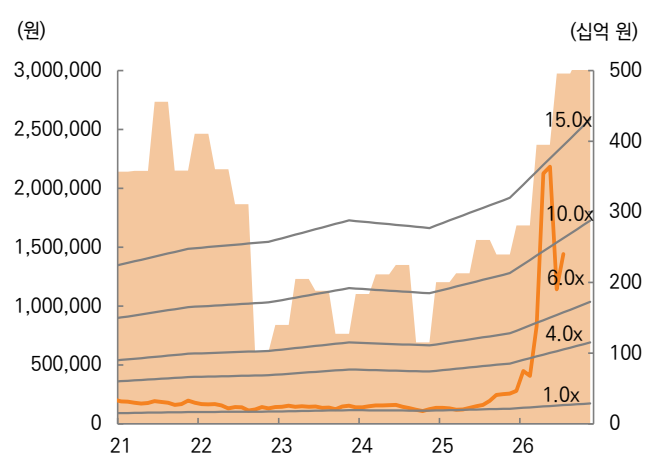
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 삼성전기 P/E, 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 삼성전기 P/B, 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	11,314	14,360	18,110	22,565
매출원가	9,037	10,606	11,462	12,940
매출총이익	2,277	3,754	6,648	9,625
판매비와관리비	1,364	1,718	2,173	2,708
조정영업이익	913	2,036	4,475	6,917
영업이익	913	2,036	4,475	6,917
비영업손익	-17	47	38	110
금융손익	-4	-20	2	69
관계기업등 투자손익	1	-14	-14	-14
세전계속사업손익	896	2,083	4,513	7,027
계속사업법인세비용	164	366	817	1,259
계속사업이익	732	1,717	3,696	5,768
중단사업이익	-26	-4	-6	-6
당기순이익	706	1,713	3,690	5,762
지배주주	706	1,713	3,690	5,762
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	706	1,713	3,690	5,762
지배주주	676	1,640	3,534	5,517
비지배주주	30	73	157	245
EBITDA	1,838	3,016	5,498	7,986
FCF	298	596	2,125	4,129
EBITDA 마진율 (%)	16.2	21.0	30.4	35.4
영업이익률 (%)	8.1	14.2	24.7	30.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.2	11.9	20.4	25.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	7,098	8,789	11,286	12,157
현금 및 현금성자산	2,701	3,402	5,296	5,418
매출채권 및 기타채권	1,923	2,544	3,050	3,358
재고자산	2,413	2,726	2,816	3,253
기타유동자산	61	117	124	128
비유동자산	7,498	8,280	9,421	9,702
관계기업투자등	26	22	21	20
유형자산	6,222	7,006	8,024	8,273
무형자산	152	172	194	198
자산총계	14,596	17,069	20,708	21,858
유동부채	3,819	4,539	4,563	4,678
매입채무 및 기타채무	1,117	1,221	1,280	1,286
단기금융부채	1,863	2,280	2,259	2,333
기타유동부채	839	1,038	1,024	1,059
비유동부채	979	1,129	1,202	1,221
장기금융부채	218	169	224	205
기타비유동부채	761	960	978	1,016
부채총계	4,799	5,668	5,764	5,899
지배주주지분	9,541	11,114	14,642	15,654
자본금	388	388	388	388
자본잉여금	1,148	1,148	1,148	1,148
이익잉여금	7,065	8,389	11,853	12,849
비지배주주지분	256	287	301	305
자본총계	9,797	11,401	14,943	15,959

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,490	2,101	4,125	6,129
당기순이익	706	1,713	3,690	5,762
비현금수익비용가감	785	1,044	1,395	1,724
유형자산감가상각비	884	938	976	1,015
무형자산상각비	41	42	48	54
기타	-140	64	371	655
영업활동으로인한자산및부채의변동	94	-498	-516	-671
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-402	-601	-456	-296
재고자산 감소(증가)	-162	-313	-90	-436
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	204	86	28	9
법인세납부	-164	-366	-817	-1,259
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,223	-1,594	-2,117	-2,129
유형자산처분(취득)	-904	-721	-981	-1,752
무형자산감소(증가)	17	93	69	18
장단기금융자산의 감소(증가)	-306	-877	-1,088	-266
기타투자활동	-30	-89	-117	-129
재무활동으로 인한 현금흐름	418	178	-114	-112
장단기금융부채의 증가(감소)	0	369	33	56
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-138	-178	-178	-179
기타재무활동	556	-13	31	11
현금의 증가	688	701	1,894	122
기초현금	2,013	2,701	3,402	5,296
기말현금	2,701	3,402	5,296	5,418

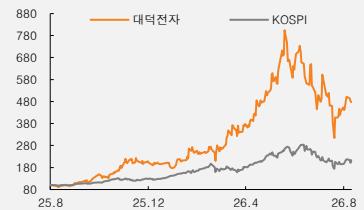
자료: 삼성전기, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	28.0	63.2	29.4	18.8
P/CF (x)	13.3	39.3	21.3	14.5
P/B (x)	2.3	10.9	8.1	7.5
EV/EBITDA (x)	10.3	34.8	18.8	12.9
EPS (원)	9,099	22,075	47,555	74,254
CFPS (원)	19,212	35,526	65,534	96,464
BPS (원)	110,838	127,903	172,543	185,374
DPS (원)	2,350	4,000	8,000	11,000
배당성향 (%)	24.2	17.0	15.8	13.9
배당수익률 (%)	1.7	2.9	5.7	7.9
매출액증가율 (%)	9.9	26.9	26.1	24.6
EBITDA증가율 (%)	16.7	64.1	82.3	45.2
조정영업이익증가율 (%)	24.3	122.9	119.8	54.6
EPS증가율 (%)	4.0	142.6	115.4	56.1
매출채권 회전율 (회)	7.1	6.9	6.9	7.5
재고자산 회전율 (회)	4.9	5.6	6.5	7.4
매입채무 회전율 (회)	15.0	14.2	14.2	15.7
ROA (%)	5.2	10.8	19.5	27.1
ROE (%)	7.7	16.6	28.7	38.0
ROIC (%)	8.6	16.0	30.3	42.3
부채비율 (%)	49.0	49.7	38.6	37.0
유동비율 (%)	185.8	193.6	247.4	259.8
순차입금/자기자본 (%)	-6.8	-8.7	-19.3	-18.4
조정영업이익/금융비용 (x)	12.0	18.4	41.1	63.6

투자자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	180,000원
현재주가(26/8/20)	113,400원
상승여력	58.7%

영업이익(26F,십억원)	290
Consensus 영업이익(26F,십억원)	0
EPS 성장률(26F,%)	405.5
MKT EPS 성장률(26F,%)	280.0
P/E(26F,x)	24.3
MKT P/E(26F,x)	6.6
KOSPI	6,852.58
시가총액(십억원)	5,604
발행주식수(백만주)	49
유동주식비율(%)	69.2
외국인 보유비중(%)	14.0
베타(12M) 일간수익률	0.74
52주 최저가(원)	21,550
52주 최고가(원)	190,900
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-6.0 94.2 420.2
상대주가	-10.7 64.6 137.6



[전기/전자부품, 배터리 장비]

박준서
park.junseo@miraeeasset.com

대덕전자

판을 깔아둔 자

커버리지 개시. 목표주가 180,000원

투자자의견 매수, 목표주가 180,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 EPS 6,676원에 목표 P/E 27배를 적용해 산출했다. 27배는 글로벌 패키징기판 피어 그룹(Ibiden, Unimicron, Nan Ya PCB, Kinsus, 삼성전기)의 27F 평균 P/E 39배를 30% 할인한 수치이며, 할인 근거는 1) FC-BGA 시장에서의 후발주자 지위, 2) 상대적으로 높은 고객 의존도다. 다만, 할인 근거도 해소될 여지가 있다고 판단한다.

27F 기준 P/E 17.0배, EV/EBITDA 10.2배로, 주가가 52주 고점 대비 -42% 조정을 받는 동안 27F 영업이익 컨센서스는 오히려 +6.7% 상향됐다. 27F OPM 19.9%는 기판 슈퍼사이클이었던 22년(17.7%)을 상회하는 사상 최고 수준이며, 27F-28F 고부가 제품 믹스를 통한 이익 개선이 지속될 것으로 판단한다.

선제적인 증설 효과. 고부가 제품 믹스 개선

ABF 기판은 27년 공급 부족으로 전환된다. AI 가속기의 HBM 적층 수가 늘어나며 기판이 대면적·고다층화되고, 수요 면적은 25~28년 연평균 39% 성장하는 반면 글로벌 증설분 대부분은 28년 이후에나 가동되기 때문이다. 동사는 8,000억 원의 기판 투자를 발표했고, FC-BGA 가동률은 1Q26 74%에서 2Q26 90%로 이미 풀캐패에 근접했다. 2Q27-3Q27 순차적으로 증설 효과가 반영될 것으로 보인다

경쟁사가 ABF 중심으로 캐패를 재편하는 동안 동사는 메모리 기판(BT)까지 동시에 늘리는 사실상 유일한 업체다. 투자는 비메모리와 메모리를 함께 겨냥한 증설이며, 일부 고객사와는 선수금을 기반으로 증설분 물량을 사전 확보한 것으로 파악된다. 선수금은 타이트한 캐패 상황이 협상력으로 전환됐다는 가장 직접적인 증거다. **고다층 레퍼런스 확보를 통한 FC-BGA 후발주자에게 적용되던 디스카운트는 시간이 갈수록 해소될 것으로 판단한다.**

