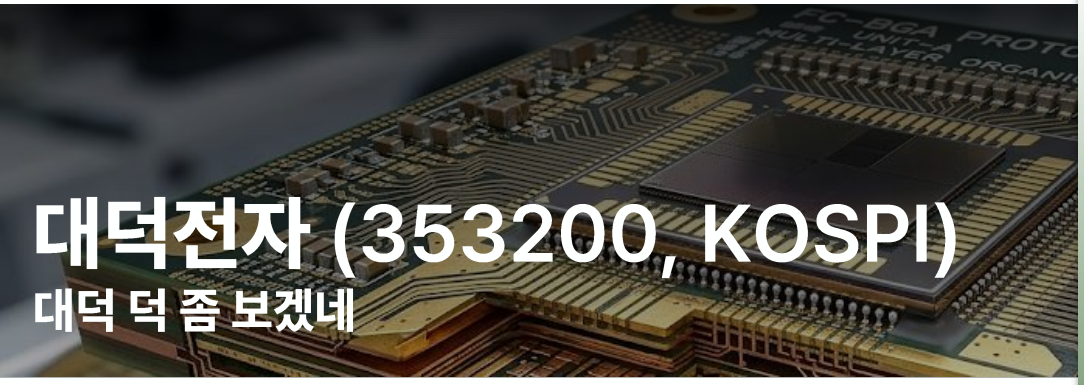


대덕전자 (353200, KOSPI)

대덕 덕 좀 보겠네

YIG
Yonsei Investment Group

대덕전자, 투자의견: BUY

동사는 반도체 패키지 기판과 고다층 PCB를 생산하는 기판 전문업체이다. 본 리서치팀은 ① **대면적·고다층 FC-BGA 양산을 통한 P·Q 믹스** ② **FC-CSP 수요 증가와 제한적 공급 속 선제 증설 수혜** ③ **우주항공향의 새로운 고객사와 AI 가속기용 고사양 제품을 더한 MLB의 이익 성장**을 투자포인트로 제시한다.

FC-BGA 대면적 양산 본격화

동사의 FC-BGA는 전장·광모듈·저장장치 컨트롤러 물량을 기반으로 2Q26 가동률 약 90%를 확보한 가운데, 대면적 제품으로 확대되고 있다. 2026년 6월 50 바디급 양산을 시작했으며, 하반기에는 68 바디급 대면적 제품까지 양산 범위를 확대할 예정이다. 2027년 2분기에는 생산능력이 약 50% 확대되고, 56×56mm AI5향 약 2,000억 원 규모 양산 물량이 신규 CAPA에 반영될 전망이다. 이에 **고사양 제품 매출 비중은 2026년 약 4% → 2027년 30% → 2028년 41%까지 상승할 것으로 판단한다.** 따라서 2026년 대면적 제품 전환에 따른 믹스 개선과 2027년 AI5·신규 CAPA를 통한 물량 증가(Q)가 맞물리며 FC-BGA 매출 성장 속도가 높아질 것으로 전망한다.

FC-CSP 공급부족 속 선제적 증설 수혜

동사의 FC-CSP는 DDR5·GDDR7 메모리와 컨트롤러·전장향 비메모리 수요 확대로 Full-CAPA에 근접했다. 이에 **기존 CAPA를 30% 확대해 3Q27부터 신규 물량에 대응할 예정**이다. 글로벌 증설이 FC-BGA에 집중된 가운데, 동사는 LTA로 수요를 확보한 뒤 **고수익 비메모리 중심으로 신규 CAPA를 배정해 초과수요를 선점하고 중장기 고객 기반을 확대할 전망**이다.

MLB 신규 CAPA로 성장 재시작

동사의 MLB는 2Q26 CAPA 증설로 생산능력이 확대되며 하반기부터 가동률이 상승할 전망이다. **우주항공은 새로운 고객사인 Amazon과 AMD향 고사양 AI 가속기용 공급 확대가 더해지며 가동률 상승과 고사양 믹스 개선이 동시에 나타날 것으로 판단한다.**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출 (십억 원)	892.1	1,065.3	1,588.2	2,087.0	2,596.0
영업이익 (십억 원)	11.3	49.1	270.3	408.6	584.1
영업이익률 (%)	*1.3%*	*4.6%*	*17.0%*	*19.6%*	*22.5%*
순이익 (십억 원)	23.8	47.6	229.6	327.8	464.7
순이익률 (%)	*2.7%*	*4.5%*	*14.5%*	*15.7%*	*17.9%*
EPS (원)	461	924	4,646	6,634	9,404
BPS (원)	17,717	18,158	21,585	27,667	37,814

투자의견

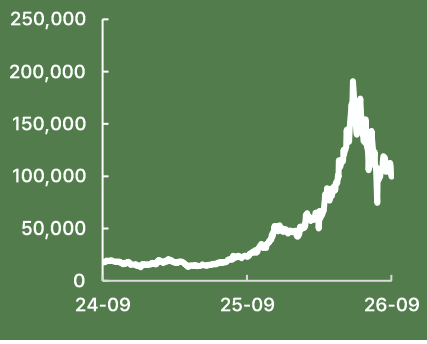
BUY

목표주가	₩153,800
현재주가	₩102,900
상승여력	49.5%

YIG 48th Research Team

김성현	kimsh020509@yonsei.ac.kr
이석영	young7728@yonsei.ac.kr
신정인	jungin411@yonsei.ac.kr
최현준	junjun0521@yonsei.ac.kr

Price Performance



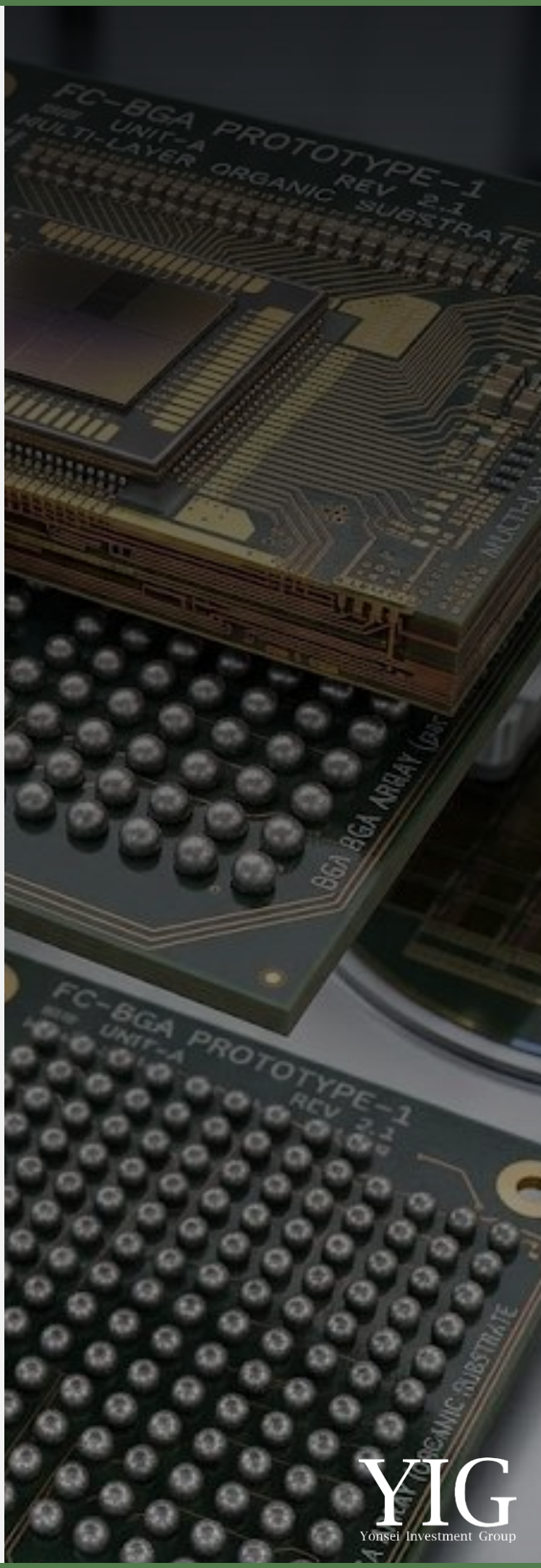
Stock Data

기준날짜	2026. 09. 21
KOSPI	7,007.72
시가총액	5조 850억 원
발행주식수	49,416,925주
유통주식수	49,416,925주
52주 최고가	198,000원
52주 최저가	26,350원
외국인지분율	18.31%

주요주주	지분율(%)
대덕 외 5인	30.8%

Table of Contents

1. 산업분석 3P
2. 기업분석 10P
3. 투자포인트 16P
4. 매출추정 21P
5. 비용추정 26P
6. 밸류에이션 28P
7. Appendix 29P



YIG
Yonsei Investment Group

산업분석

칩과 보드의 연결고리, 기판

What is 기판?

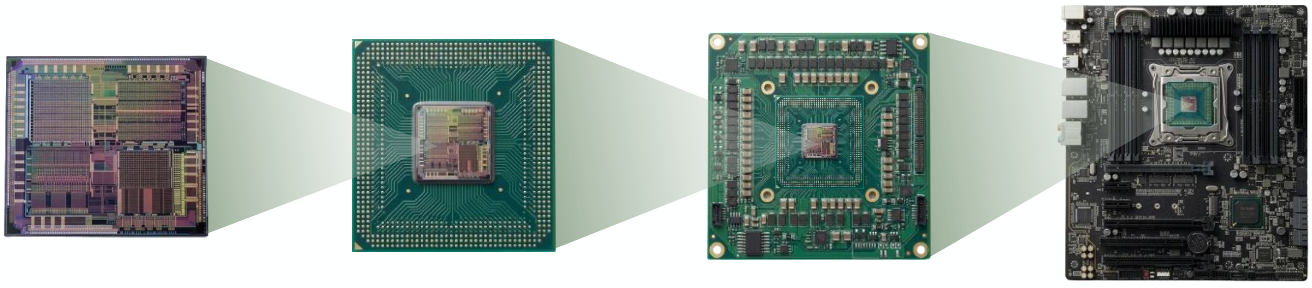
기판의 역할

반도체 칩에는 머리카락 굵기보다 훨씬 좁은 간격으로 수천 개의 접점이 배치돼 있다. 반면 칩이 실장되는 메인보드는 훨씬 크고 배선 간격도 넓다. 두 부품 간 크기·정밀도 차이가 커서 직접 연결이 어렵기 때문에, 촘촘한 접점을 넓은 배선 간격에 맞춰 신호·전력을 전달하는 중간 다리, 즉 기판이 필요하다.

기판의 종류

기판은 칩에서 보드로 갈수록 역할과 크기가 달라진다. ① 칩을 직접 받치는 패키지 기판, ② 패키징된 반도체와 부품을 묶는 모듈 PCB, ③ 여러 모듈을 통합해 시스템을 완성하는 메인보드 PCB 순이다. 이 가운데 **칩과 가장 가까운 패키지 기판이 반도체 성능을 뒷받침하는 핵심 부품이다.**

그림 1. 반도체 칩, 패키지 기판, 모듈 PCB, 메인보드 PCB 구조도



반도체 칩 | 패키지 기판 | 모듈 PCB | 메인보드 PCB

출처: YIG

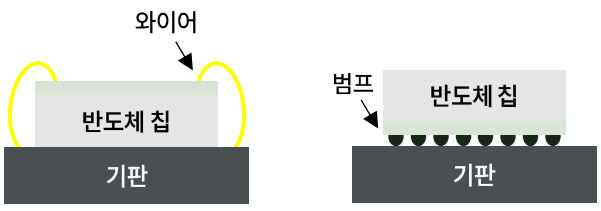
칩-기판 연결방식

패키지 기판은 칩-기판 연결 방식에 따라 WB(Wire Bonding)와 FC(Flip Chip)로 구분된다. WB는 칩 가장자리 접점을 와이어로 연결하는 방식으로, 구조는 단순하나 전송 속도·신호 품질에 한계가 있다. FC는 칩을 뒤집어 바닥의 범프로 기판과 직접 연결해, 신호 경로를 단축하고 접점 수를 늘릴 수 있다. **따라서 고성능 반도체는 FC 방식을 주로 채택한다.**

패키지-메인보드 연결방식

패키지-메인보드 연결 방식은 리드프레임과 BGA(Ball Grid Array)로 나뉜다. 리드프레임은 가장자리에만 접점을 낼 수 있어 접점 수와 패키지 면적 효율에 한계가 있는 반면, BGA는 바닥 전체를 접점으로 활용해 동일 면적 대비 더 많은 접점과 짧은 신호 경로를 확보할 수 있다. 이 때문에 **고성능 반도체 패키지는 대부분 BGA 방식을 채택한다.**

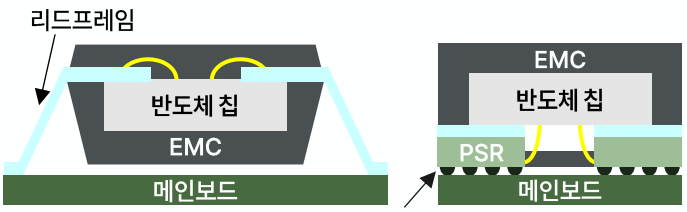
그림 2. WB와 FC



<WB> <FC>

출처: YIG

그림 3. 리드프레임과 BGA



<리드프레임> <BGA>

출처: YIG

산업분석

AI 인프라 확대라는 수요처

FC-BGA

BGA 방식 패키지 기판은 다시 용도에 따라 크게 두 갈래로 나뉜다. FC-BGA는 기판이 칩보다 큰 것이 특징인 최고부가 패키지 기판이다. CPU·GPU·AI 가속기처럼 덩치가 크고 접점이 많은 고성능 비메모리 칩을 받쳐야 하므로, 칩보다 넉넉히 큰 기판 위에 수많은 배선을 촘촘히 펼친다. 절연 소재로는 일본 아지노모토사의 ABF(Ajinomoto Build-up Film)를 써서 미세 배선과 여러 층의 적층을 구현한다.

FC-CSP

FC-CSP(Chip Scale Package)는 칩과 비슷한 크기의 소형 패키지 기판이다. 기판을 칩 크기에 맞춰 공간 효율이 뛰어나며 절연 소재로는 BT(Bismaleimide Triazine) 수지를 사용한다. **FC-BGA가 넓은 면적에 많은 배선을 구현해 고성능 칩을 뒷받침하는 제품이라면, FC-CSP는 제한된 공간에서 높은 집적도와 연결 효율을 구현하는 제품이다.**

MLB

여기에 **여러 반도체와 부품을 하나의 시스템으로 묶는 고사양 메인보드인 MLB(Multi-Layer Board)**까지 더하면, AI 인프라 하나를 완성하는 데 필요한 기판의 세 축이 완성된다. MLB는 여러 반도체 부품을 연결해 하나의 시스템을 완성하는 무대다. 메인보드 PCB 가운데 고사양·고다층 제품을 지칭하며 다층 회로 구조로 제한된 면적에 더 많은 배선을 구현해 시스템 전체의 신호·전력을 전달한다. 이 세 제품군은 응용처가 서로 다르지만, **AI 인프라 투자 확대라는 수요 축에서 동시에 자극받고 있다**는 공통점을 가진다.

빅테크 CapEx는 2027년 1조 달러 돌파 전망

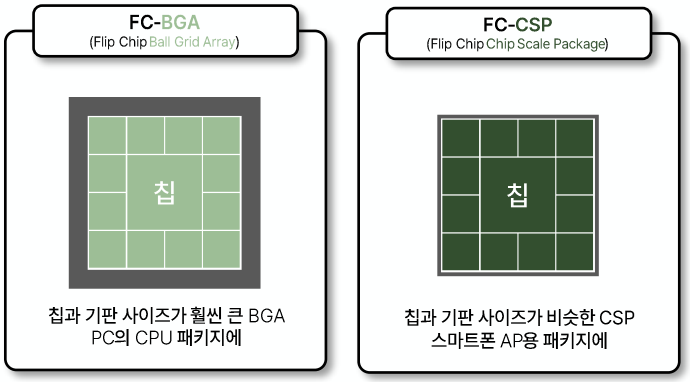
CapEx 규모

2026년 Meta·Alphabet·Microsoft·Amazon 4사의 합산 CapEx는 약 7,600억 달러로 전망되며, 이는 2025년 약 4,100억 달러 대비 77% 증가한 수준이다. 회사별 가이던스는 Meta 약 1,450억 달러, Alphabet 약 2,050억 달러, Microsoft 약 1,900억 달러, Amazon 약 2,200억 달러이며, 시장은 4사 합산 CapEx가 2027년에는 1조 달러를 상회할 것으로 전망한다.

