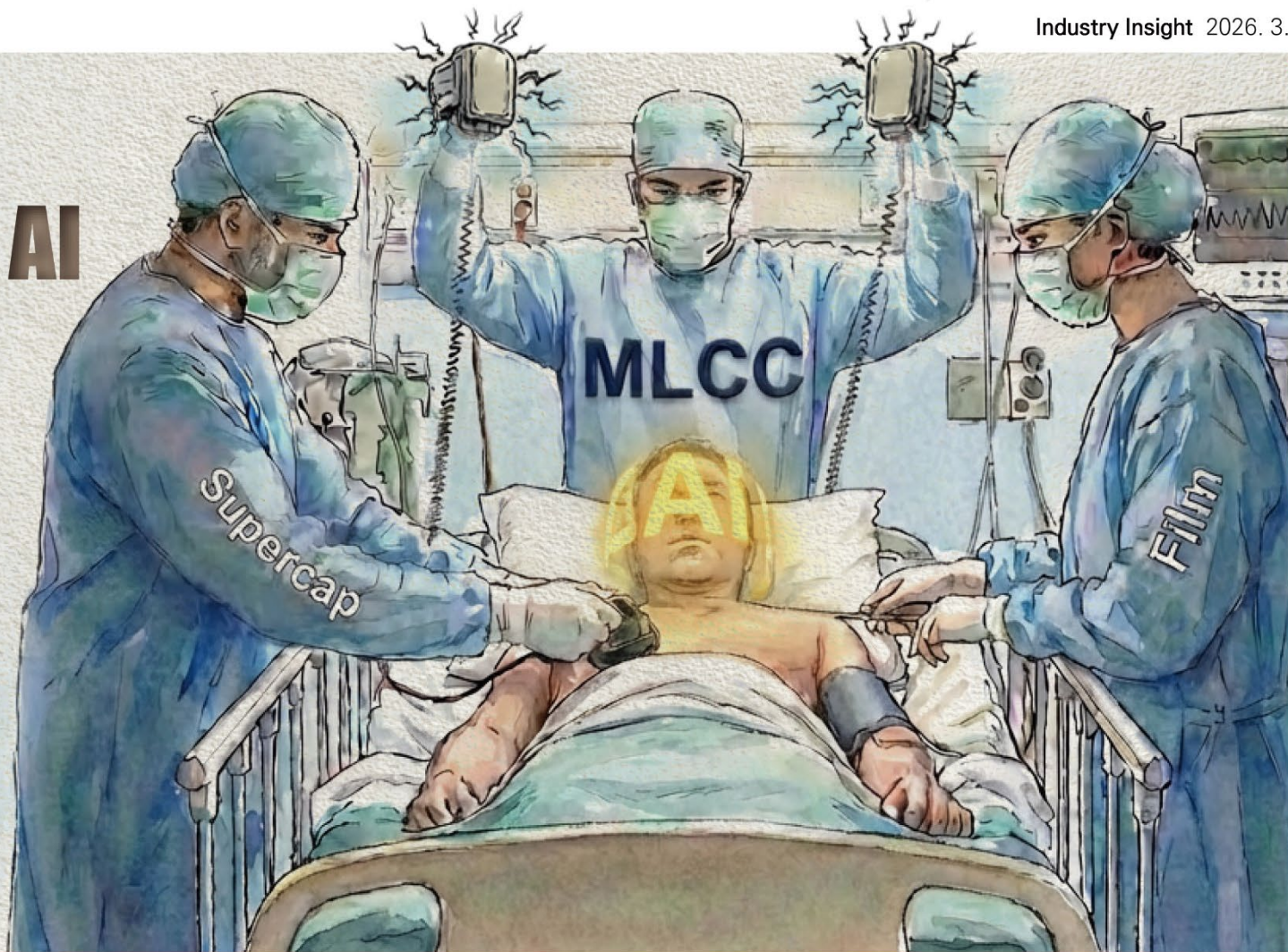


## 커패시터, Supercharge AI



이 보고서는 요약본입니다

# After AI 시리즈 발간 현황

| 발간일        | 시리즈 구분                                                 | 제목                                                                                                                                                  | 산업                                                                              | 표지                                                                                    |
|------------|--------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024.03.12 | After AI 시리즈 1                                         | SMR Launch Detected                                                                                                                                 | 원자력, SMR                                                                        |    |
| 2024.09.10 | After AI 시리즈 2                                         | AI 진화론                                                                                                                                              | ASIC, 기판, 이더넷, 엣지 AI                                                            |    |
| 2025.03.05 | After AI 시리즈 3                                         | AI 진화론 2: 확산                                                                                                                                        | 네트워크, 광케이블                                                                      |    |
| 2025.04.29 | After AI 시리즈 4                                         | AI Reframing                                                                                                                                        | MLB, CCL, ABF, 유리섬유                                                             |    |
| 2025.09.12 | After AI 시리즈 5                                         | AI 진화론 3: 종, 형, 무진                                                                                                                                  | DRAM/NAND/HDD, 광모듈, 네오클라우드                                                      |   |
| 2026.01.27 | After AI 시리즈 6                                         | AI DC, Rush to 800VDC                                                                                                                               | 전력반도체, 연료전지                                                                     |  |
| 2026.03.06 | After AI 시리즈 7<br>유틸리티/건설<br>전기전자/IT부품<br>글로벌 투자전략-선진국 | 커패시터, Supercharge AI<br>Analyst 문경원 kyeongwon.moon@meritz.co.kr<br>Analyst 양승수 seungsoo.yang@meritz.co.kr<br>Analyst 황수욱 soowook.hwang@meritz.co.kr | 슈퍼 커패시터, MLCC<br>RA 이동석 dongseok.lee@meritz.co.kr<br>RA 박보경 pbg811@meritz.co.kr |  |

# Contents

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| Summary                            | 6  |
| Prologue. 필연적일 AI 연산 비용 절감 노력      | 9  |
| Part 1. 커패시터에 주목하는 이유는             | 25 |
| Part 2. 800VDC 전환, 커패시터 수요 성장의 분기점 | 33 |
| Part 3. 이번 MLCC 업사이클, 예상보다 강하고 길다  | 51 |

## 기업분석

|                  |    |
|------------------|----|
| 삼성전기 (009150)    | 68 |
| Murata (6981 JP) | 92 |
| 비나텍 (126340)     | 96 |
| LS머트리얼즈 (417200) | 99 |



## 유틸리티/건설, 전기전자/IT부품

| Top Pick         | 투자판단      | 적정주가     |
|------------------|-----------|----------|
| 삼성전기 (009150)    | Buy       | 550,000원 |
| 관심종목             | 투자판단      | 적정주가     |
| Murata (6981 JP) | Not Rated | -        |
| 비나텍 (126340)     | Not Rated | -        |
| LS머트리얼즈 (417200) | Not Rated | -        |

# Summary

After AI 시리즈 7

## 커패시터, Supercharge AI

### 0 Prologue

- AI 산업은 AI 에이전트 ‘제품화’로 3번째 변곡점을 맞이함. AI 연산량의 구조적 증가 초입임을 확인되는 중
- AI가 유발하는 연산량이 기하급수적으로 늘면서 산업의 초점은 ‘연산 효율’로 이동. \$/token, tokens/Wh의 문제
- 연산 효율은 단순히 프로세서(GPU vs ASIC vs LPU)만이 아닌 AI 데이터센터 아키텍처 전체를 봐야 하는 개념
- Kyber랙+800VDC 전환이 중심축. 효율화의 핵심 중 하나인 전력 부하 추종, 이걸 해주는 ‘커패시터’에서의 기회

### 1 커패시터에 주목하는 이유는

- 커패시터는 물리적으로 전기 에너지를 저장하는 장치. 배터리보다 저장 시간 짧지만 빠른 충방전이 가능. MLCC, 슈퍼캡, 필름 커패시터 등이 포함. AI데이터센터의 급격한 전력 부하 변동을 감당하기 위해 필수적인 부품

### 2 800VDC 전환, 커패시터 수요 성장의 분기점

- AI데이터센터 랙 밀도 상승이 야기한 ‘고전압, 저전류’ 트렌드 → 800VDC로 전력 아키텍처 전환은 필수적
- 커패시터는 고전압 시스템의 ‘관절’ 역할 수행. 2027년 Kyber랙 출시, 800VDC 전환과 함께 커패시터 수요 급증 예상
  - 1)슈퍼캡: AI DC의 끝과 끝(발전, 서버)에 활용. 연료전지 시스템, 서버 랙 내 CBU 수요 주목(비나텍, LS머트리얼즈 수혜)
  - 2)필름, MLCC: 2027년 이후 SST 상용화 시 필름 커패시터 수요 증가. MLCC는 PSU 내 P, Q 상승에 주목

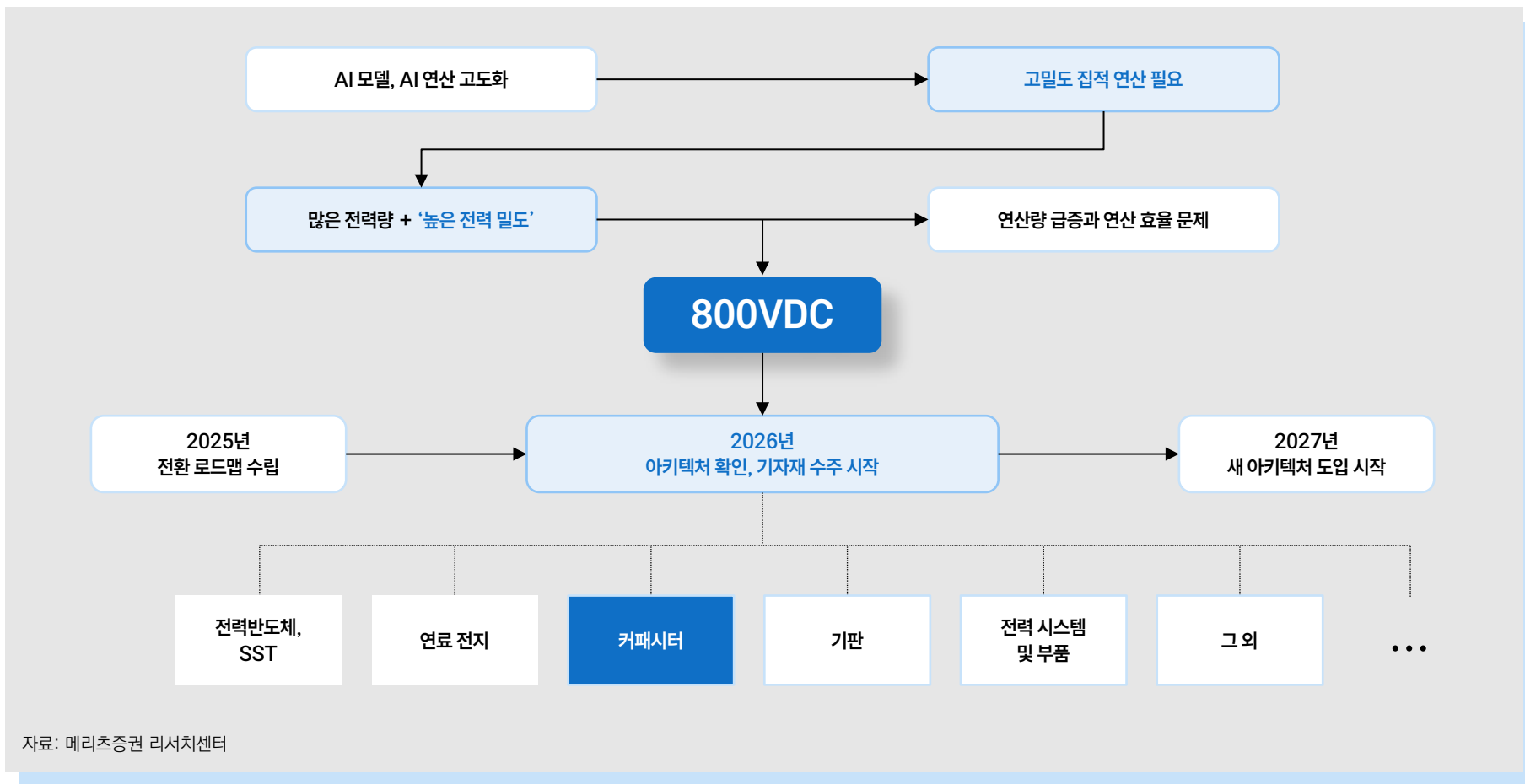
### 3 이번 MLCC 업사이클 예상보다 강하고 길다

- AI용 MLCC 수요는 현재 보드 위에서 반도체 구동을 지원하는 초소형·초고용량 제품 중심에서 향후 800V 전력 구조 도입과 함께 전원 안정화를 위한 대형·초고압 MLCC까지 확대될 전망
- 초소형·초고용량 MLCC는 높은 기술적 진입장벽과 타이트한 공급 환경을 기반으로 적극적인 가격 인상 여력이 존재
- 초고압 MLCC 적용 확대에 따른 추가적인 ASP 상승과 대형 제품 생산 비중 확대에 따른 초소형·고용량 제품 대비 더 큰 Capa 잠식 효과로, AI 서버 수요 기반 MLCC 업사이클은 800V 도입이 맞물리는 2027년 이후 더욱 강화될 것으로 예상

# 커패시터, Supercharge AI

After AI 시리즈 7

AI 추론 연산 급증과 효율성에 대응하는 Kyber랙 + 800VDC 아키텍처 전환 수혜의 후속 아이디어로 커패시터 제시

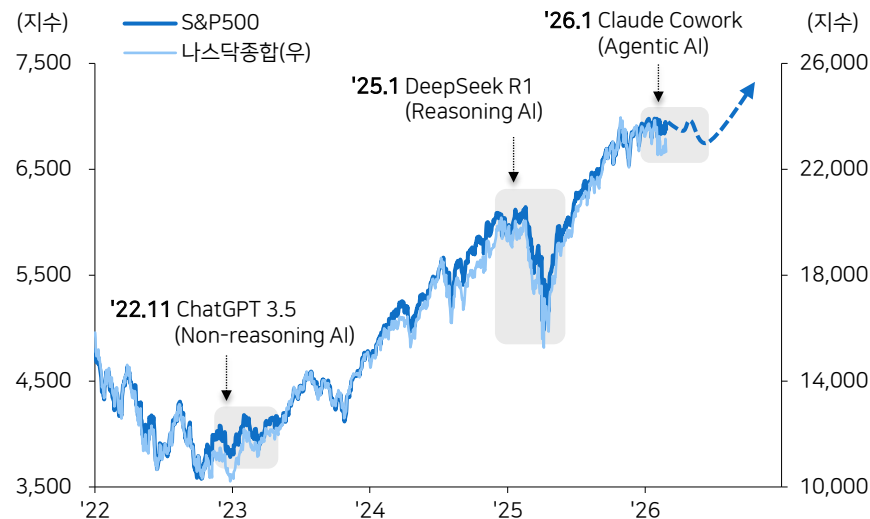


## AI 산업은 또 한번의 변곡점인 Claude Cowork 모멘트를 통과

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

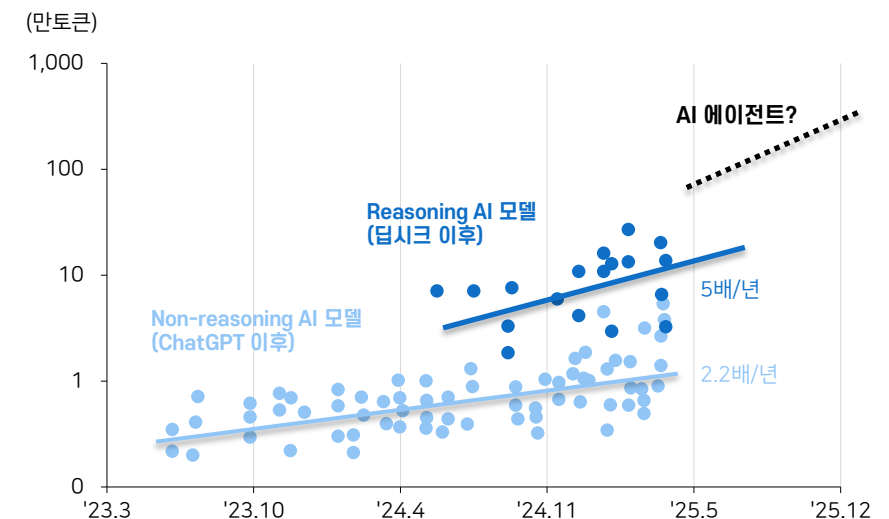
- 2022년 말부터 시작된 AI 혁명; 크게 2번의 변곡점. 1) 최초의 제품화 Generative AI 등장(ChatGPT), 2) 생각하는 AI의 등장(DeepSeek)
- 기술 변곡점 '초기'마다 나타났던 공통점은 '무슨 의미인지 정확히 몰랐다는 것'
  - 1) 혁신인지 잘 모르거나(ChatGPT 3.5), 2) 막연한 공포가 컸음(DeepSeek R1)
  - 두 사례 모두 혁신의 변곡점 이후 3~4개월 지나서야 제대로 된 해석으로 귀결, 주가도 그 이후 방향을 잡기 시작
- 그 다음 변곡점으로 인식되는 2026년 초의 Claude Cowork 모멘트; 제대로 기능하는 최초의 AI 에이전트 제품의 등장. 이에 대한 불안과 기대
- 분명한 것은 Non-reasoning AI에서 Reasoning AI만큼, 혹은 그 이상의 혁신적인 AI의 진화 변곡점이라는 것 → 이와 수반될 연산량의 폭증

### AI 산업의 변곡점들: ChatGPT 3.5 → DeepSeek R1 → Claude Cowork



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### AI 모델별 질문당 평균 토큰 사용량



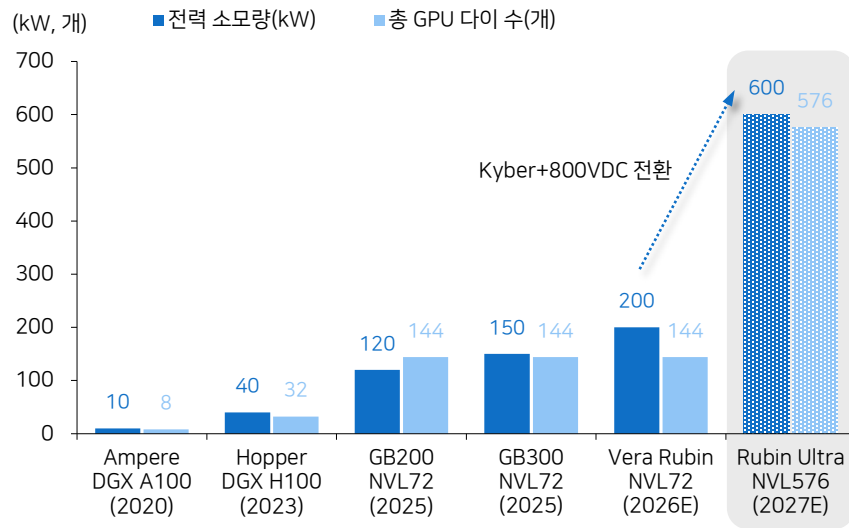
자료: Epoch AI, 메리츠증권 리서치센터

## 연산 효율 관점에서 Kyber+800VDC 전환이 핵심

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

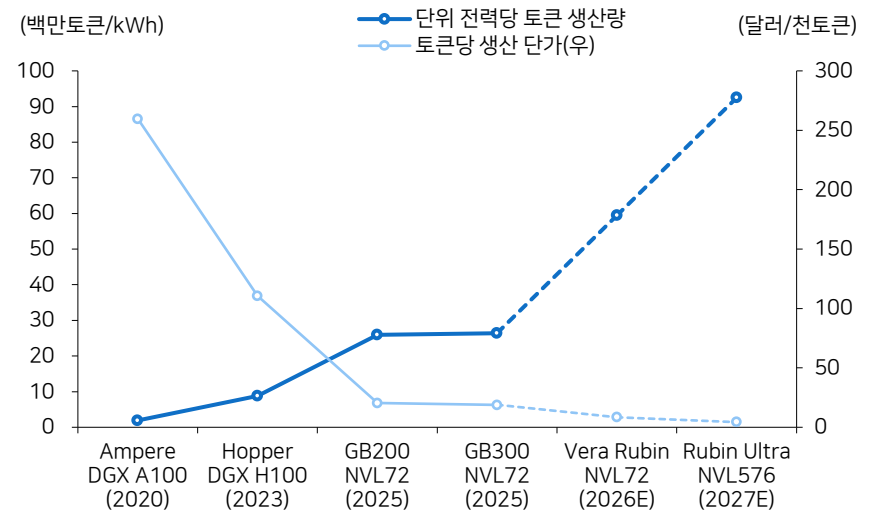
- Kyber랙+800VDC 전환은 AI 데이터센터의 CapEx와 OpEx를 모두 절감시켜주는 요인 (After AI 시리즈 6: AI DC, Rush to 800VDC 참고)  
- AI 데이터센터 운영에 필요한 전력 발전 설비 30% 절감(CapEx), 데이터센터 전력 효율 5% 개선, TCO 30% 절감(OpEx)
- AI 에이전트 시대 본격화 이후, 데이터센터의 핵심 경쟁력은 앞으로 이 두 가지가 될 것
  - 1) 단위 전력량당 얼마나 효율적으로 토큰을 생산하는가(tokens/kWh): 전력의 절대적 부족, 여러 생산요소 중 전력 효율이 가장 중요
  - 2) 토큰당 생산 단가를 얼마나 낮출 수 있는가(\$/token): 다른 생산요소까지 포괄할 때 생산단가의 효율화 척도
- 당사 추정 Kyber 기반 Rubin Ultra NVL576(2027) 서버랙은 단위 전력당 토큰 생산 효율 3.5배 개선, 토큰당 생산 단가 1/5로 낮춤