하반기는 P의 상승 본격화

3Q26 영업이익은 862억원(+253% YoY)으로 컨센서스 783억원을 상회할 전망이다. 2H26은 전 사업부 가동률이 90%를 넘어서며 물량(Q)이 아니라 판가(P)가 실적의 주어가 되는 구간이다. MLB의 AI 가속기 물량이 3분기부터 늘어나고, **ABF 판가** 인상되는 가운데 AI 서버/네트워크용 대면적/고다층 제품 매출도 하반기부터 더해진다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	892	1,065	1,651	2,131	2,470
영업이익 (십억원)	11	49	290	425	531
영업이익률 (%)	1.2	4.6	17.6	19.9	21.5
순이익 (십억원)	24	48	241	344	454
EPS (원)	461	924	4,672	6,676	8,814
ROE (%)	2.7	5.4	23.9	27.1	27.8
P/E (배)	33.6	51.0	24.3	17.0	12.9
P/B (배)	0.9	2.7	5.2	4.1	3.2
배당수익률 (%)	2.6	1.1	0.5	0.7	0.9

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대덕전자, 미래에셋증권 리서치센터

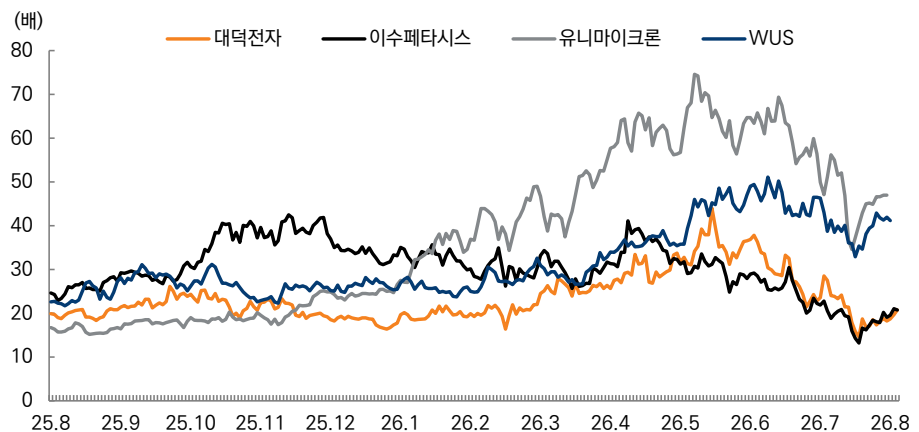
밸류에이션 및 실적 전망

목표 멀티플 27배는 FC-BGA 피어(Ibiden, Unimicron, Nan Ya PCB, Kinsus, 삼성전기) 평균 39배에서 30% 할인한 값이다. 할인 근거는 세 가지다. 1) FC-BGA에서 글로벌 상위 업체 대비 후발주자다. 2) 최상위 AI 가속기용 초고다층 레퍼런스가 아직 제한적이다. 그리고 3) 소수의 고객 향 매출 집중도가 높다.

다만, 세 가지 모두 시간이 해소하는 변수이다. **한 고객사는 이미 계약을 확정하고 선수금을 넣었고, 증설 자금의 상당 부분을 이 선수금으로 충당한다. 고다층 레퍼런스가 구체화되는 시점에 디스카운트 요인은 점차 해소될 것으로 판단한다.**

Valuation 기준 연도는 2027년으로 설정했다. 2026년은 전 사업부가 사실상 가동률 상한에 도달한 구간으로, 실적 성장은 주로 판가(P) 인상과 제품 믹스 개선에 의해 결정될 전망이다. 반면 8,000억원 규모의 증설 효과가 실질적인 매출 증가로 연결되는 시점은 2027년부터다. 특히 FC-BGA는 2Q27, FC-CSP는 3Q27부터 신규 캐파가 본격 반영될 것으로 예상되며, 이에 따라 2027년은 가격 효과에 더해 물량(Q) 성장까지 동시에 나타나는 첫 해가 될 전망이다.

그림 17. 대덕전자 Peer 멀티플 추이



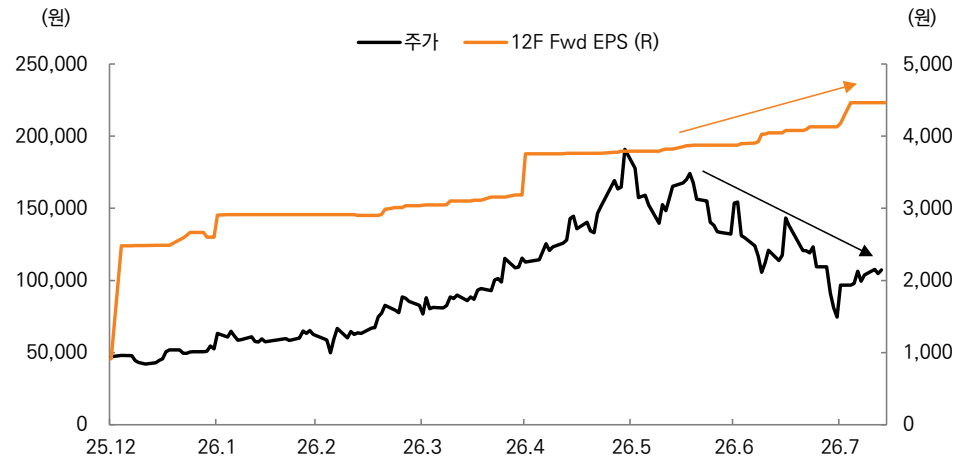
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 대덕전자 목표 주가 산정

구분	P/E (배)	Implied 주가	비고
27년 EPS		6,676원	27F 지배주주 귀속 순이익 기준
② 목표 P/E 산정 적용 P/E (배)	27.7x	184,925원	Ibiden, Unimicron, Nan Ya PCB, Kinsus, 삼성전기 평균에 30% 디스카운트 반영
목표주가 (원)	30.0x	180,000원	반올림
현재주가 (원)		113,400원	2026.8.20 기준
업사이드 (%)		58.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 주가와 12MF EPS 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 기판 업체 밸류에이션 관련 지표

(%, 배)

	회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F
한국	대덕전자	-6.0	-14.7	420.2	120.6	25.7	17.5	6.3	5.3	4.2	5.2	22.2	25.9	924	4,472	6,611	14.3	14.7	10.5
	삼성전기	4.7	28.7	790.7	147.6	76.1	40.1	10.6	10.3	8.1	7.6	15.1	23.7	9,345	20,542	38,865	9.8	37.6	22.4
	LG이노텍	-5.0	-24.1	270.1	30.2	15.8	13.0	2.4	2.2	1.9	6.1	14.8	15.4	14,421	39,032	47,282	4.0	6.4	5.6
	심텍	12.7	10.4	398.9	#N/A	23.0	13.4	7.6	5.8	4.1	-32.2	28.3	35.4	-4,991	5,194	9,149	24.5	15.2	9.7
	이수페타시스	20.3	-15.7	89.7	46.2	27.8	17.8	10.2	7.6	5.3	29.6	31.2	35.6	2,278	3,785	5,817	36.9	19.9	13.1
해외	티엘비	0.3	-25.1	184.7	37.5	19.4	14.1	5.6	3.2	2.9	16.0	23.9	24.4	934	1,822	2,504	18.8	13.4	9.2
	Nanya PCB	8.1	44.1	615.6	394.6	69.7	27.2	16.7	14.0	10.5	4.3	21.0	42.3	3	17	41	16.7	37.6	16.9
	Unimicron	52.0	38.5	760.6	342.5	53.5	28.7	17.3	13.6	10.4	6.9	27.5	40.9	4	21	39	13.7	33.9	17.4
	lbiden	22.1	22.4	469.6	183.7	136.6	68.9	10.9	9.7	8.6	6.8	12.2	13.6	121	228	278	5.1	40.9	26.2
	Kyosera	0.3	22.1	80.4	93.1	36.4	31.0	1.6	1.4	1.4	0.7	4.3	4.5	17	103	115	12.1	18.8	17.2
	AT&S	-6.7	28.7	629.8	88.7	-	18.7	8.0	8.3	4.1	10.7	-6.0	24.2	2	-1	8	3.9	17.9	7.6
	Compeq	9.3	-14.2	198.9	39.1	29.1	15.7	5.4	4.7	4.0	14.2	16.8	26.9	5	7	14	7.5	15.1	9.5
	Kinsus	25.3	68.8	758.8	247.2	80.5	32.9	12.3	9.8	7.8	5.0	14.4	25.4	3	10	22	8.4	30.1	19.0
평균					198.4	67.6	31.9	10.3	8.8	6.7	6.9	12.9	24.0				9.6	27.8	16.3

자료: Quantivise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 전장 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

	회사명	시가총액	매출액			YoY		영업이익			YoY		순이익			YoY	
			25	26F	27F	26F	27F	25	26F	27F	26F	27F	25	26F	27F	26F	27F
한국	대덕전자	5,604	1,065	1,600	1,996	50.2	24.7	49	276	408	462.4	47.9	48	230	329	383.3	42.8
	삼성전기	104,123	11,314	14,314	18,376	26.5	28.4	913	1,926	3,701	110.9	92.1	706	1,594	3,016	125.8	89.2
	LG이노텍	13,964	21,897	25,415	26,792	16.1	5.4	665	1,265	1,458	90.2	15.2	341	924	1,119	170.7	21.1
	심텍	4,372	1,411	2,058	2,489	45.9	20.9	12	238	399	1,906.5	67.4	-164	184	316	흑전	71.8
	해성디에스	945	653	878	1,009	34.4	14.9	46	102	146	118.8	44.0	24	81	114	239.1	40.7
해외	이수페타시스	7,701	1,088	1,614	2,244	48.4	39.0	205	345	531	68.4	53.7	160	275	419	71.3	52.6
	티엘비	822	258	369	484	42.6	31.2	26	57	86	120.1	49.6	19	48	71	151.6	48.4
	Nanya PCB	33,669	1,835	2,617	4,313	42.6	64.8	91	573	1,517	532.2	165.0	89	479	1,177	439.1	145.4
	Unimicron	78,979	5,996	8,171	12,255	36.3	50.0	305	1,375	3,479	351.1	152.9	305	1,523	2,812	399.6	84.6
	lbiden	47,740	3,381	3,937	4,752	16.4	20.7	436	587	1,019	34.6	73.6	308	603	716	95.4	18.8
	Kyosera	44,501	18,434	19,581	18,200	6.2	-7.0	250	1,117	1,330	347.3	19.0	221	1,333	1,329	504.7	-0.3
	AT&S	9,467	2,379	2,958	4,460	24.4	50.8	415	108	847	-73.9	681.4	108	-71	510	-	흑전
	Compeq	11,701	3,472	3,992	5,360	15.0	34.3	372	492	910	32.2	84.9	300	399	733	33.0	83.8