병목의 물리적 전가

CapEx 확대가 유독 기판 산업에 중요한 이유는 **투자가 만들어내는 변화가 반도체 칩과 기판 사이의 연결 구조를 물리적으로 바꾸기 때문**이다. 칩의 접점 수가 늘어나면 이를 받아내는 기판의 배선 밀도와 면적이 함께 늘어나야 하고, 여러 칩을 빠르게 연결해야 하는 시스템에서는 기판의 층수와 신호처리 능력도 함께 높아져야 한다. 그리고 여기서 기판 산업만의 구조적 병목이 발생한다.

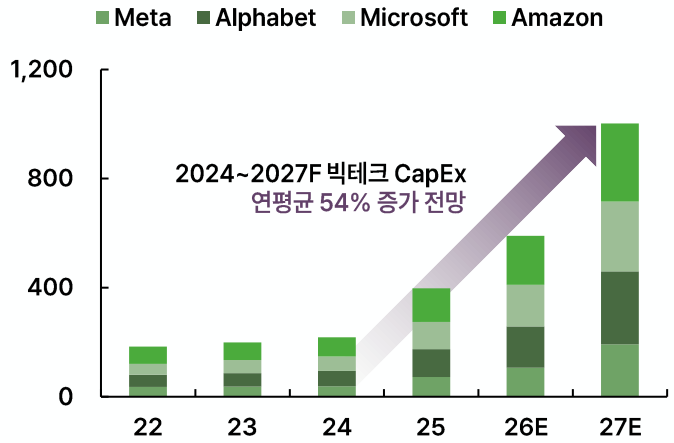
그림 4. FC-BGA, FC-CSP 구분



출처: 삼성전기, YIG

그림 5. 빅테크 연도별 CapEx 추이 및 전망

단위: 십억 달러



출처: FactSet, YIG

산업분석

모든 기판이 수요 증가·공급 제약

FC-BGA, 가속기 한 대에 필요한 기판이 세대마다 늘어난다

TDP 상승과 기판 고도화

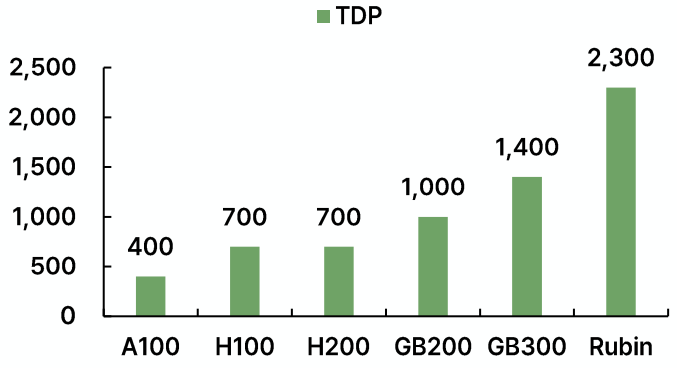
AI 인프라에서 연산 밀도가 가장 직접적으로 부딪히는 병목은 가속기 자체를 지지하는 FC-BGA다. AI 가속기는 세대가 바뀔 때마다 처리 전력(TDP)이 가파르게 높아지고 있다. NVIDIA 플랫폼 기준 TDP는 A100의 400W에서 H100/H200의 700W, Blackwell GB200의 1,000W, GB300의 1,400W를 거쳐 차세대 Rubin은 2,300W까지 높아질 전망이다. **전력 수준이 높아질수록 이를 안정적으로 뒷받침하는 패키지 구조도 고도화되어야 하며, 그 결과 기판의 층수와 소요 면적이 함께 늘어난다.**

세대별 FC-BGA 소요량 증가

실제로 기판 층수는 Hopper 12층에서 Blackwell 14층, Rubin 18층으로 증가하고 있으며, 가속기 1개당 기판 소요량은 Hopper를 1로 두었을 때 Blackwell 1.85, Rubin 2.5, Rubin Ultra 3.0, 차차세대 Feynman은 3.9까지 늘어나는 것으로 추정된다. 즉 **가속기 출하량이 그대로여도 세대 전환만으로 FC-BGA 수요는 최대 3.9배까지 확대될 수 있는 구조**다.

그림 6. NVIDIA 플랫폼 칩당 TDP(5분기 간격)

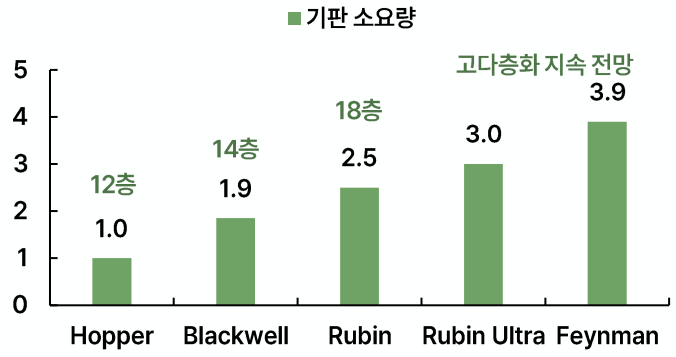
단위: W



출처: 언론종합, YIG

그림 7. NVIDIA 플랫폼 별 ABF 기판 층수 및 소요량 증가

단위: (Hopper 기판 소요량=1)

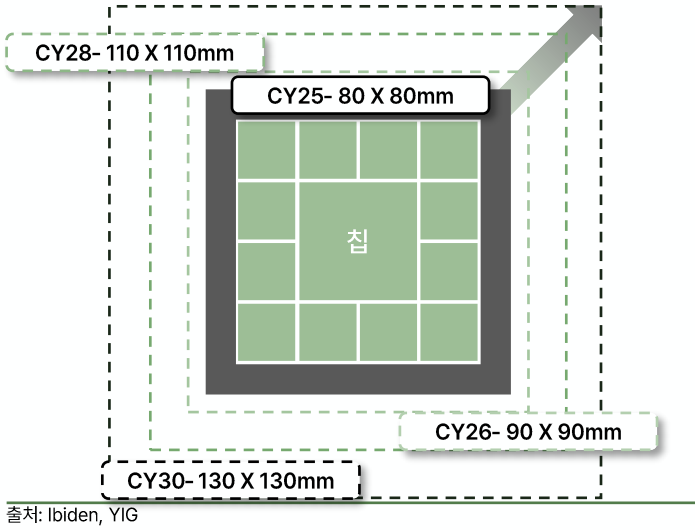


출처: Bloomberg, YIG

면적·배선 로드맵

기판 자체의 물리적 사양도 함께 높아지고 있다. Ibiden의 로드맵 기준 기판 크기는 CY25 80×80mm에서 CY26 90×90mm, CY28 110×110mm, CY30 130×130mm로 확대될 전망이며, Unimicron 로드맵에서는 배선 선폭(L/S)이 9/12μm에서 5/7μm, 5/5μm로 미세화된다. 대면적화와 미세화가 동시에 진행될수록 공정 난도와 수율 관리 부담은 함께 높아진다.

그림 8. ABF 기판 면적 로드맵



출처: Ibiden, YIG

그림 9. Unimicron FC-BGA 로드맵

		2025	2026E	2027E
Structure		11/2/11 ; 8/6/8	14/n/14	16/n/16
Max, Body Size (mm)		93x93	150x150	>150x150
Build up Layer	Line/ Space	9/12	5/7	5/5
	Min. Via/ Land Diameter	55/80	35/60	30/55
Core Layer	Line/ Space	25/25	20/25	20/25

출처: Unimicron, YIG

산업분석

기판이 커질수록 같은 설비의 생산량은 오히려 준다

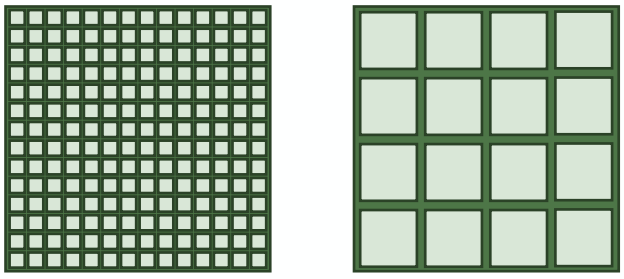
패널당 생산량 감소

기판이 대형화되면 동일한 생산설비·패널에서 한 번에 뽑아낼 수 있는 기판 수가 줄어든다. 33×33mm 기판의 면적은 1,089mm²인 반면 110×110mm 기판은 12,100mm²로 약 11.1배 넓다. 동일한 패널을 사용한다고 가정하면 패널당 생산 가능 개수는 196개(33×33mm)에서 16개(110×110mm)로 91.8% 감소한다.

수율 이중 부담

여기에 수율 문제까지 겹친다. 33×33mm 기판의 수율은 90% 수준인 반면 110×110mm 기판의 수율은 10% 미만으로 떨어지는 것으로 파악된다. 층수가 늘어나는 것도 별도의 수율 부담이다. 회로 형성과 적층 공정이 반복되면서 각 층의 정렬 오차가 누적되고 대형 기판일수록 휨 제어도 어려워져 적층 층수가 한 층 늘어날 때마다 수율이 약 10%p 내외 추가로 악화될 수 있다. 결국 **대면적화·고다층화가 동시에 진행되면서 명목 CAPA만으로는 실제 생산 가능한 물량을 가늠하기 어려워지는 국면에 진입**했다.

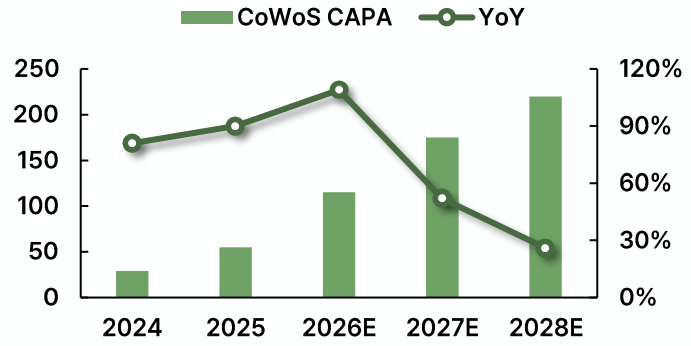
그림 10. 기판 대면적화에 따른 수율 감소



출처: Unimicron, YIG

그림 11. TSMC CoWoS CAPA

단위: 천장/월, %(우)



출처: TSMC, YIG

CoWoS CAPA와 수급 갭

TSMC의 CoWoS 생산능력은 2026년 말 월 11.5만 장에서 2028년 월 22만 장까지 약 2배 확대될 전망이다. 그러나 이 CAPA 확장이 실제로 요구하는 기판 연면적은 계획된 증설분을 크게 웃돈다. **연면적 기준으로 예정된 FC-BGA 생산능력 증가는 약 187만m²에 달할 것으로 예상되지만, AI 반도체의 패키징 생산능력 확대에 따른 추가 기판 수요는 이를 크게 웃돌 전망**이기 때문이다. 차세대 NVIDIA R200의 웨이퍼당 양품 생산량과 70%의 CoWoS 수율, 90×90mm·18층 FC-BGA를 적용하면 약 404만m²의 추가 기판 연면적이 필요할 것으로 추정된다. 즉 예정된 증설 규모(187만m²)가 추가로 발생하는 수요(404만m²)의 절반에도 못 미치는 셈이다. 이러한 수급 갭은 실제 공급부족률 전망에도 그대로 반영된다. ABF 기판 공급부족률은 2025년 -1%에서 2026E 7%, 2027E 14%, 2028E 19%까지 확대될 전망이며, 리드타임도 기존 3~4개월에서 최근 12개월 이상으로 길어지고 있다.

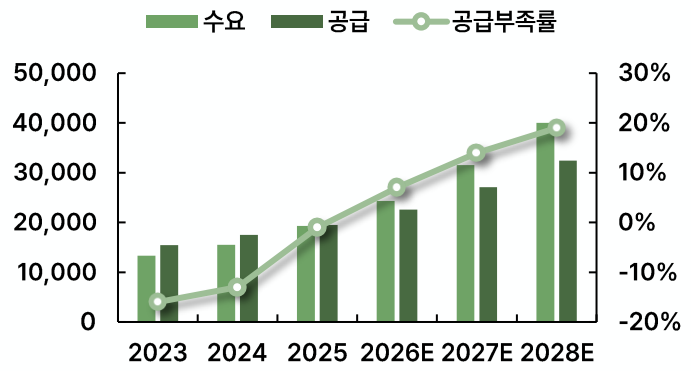
그림 12. 300mm 웨이퍼 당 칩 아웃풋 계산

Compute Die 면적	820mm²
웨이퍼당 gross die 수	62.9
웨이퍼당 gross R200 GPU 수	31.5
수율	70%
웨이퍼당 양품 R200 GPU 수	22.0
R200 GPU FC-BGA body size	90X90mm
층수	18L
R200 칩 당 FC-BGA 연면적	0.1458m²

출처: 언론종합, YIG

그림 13. ABF 기판 공급 부족률 추이

단위: 억 원(좌), %(우)



출처: BofA Global Research, YIG

산업분석

대규모 증설에도 좁혀지지 않는 격차

CapEx 확대

선두업체들도 대규모 증설에 나서고 있다. Ibiden은 2026~2028년 약 5,000억 엔을, Unimicron은 연간 CapEx를 NT$254억에서 NT$340억으로 33.9% 확대하며 이 중 약 70%를 ABF 기판 증설·공정 개선에 배정하고 있다. 삼성전기 역시 기판 사업에만 8조 원, 향후 3년간 15조 원 규모의 투자를 추진 중이다.

명목 CAPA보다 중요한 것은 기술력

그럼에도 공급 부족이 해소되지 않는 이유는 앞서 살펴본 수율·생산량 손실 구조 때문이다. 결국 이 국면에서 **경쟁력을 가르는 것은 CAPA 발표 규모가 아니라 대면적·고다층 제품을 실제로 안정적인 수율로 양산할 수 있는 기술력**이다. 동일한 크기의 기판을 만들겠다고 발표하더라도 초기 수율을 얼마나 빠르게 안정화하는지에 따라 실제 공급 가능 물량은 크게 달라질 수 있으며, 이는 명목 CAPA만으로는 드러나지 않는 업체별 차별화 요소다.

후발주자의 기회

공급 부족 국면은 이러한 기술 검증을 마친 후발주자에게도 기회가 된다. 2022년 Renesas는 ABF 소재·생산능력 부족에 대응해 기존 공급망 밖의 업체를 FC-BGA 대체 공급사로 추가했고, 해당 업체는 설계·치수·전기적 성능 인증을 거쳐 약 35%의 물량을 확보한 선례가 있다. 이는 **공급 부족 국면에서 신규 인증을 마친 업체가 실제 벤더로 채택될 수 있음**을 보여준다.

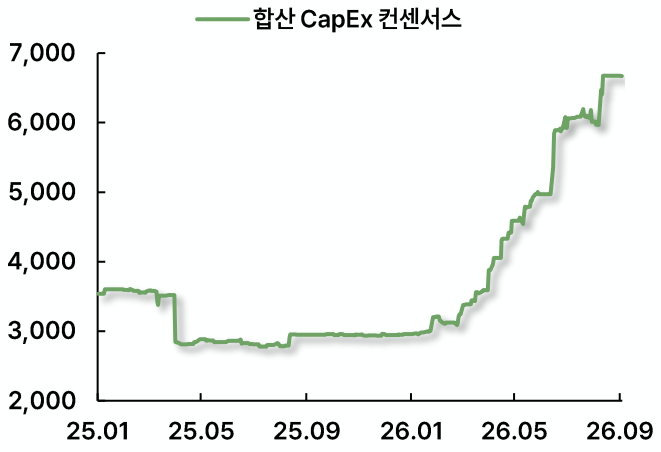
FC-CSP 재조명의 배경

FC-CSP

가속기가 처리한 연산 결과는 저장되고 다시 불러와져야 하며, 이 과정에서 메모리·SSD 컨트롤러·차량용 반도체 등 다양한 소형·고집적 칩이 데이터를 처리한다. AI가 다루는 데이터량이 늘어날수록 병목은 이런 칩들을 지지하는 FC-CSP로도 옮겨간다. FC-CSP는 오랫동안 모바일 AP 전용 기판에 가까웠고, 스마트폰 시장이 성숙기에 접어들며 성장도 교체 수요에 갇히는 듯했다. 흐름을 바꾼 것은 반도체 고성능화다. **칩 처리 성능이 높아질수록 신호 전달 효율의 중요성이 커졌고, 짧은 신호 경로와 높은 집적도라는 FC-CSP 고유의 강점이 모바일 밖에서 재조명**되기 시작했다.