단위 서버랙 당 GPU 칩 수(die)의 증가와 함께 전력 소모량 증가



자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

엔비디아 AI 서버랙 아키텍처별 단위 전력량당 토큰 생산량과 생산 단가

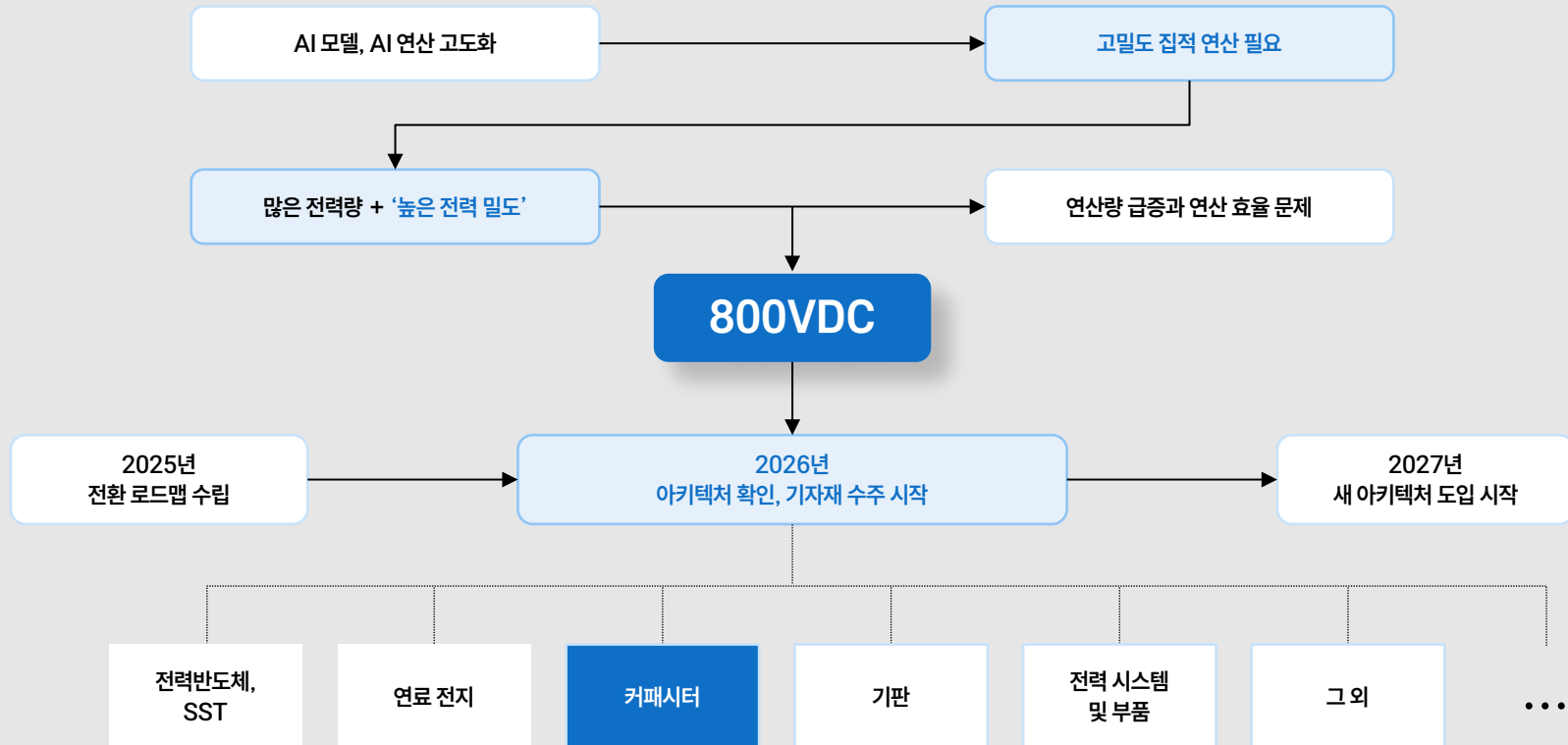


자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

## 이번 자료에서는 아키텍처 전력 효율 개선에 핵심인 커패시터 주목

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

- AI 추론 연산 급증과 효율성에 대응하는 Kyber랙+800VDC 아키텍처 전환 수혜의 후속 아이디어로 커패시터 제시



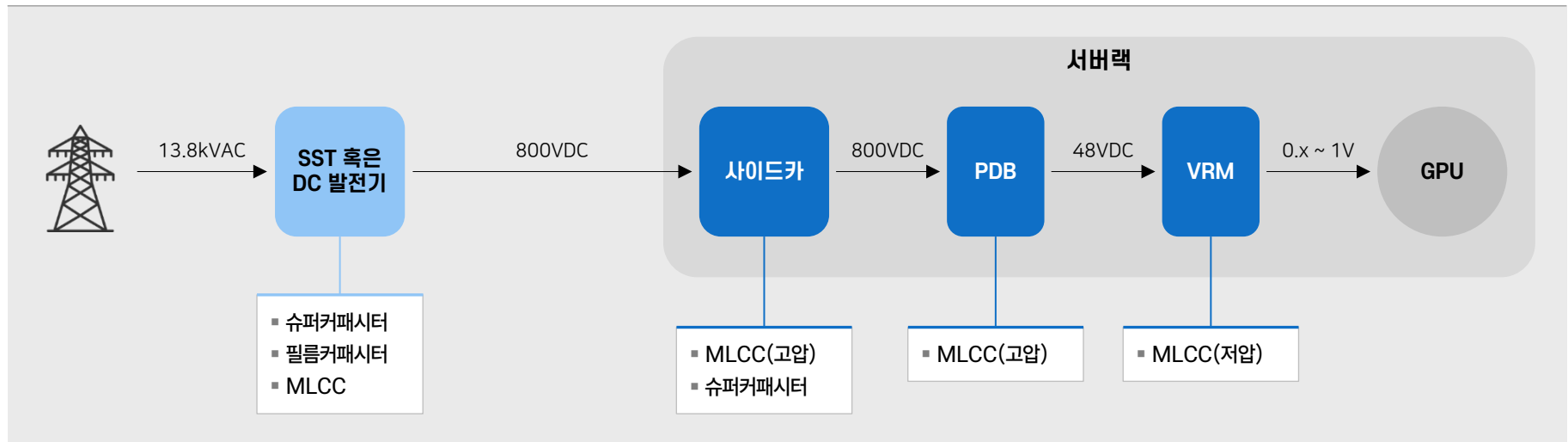
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 커패시터는 '관절'. 800VDC는 커패시터의 양, 질 개선을 모두 요구

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

- 커패시터는 800VDC의 핵심 밸류체인. 구간마다 전기를 저장, 방전함으로써 전압을 안정화. 마치 고전압 시대의 '관절'과 같은 역할
- 사용처는 크게 3가지로 구분
  - 1) **시설 단계(~800V)**: 연료전지 발전기에 슈퍼커패시터 탑재. SST(Solid State Transformer)에서 MLCC와 필름커패시터 활용
  - 2) **랙 내부(~48V)**: Kyber랙의 사이드카에 슈퍼커패시터 탑재. PDB(Power Distribution Board)에서 고전압 MLCC 활용
  - 3) **보드 내(~1V)**: VRM(Voltage Regulator Module)에서 저전압 MLCC를 활용
- 각 용처마다 커패시터의 사용량이 늘어나는 원인과 규모는 다르지만, 전압이 늘어날 수록 양과 질이 모두 늘어나는 방향은 같음.  
이후 내용부터 커패시터 종류별로 시데이터센터 수요 증가 원인을 분석

### 800VDC AI데이터센터, 커패시터는 어디에 쓰이는가?



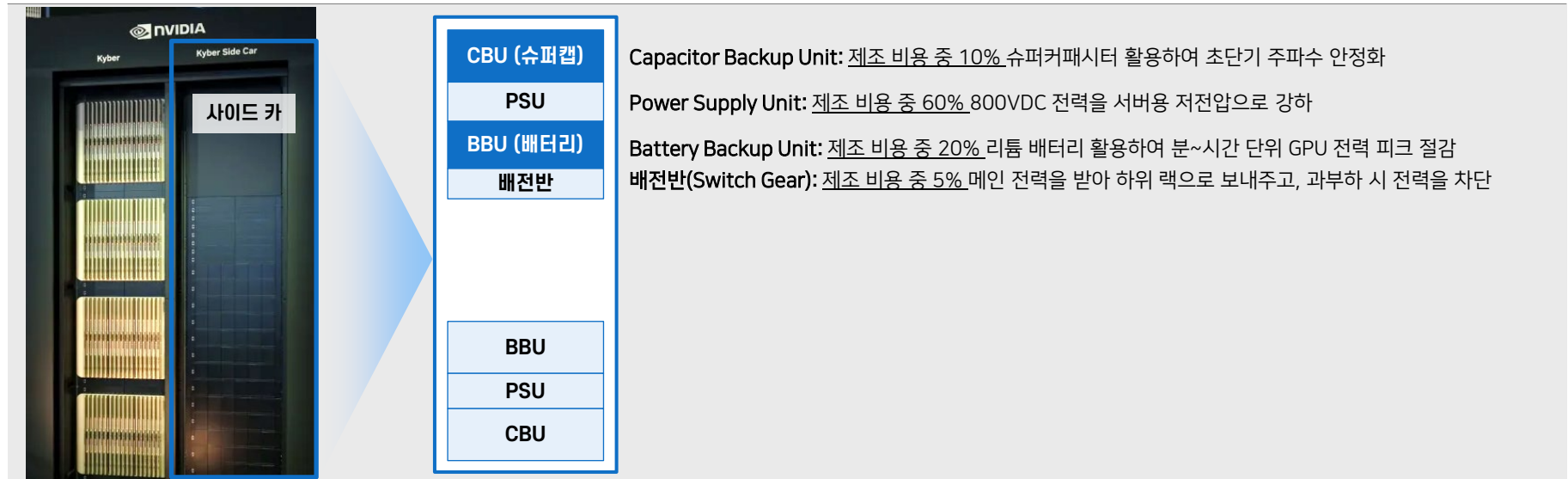
자료: 메리츠증권 리서치센터

### 1)슈퍼커패시터: UPS를 대체하다

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

- 800VDC에서는 중앙의 UPS(비상 기능 전원)가 사라지면서 전력 저장 기능이 분산화될 전망. UPS를 대체하는 것은 슈퍼커패시터의 역할
- Nvidia가 2027년 이후 적용할 Kyber랙은 랙 하나를 모두 서버 트레이로 채우고, 전력을 담당하는 Side Car를 따로 설치하여 배터리(리튬이온 배터리 혹은 슈퍼커패시터 등)를 탑재
- 이를 통해 들쭉 날쭉한 전력 부하를 안정화(Peak Shaving). 칩의 내구도가 향상되고 전력 설치 효율성이 증가하는 결과로 연결
- 사이드카 내부에 슈퍼커패시터가 탑재되는 CBU에는 약 15,000달러 내외의 제작 비용이 투자될 것으로 예상(셀을 포함한 시스템 기준)

Nvidia의 Kyber Rack 디자인부터는 사이드카 채용: CBU는 사이드카 제작 비용의 약 10%인 15,000달러 내외가 투자



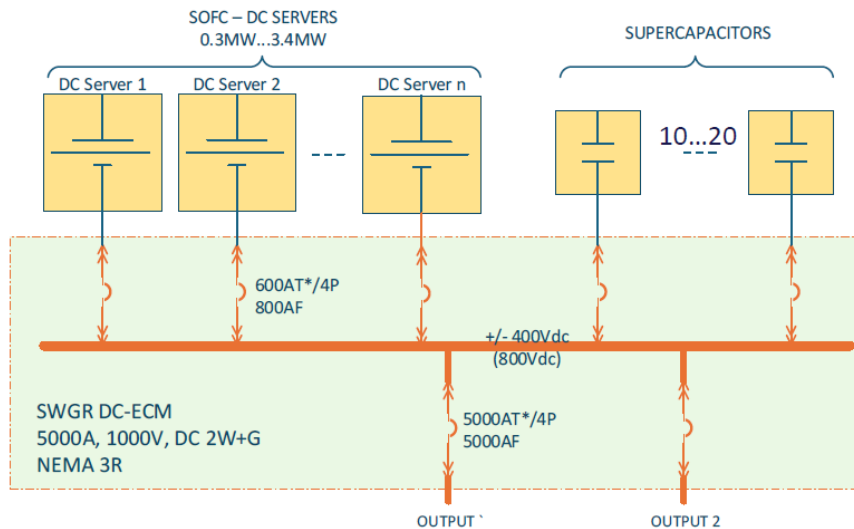
주: Nvidia Kyber rack의 자세한 디자인은 공개된 바 없으며, 위 그림은 HPRv3 파워랙 디자인을 참고하여 예시로서 작성  
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 연료전지 발전 시스템에도 탑재량이 늘어나는 슈퍼캡

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

- 슈퍼커패시터는 랙 내부 뿐만 아니라 연료전지 발전 시스템에도 탑재. 특히 Bloom Energy 등이 생산하는 SOFC 시스템에 필수적  
Bloom Energy에 따르면 3.4MW SOFC 모듈에 10~20개의 슈퍼커패시터 모듈이 탑재(셀 가격 기준 1.5~2.0억원 규모, 시스템 전체는 이보다 수배 증가)
- Bloom Energy의 SOFC는 약 800°C의 고온에서 작동. AI 전력 수요 변동 대비 반응 속도가 느림. 슈퍼캡은 물리적 흡탈착을 이용하므로 밀리초(ms) 단위의 100% 즉각적인 방전이 가능. 슈퍼캡을 통해 전력 변동에 빠르게 대응하고, 열충격으로부터 SOFC를 보호

### Bloom Energy: 3.4MW SOFC 모듈에 일반적으로 10~20개의 슈퍼커패시터가 탑재



자료: Bloom Energy, 메리츠증권 리서치센터

### 슈퍼커패시터의 중요성에 대한 Bloom Energy의 언급

연료전지 자체도 초당 약 2%씩 출력을 올릴 만큼 빠르지만, AI 부하의 순간적인 변화 속도를 완벽히 따라잡기에는 역부족입니다. 따라서 **전력 수요가 급증할 때 슈퍼커패시터가 즉각적인 전력 공급(Instant Ramp)을 감당하고, 그동안 연료전지가 출력을 높여 뒤따라가는(Catching up) 방식을 취합니다.**

(2025.10 OCP, Razvan Panati 부사장)

**Bloom Energy의 시스템은 거대한 배터리를 필요로 하지 않고도 AI 부하의 빠른 전력 변동을 원활하게 추종할 수 있습니다.** 배터리를 배제함으로써 비용 절감은 물론, 데이터센터 내 대규모 배터리 배치로 인한 화재 위험과 유지보수 문제를 방지할 수 있습니다.

(2026.02 4분기 실적 발표)

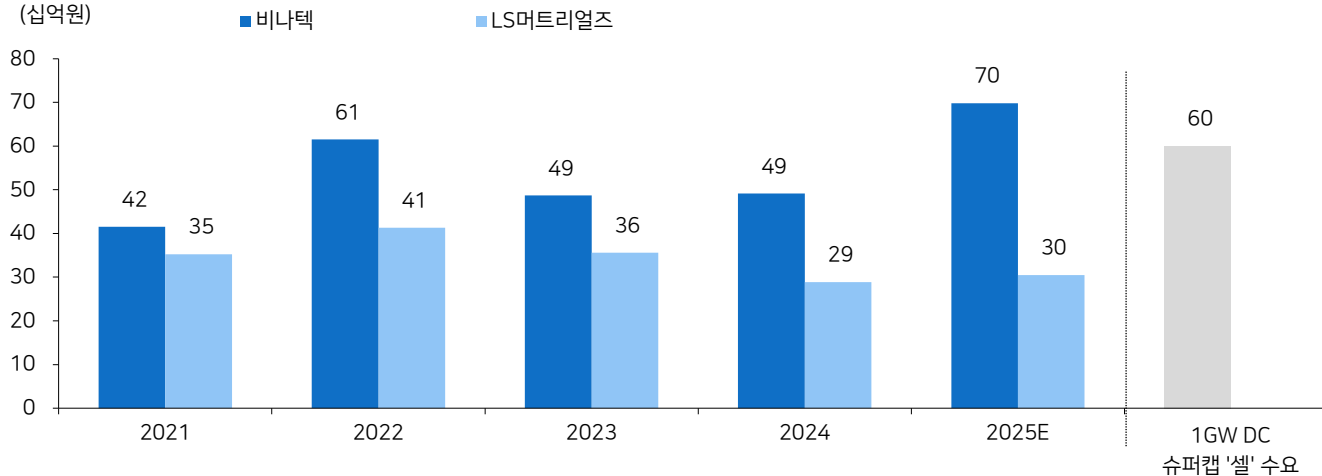
자료: Bloom Energy, 메리츠증권 리서치센터

## 슈퍼캡, 니치 마켓이지만 임팩트는 무시할 수 없다

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

- ‘셀’단위로 계산할 경우, AI DC 향 슈퍼캡 수요는 1GW의 연료전지 당 약 5백억원, 1GW의 CBU가 약 1백억원을 예상. 만약 ‘시스템’ 단위로 계산할 경우 셀 단위의 시장보다 3~5배 큰 수천억원의 시장 규모가 형성
- 비나텍, LS머트리얼즈의 슈퍼캡 매출액이 300~700억원 내외라는 점을 감안하면 AI데이터센터 시장은 주요 슈퍼캡 업체들의 게임 체인저가 될 전망. 2026년 시장 개화, 2027년 이후 본격 확장
- AI DC향 제품들의 판가와 마진은 기존 범용 제품 대비해서 높다는 점에도 주목

### 주요 슈퍼커패시터 업체들의 매출 vs 1GW의 AI데이터센터에서 예상되는 슈퍼캡 ‘셀’ 수요



주: 전사 매출이 아닌 슈퍼캡 매출만 따로 표시. 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