자료: Quantivise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

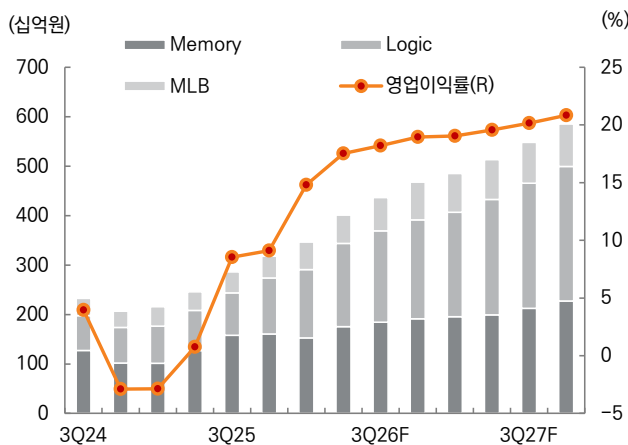
표 11. 실적 테이블

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	215.4	245.9	286.2	317.9	346.3	401.1	337.4	359.4	1,286.6	1,821.4	2,131.5
(%, QoQ)	4.3	14.2	16.4	11.1	8.9	15.8	-15.9	6.5			
(%, YoY)	0.3	3.2	23.0	54.0	60.8	63.1	17.9	13.1	44.2	41.6	17.0
패키지 기판	176.6	208.2	243.8	273.7	290.9	343.6	269.9	283.3	902.3	1,187.6	1,255.8
MLB	38.8	37.7	42.4	44.1	55.4	57.5	67.5	76.1	163.0	256.5	326.6
FC-BGA	48.8	53.1	48.8	70.6	79.4	90.6	99.1	108.1	221.3	377.2	549.1
영업이익	-6.2	1.9	24.4	28.9	51.3	70.3	79.5	88.6	49.1	289.7	425.2
(%, QoQ)	3.8	-130.1	1210.1	18.4	77.2	37.1	13.1	11.5			
(%, YoY)	114.9	-82.9	165.2	-584.4	-927.2	3667.8	225.2	206.2	335.7	490.6	46.8
영업이익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.8	15.9	20.0
세전이익	-6.3	-1.9	28.9	32.7	59.6	347.9	348.0	347.8	5.8	663.1	270.2
지배주주순이익	-5.7	4.4	23.3	25.6	45.5	2.9	205.4	186.4	47.6	440.2	653.8
지배주주순이익률(%)	-2.6	1.8	8.1	8.1	13.1	0.7	60.9	51.9	3.7	24.2	30.7

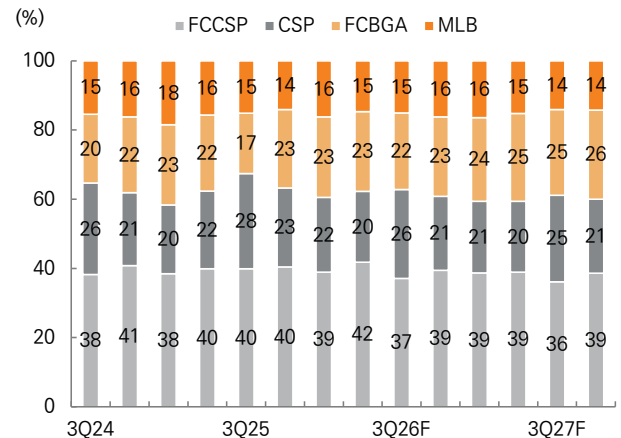
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 매출액 및 영업이익률 추이



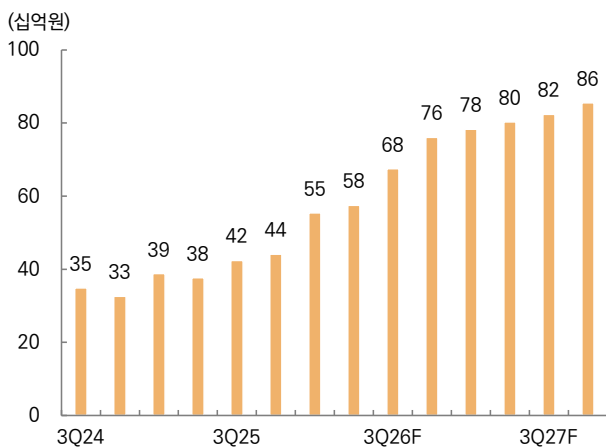
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 매출 비중 추이



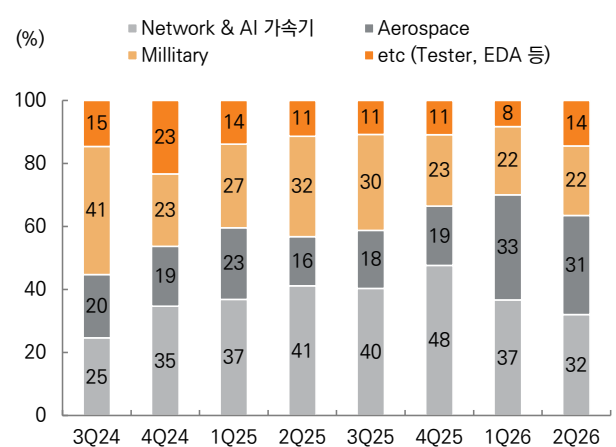
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. MLB 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. MLB 매출 비중 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

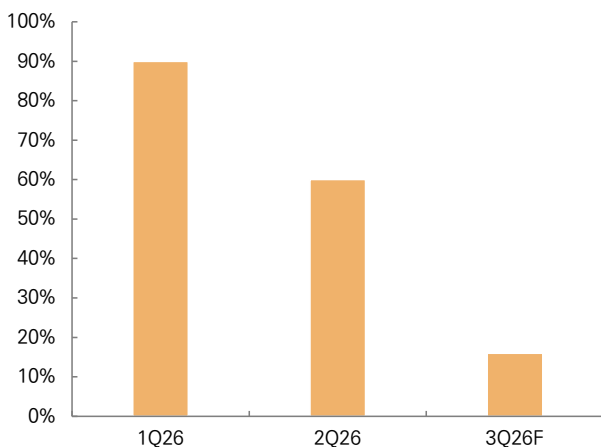
투자포인트

P 상승 모멘텀이 메모리에서 기판으로 넘어왔다

가격 모멘텀의 소재지가 바뀌고 있다. 범용 DRAM 계약가 상승률은 1Q26 +90%대에서 3Q26F +13~18%로 6분의 1 수준까지 감속했다. 반면 기판은 가격을 올리는 국면이다. 주요 대만 업체는 3분기 ABF 장기계약가 +10~15%, 현물가 +20% 이상을 제시하며 이 흐름이 2028년까지 이어질 것으로 전망했다. 두 가격의 방향이 반대로 갈리는 구간이며, 대덕전자는 메모리 기판과 비메모리 기판을 모두 파는 회사다.

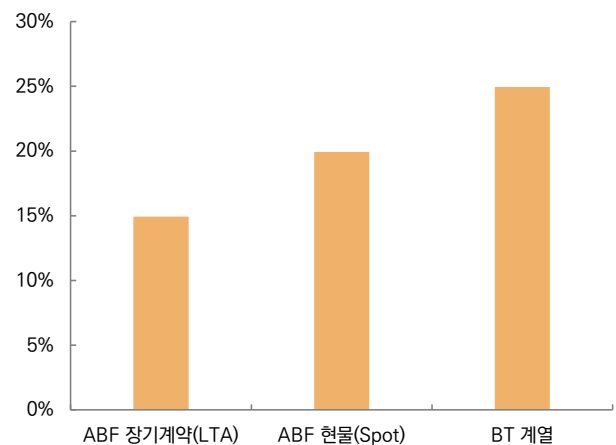
현 주가는 26F P/E 24.6배, P/B 5.3배다. 절대 수준만 보면 싸지 않다. 다만 27F 17.4배, 28F 13.9배로 빠르게 내려간다. 이익 성장이 밸류에이션을 스스로 되돌리는 구간에 진입했다는 의미다. 27F ROE 26.7%를 감안하면 목표주가 기준 P/B 5.6배도 과도하지 않다고 판단한다.