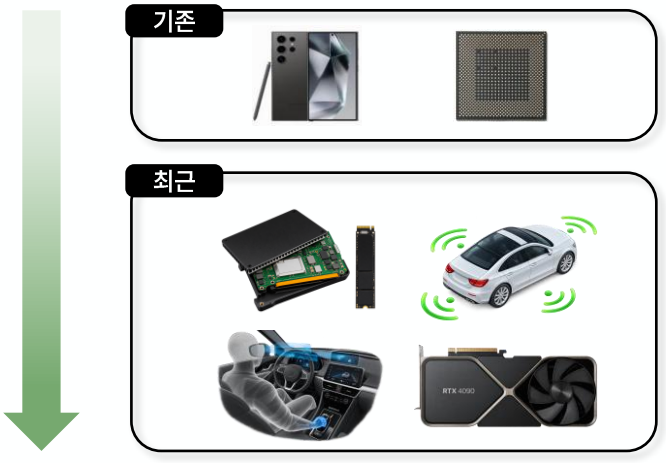
그림 14. 글로벌 반도체기판 합산 2026년 CapEx 컨센서스

단위: 백만 달러



출처: Bloomberg, YIG

그림 15. FC-CSP의 적용처 변화



출처: YIG

산업분석

수요 다변화의 정량적 근거

메모리 세대 전환

글로벌 DDR 출하는 DDR4 중심에서 DDR5 중심으로 빠르게 전환되고 있다. 분기별 출하량 기준 DDR4는 1Q24 1,500백만 개에서 4Q26E 100백만 개로 급감하는 반면, DDR5는 같은 기간 950백만 개에서 2,400백만 개로 확대된다. **AI 연산에 특화된 DDR5 채택 확대는 이를 지원하는 FC-CSP 수요 증가로 직결**된다.

비메모리 저장장치 확대

eSSD 수요는 1Q25 570억GB에서 4Q26E 1,260억GB로 2배 이상 확대되며 SSD 수요 증가를 주도하고 있으며, Enterprise SSD 출하량도 2026년 연간 기준 전년 대비 43% 증가할 전망이다. AI 데이터센터의 추론 과정에서 처리해야 할 데이터가 급증하는 동시에 기존 HDD에서 SSD로의 저장 수요 이전까지 맞물린 결과다. **저장장치 확대는 이를 관리하는 SSD 컨트롤러 수요를 거쳐 다시 FC-CSP 수요로 이어진다.**

차량용 반도체

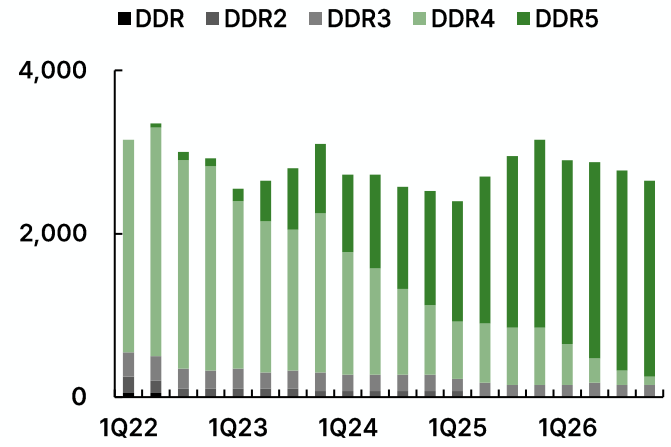
자율주행 수준이 높아질수록 차량이 주변 환경을 인식·판단하기 위해 필요한 센서와 연산 성능이 늘어난다. Level 3 자율주행 시스템(바이두 아폴로 기준)은 15개의 센서를 탑재하지만 Level 4(바이두 RT6 기준)에서는 38개까지 늘어나, 자율주행 단계 상승만으로 탑재 센서 수가 약 2.5배 증가한다. **비메모리용 FC-CSP는 제품별 요구 사양이 다양해 메모리용보다 상대적으로 높은 부가가치를 확보하기 쉬우며**, 이 때문에 메모리·비메모리 포트폴리오를 모두 보유한 업체에 수혜가 집중될 전망이다.

BT CAPA의 구조적 축소

수요처가 확대되는 것과 반대로 글로벌 BT 기판의 공급능력은 구조적으로 줄어들고 있다. AI·대형 패키지 수요 증가로 ABF 공급 부족이 심화되면서 주요 기판업체들이 BT 설비를 ABF로 전환하고 있기 때문이다. Unimicron은 올해 BT CAPA를 약 15% 축소하고, 2027년 상반기까지 축소 폭을 40% 수준으로 확대할 계획이다. 다른 Tier 1 업체들도 BT 생산 비중을 줄이거나 설비를 ABF로 전환하는 움직임을 보이는 반면, 신규 BT CAPA를 뒷받침할 투자는 제한적이다. 즉 **BT 공급능력은 증설이 정체되는 수준을 넘어 기존 생산능력 자체가 감소하는 국면에 진입**하고 있다. 결과적으로 FC-CSP는 수요가 늘고 공급이 줄어드는 이중 압박 구조에 놓여 있다.

그림 16. 글로벌 DDR 출하 추이 및 전망

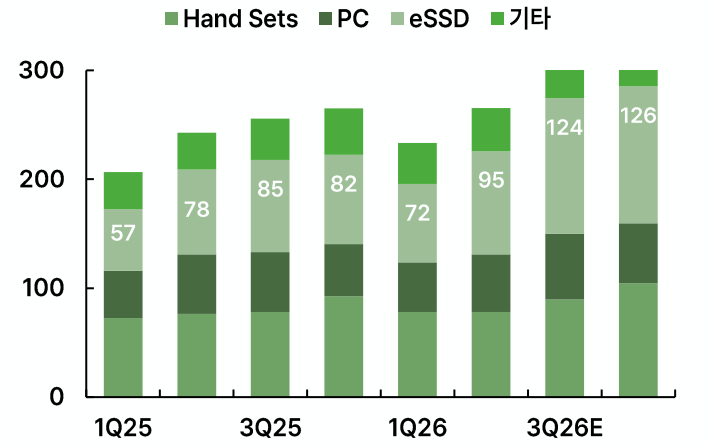
단위: 백만 개



출처: 언론종합, YIG

그림 17. 전방산업별 SSD 수요 추이 전망

단위: 십억 GB



출처: TrendForce, YIG

산업분석

MLB, 네트워크 고속화가 만드는 새로운 병목

네트워크 연결 부담 증가

AI 연산은 여러 개의 GPU를 동시에 활용하기 때문에 서버에 탑재되는 GPU가 많아질수록 GPU와 메모리·네트워크 장비 등 서로 연결해야 하는 부품도 늘어난다. 특히 하나의 서버에 수십 개의 GPU가 들어가는 등 AI 서버의 규모가 커지면서 각 부품 사이에서 주고받는 데이터의 양도 빠르게 증가하고 있다. 이에 따라 데이터를 빠르게 전달하고 여러 장비를 연결하기 위한 네트워크 장비의 수요가 함께 확대되고 있다.

네트워크 세대 전환

네트워크에서는 800G 이상 광모듈이 전체 광모듈 출하량에서 차지하는 비중이 2024년 19.5%에서 2026년 60%대로 확대될 전망이다. 800G는 400G와 동일한 데이터를 전송할 때 필요한 시간을 절반 이하로 줄이고 비트당 전력 소모도 낮출 수 있다. NVIDIA의 Blackwell과 AMD의 MI400이 800G 네트워크를 활용하고 있으며, 차세대 NVIDIA Rubin에서는 1.6T 네트워크 도입이 계획되어 있다.

MLB 개수·크기 증가

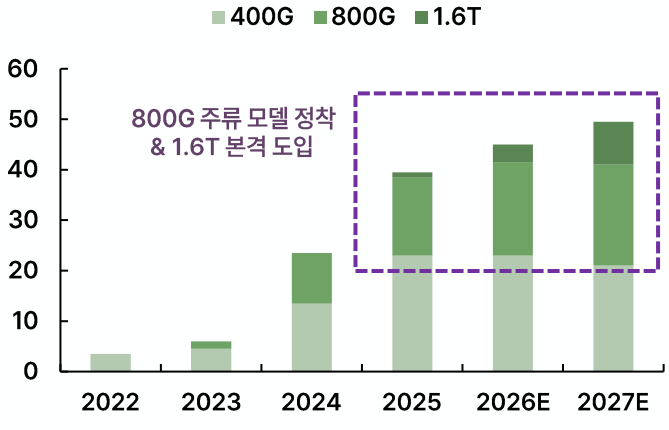
여기에 랙 하나에 들어가는 MLB의 개수와 크기 자체가 늘어나는 흐름이 더해진다. NVIDIA Vera Rubin NVL72의 랙은 여러 트레이를 잇던 케이블을 없애는 대신 44층짜리 대형 MLB를 새로 도입했다. 트레이 내부의 컴퓨트보드도 직전 GB300 세대의 20층에서 26층으로, 스위치 트레이는 24층에서 32층으로 늘어났다. 이에 따라 랙 하나에 들어가는 MLB 콘텐츠 가치는 GB300 세대 약 3만5,000 달러에서 Vera Rubin 세대 약 11만7,000 달러로 233% 증가한 것으로 추정된다.

층수가 높아질수록 공정은 반복되고 수율은 낮아진다

문제는 층수가 높아질수록 생산 난이도도 함께 높아진다는 점이다. 다중적층 MLB는 일반 MLB와 달리 드릴링·도금 등 세부 공정을 2~3배 반복해야 하며, 공정이 반복될수록 수율 확보가 어려워진다. 따라서 기존 범용 MLB 생산라인을 단순히 늘리는 것만으로는 고사양 제품의 공급을 빠르게 확대하기 어렵다. 이수페타시스·GCE·Unimicron 등 주요 MLB 업체들이 태국·말레이시아에 생산능력을 확대하고 있지만, 신규 공장이 단기간에 고부가가치 MLB를 안정적으로 양산하기에는 한계가 있어 공급자 우위 시장이 당분간 지속될 것으로 판단된다.

그림 18. 대역폭별 광모듈 출하량 추이 및 전망

단위: 백만 개



출처: Bloomberg, YIG

그림 19. NVIDIA 컴퓨트보드 세대별 층수

GB200	22층(HDI)
	18층(M8) + 4층(M4)
GB300(UBB)	18층(PTH)
	14층(M8) + 4층(M4)
GB300(OAM)	20층(PTH)
	16층(M8) + 4층(M4)
VR200	26층(HDI)
	M8으로 추정

출처: Morgan Stanley, YIG

기업분석

기업 개요

다각화된 포트폴리오를 갖춘 PCB 전문업체

기업 개요

동사는 다각화된 포트폴리오를 갖춘 PCB 전문업체이다. 동사는 1972년 설립된 이후 1974년 대덕전자로 상호를 변경했으며, 2020년 PCB 사업 부문 인적 분할을 통해 현재의 대덕전자㈜가 출범하였다. 2026년에는 캐나다 법인을 설립하며 해외 사업 기반을 확대하였다. PCB 단일 영업 부문으로 구성되어 있으나, **실제 제품 포트폴리오는 크게 반도체용 Package Substrate와 MLB로 구분된다.** Package Substrate 제품군에는 FC-CSP, FC-BGA, CSP가 있으며, MLB에서는 AI 데이터센터에 사용되는 고다층 PCB가 있다.

매출 구조 및 주요 고객사

매출 구조 및 매출 비중

동사의 매출액은 2023년 9,097억 원에서 2024년 8,921억 원으로 소폭 감소했으나, 2025년에는 메모리 기판 수요 회복과 FC-BGA 및 MLB 매출 확대로 1조 653억 원 규모로 증가했다. **1H26 매출액은 메모리 업황 회복과 제품 믹스 개선에 힘입어 전년 대비 62.0% 증가한 7,473억 원을 기록하였다.** FC-BGA 매출 비중은 1Q26 17%에서 2Q26 20%로 확대되었으며, CSP는 27%에서 23%로 축소되었다. FC-CSP는 41%에서 43%로 유사한 수준을 유지했으며, MLB 역시 1Q26 16%에서 2Q26 14%로 소폭 하락하였다.

영업 이익

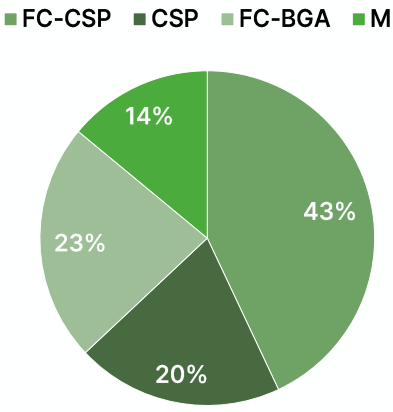
동사의 영업이익률은 2023년 2.6%에서 반도체 시장 둔화 영향으로 2024년 1.3%까지 하락하였다. 이후 2025년에 4.6%로 회복되었으며, 1H26에는 16.3%까지 크게 상승하였다. **영업이익률은 1H25 -0.9%에서 1H26 16.3%로 영업 적자에서 벗어나 단기간 내 수익성이 큰 폭으로 개선되었다.**

주요 고객사

동사의 주요 거래처는 삼성전자와 SK하이닉스이며, 국내외 주요 업체를 중심으로 탄탄한 고객 기반을 확보하고 있다. 최근에는 테슬라에 자율주행 반도체용 FC-BGA를 공급하기 시작하였다. MLB의 경우, AI 가속기는 AMD 공급망에 진입하였으며, 우주항공용 MLB는 스페이스X에 이어 아마존을 신규 고객으로 확보하여 2026년 말부터 납품을 시작할 예정이다. 2026년 상반기 국내 주요 고객사인 삼성전자와 SK하이닉스의 매출액은 각각 1,354억 원, 1,213억 원이며 전체 연결 매출에서 18.1%, 16.2% 비중을 차지하고 있다. 메모리 고객 중심 구조에서 비메모리 및 MLB 고객 부문으로 고객 기반을 다변화하고 있다.

그림 20. 2Q26 제품별 매출 비중

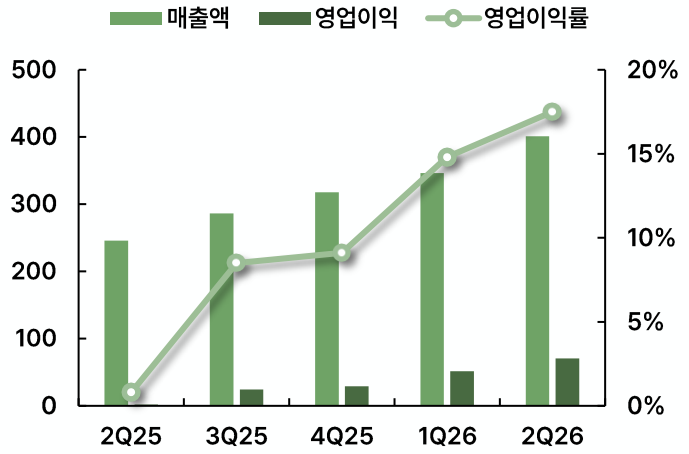
단위: %



출처: 대덕전자, YIG

그림 21. 동사 매출액·영업이익·영업이익률 추이

단위: 십억 원(좌),%(우)



출처: DART, YIG

기업분석

제품 포트폴리오

① Package Substrate

FC-BGA

동사는 FC-BGA를 중심으로 고성능 반도체용 기판 사업을 확대하고 있다. **최근에는 120×150mm, 26층급 라지바디 FC-BGA 개발을 완료하며 기존보다 더 큰 면적과 높은 층수를 요구하는 제품에 대응할 수 있는 기술 기반을 확보하였다.** Large Body FC-BGA는 AI 데이터센터용 고성능 반도체에서 요구되는 대면적화·고다층화 흐름과 맞닿아 있어 향후 FC-BGA 사업 확대 과정에서 핵심 제품군이 될 수 있다. 동사는 AI 서버 컨트롤러와 데이터센터 광모듈을 비롯한 데이터센터향으로 사업 범위를 넓히고 있다.