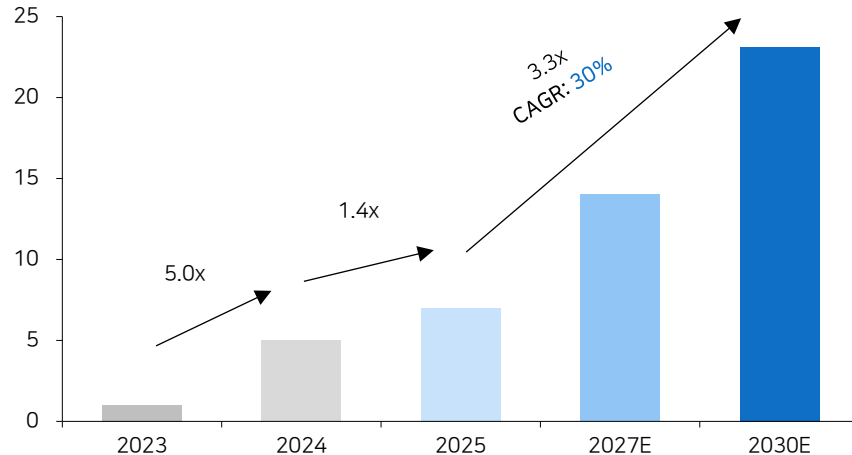
### 3)MLCC: 고전압을 견디기 위한 프리미엄화 → P 성장

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

- 고전압을 견디기 위해서는 더 고사양의 커패시터와 전력 반도체 사용이 필요. 400VAC에서는 SiC 전력 반도체의 전압 등급이 650V 내외였지만, 800VDC에서는 1200V 등급의 SiC 전력반도체 사용이 필요(AC-DC 변환 단계). 이는 약 50% 이상의 전력 반도체 단가 상승 효과로 연결
- 전력반도체에 필수적으로 함께 설치되는 MLCC 또한 고급화. 400VAC에서는 400~600V의 MLCC가 주로 쓰였으나, 800VDC에서는 1,000~1,500V의 초고압 MLCC가 주로 쓰임. 이는 약 4배 내외의 단가 상승 효과로 연결(AC-DC 변환을 담당하는 PSU 내부)
- 고전압을 견디기 위해 필름 커패시터의 사용량도 늘어날 전망(저렴한 알루미늄 전해 커패시터를 대체)

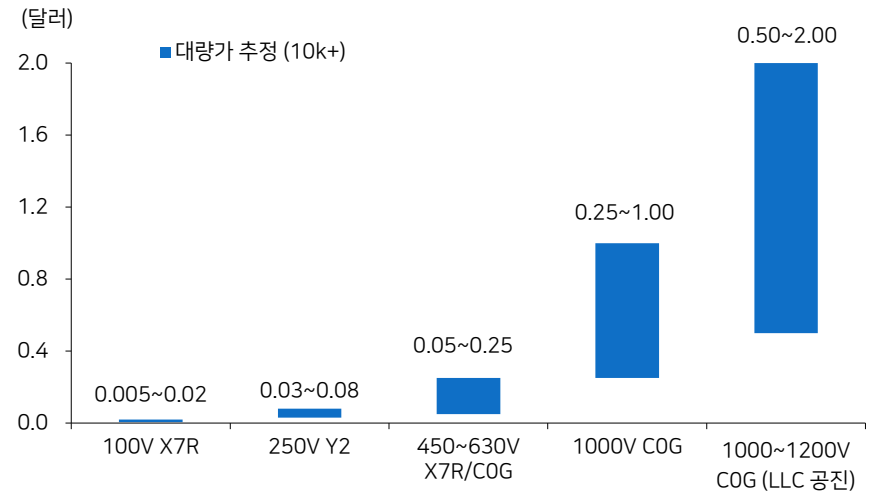
#### AI 서버용 MLCC 수요 전망

(2023 수요 = 1)



자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

#### MLCC 전압별 가격 비교



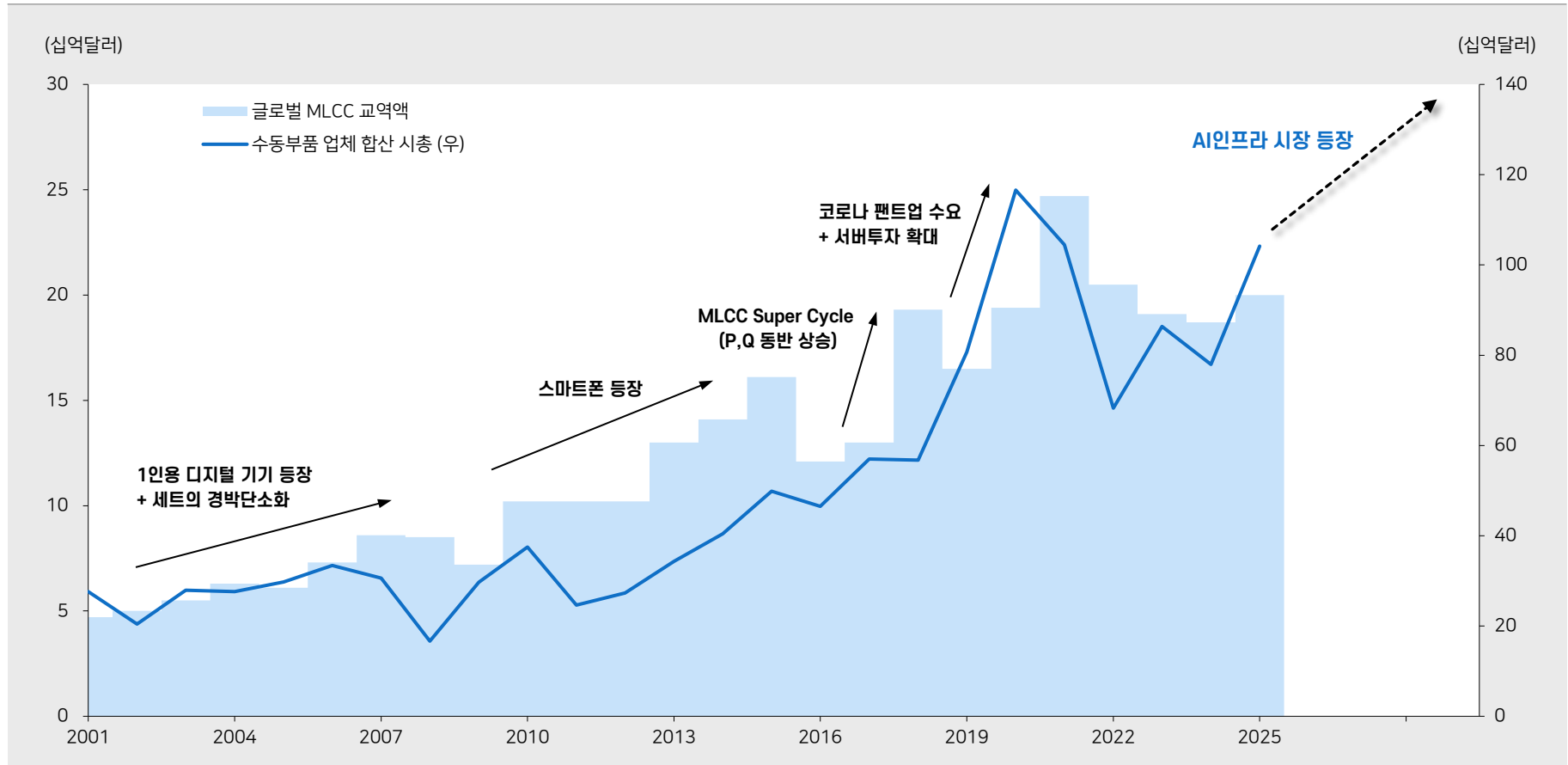
자료: 메리츠증권 리서치센터

### 3. 이번 MLCC 업사이클, 예상보다 강하고 길다

## 한눈에 보는 MLCC 사이클

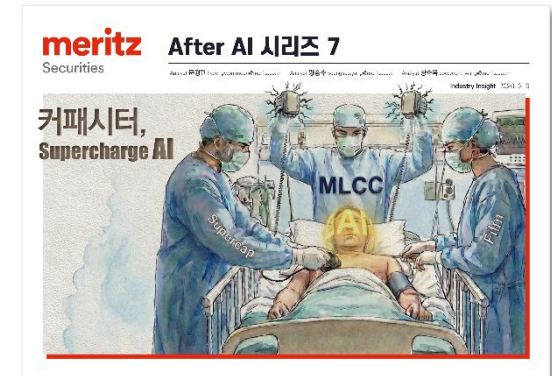
After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

### MLCC 교역액 추이



주: 수동부품 업체 총합은 삼성전기, Murata, TDK, Taiyo Yuden, Yageo, Guang Dong Fenghua Advanced Technology, Walsin Technology 시가총액 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 기업분석



| 종목명              | 투자판단      | 적정주가     |
|------------------|-----------|----------|
| 삼성전기 (009150)    | Buy       | 550,000원 |
| Murata (6981 JP) | Not Rated | -        |
| 비나텍 (126340)     | Not Rated | -        |
| LS머트리얼즈 (417200) | Not Rated | -        |

# 삼성전기 (009150) 새 술은 새 부대에

Analyst 양승수  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

|             |          |
|-------------|----------|
| 적정주가 (12개월) | 550,000원 |
| 현재주가 (3.5)  | 401,500원 |
| 상승여력        | 37.0%    |

|            |                   |
|------------|-------------------|
| KOSPI      | 5,583.90pt        |
| 시가총액       | 299,895억원         |
| 발행주식수      | 7,469만주           |
| 유동주식비율     | 73.53%            |
| 외국인비중      | 39.30%            |
| 52주 최고/최저가 | 466,500원/109,500원 |
| 평균거래대금     | 2,296.4억원         |

## 주요주주(%)

|                                |       |
|--------------------------------|-------|
| 삼성전자 외 5 인                     | 23.81 |
| 국민연금공단                         | 10.79 |
| BlackRock Fund Advisors 외 12 인 | 5.01  |

## 주가상승률(%)

|      | 1개월  | 6개월   | 12개월  |
|------|------|-------|-------|
| 절대주가 | 38.4 | 125.3 | 195.9 |
| 상대주가 | 28.0 | 29.3  | 35.5  |

## 주가그래프



## AI기반 MLCC 사이클, 예상보다 강하고 길다

- AI용 MLCC 수요는 현재 반도체 구동을 지원하는 초소형·초고용량 제품 중심에서 향후 800V 전력 구조 도입과 함께 전원 안정화를 위한 대형·초고압 MLCC까지 확대될 것으로 전망  
→ 초고압 MLCC 적용 확대에 따른 추가적인 ASP 상승과 대형 제품 생산 비중 확대에 따른 초소형·고용량 제품 대비 더 큰 Capa 잠식 효과로, AI 서버 수요 기반 MLCC 업사이클은 800V도입이 맞물리는 2027년 이후 더욱 강화될 것으로 예상
- 현재의 타이트한 공급 상황을 감안할 때 AI용 MLCC 가격 인상 여부는 2분기 내 결정되고, 3분기부터 본격 반영될 것으로 전망  
→ AI용 MLCC 가격 인상과 초고압 MLCC 적용 확대를 반영해 '26년, '27년 MLCC ASP 상승 가정을 기존 +6.1% YoY, +2.5% YoY에서 +9.2% YoY, +15.4% YoY로 상향 조정  
→ 이에 따라 '26년, '27년 컴포넌트 사업부 영업이익 추정치를 기존 대비 각각 13.5%, 47.3% 상향 조정

## 업사이클의 새로운 중심 축 '패키지솔루션'

- FC-BGA 업황은 수요와 공급 양측면에서 작년부터 시작된 MLB 업사이클을 상회하는 강도의 업사이클이 지속될 것으로 예상  
→ 글로벌 FC-BGA 밸류체인 전반적으로 강한 업사이클의 대한 기대감이 반영되며 35~45배의 밸류에이션에 위치
- 삼성전기 패키지솔루션 사업부의 영업이익률은 '25년 6.2% → '26년 12.1% → '27년 15.8%로의 가파른 개선세를 전망

## 많이 오른 것이 아니라, 새로운 시작의 구간

- 삼성전기의 주요 사업부인 컴포넌트솔루션과 패키지솔루션 모두 기존의 Cyclical 산업 구조에서 벗어나 AI 인프라 수요 확대에 기반한 업사이클의 가시성이 2027년 이후까지 연장 중
- 투자 의견 Buy를 유지, 적정주가 550,000원으로 +57.1% 상향

| (십억원) | 매출액      | 영업이익    | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|----------|---------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2023  | 8,892.4  | 660.5   | 423.0         | 5,617             | -56.9      | 101,129    | 27.3       | 1.5        | 7.8              | 5.5        | 45.2        |
| 2024  | 10,294.1 | 735.0   | 679.1         | 9,022             | 60.6       | 113,261    | 13.7       | 1.1        | 5.9              | 8.2        | 41.9        |
| 2025P | 11,314.4 | 913.3   | 710.7         | 9,445             | 4.7        | 120,666    | 27.8       | 2.2        | 10.4             | 7.8        | 38.7        |
| 2026E | 12,633.6 | 1,422.4 | 1,146.9       | 15,284            | 61.8       | 133,691    | 26.3       | 3.0        | 11.6             | 11.6       | 37.5        |
| 2027E | 15,000.9 | 2,167.2 | 1,787.5       | 23,861            | 56.1       | 154,972    | 16.8       | 2.6        | 8.3              | 16.0       | 36.3        |

# 삼성전기 적정주가 550,000원으로 상향

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

- 삼성전기 투자 의견 Buy 유지, 적정주가를 550,000원으로 57.1% 상향
- 12개월 선행 EPS 16,817원\*33.0배('23~'25년 고점 PER 평균에 20% 프리미엄 부여)
- 삼성전기의 Valuation 산정 방식을 기존 PBR에서 PER로 변경
  - 1) 삼성전기의 주요 사업부인 컴포넌트솔루션과 패키지솔루션 모두 기존의 Cyclical 산업 구조에서 벗어나 AI 인프라 수요 확대에 기반한 업사이클의 가시성이 2027년 이후까지 연장되고 있기 때문
  - 2) 당사는 삼성전기의 2027년 ROE(16.0%)가 과거 MLCC Super Cycle이었던 2018년 14.5%를 상회할 것으로 전망. 이는 단순한 업황 사이클이 아닌 제품 믹스 고도화와 구조적인 수익성 개선에 따른 이익의 질 변화가 나타나고 있음을 의미
- '25~'27E 영업이익 CAGR 54.0% 성장을 전망하며, 과거 대비 높은 성장률을 고려할 때 밸류에이션 프리미엄 부여는 정당하다고 판단

## 삼성전기 PER 밸류에이션 테이블

|        |         |            | 2023    | 2024    | 2025P   | 2026E  | 2027E  |
|--------|---------|------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 주가 (원) |         | High       | 165,000 | 176,500 | 272,000 |        |        |
|        |         | Low        | 119,100 | 105,500 | 109,500 |        |        |
|        |         | Average    | 144,878 | 140,539 | 163,499 |        |        |
| 확정치    | PER (배) | High       | 29.4    | 19.6    | 28.8    |        |        |
|        |         | Low        | 21.2    | 11.7    | 11.6    |        |        |
|        |         | Average    | 25.8    | 15.6    | 17.3    |        |        |
|        | EPS (원) | (원)        | 5,617   | 9,022   | 9,445   | 15,284 | 23,861 |
|        |         | Growth (%) | -56.9   | 60.6    | 4.7     | 61.8   | 56.1   |
|        |         |            |         |         |         |        |        |
| 컨센서스   | PER (배) | High       | 27.2    | 24.2    | 31.0    |        |        |
|        |         | Low        | 19.6    | 14.5    | 12.5    |        |        |
|        |         | Average    | 23.9    | 19.3    | 18.6    |        |        |
|        | EPS (원) | (원)        | 6,064   | 7,283   | 8,777   | 13,453 | 16,912 |
|        |         | Growth (%) | -53.5   | 29.7    | -2.7    | 42.4   | 10.7   |
|        |         |            |         |         |         |        |        |

자료: Quantivise, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성전기 적정주가 산정표

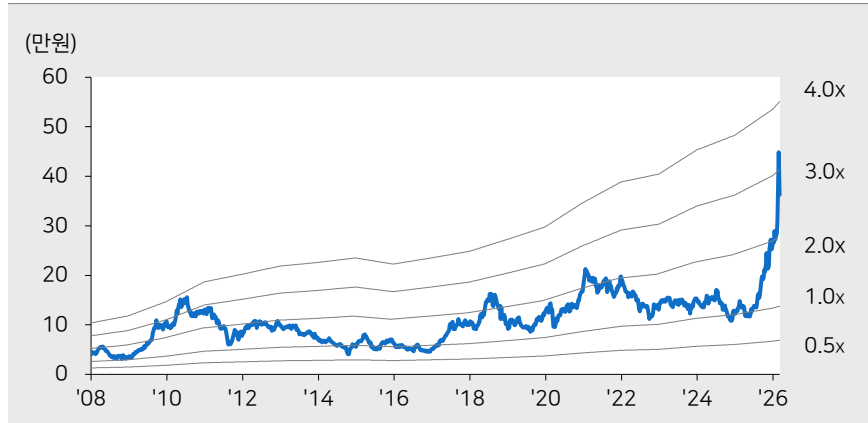
| Fair Value (원) |         | 비고                              |
|----------------|---------|---------------------------------|
| 12개월 선행 EPS    | 16,817  |                                 |
| 적정배수 (배)       | 33.0    | '23~'25년 고점 PER 평균에 20% 프리미엄 부여 |
| 적정가치           | 554,519 |                                 |
| 적정주가           | 550,000 |                                 |
| 현재주가           | 401,500 |                                 |
| 상승여력 (%)       | 37.0%   |                                 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 삼성전기 Valuation Chart

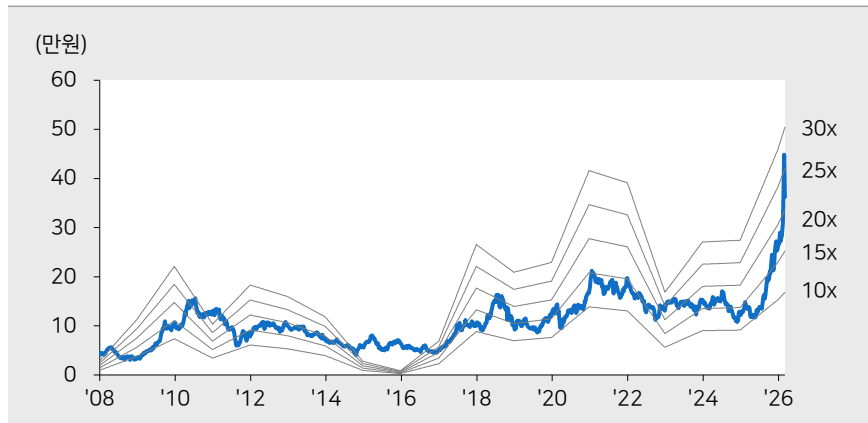
After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

삼성전기 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 PER 밴드



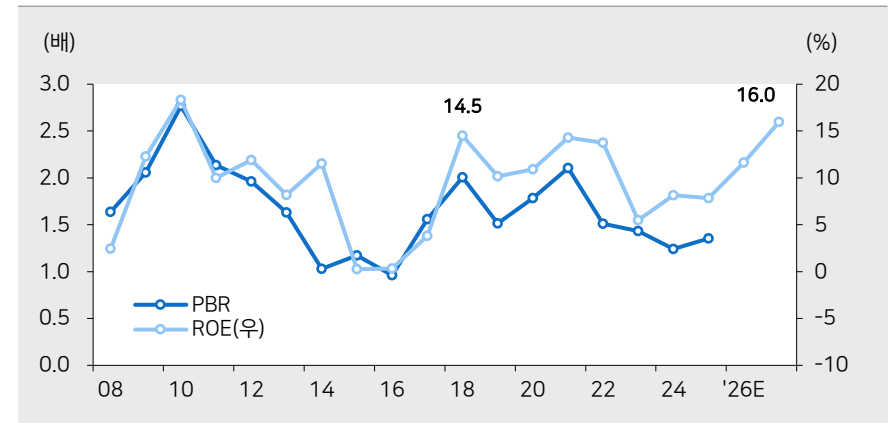
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 PBR 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 PBR vs ROE 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 삼성전기 실적 테이블