그림 23. 범용 메모리 QoQ 가격 상승 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. Nanya PCB 3Q26 기판 판가 QoQ 가이던스



자료: 미래에셋증권 리서치센터

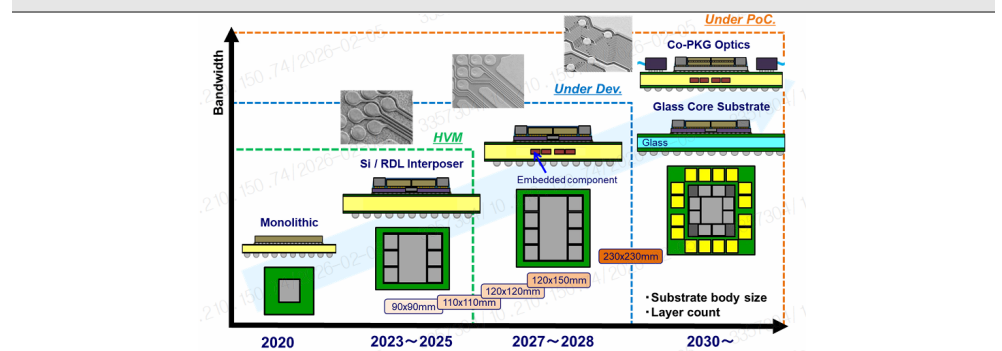
FC-BGA 대면적

FC-BGA 대면적(라지바디) 제품은 6월말부터 양산에 진입했으나, 대규모 물량은 2027년에 발생하는 것으로 판단한다. 현재 양산 중인 고객사는 스위치 향 2군데이며 그중 하나는 신규 고객사이다. 전장향 물량은 하반기부터 진입한다. 주목할 점은 현재 진행 중인 신규 제품 개발이 거의 전부 라지바디라는 사실로, 대면적·고다층으로의 제품 축 이동이 개발 단계에서 이미 완료됐다는 의미다.

2027년 FC-BGA 매출은 5,480억원(+45.4% YoY)으로 전망한다. 근거는 1) 증설 완료(1Q27) 이후 2Q27부터 매출이 기여하는 일정, 2) 북미 EV 업체 향도 대규모의 물량 논의가 진행 중인 것으로 파악된다. 응용처 비중은 전장 35%, 서버 컨트롤러 35%, 광모듈 30%로 데이터센터와 전장에 고르게 분산되어 있어, 전체 규모의 성장이 지속된다.

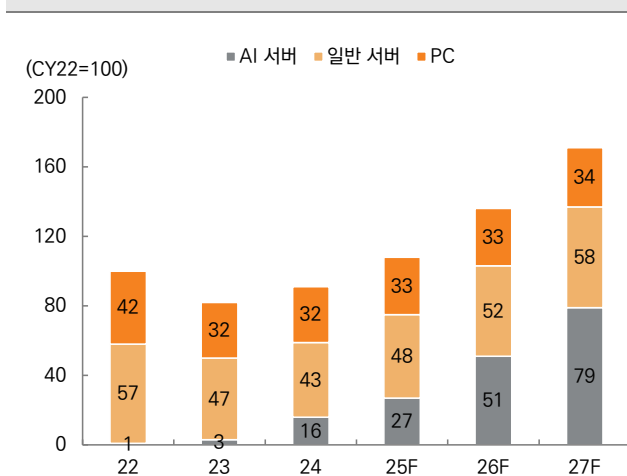
실제로 FC-BGA 매출 비중은 2Q26 22.6% → 2028F 26.7%로 확대가 전망되고, 라지바디의 수율이 안정화되는 시점에 영업이익 기여도는 15.5% → 22.7%로 올라올 것으로 전망한다. 다만, 신공장 감가상각 부담이 해소되고 라지바디 고부가 제품 비중이 올라오는 2027년 이후에야 이 희석 효과가 완화될 전망이다.

그림 17. ABF 기판 기술 로드맵



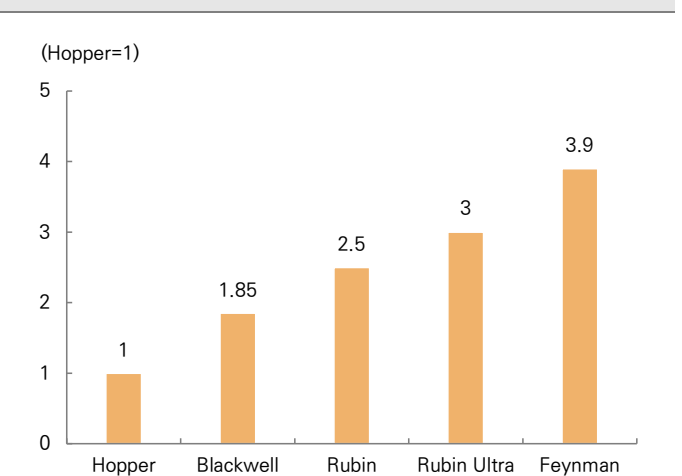
자료: ibiden, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 이비덴 FC-BGA 수요처별 수요 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 엔비디아 플랫폼 별 FC-BGA 소요량 증가



자료: 미래에셋증권 리서치센터

MLB, 캐파 3,000억원 확보

MLB는 지난해 진행된 투자가 6월말 마무리되며 3Q26부터 연환산 3,000억원 규모의 캐파를 확보했다. 월 250억원 수준의 생산 능력이다. AI 가속기 초도 물량은 3Q26부터 생산에 들어가며 매출 인식은 4분기로 판단한다. 네트워크는 800G 전환과 함께 수요가 강하지만 캐파 제약으로 물량을 크게 늘리기 어려운 상황이며, 대신 단가 협의가 진행 중인 것으로 파악된다. 테스터항은 분기 50억원 수준이 꾸준히 유지될 전망이다.

MLB 매출은 2026F 2,564억원 → 2027F 3,250억원으로 성장하나, 증분은 제한적일 전망이다. 확보된 캐파가 3,000억원인 상황에서 추가 증설은 물량 가시성을 확인한 뒤 결정하는 것으로 파악되기 때문이다. 또한 영업이익률이 로우틴 수준이라 전사 마진 기여도는 매출 비중(15.5%)보다 낮은 10.7%에 머문다. 성장 스토리이되 마진 스토리는 아니라는 점을 구분할 필요가 있다.

표 12. 증설 스케줄

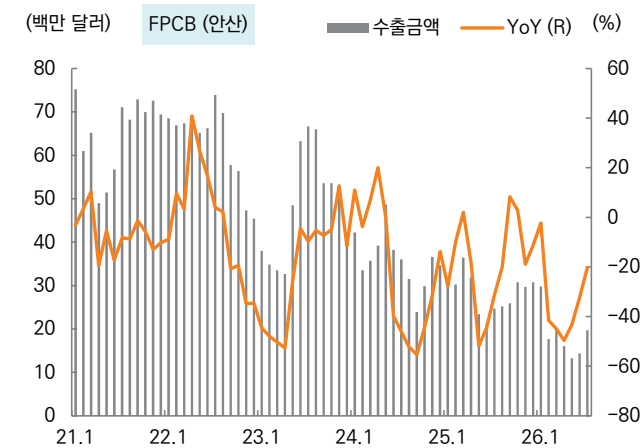
(억원)

구분	투자 규모	완료 시점	매출 기여	현재 캐파	증설 후 캐파
FC-BGA	3,500	2027년 1분기	2027년 2분기	약 4,000	6,500
FC-CSP (BT 라인)	4,500	2027년 2분기	2027년 3분기	9,000~9,500	12,000
MLB	기 완료	2026년 6월말	2026년 3분기	-	3,000
합계	8,000	-	-	-	21,000~22,000

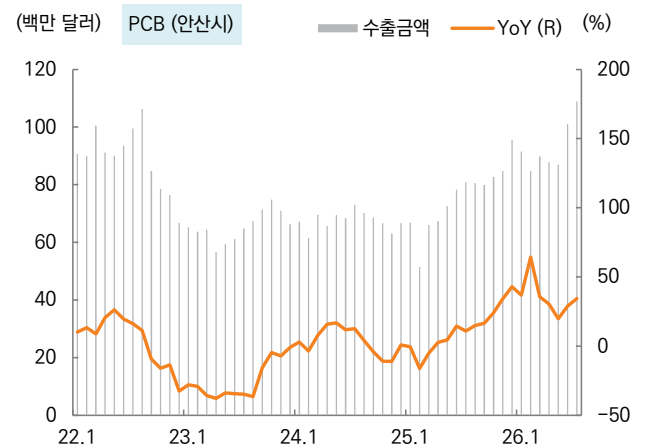
자료: 대덕전자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 안산 지역 FPCB 수출액

그림 29. 안산시 PCB 수출액



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

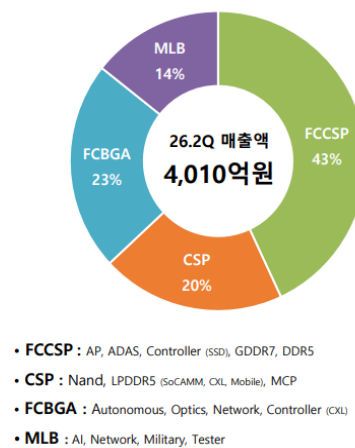
기업 개요

대덕전자는 반도체 패키지기판과 고다층 인쇄회로기판을 만드는 회사다. 사업은 패키지기판과 MLB 두 축이다. 패키지기판은 메모리향 BT 기판과 비메모리향 FC-CSP·FC-BGA로 나뉜다. 주력 생산시설은 안산에 있다.

사업 축이 옮겨가고 있다. 전통적으로 메모리 기판 중심이었으나 2020년 7월 첫 FC-BGA 설비 투자 공시로 비메모리에 진입했다. 23~24년 다운사이클을 캐파를 지키며 통과한 결과, AI 수요가 붙은 26년에 즉시 출하 가능한 라인을 보유한 소수 업체가 됐다. 26년 상반기 기준 비메모리 매출 비중은 40%를 넘는다.

MLB는 네트워크·우주항공·방산·AI 가속기·테스터를 아우른다. 26년 6월말 투자 완료로 연환산 3,000억원 캐파를 확보했다. 최근에 우주항공 향 매출은 2Q26 181억원(+206.8% YoY)으로 가파르게 늘고 있다.