FC-CSP

동사의 FC-CSP는 2Q26 기준 전사 매출의 약 43%를 차지하는 주력 제품군으로, 비메모리와 고성능 메모리 중심의 포트폴리오를 가지고 있다. 동사의 비메모리 제품군에는 기업용 데이터를 제어하는 eSSD Controller, 통신용 반도체, 전장용 반도체가 있으며, 주된 수요처는 AI 서버와 전기차이다. 한편, 동사는 DDR5와 GDDR7을 비롯한 고성능 메모리 기판도 생산하고 있으며, 서버나 GPU, 모바일 전자기기에 주로 이용된다. 동사는 현재 안산에 고성능 메모리 및 비메모리 FC-CSP 생산 시설을 갖추고 있다.

CSP

CSP는 크기가 작고 공간을 적게 차지해 스마트폰과 노트북 같은 소형 전자기기에 주로 사용되며, 2Q26 매출 비중의 약 23%를 차지한다.

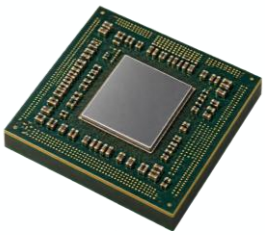
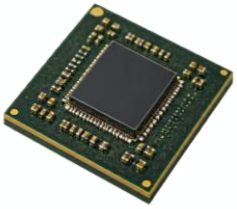
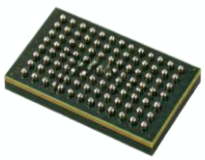
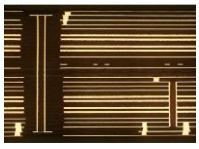
② Main Board

MLB

동사의 MLB 적용처는 크게 우주항공, 방산, 네트워크, AI 가속기로 구성되어 있다. 동사는 시흥 인근에 MLB 전용 공장을 갖추고 있으며, 우주항공 부문은 2Q26 MLB 매출의 약 32%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 주로 위성통신 장비와 항공우주 전자 제어 장비에 적용된다. 방산 부문은 주로 군 통신장비와 레이더, 탐지 지휘통제 시스템 등에 이용되며 2Q26 MLB 매출의 약 22%를 차지한다. 방산 산업의 꾸준하고 안정적인 수요를 바탕으로 MLB 매출의 주요 기반을 형성하고 있다.

AI 데이터센터 투자 확대와 함께 서버 간 데이터 전송 속도가 800Gbps급으로 고도화되면서 네트워크용 MLB 수요가 증가하고 있다. 네트워크용 MLB는 크게 네트워크 스위치와 광트랜시버에 적용된다. 스위치는 데이터 전송 경로를 제어하고, 광트랜시버는 전기 신호를 광신호로 변환한다. AI 가속기 부문은 2Q26 MLB 매출의 약 2%로 아직 초기 단계지만, 3Q26부터 40층급 AI Compute Board 양산이 시작될 예정이다.

그림 22. FC-BGA·FC-CSP·CSP·MLB의 구조

FC-BGA	FC-CSP	CSP	MLB
			
- 고다층 반도체 기판 - AI 서버와 데이터센터용 - Large Body FC-BGA	- 소형/고속 신호전달 기판 - 비메모리/고성능 메모리 - 동사 최대 매출 제품군	- 칩 크기의 소형 기판 - 공간 효율성 우수 - 스마트폰/노트북용	- 항공우주/방산 중심 - AI 데이터센터 수요 - 3Q26 가속기 양산

출처: 대덕전자, YIG

기업분석

재무분석

실적 개선과 성장 기반 강화

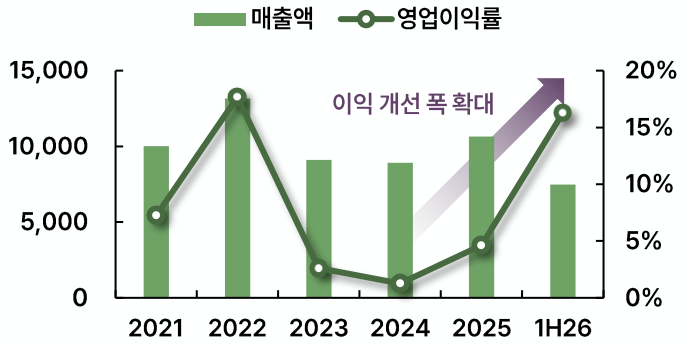
실적 회복과 선제적 증설

동사는 2023~2024년 반도체 업황 둔화로 매출과 수익성이 크게 악화됐으나 2025년부터 회복세에 진입했다. 특히 1H26에는 매출액 7,473억 원을 기록한 가운데 영업이익률도 16.3%까지 상승했다. **매출 회복과 함께 고사양 제품 비중 확대와 가동률 상승이 맞물리며 이익 개선 폭이 더욱 커지고 있다.**

실적 회복이 본격화되면서 증가하는 AI 기판 수요에 대응하기 위한 투자도 확대되고 있다. 1H26 CapEx는 1,081억 원으로 늘었고 매출 대비 비중은 14.5%까지 상승했으며 유형자산도 6,154억 원으로 증가했다. 수요가 공급을 웃도는 시장에서 선제적으로 생산능력을 확보하고 있어 향후 매출 성장을 뒷받침할 기반이 강화되고 있다.

그림 23. 동사 매출액·영업이익률 추이

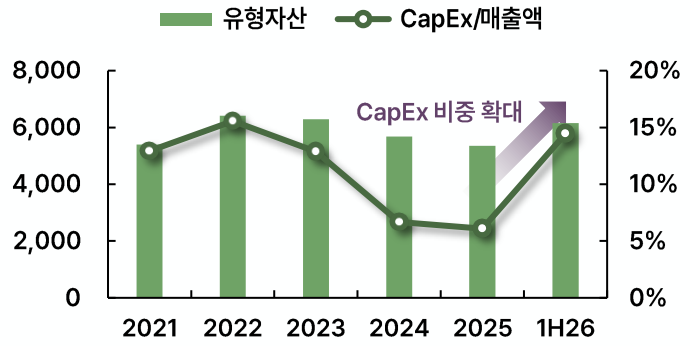
단위: 억 원(좌), %(우)



출처: DART, YIG

그림 24. 동사 유형자산·CapEx/매출액 추이

단위: 억 원(좌), %(우)



출처: DART, YIG

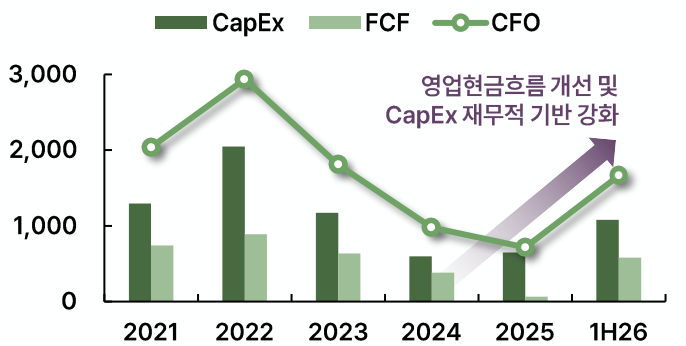
현금창출력 회복과 자본효율 개선 가능성

대규모 증설은 단기적으로 현금 부담을 높이지만 영업현금흐름도 빠르게 회복되고 있다. 1H26 영업현금흐름은 1,659억 원으로 증가해 1,081억 원의 CapEx를 감당했고 FCF도 578억 원을 기록했다. **이익 개선이 실제 현금창출력으로 이어지고 있어 향후 추가 증설을 뒷받침할 재무적 기반도 강화되고 있다.**

대규모 투자가 진행되면서 순자산회전율은 하락하고 있지만, 이는 증설 자산이 아직 충분한 매출을 창출하기 전 단계라는 의미다. 반면 영업이익률 개선으로 ROE는 2024년 3.5%에서 1H26 10.4%까지 빠르게 회복됐다. 향후 신규 CAPA가 본격 가동되고 매출이 확대되면 **현재 투자된 자산의 매출 기여가 커지면서 자산효율과 ROE가 함께 개선될 여지가 크다.**

그림 25. 동사 CapEx·FCF·CFO 추이

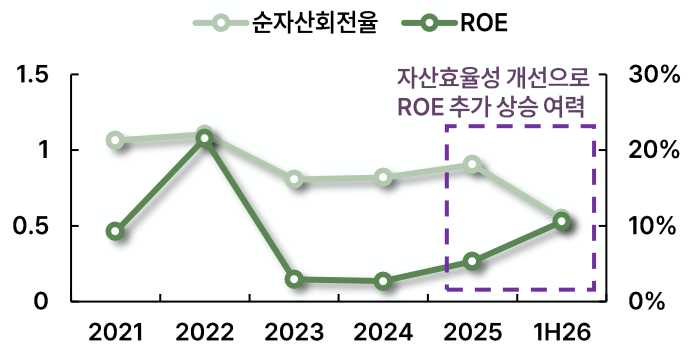
단위: 억 원



출처: DART, YIG

그림 26. 동사 순자산회전율·ROE 추이

단위: 회(좌), %(우)



출처: DART, YIG

기업분석

경쟁사 분석

국내 경쟁사

심텍

심텍은 동사와 유사한 패키지 기판 포트폴리오를 보유한 주요 경쟁사다. 삼성전자, SK하이닉스, Micron을 주요 고객으로 확보하고 있으며 SOCAMM을 비롯한 메모리 기판에 집중하고 있다. 총 2,742억 원의 증설 투자 중 1,459억 원을 SOCAMM에 배정한 점은 메모리 기판에 대한 투자 비중이 높다는 점을 보여준다. 양사는 FC-CSP 부문에서 경쟁하지만, 동사는 고부가 비메모리와 전장, AI 서버용 제품으로 사업을 확대하고 있으며 관련 증설도 심텍보다 2~3개 분기 빠르다. 이에 따라 **동사는 2~3개 분기 수요를 선점할 수 있으며, 고부가 비메모리 제품 비중이 높아 향후 높은 마진을 기대할 수 있다.**

삼성전기

삼성전기는 글로벌 반도체 고객을 대상으로 하이엔드 FC-BGA를 주력 사업으로 영위하고 있다. 양사는 FC-BGA 부문에서 경쟁하지만, 삼성전기가 네트워크와 AI 서버용 하이엔드 제품에 집중하는 반면 동사는 전장·광모듈·컨트롤러에서 쌓은 양산 경험을 네트워크와 서버용 제품으로 확장하고 있다. 규모 면에서는 삼성전기와 차이가 나지만, 동사 역시 기존 공급 경험을 바탕으로 적용처와 고객 기반을 넓히면서 추가 프로젝트와 고사양 제품 수요에 대응할 수 있도록 노력하고 있다.

LG이노텍

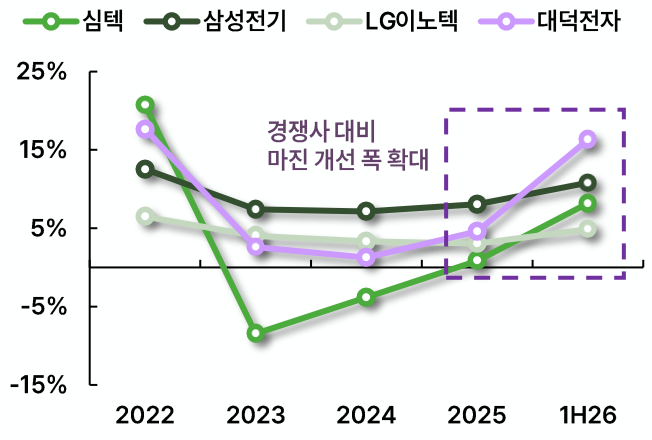
LG이노텍은 FC-CSP 부문 경쟁사로, 고부가 프리미엄 비메모리와 메모리 기판 사업을 영위한다. FC-CSP 부문에서 일부 겹치는 부분이 존재하지만 세부 응용처는 상이하다. LG이노텍은 GDDR7과 모바일 비메모리 기판을 생산하는 반면, 동사는 자동차 레이더와 컨트롤러·데이터센터용 FC-CSP를 생산한다. 현재 동사는 **FC-CSP 매출 비중이 43%에 이를 만큼 안정적인 수요를 확보하고 있고, 이를 바탕으로 추가 주문 물량에 대응하며 안정적인 매출 기반을 이어갈 수 있을 것으로 기대된다.**

이수페타시스

이수페타시스는 AI 서버용 MLB에 집중해 순수 MLB 기준 20%대 초반의 높은 영업이익률을 확보하고 있다. 동사는 항공우주·방산·네트워크 고객과의 납품 경험을 바탕으로 고객 물량을 확대하고 신규 AI 고객을 추가하는 방식으로 사업을 확대하고 있다. 동사의 MLB 부문 영업이익률은 현재 이수페타시스보다 낮지만, **2Q26 MLB 부문 OPM은 미드틴 정도이며, 빠른 성장성과 기존의 항공우주·방산 부문의 안정적인 고객 기반을 바탕으로 꾸준한 성장세를 이어가고 있다.**

그림 27. 경쟁사 OPM 추이 비교

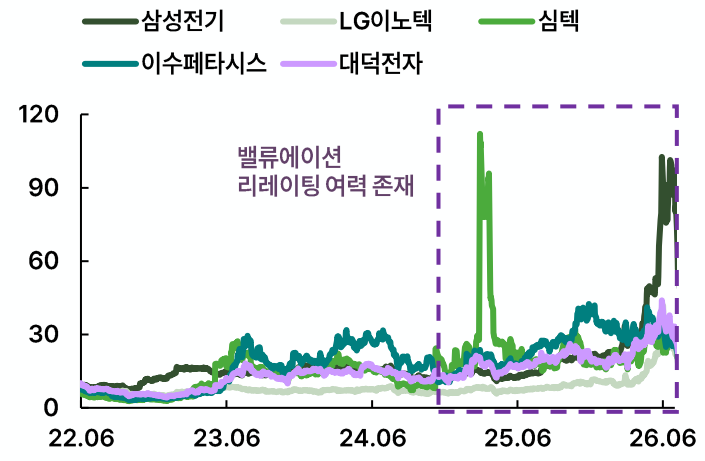
단위: %



출처: DART, YIG

그림 28. 12MF PER 추이 비교

단위: 배



출처: Bloomberg, YIG

기업분석

경쟁사 분석

해외 경쟁사

Ibiden

Ibiden은 대면적·고다층 FC-BGA 생산을 선도하는 일본의 Tier 1 업체로, 주로 최첨단 패키지 기판이나 미세 회로를 비롯한 하이엔드 기판을 생산한다. 주요 고객사는 Intel, NVIDIA, AMD이다. Ibiden은 2026년부터 2028년까지 전자사업에 약 5,000억 엔(약 4조 원)을 투자하고, FY2027부터 신규 설비를 순차적으로 가동할 예정이다. Ibiden의 경우 Intel Cell5를 제외한 대부분 설비가 풀가동에 가까운 상황이므로, 신규 설비가 본격적으로 가동되기 전까지 추가 수요에 대응하기 어려운 상황이다. 이에 따라 **2026년 하반기부터 2027년 초까지 FC-BGA 공급 부족이 지속될 것이고, 동사는 이러한 공급 부족 구간에서 발생하는 초과 수요 물량을 흡수할 여력이 있다.**

Unimicron

Unimicron은 FC-BGA 시장을 선도하는 대만의 Tier 1 업체로, BT 기판부터 PCB까지 폭넓은 제품군과 대규모 생산능력을 보유하고 있다. Intel, NVIDIA, AMD, Apple 등을 주요 고객으로 확보하고 있다. OPM의 경우 Unimicron이 11.7%, 동사가 16.3%로 동사의 수익성이 더 높다. Unimicron은 2026년 설비 투자 금액을 NT$537억(약 2.3조 원)으로 확대하고, 이 중 80~85%를 ABF 기판에 투자할 계획이다. 2Q26 기준 ABF 가동률은 90% 이상이며, 광복공장의 2단계 증설은 3Q26에 가동될 예정이다. 2Q27에 광복 2공장 추가 증설 또한 진행될 예정이다. 이에 따라 **동사는 이러한 FC-BGA 수요에서 파생되는 전장과 SSD 컨트롤러, AI 네트워크용 기판을 비롯한 인접 수요를 흡수할 수 있을 것으로 보인다.**

Kinsus

Kinsus는 대만의 주요 IC 기판 업체로, FC-BGA와 SiP를 중심으로 고부가 패키지 기판 사업을 확대하고 있는 것이 특징이다. 특히 최근에는 대면적·고다층 ABF 기판에 투자를 집중하고 있다. 주요 수요처는 NVIDIA와 AMD, Intel을 비롯한 서버용 반도체 시장이다. Kinsus는 2027년 약 NT$160억(약 6,900억 원)의 CapEx를 집행할 계획이며, 2027년 신규 증설은 모두 ABF 기판에 집중될 예정이다. 반면 BT 기판의 경우, 단기적으로 추가 증설 계획이 없으며 기존 설비의 가동률 개선에 집중할 전망이다. 이렇게 될 경우 Kinsus의 증설에도 불구하고 AI 서버용 ABF 수요가 공급을 상회할 수 있으며 Tier 1 업체가 소화하지 못하는 물량이 발생할 수 있다. 이에 따라 동사는 FC-BGA와 서버·데이터센터용 기판에서 일부 초과 수요를 흡수할 수 있을 것으로 보인다.