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

| (십억원)               | 1Q25           | 2Q25           | 3Q25           | 4Q25P          | 1Q26E          | 2Q26E          | 3Q26E          | 4Q26E          | 2025            | 2026E           | 2027E           |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>연결 매출액</b>       | <b>2,738.6</b> | <b>2,784.6</b> | <b>2,889.0</b> | <b>2,902.1</b> | <b>3,047.4</b> | <b>3,012.0</b> | <b>3,240.7</b> | <b>3,333.5</b> | <b>11,314.4</b> | <b>12,633.6</b> | <b>15,000.9</b> |
| (% QoQ)             | 9.9%           | 1.7%           | 3.7%           | 0.5%           | 5.0%           | -1.2%          | 7.6%           | 2.9%           |                 |                 |                 |
| (% YoY)             | 4.4%           | 7.9%           | 10.5%          | 16.4%          | 11.3%          | 8.2%           | 12.2%          | 14.9%          | 9.7%            | 11.7%           | 18.7%           |
| <b>컴포넌트솔루션</b>      | <b>1,216</b>   | <b>1,281</b>   | <b>1,381</b>   | <b>1,320</b>   | <b>1,356</b>   | <b>1,411</b>   | <b>1,603</b>   | <b>1,610</b>   | <b>5,198</b>    | <b>5,979</b>    | <b>7,608</b>    |
| (% QoQ)             | 12.4%          | 5.3%           | 7.8%           | -4.4%          | 2.7%           | 4.1%           | 13.6%          | 0.4%           |                 |                 |                 |
| (% YoY)             | 18.9%          | 10.4%          | 15.4%          | 22.0%          | 11.5%          | 10.2%          | 16.0%          | 21.9%          | 16.5%           | 15.0%           | 27.2%           |
| <b>모듈솔루션</b>        | <b>1,023</b>   | <b>939</b>     | <b>915</b>     | <b>937</b>     | <b>1,013</b>   | <b>906</b>     | <b>863</b>     | <b>928</b>     | <b>3,814</b>    | <b>3,709</b>    | <b>3,899</b>    |
| (% QoQ)             | 18.8%          | -8.2%          | -2.6%          | 2.5%           | 8.1%           | -10.6%         | -4.8%          | 7.5%           |                 |                 |                 |
| (% YoY)             | -12.8%         | 2.0%           | 6.3%           | 8.8%           | -1.0%          | -3.6%          | -5.7%          | -1.0%          | 0.0%            | -2.8%           | 5.1%            |
| <b>기판솔루션</b>        | <b>499</b>     | <b>565</b>     | <b>593</b>     | <b>645</b>     | <b>678</b>     | <b>695</b>     | <b>776</b>     | <b>796</b>     | <b>2,302</b>    | <b>2,945</b>    | <b>3,494</b>    |
| (% QoQ)             | -9.1%          | 13.1%          | 5.1%           | 8.7%           | 5.2%           | 2.5%           | 11.6%          | 2.7%           |                 |                 |                 |
| (% YoY)             | 16.7%          | 13.1%          | 6.3%           | 17.3%          | 35.8%          | 23.1%          | 30.8%          | 23.5%          | 13.1%           | 27.9%           | 18.6%           |
| <b>영업이익</b>         | <b>200.6</b>   | <b>213.0</b>   | <b>260.3</b>   | <b>239.5</b>   | <b>282.3</b>   | <b>309.6</b>   | <b>418.7</b>   | <b>411.8</b>   | <b>913.3</b>    | <b>1,422.4</b>  | <b>2,167.2</b>  |
| (% QoQ)             | 74.3%          | 6.2%           | 22.2%          | -8.0%          | 17.9%          | 9.7%           | 35.2%          | -1.6%          |                 |                 |                 |
| (% YoY)             | 11.2%          | 2.4%           | 15.7%          | 108.2%         | 40.8%          | 45.3%          | 60.9%          | 72.0%          | 25.4%           | 55.7%           | 52.4%           |
| <b>컴포넌트솔루션</b>      | <b>133.5</b>   | <b>156.7</b>   | <b>180.7</b>   | <b>148.7</b>   | <b>173.2</b>   | <b>204.9</b>   | <b>284.3</b>   | <b>259.2</b>   | <b>619.6</b>    | <b>921.6</b>    | <b>1,458.6</b>  |
| (% QoQ)             | 140.3%         | 17.3%          | 15.4%          | -17.7%         | 16.5%          | 18.3%          | 38.7%          | -8.8%          |                 |                 |                 |
| (% YoY)             | 37.7%          | 10.5%          | 24.3%          | 167.6%         | 29.7%          | 30.8%          | 57.3%          | 74.4%          | 40.9%           | 48.7%           | 58.3%           |
| <b>모듈솔루션</b>        | <b>44.3</b>    | <b>31.5</b>    | <b>39.6</b>    | <b>36.7</b>    | <b>45.4</b>    | <b>28.3</b>    | <b>32.8</b>    | <b>38.5</b>    | <b>152.1</b>    | <b>145.0</b>    | <b>154.9</b>    |
| (% QoQ)             | 167.6%         | -28.8%         | 25.5%          | -7.3%          | 23.8%          | -37.6%         | 15.6%          | 17.5%          |                 |                 |                 |
| (% YoY)             | -29.4%         | 27.7%          | 17.6%          | 121.6%         | 2.5%           | -10.1%         | -17.2%         | 5.0%           | 10.5%           | -4.6%           | 6.8%            |
| <b>기판솔루션</b>        | <b>22.7</b>    | <b>24.8</b>    | <b>40.0</b>    | <b>54.1</b>    | <b>63.7</b>    | <b>76.4</b>    | <b>101.6</b>   | <b>114.1</b>   | <b>141.7</b>    | <b>355.8</b>    | <b>553.7</b>    |
| (% QoQ)             | -47.0%         | 9.1%           | 61.2%          | 35.4%          | 17.7%          | 19.8%          | 33.1%          | 12.3%          |                 |                 |                 |
| (% YoY)             | 10.0%          | -40.3%         | -23.8%         | 26.2%          | 180.2%         | 207.8%         | 154.1%         | 110.7%         | -10.1%          | 151.1%          | 55.6%           |
| <b>연결 영업이익률 (%)</b> | <b>7.3%</b>    | <b>7.6%</b>    | <b>9.0%</b>    | <b>8.3%</b>    | <b>9.3%</b>    | <b>10.3%</b>   | <b>12.9%</b>   | <b>12.4%</b>   | <b>8.1%</b>     | <b>11.3%</b>    | <b>14.4%</b>    |
| 컴포넌트솔루션             | 11.0%          | 12.2%          | 13.1%          | 11.3%          | 12.8%          | 14.5%          | 17.7%          | 16.1%          | 11.9%           | 15.4%           | 19.2%           |
| 모듈솔루션               | 4.3%           | 3.4%           | 4.3%           | 3.9%           | 4.5%           | 3.1%           | 3.8%           | 4.2%           | 4.0%            | 3.9%            | 4.0%            |
| 기판솔루션               | 4.6%           | 4.4%           | 6.7%           | 8.4%           | 9.4%           | 11.0%          | 13.1%          | 14.3%          | 6.2%            | 12.1%           | 15.8%           |

자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

# 삼성전기 실적 추정 가정

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

## 삼성전기 MLCC 실적 추정 가정

| (%) |       | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q27E |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 단가  | % QoQ | -4.8% | 0.5%  | 0.0%  | 2.5%  | 2.0%  | 1.5%  | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  | 3.0%  | 1.5%  | 0.5%  |
|     | % YoY | 7.4%  | 0.0%  | -3.9% | -2.0% | 5.1%  | 6.1%  | 11.4% | 14.1% | 17.5% | 19.2% | 15.3% | 10.3% |
| 출하량 | % QoQ | 15.0% | 3.0%  | 10.0% | -7.0% | 0.5%  | 3.0%  | 10.0% | -5.0% | 4.3%  | 2.5%  | 10.0% | -6.0% |
|     | % YoY | 11.3% | 6.1%  | 16.4% | 23.0% | 5.9%  | 5.9%  | 5.9%  | 8.2%  | 12.3% | 11.8% | 11.8% | 10.6% |
| 가동률 |       | 82.0% | 90.0% | 96.0% | 92.0% | 92.0% | 95.0% | 98.0% | 93.0% | 94.0% | 96.0% | 98.0% | 95.0% |

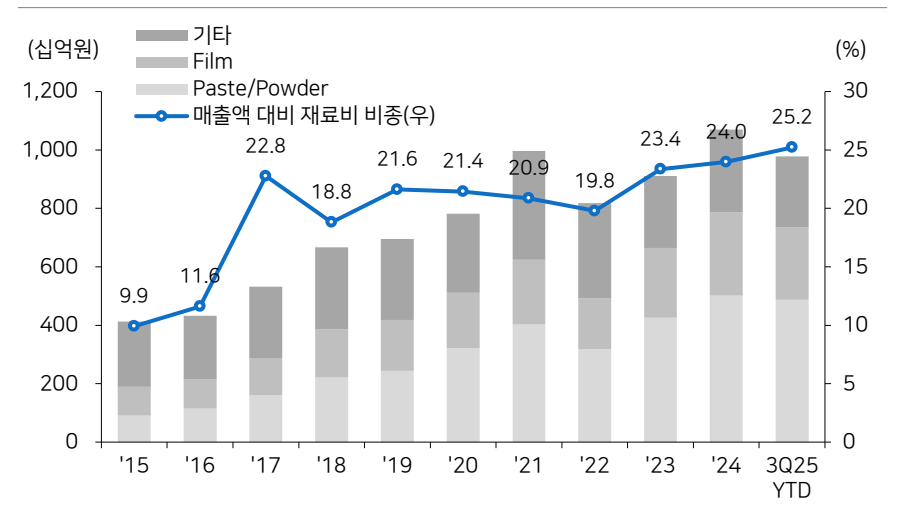
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성전기 2026년, 2027년 실적 추정치 변경

| (십억원)    | 2026E    |          |          | 2027E    |          |          |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|          | 신규 추정치   | 기존 추정치   | (% diff) | 신규 추정치   | 기존 추정치   | (% diff) |
| 매출액      | 12,633.6 | 12,329.3 | 2.5%     | 15,000.9 | 13,558.6 | 10.6%    |
| 영업이익     | 1,422.4  | 1,275.3  | 11.5%    | 2,167.2  | 1,547.0  | 40.1%    |
| 세전이익     | 1,439.1  | 1,290.7  | 11.5%    | 2,230.9  | 1,602.1  | 39.2%    |
| 지배주주 순이익 | 1,146.9  | 1,028.6  | 11.5%    | 1,787.5  | 1,283.7  | 39.2%    |
| 영업이익률(%) | 11.3%    | 10.3%    |          | 14.4%    | 11.4%    |          |
| 세전이익률(%) | 11.4%    | 10.5%    |          | 14.9%    | 11.8%    |          |
| 순이익률(%)  | 9.1%     | 8.3%     |          | 11.9%    | 9.5%     |          |

자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성전기 컴포넌트 사업부 매출액 대비 재료비 비중

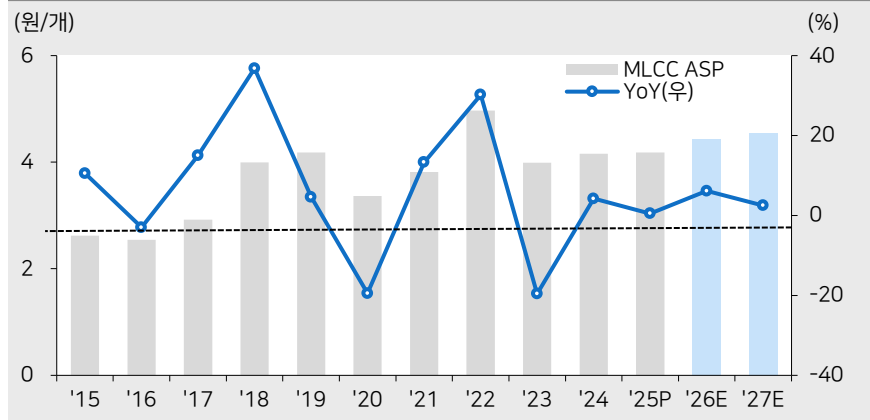


자료: 메리츠증권 리서치센터

## 삼성전기 ASP, 출하 가정 변경

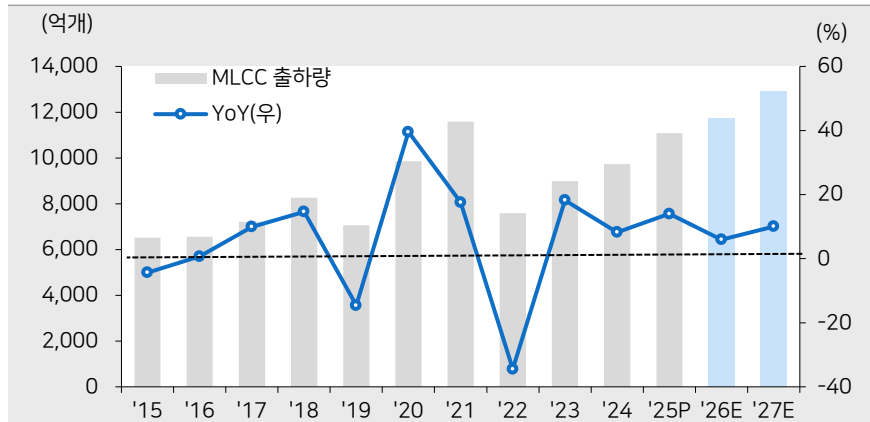
After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

삼성전기 ASP 가정 변경 전



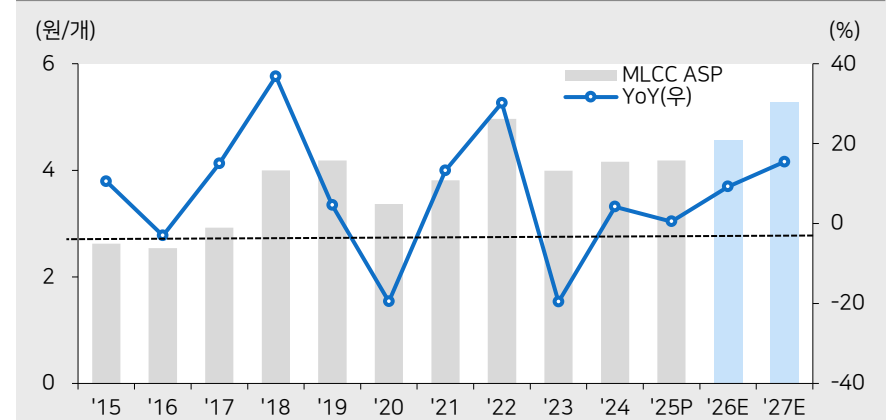
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 MLCC Shipment 가정 변경 전



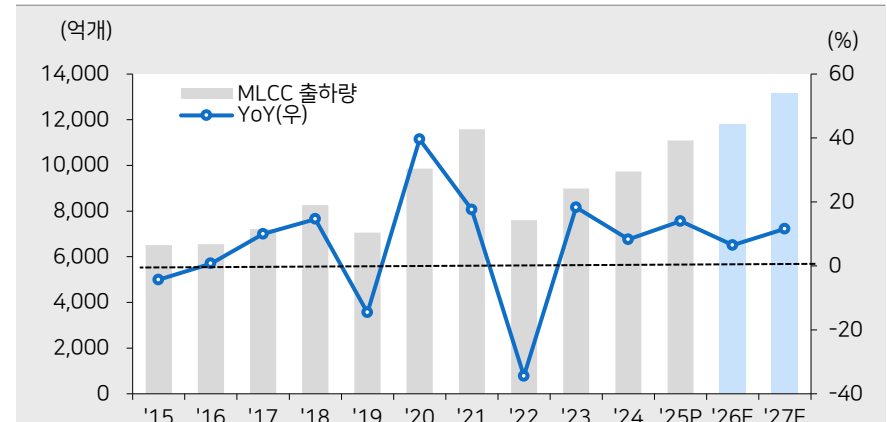
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 ASP 가정 변경 후



자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 MLCC Shipment 가정 변경 후



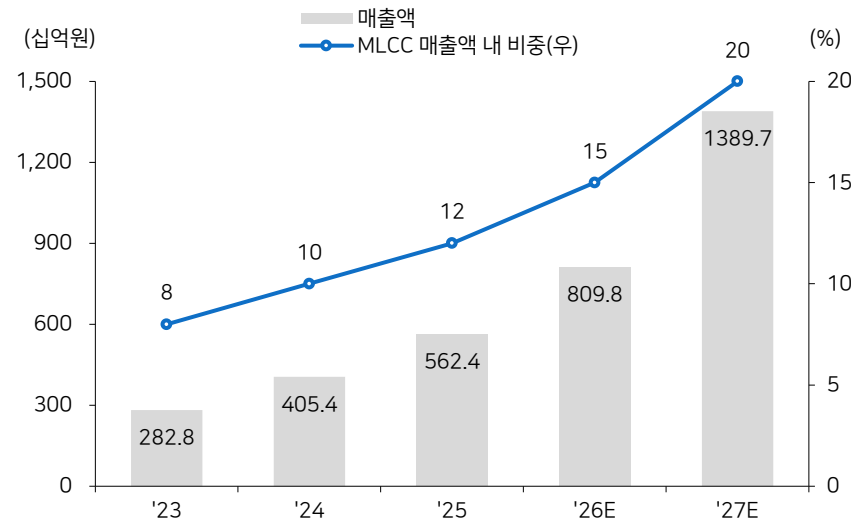
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

# 1) AI 기반 MLCC 사이클, 예상보다 강하고 길다

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

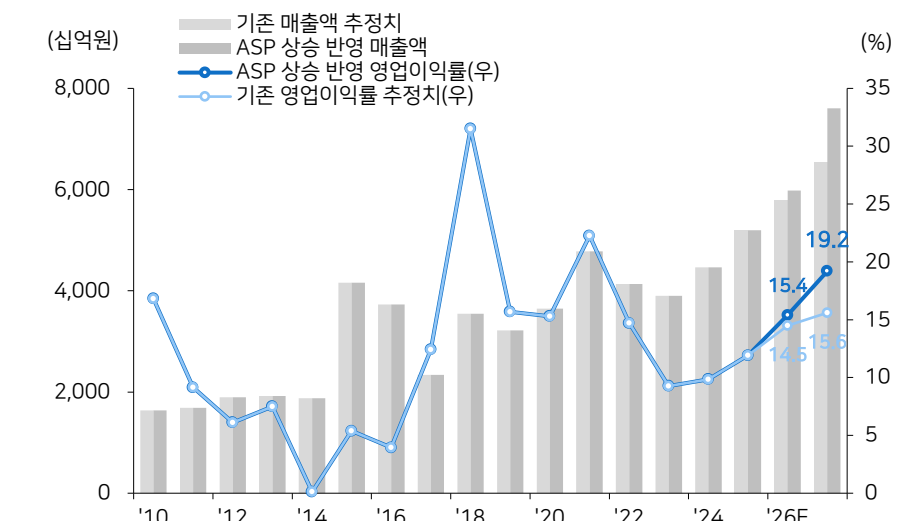
- 당사는 현재의 타이트한 수급 상황을 감안할 때 AI용 MLCC 가격 인상 여부는 2분기 내 결정되고, 3분기부터 본격 반영될 것으로 전망
- AI용 MLCC 가격 인상과 초고압 MLCC 적용 확대를 반영해 '26년, '27년 MLCC ASP 상승 가정을 기존 +6.1% YoY, +2.5% YoY에서 +9.2% YoY, +15.4% YoY로 상향 조정 → 이에 따라 '26년, '27년 컴포넌트 사업부 영업이익 추정치를 기존 대비 각각 13.5%, 47.3% 상향 조정
- AI용 MLCC 수요는 현재 반도체 구동을 지원하는 초소형·초고용량 제품 중심에서 향후 800V 전력 구조 도입과 함께 전원 안정화를 위한 대형·초고압 MLCC까지 확대될 것으로 전망
- 초고압 MLCC 적용 확대에 따른 추가적인 ASP 상승과 대형 제품 생산 비중 확대에 따른 초소형·고용량 제품 대비 더 큰 Capa 잠식 효과로, AI 서버 수요 기반 MLCC 업사이클은 800V도입이 맞물리는 2027년 이후 더욱 강화될 것으로 예상