그림 18. 매출 비중



자료: 대덕전자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 제품 라인업

구분	FCCSP							
FCCSP	Mobile AP, Automotive (Radar, ADAS), SSD (Controller), AI, Data Center, AI_PC, 그래픽카드, 게임콘솔							
FCBGA / CSP	Automotive, AI서버 (Controller), Data Center (Optics, Network)				스마트폰, 서버, SSD, PC, SoC/MEM, CXL			
MLB	AI Accelerator		N/W			etc		

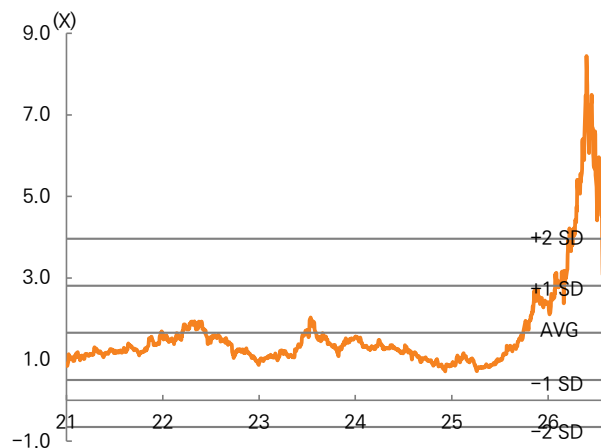
자료: 대덕전자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 대덕전자 P/E STD



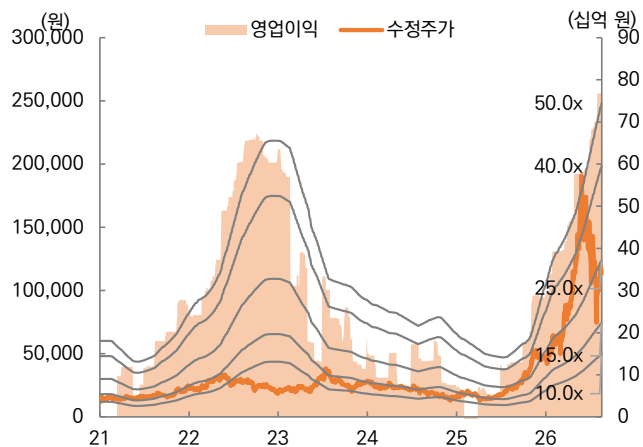
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 대덕전자 P/B STD



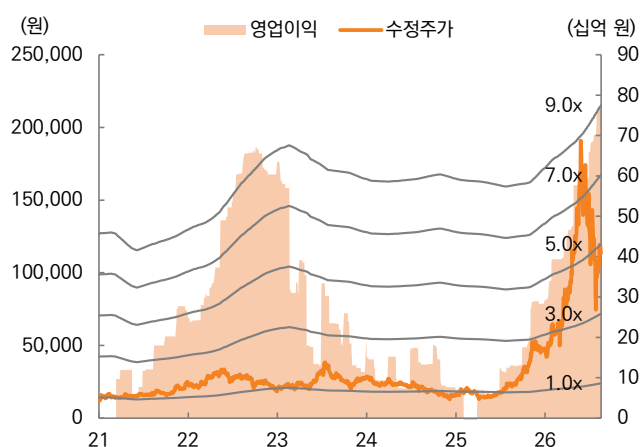
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 대덕전자 P/E, 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 대덕전자 P/B, 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

대덕전자 (353200)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,065	1,651	2,131	2,470
매출원가	957	1,268	1,588	1,802
매출총이익	108	383	543	668
판매비와관리비	59	93	118	136
조정영업이익	49	290	425	531
영업이익	49	290	425	531
비영업손익	4	21	16	33
금융손익	6	8	13	23
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	53	311	441	564
계속사업법인세비용	6	70	97	110
계속사업이익	48	241	344	454
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	48	241	344	454
지배주주	48	241	344	454
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	42	242	344	454
지배주주	42	242	344	454
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	150	383	508	604
FCF	7	105	216	428
EBITDA 마진율 (%)	14.1	23.2	23.8	24.5
영업이익률 (%)	4.6	17.6	19.9	21.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.5	14.6	16.1	18.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	588	881	1,227	1,737
현금 및 현금성자산	34	90	231	585
매출채권 및 기타채권	200	310	399	462
재고자산	149	230	297	344
기타유동자산	205	251	300	346
비유동자산	590	799	781	724
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	536	755	739	683
무형자산	12	9	7	5
자산총계	1,178	1,679	2,008	2,461
유동부채	248	518	520	549
매입채무 및 기타채무	81	119	154	179
단기금융부채	41	32	32	32
기타유동부채	126	367	334	338
비유동부채	33	48	62	72
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	33	48	62	72
부채총계	281	566	581	621
지배주주지분	897	1,114	1,427	1,840
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	545	545	545	545
이익잉여금	325	540	853	1,266
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	897	1,114	1,427	1,840

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	72	410	281	443
당기순이익	48	241	344	454
비현금수익비용가감	141	154	164	150
유형자산감가상각비	97	90	80	71
무형자산상각비	4	3	3	2
기타	40	61	81	77
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-125	67	-143	-74
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-70	-102	-89	-62
재고자산 감소(증가)	-60	-81	-67	-47
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	23	30	28	20
법인세납부	0	-61	-97	-110
투자활동으로 인한 현금흐름	-80	-344	-109	-47
유형자산처분(취득)	-64	-304	-65	-15
무형자산감소(증가)	-2	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-12	-39	-47	-42
기타투자활동	-2	1	3	10
재무활동으로 인한 현금흐름	4	-10	-31	-41
장단기금융부채의 증가(감소)	25	-10	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-21	0	-31	-41
기타재무활동	0	0	0	0
현금의 증가	-4	56	140	354
기초현금	38	34	90	231
기말현금	34	90	231	585

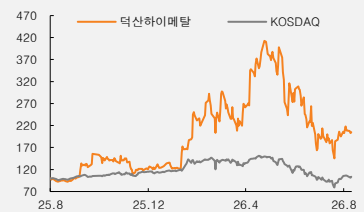
자료: 대덕전자, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	51.0	24.3	17.0	12.9
P/CF (x)	12.8	14.8	11.5	9.7
P/B (x)	2.7	5.2	4.1	3.2
EV/EBITDA (x)	14.5	14.0	10.2	7.9
EPS (원)	924	4,672	6,676	8,814
CFPS (원)	3,667	7,652	9,861	11,726
BPS (원)	17,419	21,622	27,698	35,711
DPS (원)	500	600	800	1,000
배당성향 (%)	51.9	12.3	11.5	10.9
배당수익률 (%)	1.1	0.5	0.7	0.8
매출액증가율 (%)	19.4	55.0	29.1	15.9
EBITDA증가율 (%)	16.2	156.3	32.5	18.9
조정영업이익증가율 (%)	335.7	490.6	46.8	25.0
EPS증가율 (%)	100.3	405.5	42.9	32.0
매출채권 회전율 (회)	6.6	6.6	6.1	5.8
재고자산 회전율 (회)	8.6	8.7	8.1	7.7
매입채무 회전율 (회)	17.8	15.8	14.5	13.5
ROA (%)	4.2	16.8	18.7	20.3
ROE (%)	5.4	23.9	27.1	27.8
ROIC (%)	6.1	28.7	35.8	42.2
부채비율 (%)	31.3	50.8	40.7	33.8
유동비율 (%)	237.2	170.1	236.1	316.1
순차입금/자기자본 (%)	-20.9	-26.2	-33.6	-47.6
조정영업이익/금융비용 (x)	39.8	521.1	880.8	1,101.5

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	17,000원
현재주가(26/8/20)	9,740원
상승여력	74.5%

영업이익(26F, 십억원)	30
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	33
EPS 성장률(26F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(26F, %)	280.0
P/E(26F, x)	15.9
MKT P/E(26F, x)	6.6
KOSDAQ	840.89
시가총액(십억원)	443
발행주식수(백만주)	45
유동주식비율(%)	42.2
외국인 보유비중(%)	5.0
베타(12M) 일간수익률	1.23
52주 최저가(원)	4,375
52주 최고가(원)	19,590
(%)	1M 6M 12M
절대주가	12.6 -24.5 122.6
상대주가	0.4 3.6 105.9



[전기/전자부품, 배터리 장비]

박준서
park.junseo@miraesec.com

덕산하이메탈

작은 솔더볼(MSB)이 맵다

커버리지 개시, 목표주가 17,000원

덕산하이메탈에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 17,000원으로 커버리지를 개시한다. SoTP를 적용했다. 소재사업(별도) 27F EV/EBITDA 14배, 방산·항법 자회사는 상장 예정 기업가치 기준 지분가치에 상장 할인 40%, 수소용기 자회사 27F EV/EBITDA 9배다. 밸류에이션 시점은 27F로 설정했다.

주가는 52주 최고가 대비 반토막인데 이익은 건조하다. 2026F 연결 영업이익 304 억원은 2014년 사업 분할 이후 최대다. 조정 사유는 두 가지, 1Q26 원재료 급등에 따른 일회성 마진 훼손과 자회사 상장 우려다. 둘 다 이미 주가에 반영됐다고 판단 하고 추가적인 가격 인상 및 신규 고객사 향 물량 확장이 기대된다.

MSB, 작아질수록 P가 올라간다

이익 레버리지는 캐파가 아니라 믹스에서 나온다. MSB 영업이익률은 40% 후반, 범 용 솔더볼 대비 4배 이상이다. CSB는 30% 중반으로 범용 대비 3배 이상. 소재사업 (별도) 영업이익률은 26F 13.7% → 28F 17.4%로 개선되는데, 개선분의 대부분이 Q가 아니라 질적 성장을 통한 믹스 개선이다.

60마이크로 이하는 사실상 동사와 일본사의 단독 공급이다. 일본 경쟁사는 표준 규 격만 대응 가능하고 고객별 커스터마이징 사이즈는 동사가 강점이다. 대만은 마이크 로 영역에 안 들어오고 중국은 페이스트 중심이다. FC-BGA 캐파가 글로벌로 늘어 나는 국면에서 동사의 포지션을 대체할 공급자가 없다. 범용 솔더볼은 이미 풀캐파, MSB는 가동률 60% 중반이다. 남은 건 리스크가 아니라 여력이다.