그림 29. 경쟁사 증설 비교

	가동률	CapEx	가동 시점	주력 제품
DAEDUCK	80~90%	7,100억	2Q27	전장 및 AI 서버 컨트롤러
IBIDEN	95% 이상	5,000억 엔	FY2027	AI 서버 및 고속 네트워크 장비
Unimicron	90% 이상	NT$537억	3Q26	AI 서버 및 고성능 컴퓨터
景碩科技	75%~85%	NT$160억	FY2027	AI 서버·HPC용 ABF 기판

출처: DART, YIG

기업분석

주가추이 분석

대덕전자 주가추이

① 26.01 ~ 26.03

동사 주가는 1월부터 2월 말까지 대체로 5만~6만 원대에서 횡보하였다. 다만 1월 30일에는 4Q25 실적 발표 이후 63,300원까지 상승하였다. FC-BGA 매출은 전분기 대비 44% 증가한 706억 원을 기록했고, 분기 기준 흑자 전환에 성공했다. 이는 당초 예상보다 빠른 손익 개선이 영향을 미친 것으로 보인다. **AI 데이터센터용 SSD 컨트롤러 수요 확대까지 부각되면서 이날 주가는 전일 대비 20.57% 상승하였으나 대체로 5만~6만 원대에서 유지되는 흐름을 보였다.**

② 26.03 ~ 26.06

이후 주가는 49,900원에서 6월 초 198,000원까지 약 297% 급등하였다. 1Q26 실적 개선과 함께 FC-BGA 가동률도 상승하며 FC-BGA의 이익 기여도가 커질 것이라는 기대감이 주가에 빠르게 반영되던 시기였다. **동사는 5월에 시흥 B1 신규 공장 증축을 위한 2,130억 원 규모의 시설투자 공시를 발표하였고 이는 추가적인 주가 상승을 이끌었다.**

③ 26.06 ~ 26.07

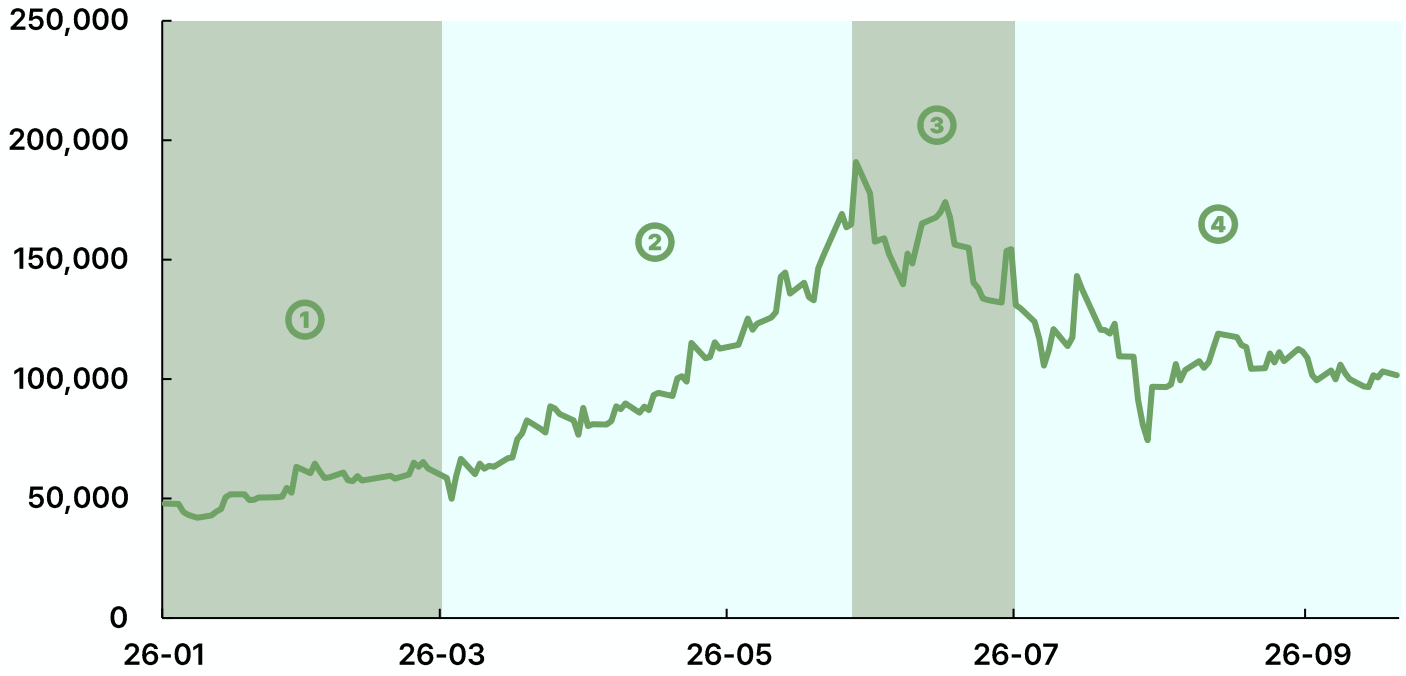
6~7월은 테크 및 기판 업종 전반에서 큰 폭의 조정이 나타나던 시기였다. 이에 따라 동사 주가는 198,000원의 고점을 기록한 이후 7월 30일 74,500원까지 하락하였다. 한편 이러한 시기 속에서도 동사의 2Q26 영업이익률은 18% 수준까지 꾸준히 개선되었다. 실적 개선은 이어지고 있었지만, 해당 시기에는 업종 전반의 투자 심리 악화가 주가 하락에 더 크게 작용하였다.

④ 26.07 ~ 26.09

동사 주가는 하락세를 이어가다가 7월 말 일시적으로 반등한 뒤, 8월 말 다시 조정되는 흐름을 보였다. 당시 주가가 저점을 찍었다가 다시 회복세를 보인 배경에는 7월에 발표된 4,970억 원 규모의 신규시설투자 공시가 있었다. 여기에 2Q26 호실적까지 확인되면서 주가는 다시 11만 원대로 올라섰다. **향후 반도체 업황 회복과 꾸준한 실적 개선이 이루어진다면 주가 역시 추가적인 상승 여력을 확보할 수 있을 것으로 보인다.**

그림 30. 동사 주가 추이

단위: 원



출처: KRX, YIG

투자포인트 1

FC-BGA, 대면적 양산 본격화

대면적 전환으로 기존 CAPA의 가치가 높아진다

대면적 제품군 확대

동사의 FC-BGA는 기존 전장·광모듈·저장장치 컨트롤러 중심에서 데이터센터 네트워크용 대면적 제품으로 적용처를 확대하고 있다. 기존 제품 물량 증가로 FC-BGA 가동률이 2Q26 약 90%까지 상승한 가운데, 2026년 6월부터 50 바디급 제품 양산을 시작했고 이후 60~70 Body급까지 대면적 제품군을 확대할 예정이다. **이에 따라 향후 성장은 기존 제품의 생산량 증가뿐 아니라, 대면적 제품 비중 확대에 따른 ASP 상승이 함께 이끌 것으로 전망한다.**

고사양화로 ASP 상승

대면적 제품은 기판 크기가 커지고 층수가 높아질수록 소재 투입량과 공정 횟수, 설비 사용시간이 증가한다. **본 리서치팀 추정 기준 2Q26 FC-BGA ASP는 약 328만 원/m²인 반면, 50 바디·10층대는 약 482만 원/m², 68 Body·20층대는 약 870 만 원/m²로 높아진다**. 기존 CAPA가 이미 높은 수준으로 가동되고 있는 만큼, 동일한 CAPA에서도 제품 믹스가 고사양화될수록 매출 가치가 높아진다. 또한 대면적 제품은 개발에 그치지 않고 실제 양산 단계에 들어왔다. 50 바디 네트워크 제품의 초기 수율은 약 70% 수준으로 파악되며, 이후 68 Body의 더 큰 면적과 20층대의 더 높은 네트워크 제품도 순차적으로 양산될 예정이다. 이는 기존 제품에서 확보한 생산 경험을 바탕으로 제품 믹스가 점차 고사양화되고 있다는 것이다.

2Q27 신규 CAPA, Tesla AI5향 Q로 채워진다

신규 CAPA로 Q 확대

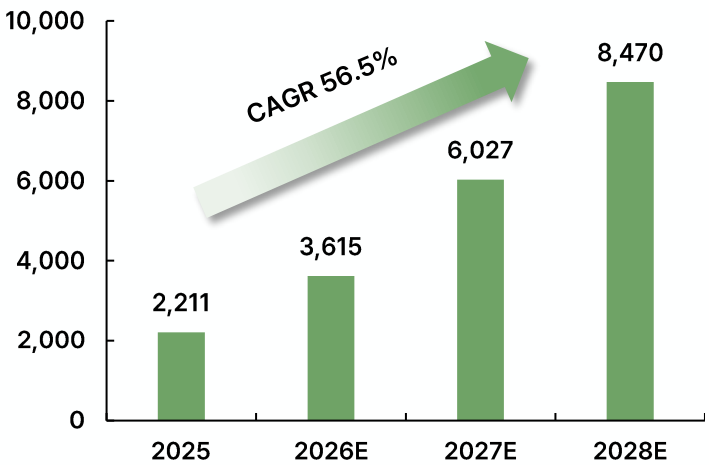
2027년부터는 기존 생산라인에서 진행된 제품 고사양화가 신규 생산능력을 통해 물량 증가로 이어질 전망이다. **본 리서치팀은 2Q27부터 신규 FC-BGA 생산능력이 가동되며, 정상 가동 기준 기존 대비 약 50%의 생산능력 확대가 예상된다.** 중요한 점은 이 시점에 Tesla AI5향 FC-BGA 양산도 함께 시작된다는 점이다.

AI5 물량으로 CAPA 가동률 확보

AI5향 제품은 56×56mm 규격이며, 동사는 해당 제품에서 약 2,000억 원 규모의 양산 물량을 제시하고 있다. 이에 따라 신규 생산능력은 기존 제품의 단순 증산보다 AI5를 포함한 고사양 제품 확대에 활용될 가능성이 높다. 당사 추정상 AI5 물량은 가동 초기 신규 생산능력의 절반 안팎을 차지하며, 신규 라인의 초기 물량을 상당 부분 확보한 상태에서 증설 효과가 반영되는 구조다.

그림 31. 동사 FC-BGA 매출 성장 추이

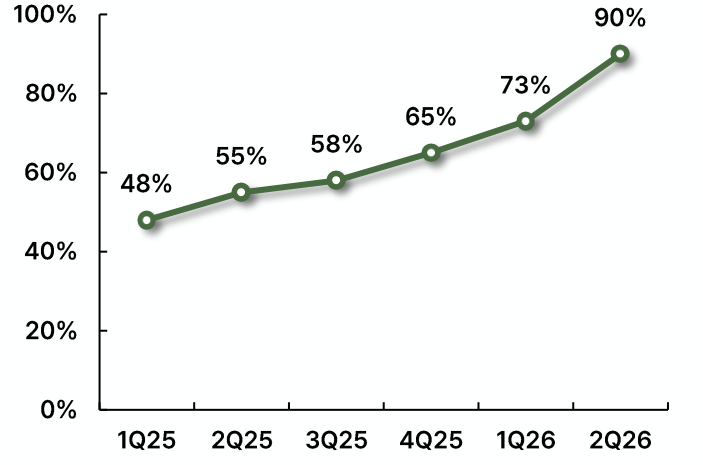
단위:억 원



출처: YIG

그림 32. 동사 분기별 ABF 기판 가동률

단위: %



출처: 언론종합, YIG

투자포인트 1

AI5향의 응용처 확장

AI5는 동사의 FC-BGA 적용처가 기존 전장·네트워크에서 AI 연산용으로 확장된다는 점에서 의미가 있다. 동사는 전장과 저장장치 컨트롤러를 시작으로 광모듈, 데이터센터 네트워크까지 응용처를 넓히는 동시에 대면적 제품으로 사양을 높여왔다. AI5는 이러한 응용처 확대와 제품 고사양화의 연장선으로, 별개의 신규 사업이라기보다 기존 FC-BGA 양산 경험을 바탕으로 한 단계 높은 사양의 제품으로 이동하는 과정으로 볼 수 있다. 더 나아가 AI5는 Optimus에만 적용되는 제품이 아니라 데이터센터 등으로 적용처가 확대될 수 있어, 향후 추가 물량 확대도 가능하다고 전망한다.

Q와 ASP 상승으로 매출 증가 속도 확대

고사양 비중 확대

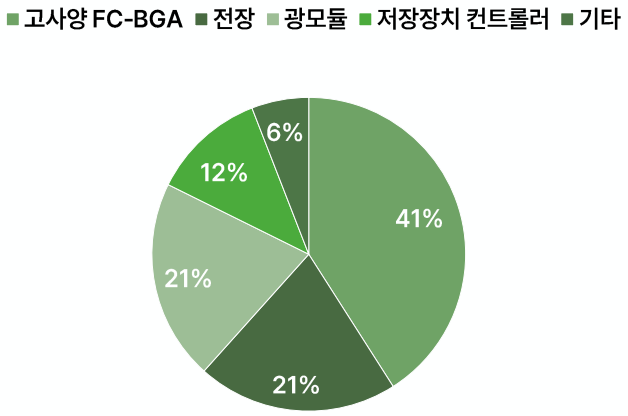
동사의 FC-BGA는 전장·광모듈·저장장치 컨트롤러가 기존 생산라인의 높은 가동률을 유지하는 가운데, 대면적·고다층 네트워크 제품과 AI5향 제품이 추가될 예정이다. **이에 따라 고사양 제품의 FC-BGA 매출 비중은 2026년 약 4%에서 2027년 30%, 2028년 41%까지 확대될 것으로 판단한다.** 2026년에는 기존 생산라인 내 대면적 제품 비중 증가로 ASP가 상승하고, 2027년에는 신규 생산능력과 AI5 양산이 시작되면서 물량 증가까지 본격화될 전망이다.

P·Q 동반 성장

동사의 FC-BGA 성장은 단순한 CAPA 확대에 의한 것이 아니다. 기존 매출 기반을 유지한 상태에서 제품 믹스가 고사양화되고, 이후 신규 CAPA까지 추가되는 구조다. **결론적으로 2026년에는 제품 고사양화에 따른 P 상승이 먼저 나타나고, 2027년부터는 신규 CAPA 가동과 AI5 양산에 따른 Q 증가가 더해지면서 성장 속도가 한 단계 높아질 것으로 판단한다.**

그림 33. 동사 2028E 제품별 매출 비중

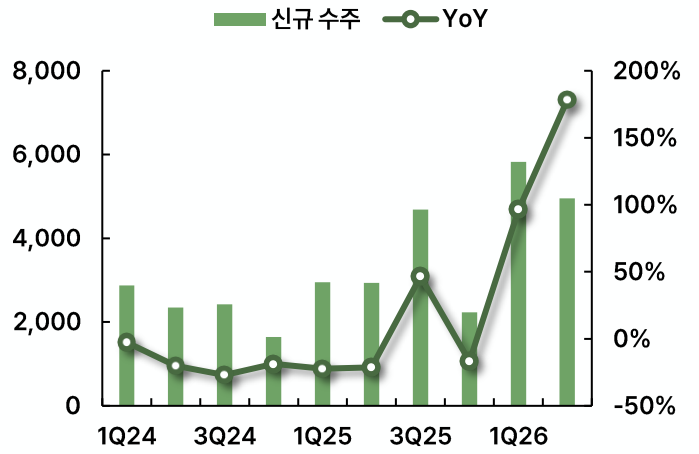
단위: %



출처: YIG

그림 34. 동사 분기별 신규 수주 추이

단위: 억 원(좌), %(우)



출처: DART, YIG

투자포인트 2

FC-CSP 공급부족 속 선제적 증설 수혜

선제적 증설로 물량 증가와 제품 믹스 개선

수요 확대로 Full-CAPA

메모리향 기판의 수요가 견조한 가운데 비메모리향 기판의 수요가 빠르게 확대되며 기존 생산능력은 이미 한계에 근접했다. FC-CSP 가동률은 90% 수준을 유지하고 있으며, 제한된 CAPA 안에서 수익성이 높은 비메모리향 기판을 우선 생산해야 할 정도로 추가 물량 대응 여력이 크지 않다.