삼성전기 서버+파워+네트워크 MLCC 매출 추이 및 전망



자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 컴포넌트 부문 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

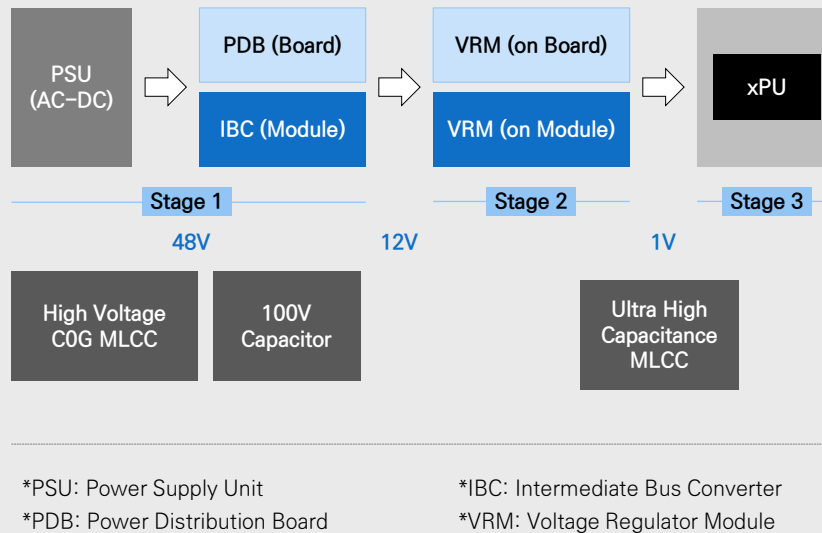
# AI서버용 MLCC 구분

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

## AI서버 랙의 전력 공급망 구조와 각 단계별 MLCC



Power Efficiency is Key



### Stage1: 48v 구간

외부의 AC 전원을 DC 48V로 전환 후 PDB(전력 분배 보드)와 IBC(컨버터)를 통해 분배

→ High Voltage COG MLCC: or 100 V MLCC  
고전압 노이즈 제거 및 회로 보호를 위한 고내압 (High Voltage), 100V 이상 MLCC 필요

### Stage2~3

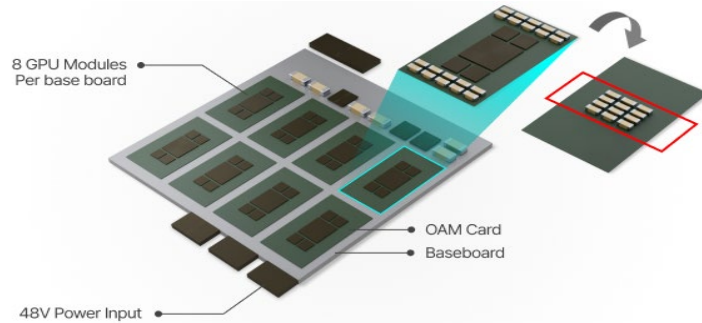
VRM(전압 조절 모듈)을 거쳐 전압을 12V로 낮춘 후 실제 AI 칩(GPU, NPU 등)이 사용하는 매우 낮은 전압(약 1V)으로 변환하여 공급

→ Ultra High Capacitance MLCC:  
칩의 급격한 부하 변동 시 발생하는 전압 강하를 방지하고, 순간적으로 필요한 대전류를 즉각 공급하기 위한 고용량 MLCC + 칩 근처 실장을 위해 초소형 MLCC를 요구

# 현재 AI서버용 MLCC는 Stage 2~3를 위한 초소형 · 고용량 중심

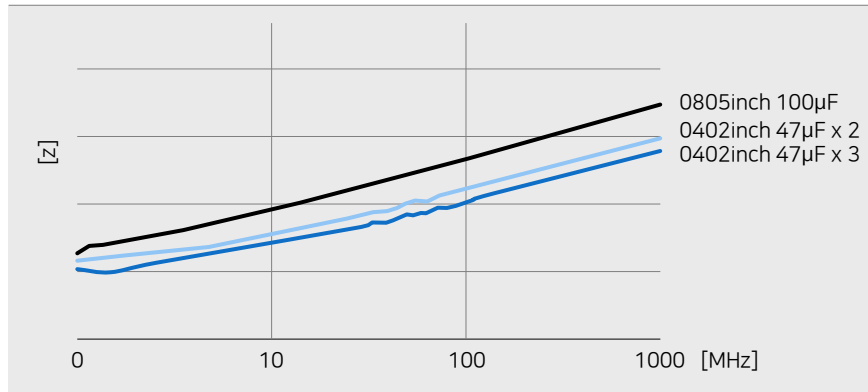
After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

## GPU와 인접한 배치를 위한 초고용량, 초소형 MLCC 사용



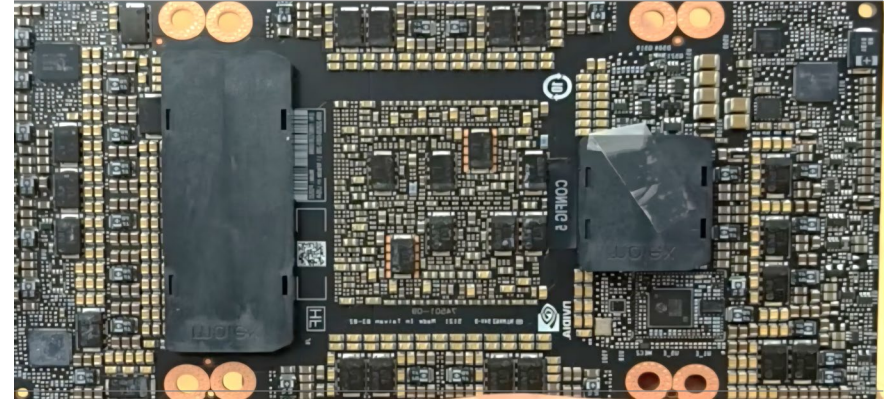
주: AI 서버 컴퓨팅 성능을 극대화하기 위해선 고용량 MLCC의 보안 및 최적 설계가 필수적  
자료: 삼성전기

## 초소형·고용량 MLCC 탑재 효과 (실장 면적 감소 + ESL특성 개선)



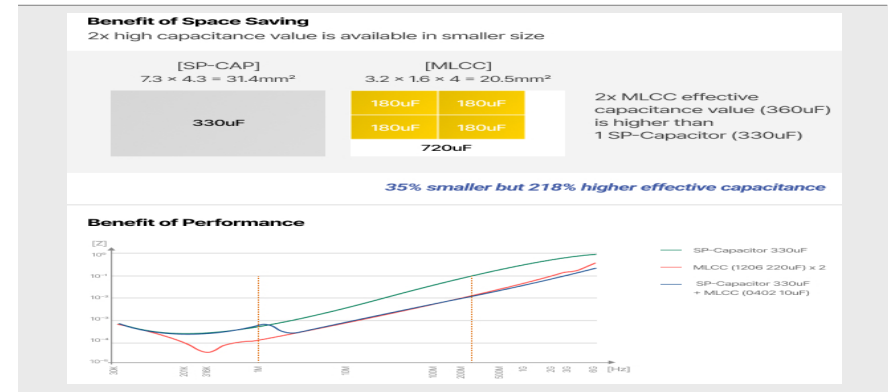
주: 0805 inch, 100μF MLCC 1개의 실장 면적에 0402 inch, 47μF MLCC 3개를 적용할 경우, 실장 면적이 감소하는 동시에 ESL 특성 또한 개선  
자료: 삼성전기

## H100 기준 MLCC 사용 현황 (뒷면)



자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

## 초소형 MLCC는 동일 면적에 두 배 이상의 용량 효율 구현



주: SP-CAP(330uF) 1개 면적에 4개의 MLCC(180uF) 기종을 적용할 경우 약 35%의 공간 감소가 가능하고, 용량과 임피던트 특성은 각각 218%, 90% 개선  
자료: 삼성전기

## 비용 최소화형 · 고용량 MLCC는 이미 가격인상 국면에 진입

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

- 세계 최대 MLCC 공급업체인 Murata Manufacturing, 2월 17일 인터뷰를 통해 AI 서버용 MLCC 수요가 공급을 크게 상회하고 있다며 가격 인상 가능성을 시사
- Murata의 나카지마 노리오 사장은 현재 AI 데이터센터용 초소형·고사양 MLCC 주문 규모가 자사 생산능력의 약 두 배에 달하는 수준임을 강조
- 또한 중국 현지 언론에서는 한국산 고사양 MLCC 현물 가격이 최근 20% 상승했다고 보도
- 그 외 일부 범용 MLCC 제품도 유통채널에서 선제적으로 가격 인상을 단행

### 확산되는 AI 서버용 MLCC 가격 인상 가능성

| Company                                                                                                                 | Potential Price Hikes                                                                                               |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <br>muRata<br>INNOVATOR IN ELECTRONICS | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Possible Price Increase</li> <li>• Timing: By the end of March</li> </ul>  |
| <br>SAMSUNG<br>ELECTRO-MECHANICS       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Reportedly considers double-digit hike</li> <li>• Timing: April</li> </ul> |

#### AI-Driven MLCC Market Signals

- AI demand supporting stronger premium MLCC Momentum
- Customer inquiries running at ~2x supply capacity (Murata)
- High-end production lines near full utilization
- Market increasingly polarized: premium tight, standard-grade soft

자료: Trendforce, 메리츠증권 리서치센터

### MLCC 유통업체들 선제적으로 가격인상 시작

AI引发的涨价潮正在元器件产业链蔓延。继存储芯片价格飙升后，片式多层陶瓷电容器（MLCC）成为下一个涨价的关键元器件。据悉，韩国MLCC现货价格已上涨近20%，业内预计短期内仍持续上涨。

한국에서 MLCC 현물 가격이 이미 20% 가까이 상승한 것으로 알려졌으며, 업계 관계자들은 단기적으로 상승세가 지속될 것으로 예상

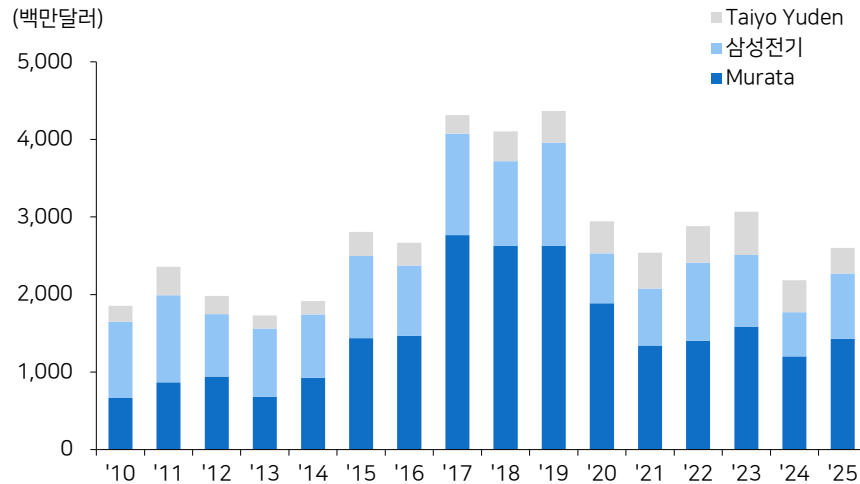
자료: 중국증권보, 메리츠증권 리서치센터

## 초소형 · 고용량 MLCC는 Capa 잠식을 유발하고

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

- Stage2~3 기준 AI 서버용 MLCC는 IT용 고사양 제품의 연장선이기 때문에 별도 라인보다는 기존 IT 라인에서 생산 + 초소형·고용량 MLCC를 구현하기 위해서는 적층 수 증가를 요구
  - 즉 AI 서버용 MLCC 수요 확대는 기존 라인 내 구조적인 Capa 잠식을 유발
  - MLCC 업계는 상위 업체들을 중심으로 여전히 보수적인 Capex 집행 기조를 유지 중이며 생산 효율이 낮고 Capa Loss가 큰 AI용 고사양 MLCC의 비중 확대로 명목 생산능력 대비 실질 유효 Capa는 오히려 축소 중
- 타이트한 MLCC 수급 환경이 가속화되는 요인으로 작용

### MLCC 3사 Capex 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### MLCC 용량 공식

$$C = \frac{\epsilon S \cdot N}{d}$$

$C$  : MLCC 용량  
 $\epsilon$  : 유전율  
 $S$  : 전극 접합 면적  
 $N$  : 적층 수  
 $d$  : 전극간 거리

- |                      |       |
|----------------------|-------|
| ① 전극간 거리( $d$ )가     | 가까울수록 |
| ② 적층수( $N$ )가        | 많을수록  |
| ③ 유전율( $\epsilon$ )이 | 높을수록  |
| ④ 전극 접합면적( $S$ )이    | 넓을수록  |



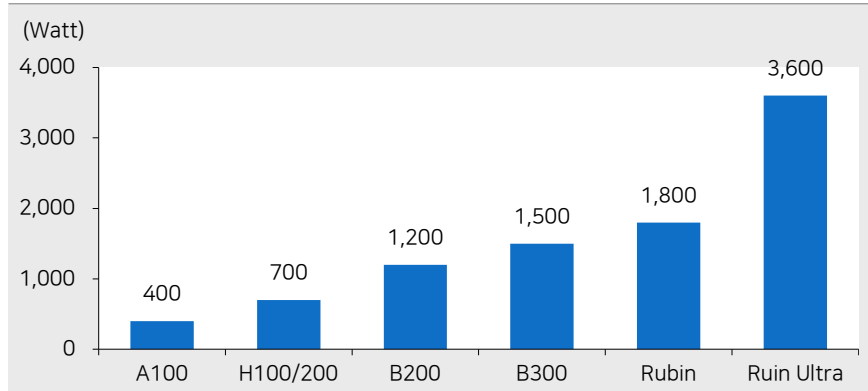
**용량( $C$ ) 증가**

자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

## 동시에 수요는 '수직 상승'하고 있기 때문

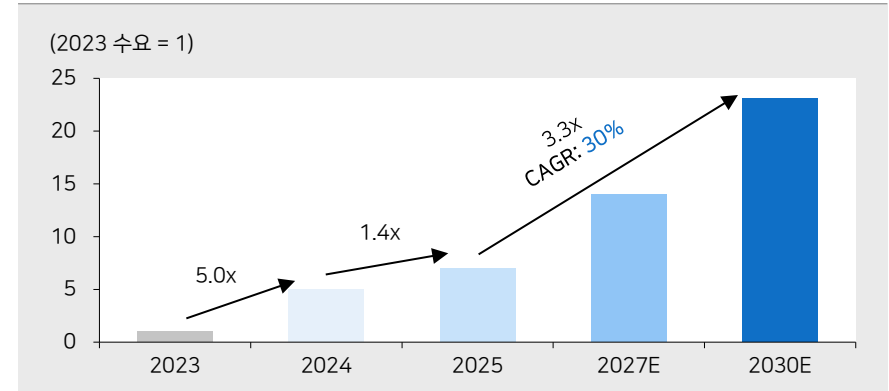
After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

### 칩 1개당 전력 소모량



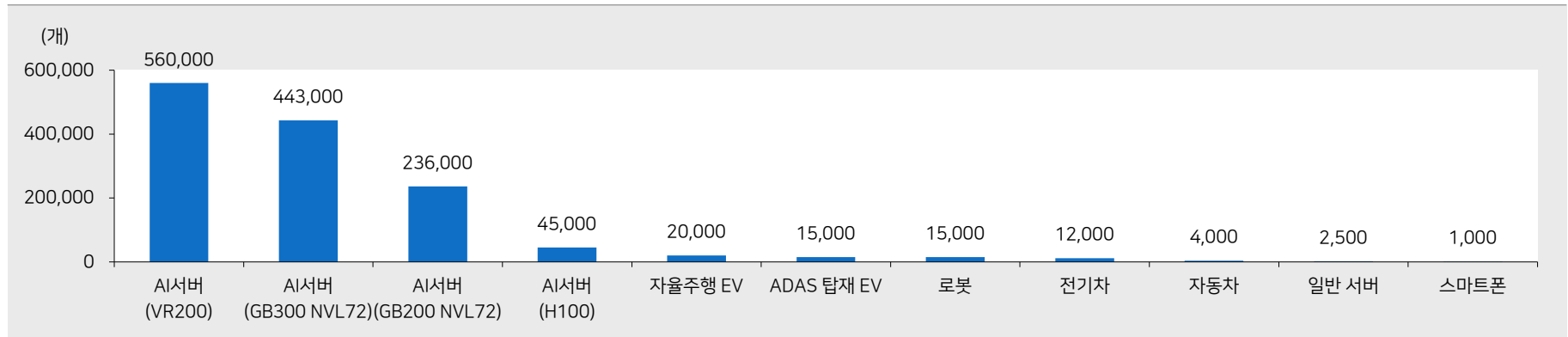
주: 전력 소모량이 높아질수록 전력 안정성과 신호 품질을 유지하기 위해 MLCC 사용량이 증가  
자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

### AI 서버용 MLCC 수요 전망



자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

### 응용처별 MLCC 탑재 현황



자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

## + 800V 아키텍처 도입은 초고압 MLCC의 등장을 야기

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

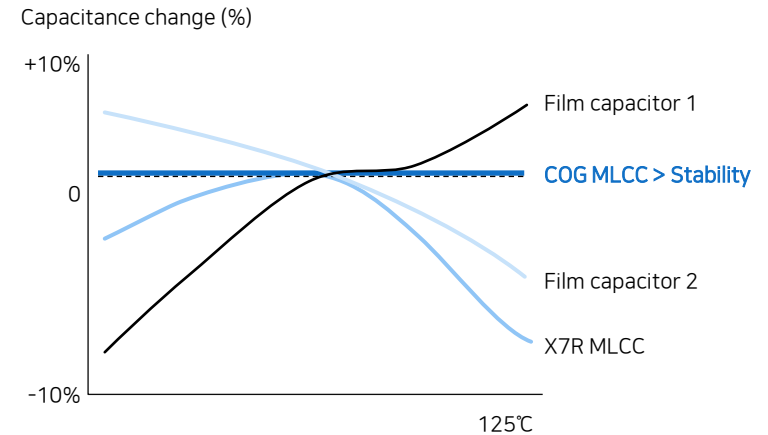
- 1) 기존 48V 아키텍처에서는 100V급 MLCC가 주로 쓰였으나, 800VDC에서는 내압 특성이 비약적으로 강화된 1,000~2,500V의 초고압 MLCC로 라인업이 교체 (돌발 상황(서지)에 대응하기 위해 실제 사용하는 전압보다 20~25%의 전압 특성이 요구되기 때문)
- 2) 전압이 높을수록 노이즈가 가진 파괴력이 시스템 전체에 미치는 영향이 치명적(ex 48V 시스템 1% 노이즈 발생시 0.48v vs 800v 시스템 1% 노이즈 발생시 8V 변동 발생)이기 때문에 단순히 전압을 견디는 것을 넘어 훨씬 더 정교하게 노이즈를 걸러주는 필터링 능력이 요구
- 3) 800V 시스템은 고전압을 12V나 1V로 낮출 때, 일반적인 방식(Hard Switching)으로 전기를 켜고 끄면 스위치에서 스파크와 열이 발생. 이를 막고 에너지 효율을 높이기 위해 공진회로를 이용한 '소프트 스위칭'(Soft Switching) 기술을 활용  
→ 온도 변화에 따른 용량 변화가 없고, 정전용량의 정확도와 장기 안정성이 뛰어난 COG 소재를 사용
- 800V용 초고압 MLCC는 기존 100V급 MLCC 대비 소매가 기준 10배 이상의 가격이 형성(AC-DC 변환을 담당하는 PSU 내부)