2Q26이 변곡점, 2H26은 1H26의 2배 이익 전망

2Q26 연결 매출액 908억원(+58% YoY), 영업이익 101억원으로 분기 최대 실적을 기록했다. 1) 4월 판가 인상 반영, 2) 고마진 MSB와 그중에서도 마진이 가장 높은 HDD향 비중 상승, 3) 중국 메모리향 범용 솔더볼 출하 급증하고 있기 때문이다.

3Q26 영업이익은 109억원(+596% YoY)으로 컨센서스를 상회할 전망이다. 2H26 합산 영업이익 210억원은 1H26(94억원)의 2.2배다. MSB 추가 판가 인상, 중국 증 설에 따른 범용 풀캐파, 자회사 상장에 따른 비상장 자산가치 현실화가 전망된다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	236	236	352	422	509
영업이익 (십억원)	19	3	30	49	68
영업이익률 (%)	8.1	1.3	8.5	11.6	13.4
순이익 (십억원)	20	-106	28	29	40
EPS (원)	449	-2,333	612	632	889
ROE (%)	6.8	-40.8	12.6	11.4	14.1
P/E (배)	8.6	-	15.9	15.4	11.0
P/B (배)	0.6	1.3	1.9	1.7	1.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 덕산하이메탈, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 실적 추정

SoTP, 이익 구조가 다른 세 개 사업

소재사업에 27F EV/EBITDA 14배를 적용했다. 국내 반도체 후공정 소재 피어 평균 수준이다. 근거는 1) 27~28F 영업이익 성장률 연평균 30% 이상, 2) 100 마이크론 이하 독점적 지위, 3) 어드밴스드 패키징 캐파 증설에 직접 노출이다. 밸류에이션 시점을 28F로 이연하면 추가 상향 여지가 있다.

EV/EBITDA SoTP로 밸류에이션을 적용했다. 이는 성격이 전혀 다른 세 개 사업을 연결로 갖고 있고 성장률·마진·적정 멀티플이 전부 다르기 때문이다. 27F 영업이익 485억원에 지배주주 순이익은 287억원이다. PER은 동사 별도 영업 체력을 구조적으로 과소평가한다.

표 13. SoTP 밸류에이션

구분	기준	멀티플	가치
소재사업 (별도)	27F EBITDA 57.8	EV/EBITDA 14.0x	809
방산·항법 자회사	상장 예정 기업가치 × 지분율	상장 자회사 할인 40%	90
수소용기 자회사	27F EBITDA 6.2	EV/EBITDA 9.0x	56
영업가치 합계			955
(-) 순차입금			(180)
적정 시가총액			775
발행주식수 (백만주)			45.4
주당 적정가치 (원)			17,060
목표주가 (원)			17,000
현재주가 (원)			9,740
상승여력 (%)			74.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 실적표

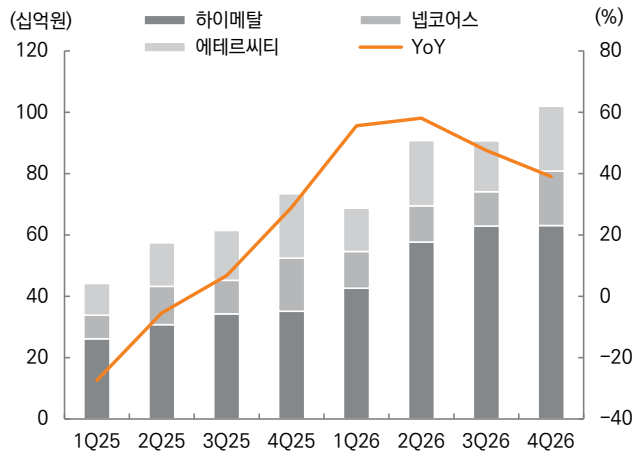
(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	44.2	57.4	61.5	73.4	68.7	90.8	90.7	102.0	236.4	352.1	421.6
QoQ	-22.3	30.0	7.1	19.4	-6.4	32.1	-0.1	12.5			
YoY	-27.4	-5.4	6.8	29.1	55.6	58.1	47.5	39.0	0.2	48.9	19.7
하이메탈	26.2	30.7	34.3	35.1	42.6	57.7	63.0	63.1	126.3	226.4	286.3
QoQ	1.8	17.4	11.6	2.5	21.3	35.4	9.1	0.2			
YoY	-27.4	-5.4	6.8	29.1	63.0	87.8	83.6	79.5	28.6	79.2	26.5
넵코어스	7.7	12.5	11.0	17.4	12.0	11.8	11.2	17.8	48.5	52.8	57.7
에테르시티	10.4	14.2	16.2	20.9	14.1	21.3	16.6	21.1	61.7	73.1	77.9
영업이익	-1.4	2.6	1.6	0.1	-0.7	10.1	10.9	10.1	2.8	30.4	48.5
하이메탈	3.1	-0.4	3.9	9.0	2.8	8.7	10.1	9.5	15.6	31.1	45.8
넵코어스	-0.3	1.8	0.7	1.8	0.2	0.5	0.4	1.2	4.1	2.4	2.8
에테르시티	-2.9	-1.9	-1.8	-3.6	-1.4	2.1	0.7	1.8	-10.2	3.3	3.7
영업이익률	-3.2	4.5	2.6	0.1	-1.0	11.1	12.0	9.9	1.2	8.6	11.5
하이메탈	11.8	-1.4	11.4	25.5	6.7	15.1	16.0	15.0	12.3	13.7	16.0
넵코어스	-4.1	14.5	6.7	10.6	2.0	4.2	3.9	7.0	8.4	4.6	4.8
에테르시티	-28.5	-13.5	-11.0	-17.1	-9.7	1.0	4.5	8.6	-16.6	4.5	4.7

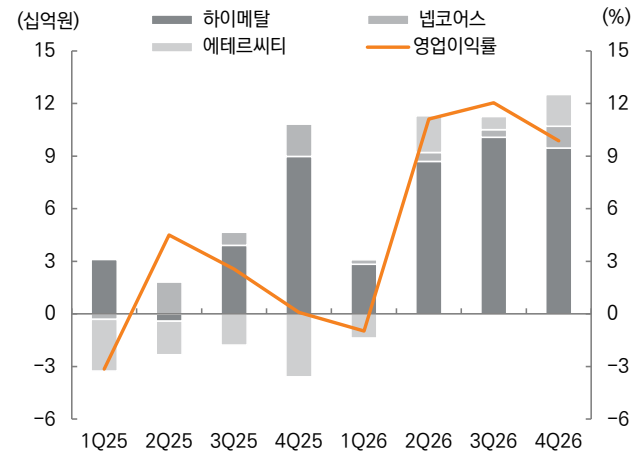
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 덕산하이메탈 매출액 추이

그림 37. 덕산하이메탈 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트 1. MSB 수요 급증

마진 개선의 근거는 원가 구조다

범용은 원재료비가 원가의 대부분, MSB는 가공비 비중이 높다. 볼 직경이 작아지면 입도 분포 제어, 표면 산화 관리, 구형도 유지 난이도가 급격히 올라가고 수율 손실도 커진다. 동일 중량 기준 판가가 수 배로 벌어진다. 작을수록 비싸다는 건 비유가 아니라 원가 구조다.

여기서 원재료 방어력이 따라온다. 가공비 중심이면 은 가격 등락이 마진에 미치는 영향이 제한적이다. 동사 주가가 은 가격과 동행해온 건 범용 중심 매출 구조에서 만들어진 패턴이다. MSB 비중이 올라가면 이 상관관계는 깨진다. 시장은 아직 동사를 은 가격 프록시로 거래하고 있다. 따라서, 최근에 은 가격 연동에 따른 마진 훼손이 제한적이다.

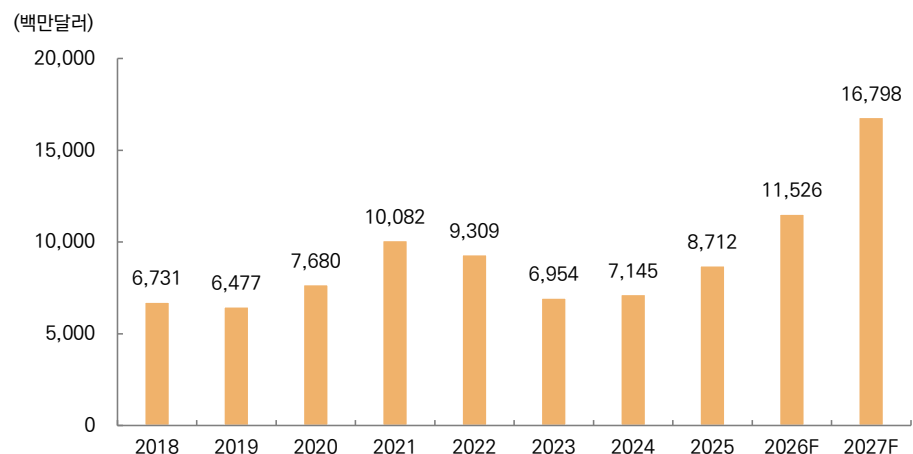
수요는 전방 FC-BGA 증설, 대체 공급자가 없다

MSB 수요의 1차 동인은 FC-BGA 캐파 증설이다. AI 가속기와 서버 CPU 확산으로 대면적·고다층 FC-BGA 수요가 늘고 국내·대만·일본 기판 업체가 동시에 증설 중이다. FC-BGA는 기판-칩, 기판-메인보드 접합부에 미세 솔더볼을 필수로 쓴다. 면적이 커지고 층수가 올라가면 볼 개수와 미세화 요구가 같이 증가한다. 기판 증설 = MSB 수요다.