초기 수주가 후속 물량으로 연결

비메모리향 기판은 고객 인증과 설계 연계성이 높아 물량 선점의 중요성이 크다. 컨트롤러향 기판은 칩 패키지 설계 단계부터 고객사 요구 사양에 맞춰 회로 구조와 신호 특성을 최적화해야 하므로, 양산 검증 이후 공급사 변경 시 재설계와 추가 검증이 필요하다. 전장용 기판은 차량의 장기간 사용을 전제로 높은 신뢰성과 품질 안정성이 요구되며, 차량 모델의 생산기간도 길어 양산 이후 공급망을 변경하기 어렵다. 따라서 **초과수요를 선점한 업체가 해당 제품의 양산 기간 동안 안정적으로 공급을 이어갈 가능성이 높으며, 양산 레퍼런스를 기반으로 후속 프로젝트 수주에서도 유리한 위치를 확보할 수 있다.**

선제적 증설로 비메모리 물량 선점

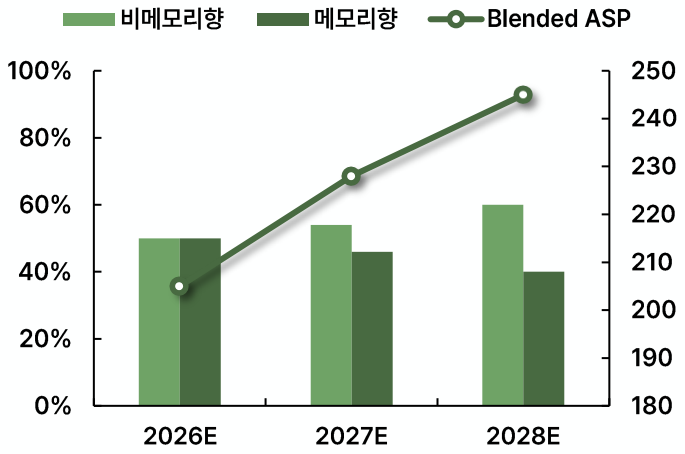
동사는 **비메모리향 기판 수요 확대에 따른 추가 물량을 선점하기 위해 선제적 증설**에 나섰다. 2026년 5월 2,130억 원 규모의 FC-CSP 신규 동 건설 및 인프라 투자를 결정한 데 이어, 7월에는 약 2,500억 원의 설비투자를 추가로 발표했다. 이를 통해 FC-CSP CAPA는 기존 대비 약 30% 확대되고, 신규 생산능력은 3Q27부터 매출에 기여할 전망이다. 신규 CAPA가 컨트롤러·전장향 비메모리 기판을 중심으로 배분될 예정인 만큼, 이번 증설은 **출하량 증가에 그치지 않고 고객 기반 확대와 향후 수주 경쟁력 강화로 이어질 전망**이다.

비메모리 믹스 확대로 Blended ASP 상승

본 리서치팀은 **Base Case에서 신규 CAPA의 70%를 비메모리향, 30%를 메모리향으로 배분**하였다. 2Q26 기준 FC-CSP 내 비메모리향 매출 비중은 50%까지 상승했으며, 2027E 54%, 2028E 약 60%까지 확대될 것으로 추정된다. 상대적으로 ASP가 높은 컨트롤러·전장향 제품 비중이 높아지면서 **FC-CSP Blended ASP 역시 2Q26 약 205만 원/m²에서 2027E 228만 원/m², 2028E 245만 원/m²로 상승하며 외형 성장을 뒷받침할 전망**이다.

그림 35. FC-CSP 제품 믹스 개선

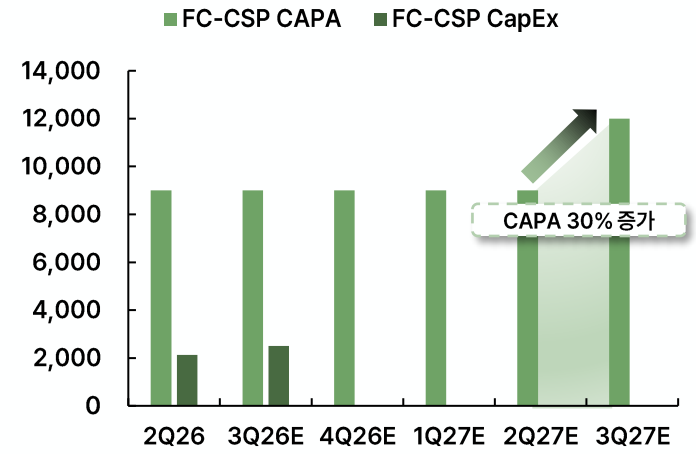
단위: %(좌), 만 원(우)



출처: YIG

그림 36. 동사 CAPA 및 CapEx 추이

단위: 억 원



출처: 언론종합, YIG

투자포인트 2

우호적인 공급 환경과 높은 수요 가시성

글로벌 대형 업체의 FC-CSP 증설은 제한적

글로벌 대형 기판업체들은 FC-BGA를 주력 사업으로 영위하고 있어, 한정된 CapEx를 이미 고객 기반과 기술 경쟁력을 확보한 ABF 기판에 우선 배분하고 있다. FC-BGA는 FC-CSP 대비 성장성과 수익성이 높아 기존 경쟁력을 보유한 업체들의 투자 우선순위가 높다. 동사는 FC-BGA를 새로운 성장 동력으로 육성하고 있지만, 현재 패키지기판에서는 FC-CSP가 매출과 이익을 창출하는 핵심 사업으로 자리 잡고 있다. 비메모리향 제품으로 수요처가 확대되며 판매량과 수익성도 함께 개선되고 있어, **FC-CSP에 대한 자본배분 우선순위가 경쟁사 대비 상대적으로 높다**. 사업구조 차이로 **경쟁사들의 FC-CSP 공급 확대가 제한적인 만큼, 동사는 수요 증가 과정에서 발생하는 초과물량을 선점하기에 유리한 위치**에 있다.

LG이노텍과 증설 방향 차별화

일부 경쟁사 증설에 따른 공급 확대가 동사에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 현재 확인되는 주요 증설 업체인 LG이노텍은 기존 모바일 AP 중심의 FC-CSP 사업을 GDDR7 등 고성능 메모리 영역으로 확대하고 있는 반면, 동사는 기존 메모리 수요에 대응하는 동시에 수익성이 높은 비메모리 제품을 중심으로 신규 CAPA를 확대할 계획이다. **일부 메모리 제품에서는 경쟁이 발생할 수 있으나, 신규 증설의 핵심 수요처가 서로 다른 만큼 양사의 CAPA 확대가 전면적인 공급 경쟁으로 이어질 가능성은 낮다.**

LTA 기반 장기 물량 확보

동사의 FC-CSP **증설은 공급 확대 이후 가동률이 빠르게 하락하는 사이클 산업 특유의 리스크도 제한적**이다. 이번 투자는 업황 개선과 중장기 수요 확대를 예상한 증설이지만, **LTA를 통해 실제 수요를 확인한 뒤 투자 규모를 결정했다는 점에서 수요 가시성이 높다.** 고객사가 요청하는 장기 공급 물량이 증설 가능한 CAPA를 상회하는 만큼, 동사는 수익성과 제품 사양을 고려해 프로젝트를 선별적으로 수주하고 있다. 이는 신규 CAPA 가동 전부터 상당 수준의 물량이 확보되어 있음을 의미한다.

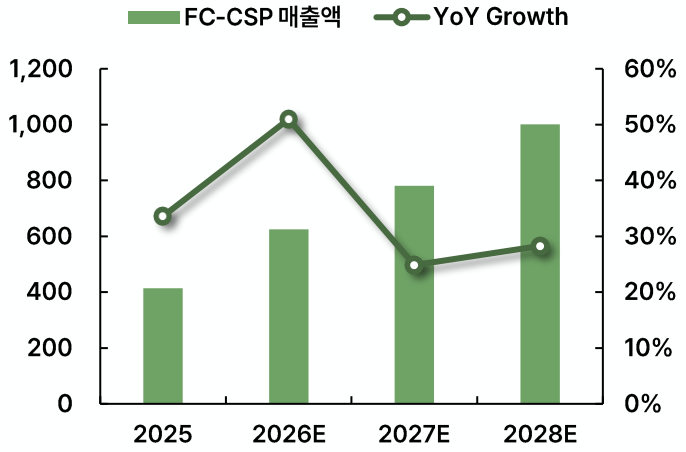
가격 협상력 강화

수급 불균형으로 가격 협상력 강화

메모리·비메모리 수요가 확대되는 가운데 FC-CSP의 공급 확대는 제한적이다. 메모리향 기판은 견조한 수요를 바탕으로 판가 상승이 이어지고, 비메모리향 기판은 수요 대비 공급 여력이 더 제한적인 만큼 가격 협상력이 상대적으로 높게 유지되고 있다. 이에 2Q27까지 **동일 제품 기준 ASP는 메모리향 약 10%, 비메모리향 약 15% 상승하며, 매출과 수익성 개선에 기여**할 전망이다.

그림 37. FC-CSP 매출 성장 추이

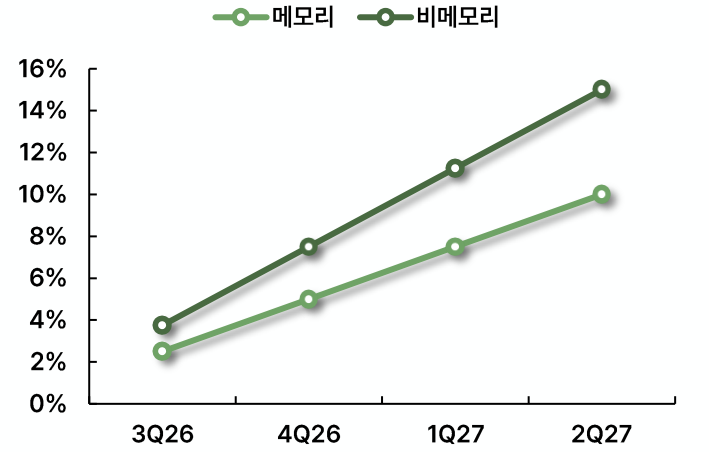
단위: 십억 원(좌), %(우)



출처: YIG

그림 38. 누적 판가 상승률

단위: %



출처: YIG

보너스 투자포인트

MLB 신규 CAPA로 성장 재시작

2Q26 CAPA 증설 완료. 매출 재가동

CAPA 증설 효과

동사의 MLB는 2Q26 증설 완료를 기점으로 생산능력 제약이 완화되며 하반기부터 물량 성장이 다시 가능해질 전망이다. 2Q26 MLB 매출은 575억 원으로 YoY 53% 증가했으나 QoQ 증가는 4%에 그쳤다. 수요 둔화와 함께 기존 생산능력이 고객 주문 증가를 충분히 소화하지 못한 영향이 있었다. 이에 동사는 병목 공정 중심의 증설을 완료했으며, 3Q26부터 기존 고객의 증량과 신규 제품 공급이 본격 반영될 전망이다. **이번 증설로 명목 CAPA는 약 3,000억 원까지 확대되며, 향후 우주항공과 AI 가속기 등 고사양 제품 비중이 높아질 경우 CAPA 확대 이상의 매출 성장도 가능할 것으로 판단한다.**

SpaceX, Amazon과 함께 고공행진

우주항공 두번째 고객사

우주항공은 이미 MLB의 핵심 성장축으로 자리 잡았다. 1Q26 우주항공향 MLB 매출은 183억 원으로 QoQ 118% 증가했으며, 2Q26에도 전체 MLB 매출 575억 원의 32%인 약 184억 원을 차지했다. 여기에 Amazon이 두 번째 우주항공 고객으로 추가되면서 고객 기반도 확대되고 있다. 동사는 9월 Amazon과 우주항공향 MLB 공급 계약을 맺었으며 4Q26 양산을 시작해 초도 물량을 납품할 전망이다. Amazon과는 약 2년간 D2D용 MLB를 공동개발했으며, 해당 제품은 동사가 단독 개발한 것으로 파악된다. 이에 따라 하반기에 초도 물량을 시작으로 Amazon 신규 매출이 추가되면서, 고마진인 우주항공향 MLB의 매출이 향후 더 성장할 것으로 전망한다.

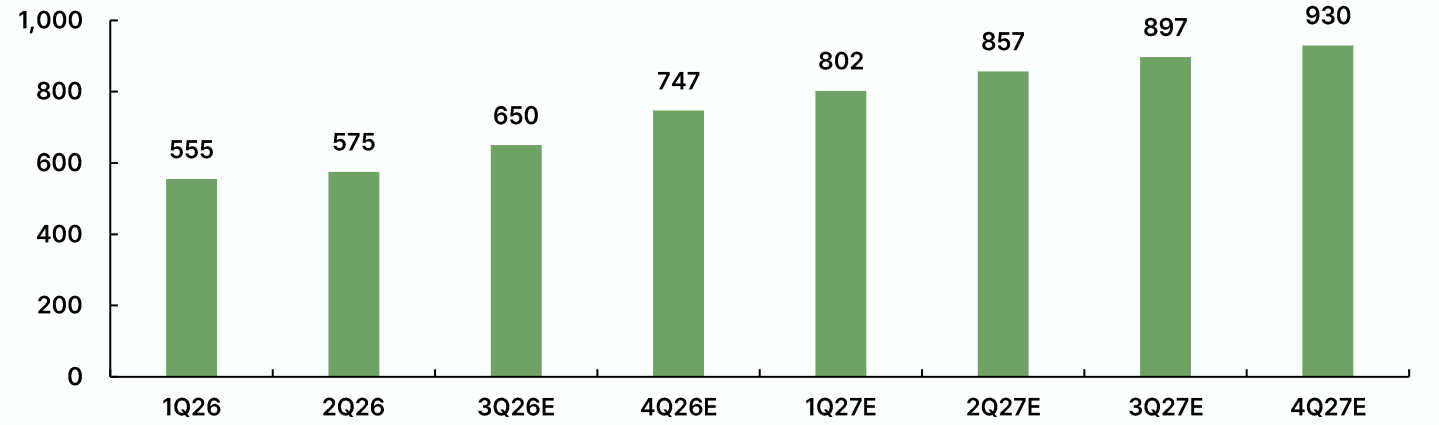
고사양 AI 가속기향 AMD 추가 공급

AMD향 고사양 AI 가속기용 보드 공급

MLB의 추가 성장 동력은 AI 가속기향 고사양화다. 동사는 2Q25부터 AMD MI325X에 적용되는 MLB를 공급하였으며, **3Q26부터는 40층급 Compute Board로 고사양 제품을 AMD에 공급하고 있다.** 기존 제품 대비 층수가 높아지면서 공정 난도와 설비 점유가 증가하는 만큼 제품당 ASP도 높아진다. 초기에는 수율 안정화 과정이 필요하지만, 양산 물량이 확대될수록 AI 가속기향 매출 증가와 고사양 제품 비중 상승이 동시에 나타난다. **따라서 이번 MLB 증설은 단순 물량 확대에 그치지 않고, 추가 생산능력을 AI 가속기용 고사양 제품으로 대부분 채우며 제품 믹스가 개선될 전망이다.**

그림 39. 동사 MLB 매출 성장 추이

단위: 억 원



출처: YIG

매출추정

매출추정

매출추정 개요

사업부문 분류

본 리서치팀은 동사의 매출을 FC-BGA, FC-CSP, CSP, MLB로 구분하여 추정하였다. FC-BGA와 FC-CSP는 제품 사양과 적용처에 따라 판가 차이가 큰 사업부인 만큼 2Q26 실적을 기준으로 제품별 ASP와 출하면적을 역산한 뒤, 향후 수요 변화와 신규 CAPA의 가동, 고부가 제품 비중 확대를 반영하였다. FC-BGA는 라지바디와 AI5향 제품 확대, FC-CSP는 비메모리 중심의 증설이 향후 매출과 제품 믹스 변화를 결정하는 핵심 요인으로 반영됐다. MLB는 제품별 출하면적보다 생산능력과 가동률의 영향이 큰 만큼 CAPA와 가동률을 중심으로 추정하되, AI 가속기와 우주항공향 고부가 제품 확대에 따른 믹스 변화를 함께 반영하였다. CSP는 추가 증설이나 제품 구성 변화가 확인되지 않아 기존 매출을 기준으로 시장 성장률을 적용하였다.