### MLCC 전압별 가격 비교

| 전압 등급                      | Class     | 사이즈<br>대표 용량          | 소매가<br>(1개) | 대량가 추정<br>(10K+) | 출처/비고                                                              |
|----------------------------|-----------|-----------------------|-------------|------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 100V X7R                   | Class 2   | 0805~1206<br>4.7~22μF | \$0.01~0.05 | \$0.005~0.02     | 범용 MLCC, Murata GRM/Samsung CL 시리즈, Mouser/LCSC 대량가                |
| 250V Y2<br>(안전규격)          | Class 2   | 1206~1812<br>10~100μF | \$0.05~0.15 | \$0.03~0.08      | EMI Y-cap, TDK/Murata 안전인증 필요 → 프리미엄                               |
| 450~630V<br>X7R/COG        | Class 1/2 | 1210~2220<br>1~47μF   | \$0.10~0.50 | \$0.05~0.25      | PSU DC link/LLC 공진, TDK CGA 시리즈, Murata GRM, Digikey 2220 사이즈 기준   |
| 1000V COG                  | Class 1   | 1812~2220<br>1~33μF   | \$0.50~2.00 | \$0.25~1.00      | TDK 고압 COG MLCC (CGA 1000V). 800VDC DC link/LLC 전용. TDK 테크라이브러리 참조 |
| 1000~1200V<br>COG (LLC 공진) | Class 1   | 2220~3025<br>4.7~22μF | \$1.00~3.50 | \$0.50~2.00      | 사이드카 LLC 공진용, 대형 사이즈 필수. TDK/Murata 특수 등급                          |

자료: 메리츠증권 리서치센터

### 공진회로에서 온도 변화에 따른 Capacitance 그래프



자료: 메리츠증권 리서치센터

# P상승과 동시에 대형화로 인한 Capa 잠식 효과 극대화 전망

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

- 전압이 상승할수록 유전체 내부의 전계 강도는 급격히 증가하며, 유전체 층이 지나치게 얇을 경우 절연 파괴(Breakdown)의 위험이 존재
- 따라서 800V급 전압을 안정적으로 견디기 위해서는 유전체 단층 두께를 기존 대비 두껍게 설계할 필요가 있음. 다만 유전체 두께가 증가하면 단위 면적당 커패시턴스는 반대로 감소하기 때문에, 동일한 용량을 확보하기 위해서는 칩 사이즈의 대형화가 요구
- 특히 800VDC 시스템에서는 높은 직류 전압이 지속적으로 인가되기 때문에 DC Bias 영향이 더욱 심화  
*DC Bias 현상이란?* MLCC는 세라믹 유전체를 사용하는데, 세라믹 유전체에 직류 전압이 가해질 때 실제 유효 커패시턴스가 정격 대비 크게 감소하는 현상으로, 통상 정격 전압의 70~80% 수준이 지속 인가될 경우 실제 용량은 50~70% 수준까지 저하
- 따라서 800V 환경에서는 단순히 내전압을 상향하는 것에 그치지 않고, DC Bias를 감안한 실효 용량 확보가 핵심 과제로 부상. 이는 기존 AI 서버용 초소형·고용량 MLCC 중심의 수요 구조와 달리, 대형·초고압 MLCC라는 새로운 세그먼트 수요가 형성될 가능성을 시사  
→ MLCC의 대형화에 따른 Capa Loss 효과를 확대시키는 동시에 ASP 상승을 통해 AI 서버용 MLCC 시장의 TAM 확대 요인으로 작용할 전망

## Stage 1 vs Stage 2~3 AI 서버용 MLCC 스펙 비교

### Stage1 MLCC: 대형화 +1,000V

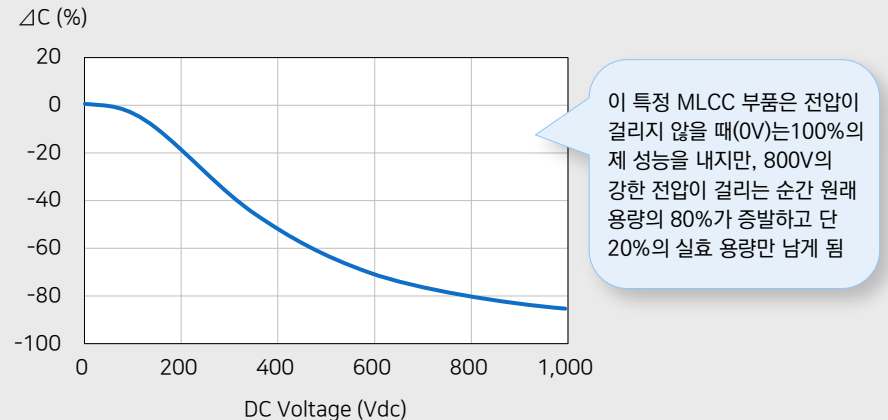
| Samsung         | Size (Inch) | Capacitance | Rated Voltage | TCC |
|-----------------|-------------|-------------|---------------|-----|
| CL32C223JIVNNW# | 1210        | 22nF        | 1000V         | COG |

### Stage2~3 MLCC: 초소형+고용량

| Samsung         | Size (Inch/mm) | Capacitance | TCC | Related Voltage | Sample    |
|-----------------|----------------|-------------|-----|-----------------|-----------|
| CL05X476MS6N9W# | 0402/1005      | 47μF        | X6S | 2.5Vdc          | Available |
| CL10X107MS8NZW# | 0603/1608      | 100μF       | X6S | 2.5Vdc          | Available |

자료: 메리츠증권 리서치센터

## MLCC의 DC Bias Curve



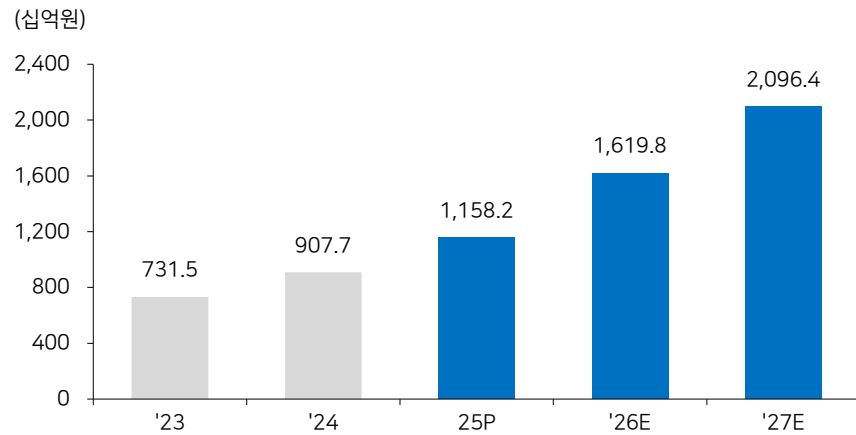
주: X7R타입, 100nF 커패시턴스, 1000V의 삼성전기 CL55B104KIURPJF 타입 기준  
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

## 2) 업사이클의 새로운 중심 축 '패키지솔루션'

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

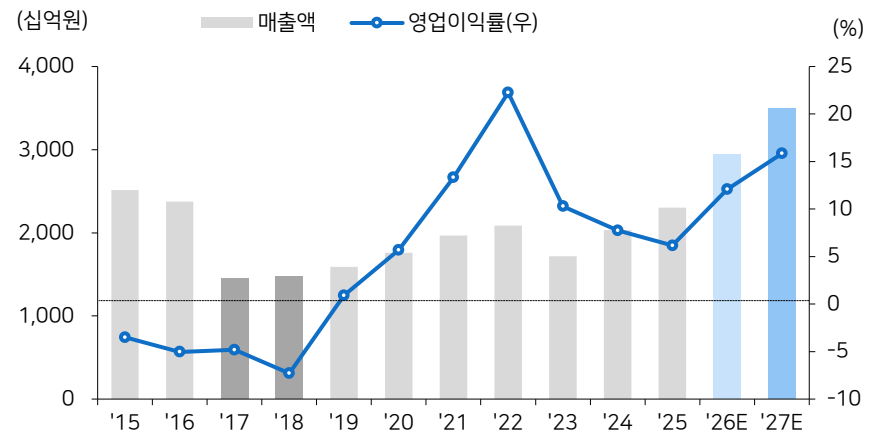
- 1) 2017~2018년 MLCC Super Cycle 구간에서 삼성전기의 패키지솔루션 사업부는 적자를 기록하며 주가 리레이팅을 제한하는 요인으로 작용  
→ 이는 당시 사업부 내 RF-PCB와 스마트폰용 HDI 등 상대적으로 부가가치가 낮은 기판 사업이 포함되어 있었고, FC-BGA 기술 경쟁력 역시 현재 대비 제한적이었기 때문
- 2) 2021~2022년 FC-BGA 업사이클 구간에서는 이익 비중이 높은 MLCC의 다운사이클 우려와 예상보다 빠른 FC-BGA 공급 과잉 전환으로 인해, 업황 호조에도 불구하고 제한적인 리레이팅을 기록
- 다만 삼성전기는 현재 저부가 기판 비즈니스에서 대부분 철수했으며, FC-BGA는 서버용 CPU 및 AI 가속기용 제품 공급 확대를 기반으로 글로벌 선두권 기술 경쟁력을 확보
- 또한 FC-BGA 업황은 수요와 공급 양측면에서 작년부터 시작된 MLB 업사이클을 상회하는 강도의 업사이클이 지속될 것으로 예상  
→ 글로벌 FC-BGA 밸류체인 전반적으로 강한 업사이클의 대한 기대감이 반영되며 35~45배의 밸류에이션에 위치
- 삼성전기 패키지솔루션 사업부의 영업이익률은 '25년 6.2% → '26년 12.1% → '27년 15.8%로의 가파른 개선세를 전망

### 삼성전기 FC-BGA 매출액 추이



자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

### 삼성전기 패키지솔루션 매출액 및 영업이익률 추이



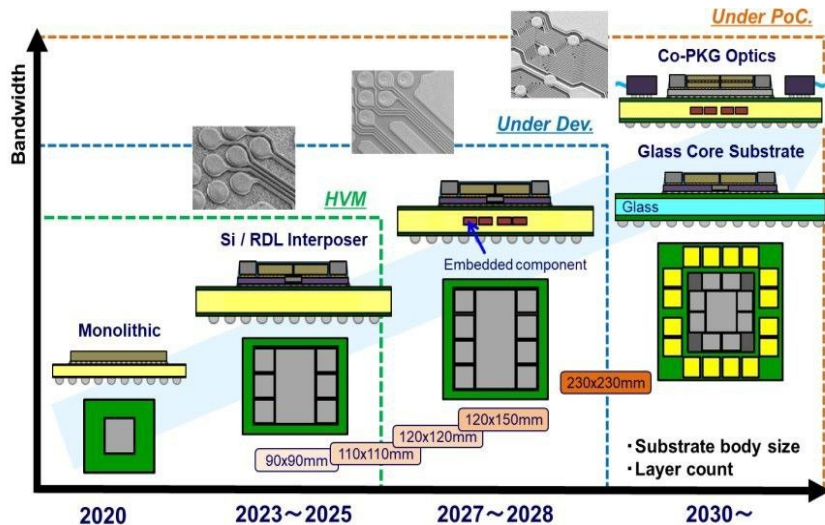
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

## FC-BGA, CoWoS와 CPU 동반 수요 확대 속 수급 불균형 심화

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

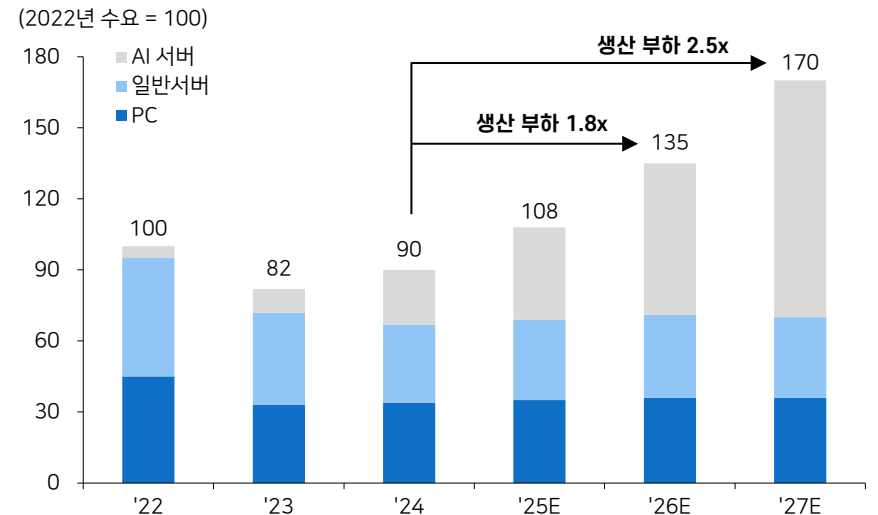
- FC-BGA 기판은 AI 수요 기반 CoWoS 패키징용 수요가 빠르게 증가하고 있는 가운데, 최근에는 데이터센터 중심 CPU향 수요 역시 반등
- 특히 CoWoS 패키징 활용 증가로 인해 FC-BGA 기판의 대면적화가 빠르게 진행 중이며, 하이엔드 기판의 사양은 2025년 80×80mm, 16~18층에서 올해 80×90mm, 18~20층 수준으로 진화할 것으로 예상
- 현재 80×80mm 대면적 FC-BGA 기판의 정상 수율은 약 60% 수준으로 파악되며, 전방 AI 수요의 가속화와 기판 대면적화에 따른 수율 저하가 맞물리며 AI용 FC-BGA 기판의 수급 불균형은 더욱 심화될 전망
- 또한 AI 에이전트 시대가 본격화되면서 CPU가 GPU와 메모리 반도체에 이어 새로운 병목 지점으로 부상. 이는 AI 에이전트는 단순 질의 응답을 넘어 도구 사용, 웹 검색, 데이터베이스 조회, API 호출, 코드 작성 등 실제 업무를 수행하는 복잡한 연산이 필요하기 때문에 고성능 CPU를 요구  
→ 실제로 최근 인텔은 서버용 CPU 공급 부족이 내년까지 이어질 가능성을 언급

### FC-BGA 기판 기술 로드맵 (지속적인 대면적화 요구)



자료: Ibiden

### Ibiden FC-BGA 기판 수요 전망 (AI서버 중심으로 체질 변화)

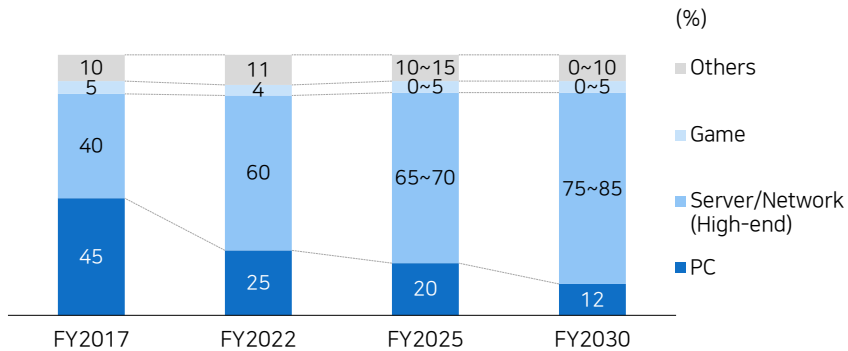


자료: Ibiden, 메리츠증권 리서치센터

## FC-BGA 기판 수요 · 공급 현황

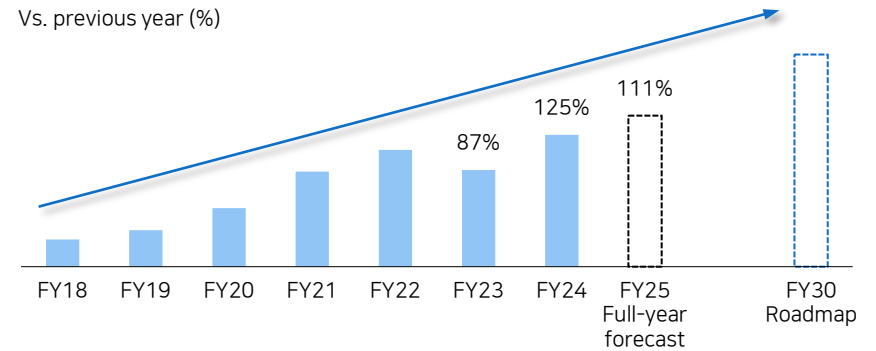
After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

### Ajinomoto Build-up 필름 응용처별 판매 현황



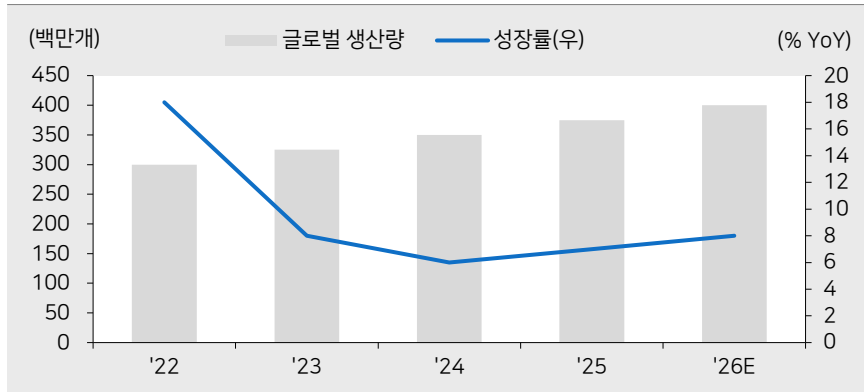
자료: Ajinomoto

### Ajinomoto Build-up 필름 판매량 전망



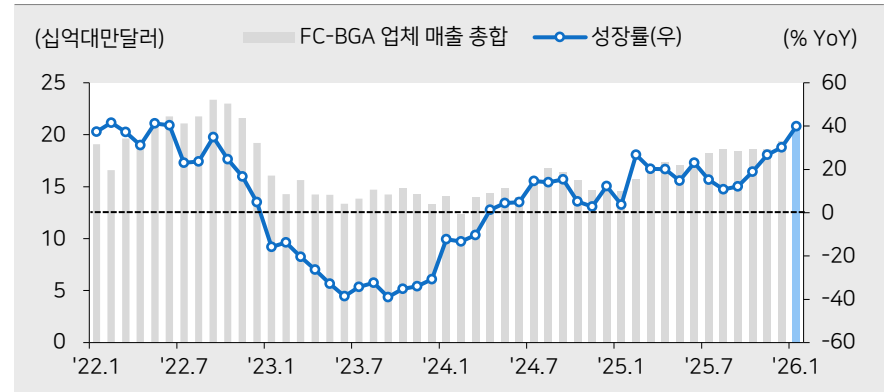
자료: Ajinomoto

### 글로벌 ABF 기판 공급량 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 대만 FC-BGA 업체들 합산 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