포지션은 독점에 가깝다. 60마이크론 이하는 대안이 없다. 일본 경쟁사가 유사 규격 대응은 하지만 고객별 커스터마이징 사이즈 조정은 동사가 담당한다. 대만은 마이크로 영역에 공격적으로 안 들어오고 중국은 페이스트 중심이라 볼 영역 위협은 제한적이다. 국내 FC-BGA 선도 업체는 독점적 공급 체제, 대만 주요 기판 업체 내 점유율도 계속 올라가고 있다.

판가가 이를 증명한다. 1Q26 중 일부 고객사 인상을 완료했고 잔여 고객사 협의가 하반기에도 진행 중이다. 가격이 아니라 대체 불가능성으로 경쟁력을 보유하고 있다.

그림 38. 글로벌 전체 FC-BGA 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

HDD, 숨겨진 캐시카우

MSB 매출의 두 번째 축은 HDD다. 비중은 20% 내외인데 마진은 FC-BGA항보다 높다. 레코딩 헤드 접합에 극소량 투입되는 구조라 고객사 원가에서 차지하는 비중이 미미하다. 평가 수용도가 높을 수밖에 없다.

AI 데이터센터 대용량 스토리지 수요 급증에 따른 동사의 낙수효과가 지속될 것으로 판단한다. 니어라인 용량 경쟁이 재점화되며 대용량 전환이 가속화되고, 헤드 수 증가와 접합 정밀도 요구 상승으로 직결된다. 글로벌 HDD 업체 한 곳에 장기 독점 공급, 나머지 한 곳도 과반 점유율이다. 사양이 올라갈수록 소재 업체가 유리해지는 구조다.

FC-BGA 가동률 60% 중반은 리스크가 아니라 여력이다. 시장은 이를 수요 부족으로 읽는다. 가공비 중심 원가 구조에서 고정비 레버리지가 강하게 걸린다. MSB는 가동률이 오를 때 증분마진이 크다. 캐파 증설 없이 가동률만 움직였을 때의 민감도는 아래와 같다.

표 15. MSB 가동률 시나리오별 영업이익 민감도 분석

(십억원, %)

시나리오	MSB 가동률	MSB 연산 매출	추가 영업이익	소재 영업이익 (27F)	소재 OPM
Base	65%	39.0	-	45.8	16.0
시나리오 1	80%	48.0	+6.3	52.1	18.2
시나리오 2	90%	54.0	+10.5	56.3	19.7
시나리오 3	100% (풀캐파)	60.0	+14.7	60.5	21.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트 2. SB 중국 향 수요 증가

SB 캐파가 부족하다

범용 솔더볼은 마진은 낮지만 볼륨 베이스를 만드는 사업이다. 지금 캐파가 부족하다. 2Q26 가동률 70% 중반, 공정 특성상 80%가 실질 풀캐파다. 1Q26 중 30% 증설을 완료했는데 수개월 만에 추가 30% 증설을 준비 중이다.

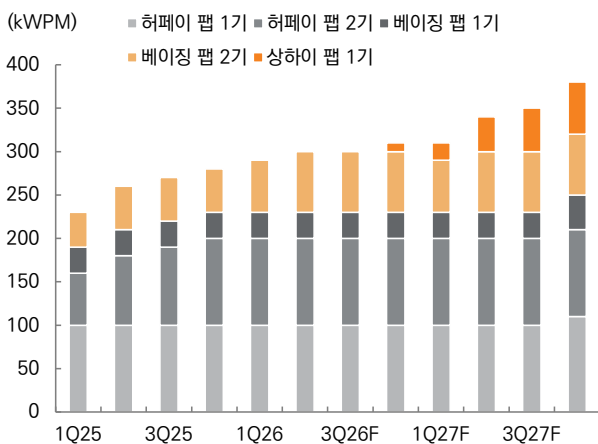
진원지는 중국 메모리다. 중국 업체 가동률이 2Q26 들어 크게 올랐고 동사 중국향 매출은 1Q26 대비 2배로 확대됐다. 해외 고객사 비중이 늘어날수록 마진이 개선된다. 중국 비중 확대는 P와 Q를 동시에 올리는 역할을 한다.

대안이 없다. 중국 로컬은 대형 SB 만 대응하고 있고 미세 SB 볼 기술력은 영세하다. 일본·대만은 지정학적으로 중국 메모리 공급망 접근이 어렵다. 중국 메모리 고객사 내 점유율은 압도적이다. 중국 캐파가 늘어나는 한 이 매출은 구조적으로 증가한다.

시장 우려는 원재료 연동제다. 6~7월 은 가격이 크게 하락했고 원가-판가 레깅이 약 2개월 이라 3Q 탐라인에 반영된다. 주가 조정의 배경이다.

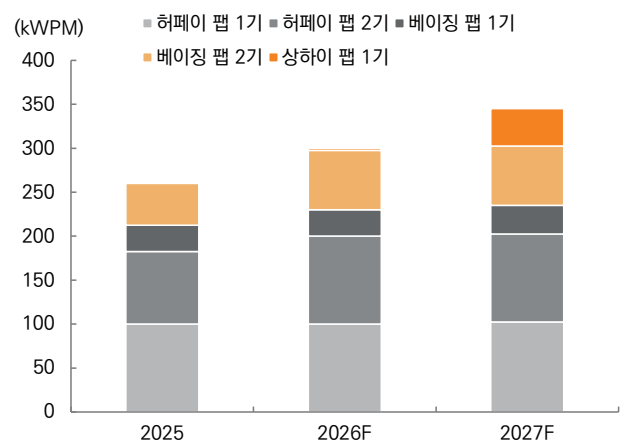
다만, 영향은 제한적이다. 1) 연동 대상은 범용 솔더볼 매출의 일부, 나머지는 분기 협상 체제다. 전사 매출 기준 절반에 못 미친다. 2) 원재료 하락폭이 판가에 그대로 전이되지 않는다. 실제 판가 영향은 적다. 3) 연동제는 탐라인을 조정할 뿐 마진율을 훼손하지 않는다. 원가와 판가가 같이 내려간다. 1Q26과는 성격이 다르다. 1Q26은 원재료가 단기 급등하며 레깅 구간에 원가만 올랐던 케이스다.

그림 39. CXMT 분기별 생산 능력 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. CXMT 팽 연간 생산능력 추이



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

범용의 스펙업은 매출 이동이 아니라 마진 상승이다

CSB는 범용 솔더볼의 상위 제품이다. 구리 코어를 솔더로 감싸는 구조로 스탠드오프를 균일하게 유지하고 전기적·열적 특성을 개선한다. 칩 사양이 올라가며 접합 소재 중요도가 커졌고, 전달 속도 개선을 위해 은·주석 → 구리·주석 전환이 진행 중이다.

핵심은 마진이다. CSB 마진은 SB의 3배 이상이다. 대량 공급으로 판가가 안정화돼도 높은 마진 개선이 기대된다. 전환은 이미 시작됐다. 모바일 AP는 적용 완료, 차기 플래그십형 개발이 진행 중이다. 글로벌 로직 반도체 업체 벤더 등록이 1Q26 완료되며 적용이 결정됐고 AI 가속기·추론 칩 확대 개연성이 열려 있다. 고사양 메모리에서도 니즈가 확인된다.

변수는 메모리다. 국내 메모리 고객사의 일반 메모리가 CSB로 넘어가는 시점이 마진 레벨업 분기점이다. 물량이 크기 때문에 전환 개시 순간 소재사업 마진 구조가 계단식으로 바뀐다. CSB 가동률은 50%다. 현시점에 증설 없이 대응 가능하다.

표 16. 범용 → 코어솔더볼 전환률 시나리오별 소재사업 영업이익

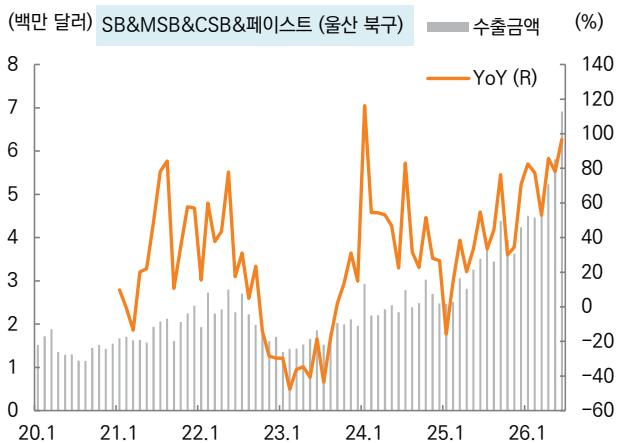
(십억원, %)

시나리오	전환률	전환 매출 (28F)	추가 영업이익	소재 영업이익 (28F)
Base	0%	—	—	63.0
시나리오 1	10%	19.9	+2.4	65.4
시나리오 2	20%	39.8	+4.8	67.8
시나리오 3	30%	59.7	+7.2	70.2

주: 28F 범용 솔더볼 매출 1,990억원 가정, 전환 시 마진 스프레드 +12%p(범용 한 자릿수 후반 → CSB 대량공급 20%) 적용

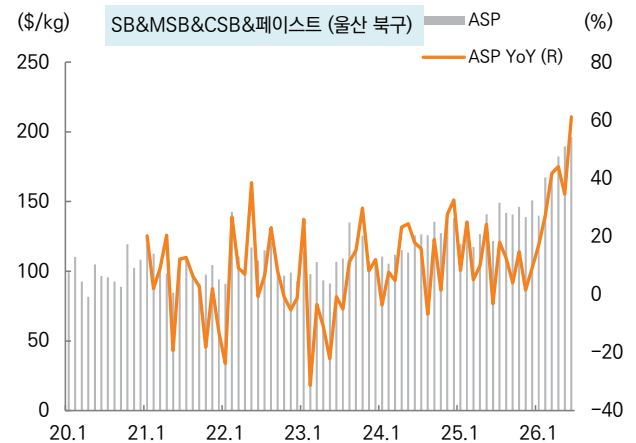
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 울산 북구 SB&MSB&CSB&페이스트 수출액