매출추정 주요 기본 가정

주요 기본 가정

추정 기간은 현재 확인 가능한 증설과 제품 믹스 변화가 실적에 반영되는 구간과 그 이후로 구분하였다. 전자는 사업부별 CAPA 증가와 램프업, 판가 및 제품 믹스 변화를 직접 반영한 Bottom-up 방식으로 산출했으며, 이후에는 공개된 추가 증설 계획이나 추가적인 판가·믹스 변화가 확인되지 않는 만큼 별도의 가정을 두지 않고 각 사업부의 시장 성장률을 적용하였다. 이에 FC-BGA 15.2%, FC-CSP 6.1%, CSP 4.2%의 연평균 시장 성장률을 장기 매출 추정에 반영하였고, MLB는 Proxy와 Index를 활용하여 P,Q 추정을 하였다. 외화 기준 ASP는 실적 구간에는 해당 기간 평균 환율을 적용하고, 3Q26 이후에는 2026년 8월 평균 환율을 고정 적용하였다.

그림 40. 동사 매출추정

단위: 십억 원

	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
매출액	406.9	434.0	450.9	492.1	545.6	598.3	627.1	641.4	656.2	671.3
FC-BGA	90.6	102.2	107.5	136.9	166.4	195.8	201.9	209.1	216.7	224.5
전장	30.8	31.4	31.5	34.1	36.8	39.5	40.0	41.4	42.9	44.5
네트워크	30.8	31.4	31.5	34.1	36.8	39.5	40.0	41.4	42.9	44.5
컨트롤러	17.6	17.9	18.0	19.5	21.0	22.6	22.9	23.7	24.5	25.4
Other	8.8	9.0	9.0	9.8	10.5	11.3	11.4	11.8	12.3	12.7
라지바디A	2.5	2.5	4.4	4.4	4.4	4.4	4.5	4.6	4.8	5.0
라지바디B	0.0	10.0	13.3	13.3	13.3	13.3	13.5	14.0	14.5	15.0
피지컬 AI	0.0	0.0	0.0	21.7	43.5	65.2	69.6	72.1	74.7	77.4
FC-CSP	161.1	166.3	171.6	177.0	196.2	215.4	234.6	238.1	241.6	245.3
메모리	80.0	81.9	83.8	85.8	89.4	93.1	96.7	98.1	99.6	101.1
전장	24.4	25.4	26.5	27.6	32.4	37.2	42.0	42.6	43.3	43.9
컨트롤러	40.6	42.3	44.0	45.7	53.6	61.4	69.3	70.3	71.4	72.4
모바일	16.2	16.7	17.3	17.9	20.8	23.7	26.6	27.0	27.4	27.8
MLB	65.0	74.7	80.2	85.7	89.7	93.0	95.6	98.3	101.1	104.0
CSP	79.8	80.6	81.4	82.2	83.0	83.9	84.7	85.5	86.4	87.3
기타	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3

출처: YIG

매출추정

FC-BGA 사업부문 매출추정

FC-BGA 제품별 ASP 추정

FC-BGA ASP는 적용처별 산업 자료와 제품 사양을 기반으로 추정하였다. 전장향은 글로벌 전장향 FC-BGA 시장의 매출액을 출하면적으로 나눠 265만 원/m², 네트워크향은 동사의 2022년 ASP에 글로벌 네트워크향 FC-BGA의 ASP 상승률을 반영해 381만 원/m²로 산정하였다. 컨트롤러향은 직접적인 ASP 자료가 제한적이지만, High-tech 제품군으로 분류되는 점을 고려하여 2025년 Other 평균 ASP $1,820/m²에 과거 High-tech 제품의 Other 평균 대비 1.705배 ASP를 적용해 461만 원/m²로 추정했으며, 기타는 270만 원/m²를 적용하였다. 신규 네트워크향 라지바디는 Layer별 ASP를 활용해 50 바디·10층대 482만 원/m², 68 바디·20층대 870만 원/m²로 추정하였다. 피지컬 AI는 Tesla AI5의 $23/pcs와 56×56mm 면적을 기준으로 ASP/m²를 환산해 1,031만 원/m²로 산정하였다.

FC-BGA 생산능력 추정

2Q26 제품별 ASP로 역산한 출하면적 27.2천m²에 가동률 82.5%, 수율 90%를 적용해 기존 Full-CAPA를 36.6천m²/분기로 추정하였다. 기존라인 가동률은 사측 전망을 반영해 2Q26 82.5%에서 1Q27 95%까지 상승하는 것으로 가정하였다. 신규 CAPA는 기존의 50%인 18.3천m²/분기로 산정했으며, 과거 동사의 FC-BGA 증설 이후 정상화까지 약 4개 분기가 소요된 사례를 반영해 2Q27 25%에서 1Q28 80%까지 단계적으로 램프업하는 것으로 추정하였다.

FC-BGA 제품 믹스 및 출하량 추정

라지바디와 피지컬 AI는 사측 매출 가이던스에 추정 ASP를 적용해 필요 Q를 역산하고, 이를 가용 CAPA에 우선 반영한 뒤 잔여 생산능력을 2Q26 기존 제품 Q 믹스로 배분하였다. 라지바디는 2027년 합산 700억 원의 매출 가이던스를 반영하였으며, 피지컬 AI는 양산 후 1년 매출 가이던스 2,000억 원을 신규라인 램프업률에 맞춰 2Q27 217억 원, 3Q27 435억 원, 4Q27 652억 원, 1Q28 696억 원으로 배분하였다. 이에 고부가 ASP 라지바디·피지컬 AI 비중이 확대되면서 Blended ASP는 2Q26 328만 원/m²에서 4Q27 454만 원/m², 1Q28 459만 원/m²로 상승하는 것으로 추정하였다.

그림 41. FC-BGA 매출추정

단위: 십억 원

	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
FC-BGA	90.6	102.2	107.5	136.9	166.4	195.8	201.9	209.1	216.7	224.5
전장	30.8	31.4	31.5	34.1	36.8	39.5	40.0	41.4	42.9	44.5
네트워크	30.8	31.4	31.5	34.1	36.8	39.5	40.0	41.4	42.9	44.5
컨트롤러	17.6	17.9	18.0	19.5	21.0	22.6	22.9	23.7	24.5	25.4
Other	8.8	9.0	9.0	9.8	10.5	11.3	11.4	11.8	12.3	12.7
라지바디A	2.5	2.5	4.4	4.4	4.4	4.4	4.5	4.6	4.8	5.0
라지바디B	0.0	10.0	13.3	13.3	13.3	13.3	13.5	14.0	14.5	15.0
피지컬 AI	0.0	0.0	0.0	21.7	43.5	65.2	69.6	72.1	74.7	77.4

출처: 언론종합, YIG

그림 42. FC-BGA 라지바디 ASP 추정

구분	추정
라지바디 A (만 원/m²)	482.1
(=) 네트워크 6-n-6 ASP (USD/m²)	3,295.0
(×) 네트워크 ASP 상승계수	1.04
라지바디 B (만 원/m²)	870.3
(=) 네트워크 8-n-8~9-n-9+ ASP (USD/m²)	5,948.5
(×) 네트워크 ASP 상승계수	1.04
피지컬 AI (만 원/m²)	1,031.4
(=) Tesla AI5 ASP ($23.0/pcs)	23.0
(/) 56×56mm Body 면적	0.003136

출처: YIG

그림 43. FC-BGA Q 추정

구분	추정
전장 Q (천m²)	11.8
(=) 전장 매출	31.3
(/) 전장 ASP (만 원/m²)	264.6
네트워크 Q (천/m²)	8.2
(=) 네트워크 매출	31.3
(/) 네트워크 ASP (만 원/m²)	381.0
컨트롤러 Q (천/m²)	3.9
(=) 컨트롤러 매출	17.9
(/) 컨트롤러 ASP (만 원/m²)	460.6
Other Q (천/m²)	3.3
(=) Other 매출	8.9
(/) Other ASP (만 원/m²)	270.2

출처: YIG

매출추정

FC-CSP 사업부문 매출추정

FC-CSP 제품별 ASP 추정

동사는 FC-CSP의 적용처별 ASP와 출하면적을 공시하지 않아 2Q26 FC-CSP 매출을 기준으로 제품별 ASP와 Q를 역산하였다. 같은 Flip chip 계열의 저·중층 FC-BGA에서 패키지 면적과 개당 ASP가 비례하고 FC-CSP 역시 대부분 저·중층 제품인 점을 고려해, 제품별 상대 ASP가 패키지 면적에 비례한다고 가정하였다. 2026년 FC-CSP 산업 평균 ASP $1,380/m²를 절대가격 기준으로 사용하고, 제품 간 상대가격은 패키지 면적을 Proxy로 적용하였다. 기준면적은 Memory 101.8mm², Automotive/ADAS·Mobile AP 144mm², eSSD Controller는 216mm²로 설정하였다. 이후 제품별 상대 ASP는 패키지 면적 비율로 산출하고, 전체 가중평균이 산업 평균 ASP와 일치하도록 절대가격을 산정하였다.

CAPA 증설 및 램프업 추정

FC-CSP CAPA는 회사 가이던스를 반영해 물리적 생산면적 기준 30% 확대로 추정하였다. 기존 양산 경험을 보유한 업체의 증설 사례와 동사의 FC-CSP 양산 경험을 고려해, 판매 기여가 시작되는 3Q27부터 30%, 60%, 90%의 램프업률을 적용하고 1Q28 이후 90%를 유지하였다. 또한 회사의 비메모리 중심 신규 CAPA 확대 계획을 반영해, 증설분의 메모리:비메모리 배분 비중을 Base 30:70으로 적용하였다.

Blended ASP 상승 추정

신규 CAPA는 비메모리 중심으로 배분되는 만큼, 상대적으로 ASP가 높은 제품 비중이 확대되면서 FC-CSP의 Blended ASP가 상승하는 것으로 추정하였다. 판가 인상률은 메모리 기판의 경우 업계 통상 수준인 10~15%를 고려해 연 10%를 적용하였고, 비메모리는 더 높은 인상 폭과 공급 제약에 따른 협상 우위를 반영해 연 15%를 적용하였다. 사측이 판가 상승 기조가 2027년까지 이어질 것으로 제시한 점을 감안해 이를 분기 기준으로 각각 2.5%, 3.75%씩 2Q27까지 반영하였다. 이에 FC-CSP Blended ASP는 2Q26 약 205만 원/m²에서 4Q27 약 228만 원/m², 2028E 약 245만 원/m²까지 상승하는 것으로 추정하였다.

그림 44. FC-CSP 매출추정

단위: 십억 원

	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
FC-CSP	161.1	166.3	171.6	177.0	196.2	215.4	234.6	238.1	241.6	245.3
메모리	80.0	81.9	83.8	85.8	89.4	93.1	96.7	98.1	99.6	101.1
전장	24.4	25.4	26.5	27.6	32.4	37.2	42.0	42.6	43.3	43.9
컨트롤러	40.6	42.3	44.0	45.7	53.6	61.4	69.3	70.3	71.4	72.4
모바일	16.2	16.7	17.3	17.9	20.8	23.7	26.6	27.0	27.4	27.8

출처: 언론종합, YIG

그림 45. FC-CSP ASP 추정

구분	추정
(X) 상대 ASP 보정	0.8%
(+) 메모리 (만 원)	162.8
(=) 시장 전체 FC-CSP ASP (만 원)	204.9
(X) 메모리 패키지 면적 (mm²)	101.8
(+) 전장 (만 원)	230.3
(=) 시장 전체 FC-CSP ASP (만 원)	204.9
(X) 전장 패키지 면적 (mm²)	144.0
(+) 컨트롤러 (만 원)	345.4
(=) 시장 전체 FC-CSP ASP (만 원)	204.9
(X) 컨트롤러 패키지 면적 (mm²)	216.0
(+) 모바일 (만 원)	230.3
(=) 시장 전체 FC-CSP ASP (만 원)	204.9
(X) 모바일 패키지 면적 (mm²)	144.0

출처: YIG

그림 46. FC-CSP Q 추정

구분	추정
메모리 Q (천m²)	50.6
메모리 매출	82.4
메모리 ASP (만 원/m²)	162.8
전장 Q (천m²)	10.7
전장 매출	24.7
전장 ASP (만 원/m²)	230.3
컨트롤러 Q (천m²)	11.9
컨트롤러 매출	41.2
컨트롤러 ASP (만 원/m²)	345.4
모바일 Q (천m²)	7.2
모바일 매출	16.5
모바일 ASP (만 원/m²)	230.3

출처: YIG

매출추정

MLB 사업부문 매출추정

가동률 기반 Q 추정

MLB는 응용처별 생산면적과 ASP가 공개되지 않아 P·Q를 활용한 추정이 어렵다. **이에 2Q26 가격 수준(P=100)을 고정한 상태에서 100% 가동 시 발생 가능한 분기 생산능력을 750억 원으로 환산하고 이를 Q Proxy의 기준으로 설정하였다.** 이후 CAPA에 가동률을 적용해 가격 변화를 제외한 생산량 효과를 산출하고 ASP 변화는 별도의 P Index를 통해 반영하였다. **Bear/Base/Bull Case를 활용하여 세 가지 케이스로 MLB 사업 부문의 매출 추정을 진행하였고, 본 리서치팀은 Base Case로 설정하였다.** 3Q26 매출 650억 원을 기준으로 역산한 가동률은 83.1%이며, 4Q26부터는 AI 가속기향 신규 양산과 기존 고객 증량이 반영되는 점을 고려해 90%로 높였다. 이후 증설 설비 생산 안정화와 고객 물량 확대를 반영해 2027년 가동률을 93%, 96%, 98%, 100%로 단계적으로 상승시켰다. 2028년에는 추가 증설 없이 100% 수준의 가동률을 유지하는 것으로 가정하였다.

원재료 가격 상승 및 판가 반영

P는 동일 제품의 가격 변화를 나타내는 Price와 제품 구성 변화에 따른 평균 ASP 변화를 나타내는 Mix로 구분하였다. Price Index는 CCL·Prepreg 등 주요 원재료 가격 상승과 이에 따른 판가 반영 효과를 기준으로 추정하였다. 다만 원재료 가격 상승분이 즉시 전액 판가에 반영되지는 않는다는 점을 고려해, 고객사와의 가격 협상 및 판가 반영 시차를 적용하였다. **이에 따라 Price Index는 2Q26 100에서 4Q27 110까지 단계적으로 상승하는 것으로 가정하였다.** 2028년에는 추가적인 원재료 가격 상승을 가정하지 않아 Price Index를 110으로 유지하였다.

고사양화 기반 Mix 추정

Mix Index는 증설된 생산능력이 40층급 AI Compute Board와 항공우주 등 고사양 제품으로 채워지는 효과를 반영하였다. 고다층 제품은 적층 횟수와 공정시간, 소재 투입량 증가로 기존 MLB보다 높은 ASP를 형성한다. 해외 PCB 업체의 층수별 ASP 차이를 참고하되 제품 사양과 업체 간 차이를 고려해 고사양 제품의 ASP 프리미엄은 30%로 제한하였다. **Mix 효과는 증설분의 전체 생산 내 비중 × 증설분 내 고사양 제품 비중 × ASP 프리미엄으로 산정**했으며, AI 가속기와 항공우주 물량 확대에 따라 Mix Index를 3Q26 102.3에서 4Q28 126.1까지 단계적으로 높였다.