## T-Glass 쇼티지, FC-BGA 업사이클 연장하는 구조적 병목

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

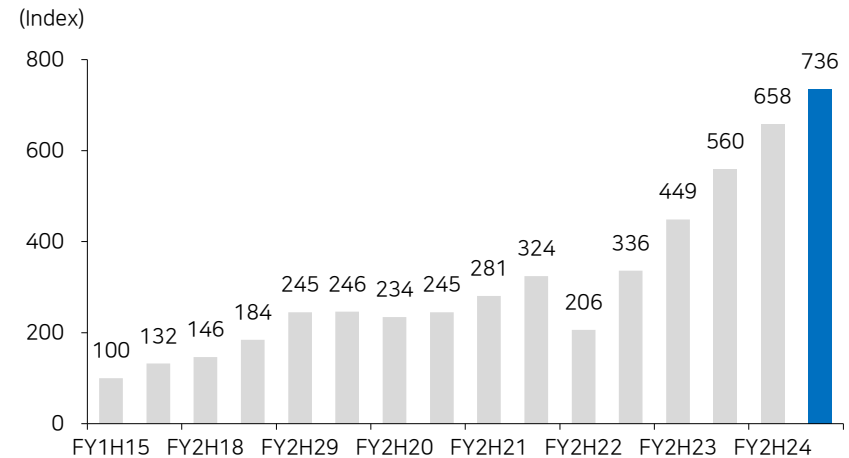
- T-Glass 공급 부족의 영향이 2025년 하반기에 들어 ABF/BT 업종 전반으로 확대
- 이는 일본의 니토보(Nittobo)가 AI 수요 급증을 예상하지 못한 채 보수적으로 증설을 진행해왔기 때문
- ABF(FC-BGA)와 BT(고사양 제품)는 모두 코어층용 CCL에 T-Glass를 필수 소재로 사용하며, 공급처는 각각 MGC(BT)와 Resonac(ABF)
- AI 수요 급등으로 ABF용 T-Glass 소비가 급증하면서 BT용 T-Glass 공급도 타이트해진 상황
- 니토보의 신규 T-Glass 일부 생산능력은 빠르면 2026년 2분기부터 가동할 계획이나 단기간 내 공급 부족을 완화하기 어려움
- 향후 몇 분기 동안 T-Glass 공급난은 한층 심화될 것으로 예상되며 AI 수요에 기반한 구조적인 가격 상승 흐름 지속 전망

### ABF/BT 밸류체인 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

### Nitto Boseki Special Glass (NE/NER/T) Yarn/Cloth 매출액 추이



자료: Nitto Boseki, 메리츠증권 리서치센터

## Nitto Boseki 유리섬유 제품 라인업

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

## 반도체 시장 내 특수 유리 사용 현황

| Application              |                                                                       | Device / Component     | Substrate type                  |             | Required Performance   | Glass Fiber Type          |                    |
|--------------------------|-----------------------------------------------------------------------|------------------------|---------------------------------|-------------|------------------------|---------------------------|--------------------|
|                          |                                                                       |                        |                                 |             |                        | High-end                  | Middle-end         |
| Telecom / Infrastructure | Base stations<br>Data center<br>(Switch/Router, Server)<br>AI servers | Processor / Controller | Semiconductor package substrate | CPU/GPU     | Low CTE                | T                         | E                  |
|                          |                                                                       |                        |                                 | NAND memory | Low CTE                | T                         | E                  |
|                          |                                                                       |                        |                                 | DDR memory  | Low dielectric tangent | NE                        | E                  |
|                          |                                                                       | Motherboard            | Data center Switch              |             | Low dielectric tangent | NE / NER                  | E                  |
|                          |                                                                       |                        | AI servers / Switch             |             | Low dielectric tangent | NE / NER                  | E                  |
| Edge Equipment           | Smartphone<br>Tablet<br>Mobile PC                                     | Processor              | Semiconductor package substrate | AP/CPU      | Low CTE                | Ultra-thin T, T           | Ultra-thin E       |
|                          |                                                                       | Non-volatile memory    |                                 | NAND memory | Low CTE                | Ultra-thin T, T           | Super ultra-thin E |
|                          |                                                                       | Volatile memory        |                                 | DDR memory  | Low CTE                | Ultra-thin T (Smartphone) |                    |
|                          |                                                                       | Volatile memory        |                                 | DDR memory  | Low dielectric tangent | NE (PC)                   |                    |
|                          |                                                                       | Motherboard            | Motherboard                     |             | Low dielectric tangent | Ultra-thin NE New         | Ultra-thin E       |
|                          |                                                                       | Wireless communication | RF package substrate            |             | Low dielectric tangent | Ultra-thin NE             | Ultra-thin E       |
|                          | Desktop / Laptop PC                                                   | CPU / Memory           | Semiconductor package substrate | CPU/GPU     | Low CTE                | T                         | E                  |
|                          |                                                                       | Motherboard            |                                 | DDR memory  | Low dielectric tangent | NE (PC)                   | E                  |
|                          | AR/VR · Drone                                                         | Advanced SoC           | Semiconductor package substrate |             | Low CTE                | T                         | Ultra-thin E       |
| Automobile               | EV / ADAS                                                             | Advanced SoC           | Semiconductor package substrate |             | Low CTE                | T                         | E                  |
|                          |                                                                       | Millimeter wave radar  | Module board                    |             | Low dielectric tangent | Ultra-thin NE             | E                  |

자료: Nitto Boseki, 메리츠증권 리서치센터

## FC-BGA 시작된 가격 전가 (P ↑)

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

- 1월 16일, 일본 CCL 공급업체인 Resonac이 회로박 및 유리섬유 등 주요 원자재 가격의 급격한 상승을 반영해 CCL 및 Prepregs 가격 30% 인상 발표
- 3월 2일, 또다른 일본 CCL 공급업체 Mitsubishi Gas Chemical(MGC)도 주요 원자재 가격 상승과 인건비 및 운송비 증가를 이유로 CCL과 Prepreg 등 전자소재 제품에 대해 평균 30%의 가격 인상을 발표
- 현재의 CoWoS+CPU향 FC-BGA 기판의 높은 기술적 진입 장벽과 타이트한 수급 환경을 감안할 때, 기판 업체들 역시 일정 수준의 가격 결정력을 확보하고 있으며 15~20% 수준의 가격 전가가 가능할 것으로 예상  
(실제로 대만의 Unimicron은 최근 실적 발표에서 CCL의 가격 상승을 고객사에게 전가했음을 언급)
- 이번 일본 업체들의 CCL 가격 인상은 AI용 ABF 기판 시장이 단순한 물량 증가 국면을 넘어, 구조적인 가격 전가와 마진 레벨업이 가능한 업사이클 초입에 진입하고 있음을 시사

### Resonac, 3월1일부터 CCL · Prepreg 30% 가격 인상 발표

#### Price adjustment of Copper Clad Laminates and Prepregs

Business

January 16, 2026  
Resonac Holdings Corporation

Resonac Corporation (President and CEO: Hidehito Takahashi, hereafter referred to as "Resonac") has decided to increase the sales prices of copper-clad laminates and prepregs, which are primarily used for electronic circuit boards, as outlined below.

1. Details of the Price Revision  
①Target Products and Rate of Increase :  
Copper-clad laminates and prepregs (all products)  
30% increase from the current prices  
②Effective Date :  
Shipments from March 1, 2026 onward

2. Background of the Price Revision  
In addition to the sharp rise in prices of raw materials such as copper foil and glass cloth due to supply-demand constraints, labor costs and transportation expenses have increased significantly, creating a very challenging business environment. Although the Company has implemented various measures to reduce costs, in order to ensure a stable supply of these products and to continue providing new technologies, we have come to the unavoidable conclusion to request this price revision.

3. Product Applications  
Copper-clad laminates and prepregs are materials used in the manufacture of electronic circuit boards. They are widely used in electronics products such as PCs and home appliances.

자료: Resonac

### Mitsubishi Gas Chemical, 4월1일부터 CCL·Prepreg 30% 가격 인상 발표

#### MITSUBISHI GAS CHEMICAL COMPANY, INC.

March 2, 2026

Mitsubishi Gas Chemical Company, Inc.  
Mitsubishi Bldg, 5-2 Marunouchi 2-chome, Chiyoda-ku Tokyo 100-8324  
TEL:+81-3-3283-4878 FAX:+81-3-3215-2558

**Subject: Request for Price Revision**

We hope this letter finds you well and your business continues to prosper. We would like to express our sincere appreciation for your continued support and patronage.

With regard to our Electronics Materials Division's CCL, Prepreg, CRS products, due to the price surge of raw materials and increasing labor costs & transportation expenses, the profitability has recently deteriorated significantly, making it increasingly difficult to ensure the stable supply of these products.

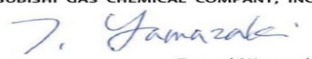
In light of this situation, we regret to inform you that we will be implementing a price revision as outlined below. We sincerely apologize for the inconvenience this may cause, and we kindly ask for your understanding of the circumstances and continued support.

1) Products subject to price revision and rate of increase over current prices  
^ CCL, Prepreg, CRS all products : Current price +30%

2) Effective date: Shipments from April 1, 2026

We greatly appreciate your understanding and cooperation, and we look forward to your continued support.

Sincerely yours,

MITSUBISHI GAS CHEMICAL COMPANY, INC.  
  
Tsuyoshi Yamazaki  
General Manager  
Laminate Materials Sales & Marketing Department  
Electronics Materials Division

자료: Mitsubishi Gas Chemical

# FC-BGA 증설 기대감도 유효 (Q↑)

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

- 글로벌 FC-BGA 선두업체인 Ibiden은 지난번 실적 발표와 함께 FY2026~FY2028년까지 3년간 총 5,000억엔(약 4.5조원) 규모의 대규모 중장기 투자 계획을 발표
- Unimicron은 전략 고객의 요구를 충족하기 위해 Capex 예산을 254억 → 340억 TWD로 상향, 이 중 70%를 ABF 증설 및 공정 개선에 투입할 계획 공개
- Kinsus 또한 중장기 사업 확장에 대응하기 위해 최근 이사회에서 약 235억 대만달러 규모의 신규 프로젝트 투자 예산을 승인
- 삼성전기 역시 기존 고객사 외 신규 ASIC, AI 고객사향 프로젝트 수주로 인해 2027년까지 생산분이 사실상 완판
- 2027년 이후 추가 고객사 대응을 위한 FC-BGA 신규 라인 증설이 필요한 상황으로, 올해 하반기 내 관련된 투자 의사결정이 이뤄질 것으로 예상

## Ibiden, FY2026~2028 FC-BGA 투자 계획 발표

### Notice Regarding Capital Investment for High-Performance IC Package Substrates (Acquisition of Fixed Assets)

IBIDEN CO., LTD. (hereinafter "the Company") hereby announces that the Board of Directors, at a meeting held today, resolved to approve a capital investment plan for its electronics business, amounting to approximately 500 billion yen over the three-year period from fiscal year 2026 to fiscal year 2028, with the aim of achieving the fiscal year 2030 targets disclosed in May last year. As the first phase of this plan, the Company hereby announces our resolution to implement additional capital investment, primarily for the existing Gama Plant (Cell6), for the purpose of expanding the production capacity of high-performance IC package substrates, mainly for high-performance servers.

#### 1. Overview of the Capital Investment Plan

- Purpose : Expansion of Production Capacity for High-Performance IC Package Substrates (for AI Servers and High-performance Servers)
- Planned Period : Fiscal Year 2026 to Fiscal Year 2028 (three-year period)
- Total Investment : Approximately 500 billion yen
- Target : 1. Gama Plant (3-200 Gama-cho, Ogaki City, Gifu Prefecture) and other existing plants, including those overseas  
2. Ono Plant (237-1 Shimoiso, Ono-cho, Ibi-gun, Gifu Prefecture) and other existing plants, including those overseas
- Details of the Capital Investment Plan:
  - <Place> : Gama Plant and other existing plants, including those overseas
  - <Investment Amount> : Approximately 220 billion yen (planned)
  - <Operation Start> : Sequential operation and planned commencement of mass production from fiscal year 2027
  - <Production Capacity> : Through this investment, the Company will increase production capacity to meet the demand for high-performance IC package substrates from fiscal year 2027 onwards

#### 2. Future Outlook

The impact of this investment on the Company's consolidated financial results for the current fiscal year is expected to be immaterial.

자료: Ibiden

## 글로벌 FC-BGA 업체 밸류체인 정리

| Player   | Chip               | Body size (mm <sup>2</sup> ) | Layer count | Suppliers                        |
|----------|--------------------|------------------------------|-------------|----------------------------------|
| Nvidia   | Hopper             | 55×55                        | 12L         | Ibiden, Unimicron, Kinsus        |
|          | Blackwell          | 80×75                        | 14L         |                                  |
|          | Rubin              | 80×100 - 90×110              | 18L         |                                  |
| AWS      | Trainium 2         | 70×90                        | 16L         | Unimicron, SEMCO, AT&S           |
|          | Trainium 3         | 70×90                        | 18~20L      | SEMCO, Unimicron, Toppan         |
| Google   | TPU v6             | 70×75                        | 18~20L      | Unimicron, Toppan                |
|          | TPU v7             | 80×85                        | 20~24L      | Unimicron, Toppan, Kinsus, SEMCO |
| Meta     | Meta MTIA (Athena) | 75×75                        | >18L        | Unimicron, NYPCB, SEMCO          |
|          | Meta MTIA (Iris)   | 80×90                        | >18L        |                                  |
| OpenAI   | ASIC               | >90×90                       | >20L        | 미정                               |
| Broadcom | Tomahawk 4         | 60×60                        | 12~14L      | NYPCB, Unimicron                 |
|          | Tomahawk 5         | 80×80 - 90×90                | 14~16L      |                                  |
|          | Tomahawk 6         | >100×100                     | >20L        |                                  |
| AMD      | MI300              | 55×55                        | 12L         | Ibiden, AT&S, Shinko             |
|          | MI400              | 80×90                        | 14L         |                                  |
| Tesla    | AI5, AI6           | 55×55                        | 12L         | SEMCO, Daeduck                   |

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 2026년 이후 vs 2021~2022년 FC-BGA 업황 비교

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

| 구분           |          | 2026년 AI 기반 Cycle                                                                                                                                                      | 2021~2022년 팬데믹 수요 기반 업사이클                                                                                                                                          |
|--------------|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Signs        |          | 1. CoWoS 수요를 중심으로 고다층/고스펙 제품군 위주 수요 급증<br>2. AI 가속기 뿐만 아니라 AI데이터센터향 CPU 수요도 회복<br>3. 가파른 수요 증가로 인해 T Glass 등 주요 소재 쇼티지 발생<br>4. 다수의 FC-BGA 업체들이 공급 과잉 경험 후 보수적인 증설을 진행 | 1. 코로나 특수에 힘입어 IT 기기 보급 확산 및 비대면 활동 증가가 맞물리며 클라우드 수요가 급격히 확대<br>2. 서버용 FC-BGA 사이즈/층수 증가와 함께 수년간의 제한적인 증설로 ABF 공급사들이 공급 부족 가능성을 언급<br>3. 다수의 업체들이 공격적인 FC-BGA 증설 진행 |
| 연도           |          | 2026년 시작                                                                                                                                                               | 2021년 시작                                                                                                                                                           |
| FC-BGA 수요/공급 |          | AI/CPU 양방향 가파른 수요 회복으로 2025년 대비 큰 폭의 개선 기대<br>하반기부터는 공급 부족으로 진입 전망                                                                                                     | 전반적인 공급 부족 지속                                                                                                                                                      |
| 쇼티지 항목       |          | T-glass(ABF/BT용) → ABF 기반                                                                                                                                              | ABF 기반                                                                                                                                                             |
| 매크로          |          | 관세 불확실성/AI 호황                                                                                                                                                          | 코로나19로 인한 경기 침체                                                                                                                                                    |
| 응용처          |          | AI GPU/ASIC, 네트워크, AI데이터센터향 CPU                                                                                                                                        | PC, NB, 범용 서버                                                                                                                                                      |
| 주요 칩 스펙      |          | AI GPU/ASIC = 80×80mm <sup>2</sup> , 18층 / 네트워크 = 90×80mm <sup>2</sup> , 16층                                                                                           | PC, NB CPU = 40×40mm <sup>2</sup> , 10~12층 / 범용 서버 CPU = 50×50~70×70mm <sup>2</sup> , 14~16층                                                                       |
| 수요 상승 요인     | PC       | 교체 수요 가능성                                                                                                                                                              | 재택근무 수요                                                                                                                                                            |
|              | 범용 서버    | 추론 수요 확대에 의한 회복 구간 진입                                                                                                                                                  | 클라우드 수요 증가로 인한 전반적인 강세                                                                                                                                             |
|              | AI 서버    | 빅테크 업체들의 공격적인 Capex 증가                                                                                                                                                 | 부재                                                                                                                                                                 |
| 공급 동향        | 최근 증설 피크 | 2022년                                                                                                                                                                  | 2011년                                                                                                                                                              |
|              | 가동률      | AI용: 업체마다 차이는 있으나 현재 70~90% 수준. 26년 추가 증설 필요<br>증저가형: 2025년말까지 낮은 수준 유지. '26년 이후 회복 기대                                                                                 | 2019년 하반기 화웨이 긴급 발주로 수요 급증<br>그 외에는 코로나 특수 전까지 제한적인 증설 진행                                                                                                          |
| ASP 변화 요인    |          | 원재료(금, 구리, T-glass 등) 상승과 AI 관련 수요 증가로 인상                                                                                                                              | 안정적인 원재료 가격 수준 유지, 범용 서버 수요 및 공급 부족으로 인한 인상                                                                                                                        |