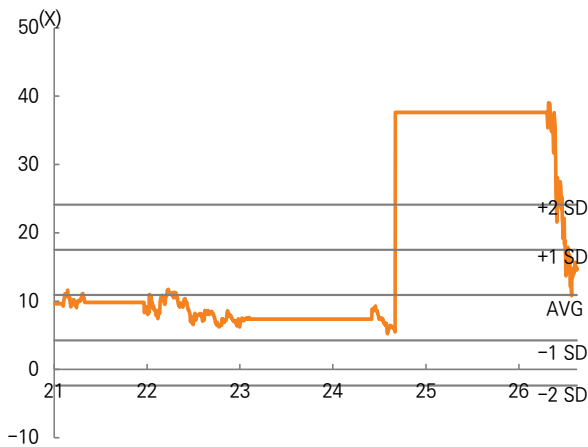
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 울산 북구 SB&MSB&CSB&페이스트 ASP 추이



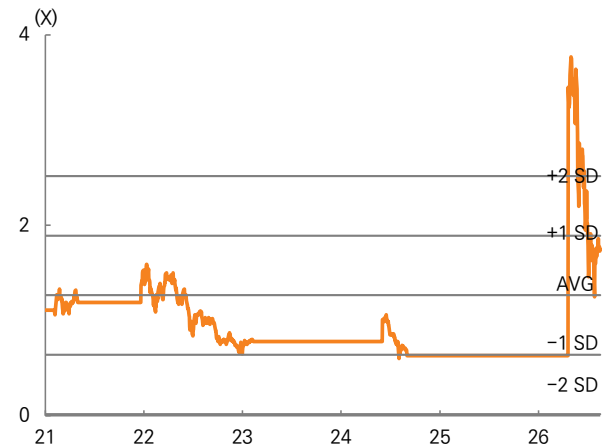
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 덕산하이메탈 P/E STD



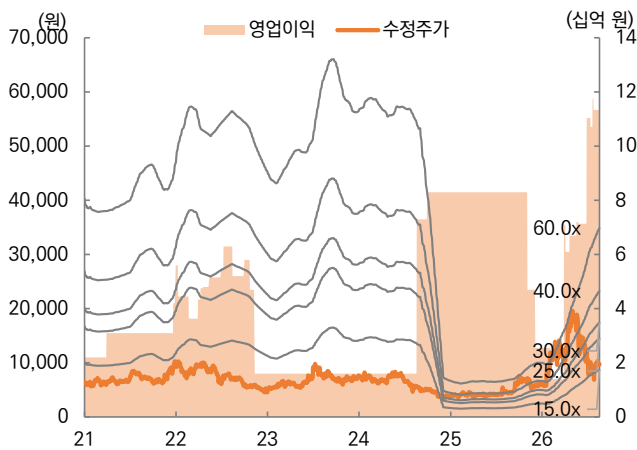
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 덕산하이메탈 P/B STD



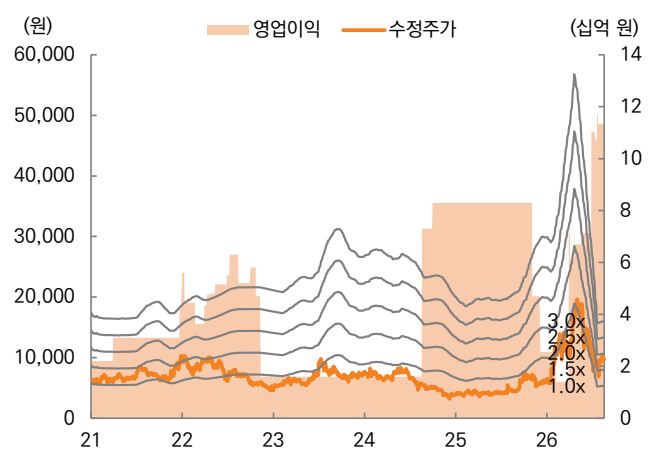
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 덕산하이메탈 P/E, 영업이익의 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 덕산하이메탈 P/B, 영업이익의 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

덕산하이메탈 (077360)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	236	352	422	509
매출원가	192	277	325	384
매출총이익	44	75	97	125
판매비와관리비	41	45	48	57
조정영업이익	3	30	49	68
영업이익	3	30	49	68
비영업손익	-123	3	-14	-19
금융손익	-11	-12	-15	-17
관계기업등 투자손익	21	9	0	0
세전계속사업손익	-120	33	35	49
계속사업법인세비용	-4	5	6	9
계속사업이익	-116	28	29	40
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-116	28	29	40
지배주주	-106	28	29	40
비지배주주	-10	0	0	0
총포괄이익	-118	31	29	40
지배주주	-108	30	28	40
비지배주주	-10	0	0	1
EBITDA	20	48	65	83
FCF	-10	-17	17	55
EBITDA 마진율 (%)	8.5	13.6	15.4	16.3
영업이익률 (%)	1.3	8.5	11.6	13.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-44.9	8.0	6.9	7.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	179	165	208	300
현금 및 현금성자산	67	10	22	84
매출채권 및 기타채권	45	63	76	83
재고자산	51	71	85	103
기타유동자산	16	21	25	30
비유동자산	480	585	651	686
관계기업투자등	211	294	353	388
유형자산	110	139	149	149
무형자산	129	122	116	111
자산총계	659	750	860	986
유동부채	194	246	320	399
매입채무 및 기타채무	21	29	35	42
단기금융부채	154	191	247	297
기타유동부채	19	26	38	60
비유동부채	126	136	142	149
장기금융부채	104	105	105	105
기타비유동부채	22	31	37	44
부채총계	320	381	462	548
지배주주지분	207	237	266	306
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	116	116	116	116
이익잉여금	169	197	225	266
비지배주주지분	132	132	132	132
자본총계	339	369	398	438

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	5	20	37	65
당기순이익	-116	28	29	40
비현금수익비용가감	147	21	35	43
유형자산감가상각비	9	10	10	10
무형자산상각비	8	7	6	5
기타	130	4	19	28
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-12	-16	-4	8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	3	-13	-13	-8
재고자산 감소(증가)	-8	-20	-14	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	-3	2	3
법인세납부	-5	-4	-6	-9
투자활동으로 인한 현금흐름	20	-44	-23	-17
유형자산처분(취득)	-15	-37	-20	-10
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	49	-7	-6	-6
기타투자활동	-14	0	3	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	-27	35	56	50
장단기금융부채의 증가(감소)	-29	37	56	50
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-2	-1	0	0
기타재무활동	3	-1	0	0
현금의 증가	-3	-57	12	62
기초현금	69	67	10	22
기말현금	67	10	22	84

자료: 덕산하이메탈, 미래에셋증권 리서치센터

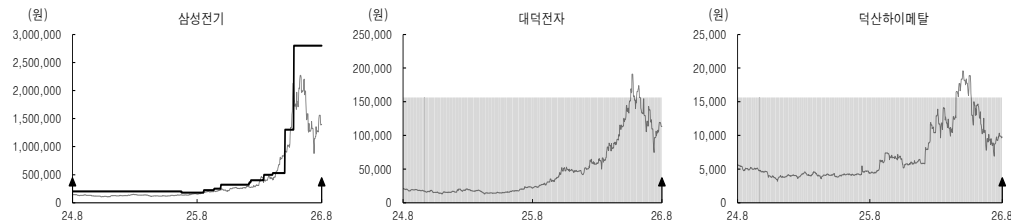
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	15.9	15.4	11.0
P/CF (x)	8.8	9.0	7.0	5.3
P/B (x)	1.3	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA (x)	29.9	17.9	13.7	10.6
EPS (원)	-2,333	612	632	889
CFPS (원)	695	1,082	1,398	1,826
BPS (원)	4,544	5,213	5,846	6,735
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	0.2	49.0	19.7	20.7
EBITDA증가율 (%)	-42.8	140.1	36.6	27.6
조정영업이익증가율 (%)	-84.9	980.2	59.6	39.2
EPS증가율 (%)	적전	흑전	3.3	40.6
매출채권 회전율 (회)	5.0	6.5	6.1	6.4
재고자산 회전율 (회)	4.7	5.7	5.4	5.4
매입채무 회전율 (회)	22.3	26.1	24.0	23.6
ROA (%)	-15.7	3.9	3.5	4.4
ROE (%)	-40.8	12.6	11.4	14.1
ROIC (%)	0.7	10.5	12.0	16.4
부채비율 (%)	94.5	103.4	116.2	125.2
유동비율 (%)	92.1	67.2	65.0	75.2
순차입금/자기자본 (%)	54.5	74.8	80.0	69.6
조정영업이익/금융비용 (x)	0.2	2.2	3.1	3.7

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성전기 (009150)					2025.09.10	매수	225,000	-13.08	-8.00
2026.06.01	매수	2,800,000	-	-	2025.07.07	매수	180,000	-15.29	0.17
2026.05.06	매수	1,300,000	-6.00	63.62	2025.07.03	1년 경과 이후	200,000	-30.70	-30.70
2026.03.31	매수	530,000	22.65	73.21	2024.07.03	매수	200,000	-34.28	-13.65
2026.03.05	매수	500,000	-14.11	-4.10	대덕전자 (353200)				
2026.01.26	매수	400,000	-14.13	16.63	2026.08.21	매수	180,000	-	-
2026.01.21	매수	360,000	-22.92	-21.39	덕산하이메탈 (077360)				
2025.10.30	매수	320,000	-21.07	-8.75	2026.08.21	매수	17,000	-	-
2025.10.10	매수	250,000	-14.24	-7.20					

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성전기 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.