Blended P 기반 매출 추정

Blended P는 2Q26의 평균 판매가격을 100으로 설정한 가격 지수이며, Price와 Mix 변화를 함께 반영하였다. MLB 분기 매출은 '분기 CAPA 750억 원 × 가동률 × Blended P/100'으로 추정하였다. 3Q26에는 가동률 83.1%와 Blended P 104.3을 적용해 약 650억 원의 매출을 산출하였다. 이후 가동률 상승과 제품 믹스 개선에 따라 Blended P가 4Q28 138.7까지 상승하면서 분기 매출은 1,040억 원까지 증가하는 것을 가정하였다.

그림 47. MLB 사업부문 매출추정 (Base Case)

단위: 십억 원

	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
매출액	65.0	74.7	80.2	85.7	89.7	93.0	95.6	98.3	101.1	104.0
CAPA	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
가동률	83.1%	90.0%	93.0%	96.0%	98.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Q Proxy	62.3	67.5	69.8	72.0	73.5	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0
Blended P Index	104.3	110.7	115.0	119.0	122.0	124.0	127.5	131.1	134.9	138.7
Price Index	102	104	106	108	109	110	110	110	110	110
2Q26 대비 누적 판가 효과	2%	4%	6%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
Mix Index	102.3	106.4	108.5	110.2	111.9	112.7	115.9	119.2	122.6	126.1
Mix 효과	2.3%	6.4%	8.5%	10.2%	11.9%	12.7%	15.9%	19.2%	22.6%	26.1%

출처: YIG

매출추정

MLB 사업부문 매출추정 Bear/Bull Case

Bear Case 가정

Bear Case는 MLB 시장의 성장 방향은 유지되지만, 동사의 AI Compute 및 항공우주향 고사양 제품 전환이 예상보다 완만하게 진행되는 경우를 가정하였다. 동사는 2026년 하반기부터 AI 가속기·800G 네트워크·항공우주향 MLB 물량 확대가 예상되고 있어 수요 자체의 감소보다는 저조한 수율로 인한 둔화를 변수로 반영하였다. 이에 CAPA 750억 원과 가동률 100%, Price Index 110은 유지하되, Mix 효과는 4Q27 12.7%에서 분기당 0.5%p씩만 상승해 4Q28 14.7%에 도달하는 것으로 가정하였다. 고다층 MLB 시장의 성장세는 2029년까지 유지된다는 점을 고려해 Mix 효과가 하락하는 경우는 배제하였다.

Bull Case 가정

Bull Case는 AI Compute와 항공우주향 수요가 예상보다 빠르게 확대되면서 기존 생산능력의 고사양 제품 전환이 가속되는 경우를 가정하였다. 동사의 MLB는 고부가 중심으로 제품 믹스가 되고 있으며, 방산과 네트워크향 매출 성장이 지속적으로 발생하고 있다. 이에 CAPA 750억 원, 가동률 100%, Price Index 110은 유지하고, Mix 효과만 4Q27 12.7%에서 1Q28 17.0%, 2Q28 21.2%, 3Q28 25.4%, 4Q28 29.6%까지 확대하였다. 이는 추가 증설이나 추가 판가 상승을 반영하지 않고, 기존 생산능력 내 고부가 제품 전환만으로 설정한 Case다.

그림 48. MLB 사업부문 매출추정 (Bear Case)

단위: 십억 원

	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
매출액	65.0	74.7	80.2	85.7	89.7	93.0	93.3	93.8	94.2	94.6
CAPA	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
가동률	83.1%	90.0%	93.0%	96.0%	98.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Q Proxy	62.3	67.5	69.7	72.0	73.5	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0
Blended P Index	104.3	110.7	115.0	119.0	122.0	124.0	124.5	125.1	125.6	126.2
Price Index	102	104	106	108	109	110	110	110	110	110
2Q26 대비 누적 판가 효과	2%	4%	6%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
Mix Index	102.3	106.4	108.5	110.2	111.9	112.7	113.2	113.7	114.2	114.7
Mix 효과	2.3%	6.4%	8.5%	10.2%	11.9%	12.7%	13.2%	13.7%	14.2%	14.7%

출처: YIG

그림 49. MLB 사업부문 매출추정 (Bull Case)

단위: 십억 원

	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
매출액	65.0	74.7	80.2	85.7	89.7	93.0	96.5	100.0	103.5	107.0
CAPA	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
가동률	83.1%	90.0%	93.0%	96.0%	98.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Q Proxy	62.3	67.5	69.8	72.0	73.5	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0
Blended P Index	104.3	110.7	115.0	119.0	122.0	124.0	128.7	133.3	137.9	142.6
Price Index	102	104	106	108	109	110	110	110	110	110
2Q26 대비 누적 판가 효과	2%	4%	6%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
Mix Index	102.3	106.4	108.5	110.2	111.9	112.7	117	121.2	125.4	129.6
Mix 효과	2.3%	6.4%	8.5%	10.2%	11.9%	12.7%	17.0%	21.2%	25.4%	29.6%

출처: YIG

비용추정

비용추정 개요

비용 추정

비용 추정 개요

동사의 비용은 매출원가, 판매비와 관리비, 영업외손익, 법인세비용으로 분류하여 추정하였다. 매출원가는 재고자산 변동, 원재료 매입, 인건비, 감가상각비, 기타 매출원가로 구분하여 추정하였고, 판매비와 관리비는 인건비, 감가상각비, 지급수수료, 대손상각비, 기타 판매비와 관리비로 나누어 추정하였다.

매출원가 추정

원재료 매입의 경우 매출성장률에 연동하여 추정하였다. 인건비는 CapEx 확대에 따른 신규 채용 인원과 평균 임금상승률 3.3%를 반영하여 추정하였다. 감가상각비의 경우 향후 CAPA 증설 투자계획을 반영하여 추정하였다. 유지보수 CapEx는 2024~2025년 기초 유형자산 대비 CapEx 비율의 평균을 적용하여 추정하였다. 2026~2027년 증설 CapEx는 현재까지 공시된 투자계획과 투자기간을 고려하여 반영하였다. 기타 매출원가의 경우 4개년 이동평균을 활용하여 추정하였다.

그림 50. 매출원가 추정

단위: 십억 원

	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출원가	1,019.3	834.5	830.6	957.0	1,227.5	1,560.0	1,867.5
재고자산 변동	-9.1	20.8	-3.0	-15.3	-0.7	2.5	-11.0
원재료 매입	396.9	306.3	337.5	427.7	637.6	837.8	1,042.1
인건비	245.0	175.3	177.3	224.1	267.5	321.4	373.4
감가상각비	102.4	111.4	113.8	97.2	89.9	177.8	242.4
기타 매출원가	284.1	220.7	205.0	223.4	233.3	220.6	220.6

출처: YIG

그림 51. 법인세 비용 추정

단위: 십억 원

	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	1,316.2	909.7	892.1	1,065.3	1,588.2	2,087.0	2,596.0
YoY(%)		*-30.9%*	*-1.9%*	19.4%	49.1%	31.4%	24.4%
법인세비용	60.6	3.0	6.4	5.8	63.0	92.5	133.7
EBT	244.5	28.4	30.2	53.4	292.6	420.4	598.4
% of EBT (법인세비율)	*24.8%*	*10.6%*	*21.2%*	10.9%	23.5%	23.5%	23.5%

출처: YIG

비용추정

비용추정 개요

판매비와관리비 추정

지급수수료의 경우 4개년 이동평균을 활용하여 추정하였다. 인건비의 경우 미래 임금상승률 전망치인 3.3%를 반영하여 추정하였다. 경상연구개발비는 2026년 상반기 실적을 연환산하여 추정하였으며, 2027년 이후에는 2026년 상반기 매출액 대비 경상연구개발비 비율을 적용하였다. 나머지 비용은 4개년 이동평균을 활용하여 추정하였다.

영업외손익 추정

금융수익은 4개년 이동평균을 활용하여 추정하였다. 금융비용은 2025년 말 및 2026년 말 재무상태표상 부채 계정 중 이자가 발생하는 차입금성 부채를 기준으로 산정하였으며, 각 연도의 기초 및 기말 차입금성 부채의 평균 잔액에 3%의 이자율을 적용하여 추정하였다. 기타비용의 경우 2023년에 유형자산 폐기 손실과 유형자산 처분 손실이 발생하였다는 점을 고려하여 해당 연도를 기타비용 추정에서 제외하였다. 따라서 최근 2024~2025년 평균을 적용하여 추정하였다. 기타수익과 투자손익은 4개년 이동평균을 활용하여 추정하였다.

그림 52. 판매비와관리비 추정

단위: 십억 원

	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
판매비와관리비	64.3	51.4	50.3	59.2	90.4	118.4	144.5
인건비	34.3	24.1	23.6	28.9	36.1	42.9	49.5
감가상각비	2.4	3.6	3.6	3.3	2.7	5.4	7.4
경상연구개발비	0.3	0.1	0.1	1.6	3.8	8.3	10.4
지급수수료	13.9	19.8	16.6	14.8	31.6	40.5	50.8
기타 판매비와관리비	13.4	3.8	6.4	10.6	16.1	21.2	26.4

출처: YIG

그림 53. 영업외손익 추정

단위: 십억 원

	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업외손익	12.0	4.6	18.9	4.4	22.3	11.7	14.3
금융수익	38.1	25.3	31.6	25.1	30.0	28.0	28.7
금융비용	16.2	14.5	23.6	10.3	10.4	18.8	16.8
기타수익	4.0	3.0	1.9	4.1	3.3	3.1	3.1
기타비용	1.4	7.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
투자손익	-0.7	0.0	0.0	-1.1	-0.4	-0.4	-0.5

출처: YIG

밸류에이션

Peer PER 밸류에이션

밸류에이션 선정 이유

밸류에이션 방법 선정

동사의 Valuation은 2027E 예상 이익을 기준으로 Forward PER을 적용하였다. 2027년은 라지바디·고다층 중심의 FC-BGA 램프업과 FC-CSP 신규 CAPA 가동이 동시에 시작되며, 동사의 수익구조가 기존 메모리·중저사양 기판 중심에서 고부가 비메모리 기판 중심으로 전환되기 시작하는 시점이다. 따라서 **현재 실적이나 과거 사업구조를 기준으로 한 멀티플보다, 이러한 변화가 실제 이익에 반영되기 시작하는 2027E를 기준으로 Peer와 비교하는 것이 향후 사업가치를 보다 적절하게 반영할 수 있다고 판단하였다.**

Peer 선정 근거

Peer는 현재 사업구조와 향후 고부가 패키지기판 중심의 제품 믹스 전환 방향을 고려해 심텍, 코리아써키트, LG이노텍, Unimicron, Ibiden, Kinsus를 선정하였다. 국내 업체들은 기존 사업구조가 동사와 유사하고 패키지기판 및 PCB 제품군도 상당 부분 중첩된다. Unimicron과 Kinsus는 ABF 기반 FC-BGA와 FC-CSP를 함께 영위해, 향후 두 사업이 동시에 확대되는 동사의 사업 포트폴리오와 비교 가능성이 높다고 판단하였다. 반면 Ibiden은 CSP 사업 철수 이후 하이엔드 ABF 기반 IC Package Substrate 중심으로 사업을 재편해 타 Peer 대비 제품 포트폴리오의 집중도가 높다. 이에 고사양 ABF 기판 중심의 사업구조와 높은 수익성이 멀티플에 반영돼 있다고 판단해 2027E PER에 30% 할인율을 적용하였다.

목표 주가 & 투자 의견

2027E EPS 6,634원에 Peer 6개사의 2027E 평균 PER 23.2배를 적용하여 목표주가를 산정했다. 이에 따라, 본 리서치팀은 **목표주가 153,800원, 상승여력 49.5%로 투자의견 BUY를 제시**한다.

그림 54. Peer PER

기업명	2027E
심텍	14.59
코리아써키트	8.33
LG이노텍	11.17
Unimicron	27.1
Ibiden	44.5
Kinsus	33.4

출처: YIG

그림 55. Peer PER 밸류에이션

Peer PER 밸류에이션	
2027E EPS (원)	6,634
Target PER (X)	23.2
목표주가 (원)	153,800
현재주가 (원)	102,900
상승여력 (%)	49.5%

출처: YIG

Appendix

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	892.1	1,065.3	1,588.2	2,087.0	2,596.0
YoY(%)	*-1.9%*	*19.4%*	*49.1%*	*31.4%*	*24.4%*
매출원가	830.6	957.0	1,227.5	1,560.0	1,867.5
매출총이익	61.5	108.3	360.7	527.0	728.5
GPM(%)	*6.9%*	*10.2%*	*22.7%*	*25.3%*	*28.1%*
판매비와관리비	50.3	59.2	90.4	118.4	144.5
영업이익	11.3	49.1	270.3	408.6	584.1
YoY(%)	*-52.6%*	*335.7%*	*451.0%*	*51.2%*	*42.9%*
OPM(%)	*1.3%*	*4.6%*	*17.0%*	*19.6%*	*22.5%*
영업외손익	18.9	4.4	22.3	11.7	14.3
법인세차감전순이익	30.2	53.4	292.6	420.4	598.4
법인세비용	6.4	5.8	63.0	92.5	133.7
당기순이익	23.8	47.6	229.6	327.8	464.7
YoY(%)	*-6.4%*	*100.3%*	*382.3%*	*42.8%*	*41.8%*
NPM(%)	*2.7%*	*4.5%*	*14.5%*	*15.7%*	*17.9%*
EPS	461	924	4,646	6,634	9,404

현금흐름표

(단위: 십억 원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금흐름	97.8	71.6	397.7	331.3	404.5
당기순이익	23.8	47.6	229.6	327.8	464.7
감가상각비	117.4	100.5	92.6	183.2	249.8
순운전자본변동	-64.3	-124.6	49.4	-57.8	-48.5
기타	255.8	249.1	211.4	244.5	238.1
투자활동현금흐름	-116.1	-79.5	-381.2	-589.2	-143.9
CapEx	-62.3	-67.1	-358.6	-566.6	-121.3
기타	-53.8	-12.4	-22.6	-22.6	-22.6
재무활동현금흐름	-20.6	4.2	580.1	-82.1	-119.3
IBD증감	15.7	41.0	611.8	-50.0	-85.0
배당금 지급	-15.5	-20.6	-22.2	-22.6	-24.8
자본금 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-20.9	-16.2	-9.5	-9.5	-9.5
환율변동효과	0.5	-0.5	-0.3	-0.4	-0.2
현금흐름의증감	-38.4	-4.3	596.7	-340.0	141.3
기초현금	76.6	38.2	33.9	630.2	289.9
기말현금	38.2	33.9	630.2	289.9	431.1

재무상태표

(단위 : 십억 원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	465.9	588.4	1,262.9	1,057.5	1,326.0
현금및현금성자산	38.2	33.9	630.2	289.9	431.1
매출채권	129.9	197.2	261.8	325.9	380.8
재고자산	100.5	148.6	225.7	296.6	368.9
기타유동자산	197.3	208.7	145.2	145.2	145.2
비유동자산	622.9	589.6	849.4	1,221.4	1,109.3
유형자산	567.7	535.7	798.9	1,181.3	1,051.3
사용권자산	0.8	0.7	0.9	0.9	0.9
무형자산	11.0	12.1	11.6	11.0	10.5
이연법인세자산	16.1	18.0	15.5	5.7	14.2
기타비유동자산	27.3	23.1	22.4	22.4	32.4
자산총계	1,088.7	1,178.0	2,112.3	2,278.9	2,435.2
유동부채	159.7	248.1	348.1	422.8	497.6
매입채무	79.7	110.0	245.6	322.7	401.4
단기차입금	2.3	34.2	4.4	4.4	4.4
단기 리스부채	6.4	7.0	7.6	8.4	8.6
당기법인세부채	2.7	10.0	16.6	8.4	9.4
기타부채	61.7	80.2	70.5	75.5	70.4
비유동부채	53.5	32.6	699.0	486.1	68.8
장기차입금	6.6	0.0	645.0	420.0	45.0
장기 리스부채	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
기타부채	46.8	32.5	53.8	66.0	23.7
부채총계	213.2	280.7	1,047.1	908.9	566.5
지배주주지분	875.5	897.3	1,066.7	1,367.2	1,868.7
자본금	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8
자본잉여금	545.1	545.1	545.1	545.1	545.1
기타포괄손익누계액	3.1	1.5	1.5	1.5	1.5
기타자본항목	276.9	249.0	271.3	318.9	407.7
이익잉여금	24.7	76.0	223.0	476.0	888.6
자본총계	875.5	897.3	1,066.7	1,367.2	1,868.7