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 삼성전기 Peer Valuation

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

| (십억원)         |              | 종가      | 시가총액   | 주가변화율 (%) |       |      |       |       | P/E (배) |       | P/B (배) |       | EPS 증가율 (%) |        | ROE (%) |       | 매출액    |        | 영업이익  |       | EV/EBITDA |       |
|---------------|--------------|---------|--------|-----------|-------|------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|-------------|--------|---------|-------|--------|--------|-------|-------|-----------|-------|
|               |              | (현지통화)  |        | 1D        | 5D    | 1M   | 3M    | 6M    | 2026E   | 2027E | 2026E   | 2027E | 2026E       | 2027E  | 2026E   | 2027E | 2026E  | 2027E  | 2026E | 2027E | 2026E     | 2027E |
| MLCC          | 삼성전기         | 401,500 | 20,421 | 1.9       | -13.5 | 37.5 | 53.5  | 125.3 | 29.1    | 22.4  | 3.1     | 2.8   | 44.9        | 29.9   | 10.9    | 12.6  | 12,884 | 14,517 | 1,366 | 1,778 | 12.7      | 10.7  |
|               | Murata       | 3,801   | 47,470 | 3.9       | -7.0  | 15.7 | 12.5  | 52.1  | 23.7    | 19.6  | 2.5     | 2.3   | 1.2         | 27.8   | 10.8    | 12.0  | 12,299 | 13,547 | 2,401 | 2,904 | 12.2      | 10.7  |
|               | Taiyo Yuden  | 4,369   | 3,620  | 3.0       | -10.6 | 24.6 | 13.2  | 41.6  | 25.2    | 18.3  | 1.7     | 1.6   | 436.0       | 69.1   | 6.9     | 8.7   | 2,421  | 2,608  | 208   | 281   | 7.9       | 6.9   |
|               | TDK          | 2,200   | 27,201 | 4.5       | -9.5  | 2.0  | -9.6  | 8.2   | 18.7    | 16.6  | 2.0     | 1.8   | 12.0        | 15.3   | 11.0    | 11.4  | 16,267 | 17,133 | 1,924 | 2,157 | 7.6       | 7.0   |
|               | Yageo        | 268     | 17,483 | 3.3       | -10.8 | 3.7  | 12.9  | 98.1  | 16.6    | 13.5  | 2.7     | 2.4   | 37.7        | 23.7   | 17.6    | 18.3  | 5,106  | 5,859  | 1,305 | 1,606 | 11.2      | 9.7   |
|               | 삼화콘덴서        | 45,100  | 319    | 4.3       | -21.3 | 40.1 | 39.4  | 40.7  | 22.4    | 15.6  | 1.7     | 1.5   | n/a         | 43.2   | 7.7     | 10.2  | 340    | 376    | 22    | 35    | n/a       | n/a   |
| ABF Substrate | 삼성전기         | 401,500 | 20,421 | 1.9       | -13.5 | 37.5 | 53.5  | 125.3 | 29.1    | 22.4  | 3.1     | 2.8   | 44.9        | 29.9   | 10.9    | 12.6  | 12,884 | 14,517 | 1,366 | 1,778 | 12.7      | 10.7  |
|               | lbiden       | 8,088   | 14,495 | 1.7       | -13.0 | 13.7 | 27.3  | 124.5 | 37.2    | 28.6  | 3.9     | 3.5   | 19.3        | 45.9   | 11.0    | 12.8  | 3,148  | 3,645  | 568   | 739   | 13.0      | 10.5  |
|               | Kinsus       | 298     | 4,539  | 4.6       | -8.6  | 12.9 | 96.0  | 198.8 | 38.8    | 24.2  | 3.6     | 3.1   | 124.4       | 60.4   | 9.8     | 12.3  | 1,516  | 1,867  | 179   | 237   | 12.9      | 10.4  |
|               | Nanya PCB    | 461     | 9,392  | 2.4       | -16.6 | 16.0 | 70.7  | 145.9 | 45.2    | 24.9  | 6.0     | 5.4   | 232.5       | 82.9   | 13.6    | 19.0  | 1,714  | 2,163  | 245   | 445   | 20.6      | 15.6  |
|               | Unimicron    | 450     | 22,354 | 7.9       | -1.9  | 23.1 | 109.3 | 238.4 | 39.6    | 21.2  | 6.1     | 5.0   | 154.7       | 86.4   | 15.8    | 25.7  | 5,312  | 6,710  | 671   | 1,281 | 17.2      | 11.4  |
|               | AT&S         | 50      | 2,234  | 7.4       | -5.3  | 0.0  | 55.0  | 169.6 | n/a     | 34.1  | 2.4     | 2.3   | -205.9      | -180.7 | -9.1    | 8.5   | 2,072  | 2,554  | 51    | 207   | 9.0       | 6.4   |
|               | 대덕전자         | 59,400  | 1,995  | 19.0      | -6.2  | 1.0  | 23.2  | 153.8 | 20.9    | 17.0  | 2.9     | 2.6   | 181.4       | 22.9   | 14.7    | 15.7  | 1,399  | 1,569  | 166   | 206   | 10.4      | 8.9   |
|               | Ajinomoto    | 4,493   | 27,949 | -0.9      | -7.7  | 24.3 | 25.7  | 7.0   | 31.5    | 27.0  | 6.2     | 6.2   | 78.8        | 10.7   | 17.9    | 20.4  | 10,635 | 11,339 | 1,310 | 1,489 | 16.3      | 14.8  |
|               | Nitto Boseki | 23,240  | 5,578  | 6.9       | -8.8  | 35.3 | 89.1  | 245.3 | 42.2    | 34.5  | 4.7     | 4.3   | 188.2       | -47.6  | 12.4    | 14.4  | 857    | 950    | 176   | 220   | 21.9      | 17.9  |

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성전기(009150)

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

| Income Statement |          |          |          |          |          |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)            | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
| 매출액              | 8,892.4  | 10,294.1 | 11,238.5 | 12,313.1 | 13,159.4 |
| 매출액증가율(%)        | -5.6     | 15.8     | 9.2      | 9.6      | 6.9      |
| 매출원가             | 7,173.1  | 8,334.9  | 8,628.4  | 9,364.4  | 10,141.2 |
| 매출총이익            | 1,719.4  | 1,959.2  | 2,610.2  | 2,948.7  | 3,018.2  |
| 판매비와관리비          | 1,058.8  | 1,224.2  | 1,728.8  | 1,771.3  | 1,701.0  |
| 영업이익             | 660.5    | 735.0    | 881.4    | 1,177.4  | 1,317.1  |
| 영업이익률(%)         | 7.4      | 7.1      | 7.8      | 9.6      | 10.0     |
| 금융손익             | -15.0    | -0.7     | 17.3     | 46.1     | 80.2     |
| 종속/관계기업관련손익      | -4.7     | -1.0     | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 기타영업외손익          | -77.6    | 63.9     | -28.1    | -28.3    | -28.6    |
| 세전계속사업이익         | 563.2    | 797.3    | 870.6    | 1,195.2  | 1,368.8  |
| 법인세비용            | 85.9     | 132.4    | 175.0    | 218.0    | 247.0    |
| 당기순이익            | 450.5    | 703.2    | 695.6    | 977.1    | 1,121.8  |
| 지배주주지분 손이익       | 423.0    | 679.1    | 671.8    | 943.7    | 1,083.4  |
| Balance Sheet    |          |          |          |          |          |
| (십억원)            | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
| 유동자산             | 5,208.4  | 5,891.8  | 6,618.1  | 7,839.7  | 9,117.9  |
| 현금및현금성자산         | 1,669.2  | 2,013.3  | 2,383.8  | 3,200.6  | 4,160.0  |
| 매출채권             | 1,126.4  | 1,390.5  | 1,518.1  | 1,663.2  | 1,777.5  |
| 재고자산             | 2,119.5  | 2,250.8  | 2,457.3  | 2,692.2  | 2,877.3  |
| 비유동자산            | 6,449.5  | 6,900.7  | 6,663.8  | 6,506.6  | 6,390.0  |
| 유형자산             | 5,603.3  | 5,933.2  | 5,731.4  | 5,591.4  | 5,484.4  |
| 무형자산             | 151.4    | 145.6    | 97.2     | 64.9     | 43.3     |
| 투자자산             | 295.6    | 418.0    | 431.3    | 446.5    | 458.5    |
| 자산총계             | 11,657.9 | 12,792.4 | 13,281.9 | 14,346.3 | 15,507.9 |
| 유동부채             | 2,900.5  | 3,056.9  | 2,926.0  | 3,080.1  | 3,201.5  |
| 매입채무             | 595.9    | 502.2    | 548.2    | 600.6    | 641.9    |
| 단기차입금            | 1,067.9  | 1,313.8  | 1,313.8  | 1,313.8  | 1,313.8  |
| 유동성장기부채          | 262.0    | 266.4    | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 비유동부채            | 727.1    | 719.7    | 780.6    | 849.9    | 904.5    |
| 사채               | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 장기차입금            | 216.5    | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 부채총계             | 3,627.6  | 3,776.6  | 3,706.6  | 3,930.0  | 4,106.0  |
| 자본금              | 388.0    | 388.0    | 388.0    | 388.0    | 388.0    |
| 자본잉여금            | 1,053.5  | 1,053.5  | 1,053.5  | 1,053.5  | 1,053.5  |
| 기타포괄이익누계액        | 679.8    | 1,004.0  | 1,004.0  | 1,004.0  | 1,004.0  |
| 이익잉여금            | 5,873.1  | 6,490.4  | 7,026.0  | 7,833.6  | 8,780.8  |
| 비지배주주지분          | 182.6    | 226.7    | 250.5    | 284.0    | 322.4    |
| 자본총계             | 8,030.3  | 9,015.9  | 9,575.3  | 10,416.3 | 11,402.0 |

| Statement of Cash Flow |          |         |         |         |          |
|------------------------|----------|---------|---------|---------|----------|
| (십억원)                  | 2023     | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E    |
| 영업활동현금흐름               | 1,180.4  | 1,429.8 | 1,593.2 | 1,919.5 | 2,158.7  |
| 당기순이익(손실)              | 450.5    | 703.2   | 695.6   | 977.1   | 1,121.8  |
| 유형자산감가상각비              | 789.0    | 789.9   | 951.8   | 1,040.1 | 1,107.0  |
| 무형자산상각비                | 47.7     | 50.3    | 48.4    | 32.3    | 21.6     |
| 운전자본의 증감               | -300.7   | -319.3  | -158.1  | -179.9  | -141.7   |
| 투자활동 현금흐름              | -1,022.9 | -805.9  | -752.6  | -904.9  | -1,001.7 |
| 유형자산의 증가(CAPEX)        | -1,209.8 | -776.0  | -750.0  | -900.0  | -1,000.0 |
| 투자자산의 감소(증가)           | 39.6     | -123.3  | -13.4   | -15.2   | -12.0    |
| 재무활동 현금흐름              | -173.1   | -309.1  | -470.1  | -197.7  | -197.7   |
| 차입금증감                  | 91.3     | 39.5    | -266.4  | 0.0     | 0.0      |
| 자본의증가                  | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0      |
| 현금의증가(감소)              | -7.9     | 344.1   | 370.5   | 816.8   | 959.4    |
| 기초현금                   | 1,677.1  | 1,669.2 | 2,013.3 | 2,383.8 | 3,200.6  |
| 기말현금                   | 1,669.2  | 2,013.3 | 2,383.8 | 3,200.6 | 4,160.0  |
| Key Financial Data     |          |         |         |         |          |
|                        | 2023     | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E    |
| 주당데이터(원)               |          |         |         |         |          |
| SPS                    | 119,052  | 137,818 | 150,462 | 164,847 | 176,178  |
| EPS(지배주주)              | 5,617    | 9,022   | 8,923   | 12,563  | 14,433   |
| CFPS                   | 21,629   | 23,564  | 24,654  | 29,583  | 32,207   |
| EBITDAPS               | 20,045   | 21,089  | 25,191  | 30,120  | 32,743   |
| BPS                    | 101,129  | 113,261 | 120,164 | 130,570 | 142,777  |
| DPS                    | 1,150    | 1,800   | 1,800   | 1,800   | 1,800    |
| 배당수익률(%)               | 0.8      | 1.5     | 0.8     | 0.8     | 0.8      |
| Valuation(Multiple)    |          |         |         |         |          |
| PER                    | 27.3     | 13.7    | 26.0    | 18.5    | 16.1     |
| PCR                    | 7.1      | 5.3     | 9.4     | 7.8     | 7.2      |
| PSR                    | 1.3      | 0.9     | 1.5     | 1.4     | 1.3      |
| PBR                    | 1.5      | 1.1     | 1.9     | 1.8     | 1.6      |
| EBITDA(십억원)            | 1,497.2  | 1,575.2 | 1,881.6 | 2,249.8 | 2,445.7  |
| EV/EBITDA              | 7.8      | 5.9     | 9.0     | 7.1     | 6.2      |
| Key Financial Ratio(%) |          |         |         |         |          |
| 자기자본이익률(ROE)           | 5.5      | 8.2     | 7.4     | 9.7     | 10.2     |
| EBITDA이익률              | 16.8     | 15.3    | 16.7    | 18.3    | 18.6     |
| 부채비율                   | 45.2     | 41.9    | 38.7    | 37.7    | 36.0     |
| 금융비용부담률                | 0.8      | 0.7     | 0.6     | 0.5     | 0.5      |
| 이자보상배율(x)              | 9.8      | 10.1    | 13.0    | 19.1    | 21.4     |
| 매출채권회전율(x)             | 8.4      | 8.2     | 7.7     | 7.7     | 7.6      |
| 재고자산회전율(x)             | 4.4      | 4.7     | 4.8     | 4.8     | 4.7      |

# Murata (6981 JP) 과소평가된 MLCC 가치, 추가 업사이드 존재

Analyst 양승수  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

|                          |             |
|--------------------------|-------------|
| 투자 의견                    | Not Rated   |
| Bloomberg 평균 TP (12m, 엔) | 4,121.3     |
| 현재주가 (3/5, 엔)            | 3,808.0     |
| Nikkei 225 (pt)          | 55,278.1    |
| 시가총액 (엔)                 | 7,475,111   |
| 발행주식수 (백만주)              | 1,963       |
| 유동주식비율 (%)               | 89.8        |
| 평균거래량 (3개월, 주)           | 8.1         |
| 52주 최고/최저가 (유로)          | 4,322/1,825 |

|             | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|-------|-------|-------|
| PER (배)     | 30.3  | 23.7  | 19.6  |
| EPS 증감률 (%) | 0.34  | 27.8  | 21.0  |
| PBR (배)     | 2.6   | 2.5   | 2.3   |
| ROE (%)     | 8.8   | 10.8  | 12.0  |

\* Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## Performance



## What's New?

- AI 서버는 GPU 중심 아키텍처와 높은 전력 밀도로 인해 전원 안정화 요구 수준이 높아지며, 일반 서버 대비 MLCC 사용량이 수십배 증가
- 동시에 제한된 실장 공간 내에서 높은 전원 안정성을 확보하기 위한 초소형·고용량 MLCC 수요가 확대되고 있으며, 초소형·고용량 MLCC 수요 증가는 적층 수 증가에 따른 구조적인 Capa 잠식 효과를 유발
- 이는 상위 업체들의 보수적인 Capex 집행 기조와 맞물리며 MLCC 공급 타이트 환경을 더욱 가속화하는 요인으로 작용
- 더 나아가 초고압 MLCC 적용 확대에 따른 추가적인 ASP 상승과 대형 제품 생산 비중 확대에 따른 초소형·고용량 제품 대비 더 큰 Capa 잠식 효과로, AI 서버 수요 기반 MLCC 업사이클은 800V도입이 맞물리는 2027년 이후 더욱 강화될 것으로 예상

## Implication

- Murata는 글로벌 MLCC 시장 1위 업체로, AI 서버용 MLCC 시장에서도 40% 이상의 점유율을 기반으로 삼성전기와 시장을 사실상 과점 중
- Murata는 '24년 Investor day에서 AI 서버용 MLCC 수요가 '30년까지 연평균 +18% 성장할 것으로 전망했으며, 이후 '25년 Investor day에서는 해당 성장률 전망을 +30%로 상향 조정. 최근 AI용 소형·고용량 MLCC 주문이 자사 공급 능력의 약 2배 수준에 달하고 있어, 실제 수요 증가율은 +30%를 상회할 가능성을 시사
- 또한 이번 분기 말까지 실제 수요를 보다 명확히 파악할 수 있을 것으로 예상하며, 이번 분기 내 가격 인상 여부를 결정할 계획임을 언급. 실제로 다음 분기 가격 인상이 단행될 경우, 하반기 실적 추정치 상향과 추가적인 리레이팅의 계기로 작용할 것으로 기대

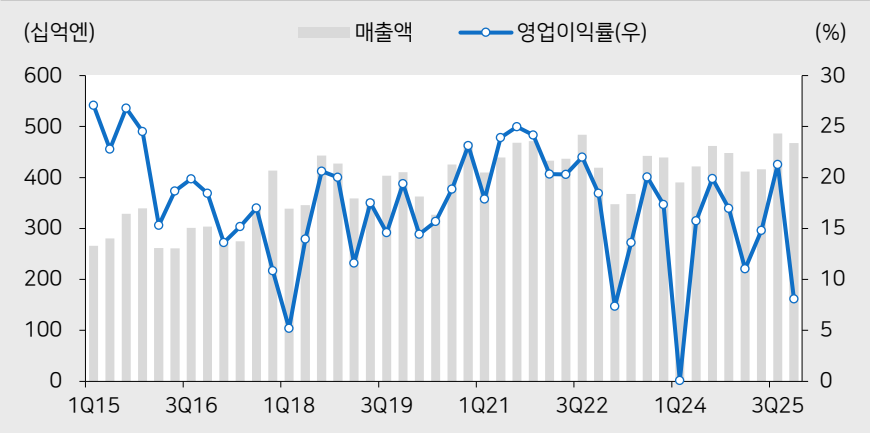
## Impact & Action

- 2025년 이후 상대적인 주가 수익률 부진으로 타 MLCC 업체 대비 밸류에이션 매력이 부각되는 구간에 위치
- 현재는 높은 이익 기저 영향으로 '26~'27년 성장률이 낮게 인식되며 프리미엄을 부여받지 못하고 있으나, AI 서버용 MLCC 가격 인상이 현실화될 경우 실적 추정치 상향과 함께 추가적인 멀티플 리레이팅이 가능할 것으로 판단

# Murata 실적 차트 (1)

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

## Murata 실적 추이



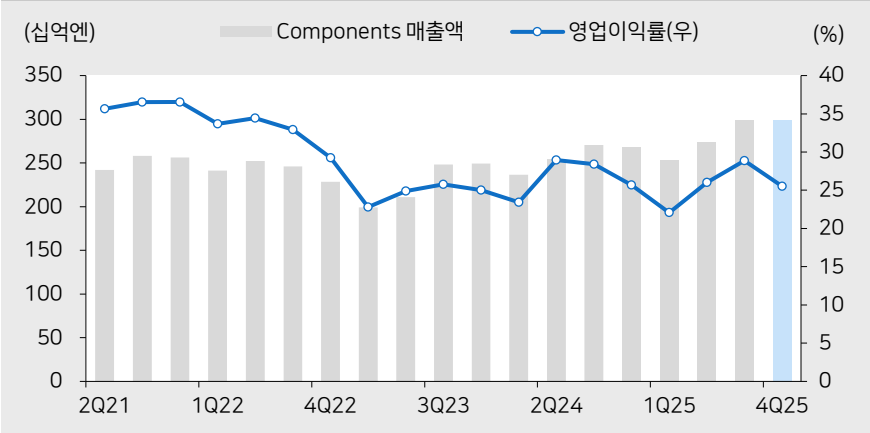
자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

## Murata 실적 가이드스 상향

| 실적<br>(십억엔) | FY2024  | FY2025E<br>(4월) | FY2025E<br>(10월) | FY2025E<br>(new) | YoY<br>변화율<br>(%) | 가이드스<br>변화율<br>(%) |
|-------------|---------|-----------------|------------------|------------------|-------------------|--------------------|
| 매출액         | 1,743.4 | 1,640.0         | 1,740.0          | 1,800.0          | +3.3              | +3.4               |
| 영업이익        | 279.7   | 220.0           | 280.0            | 270.0            | -3.5              | -3.6               |
| 세전이익        | 300.4   | 230.0           | 290.0            | 294.0            | -2.1              | +1.4               |
| 순이익         | 233.8   | 177.0           | 220.0            | 220.0            | -5.9              | 0.0                |

자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

## Murata Components 사업부 실적 추이



자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

## Murata 전방산업별 매출 가이드스

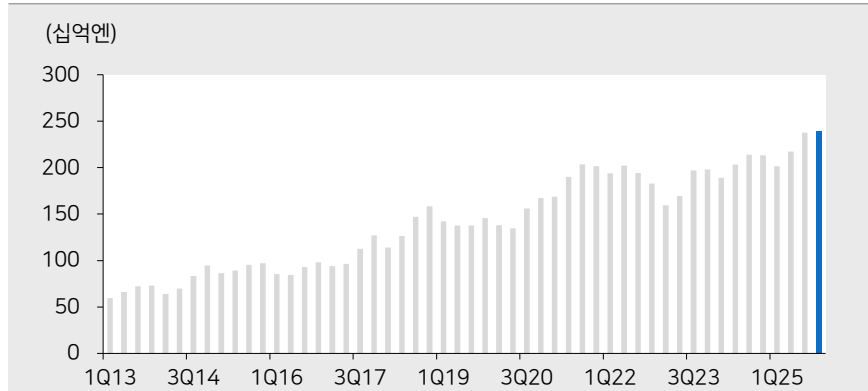
| 시장분류<br>(십억엔)       | FY2024  | FY2025E<br>(4월) | FY2025E<br>(10월) | FY2025E<br>(New) | YoY<br>변화율<br>(%) | 가이드스<br>변화율<br>(%) |
|---------------------|---------|-----------------|------------------|------------------|-------------------|--------------------|
| Communication       | 674.2   | 576.9           | 611.9            | 634.0            | -6.0              | +3.6               |
| Mobility            | 452.8   | 459.3           | 470.4            | 477.0            | +5.3              | +1.4               |
| Computers           | 241.7   | 262.4           | 285.5            | 306.3            | +26.7             | +7.3               |
| Home Electronics    | 142.5   | 124.2           | 133.7            | 137.0            | -3.9              | +2.5               |
| Industry and Others | 232.2   | 217.3           | 238.5            | 245.6            | +5.8              | +3.0               |
| Total               | 1,743.4 | 1,640.0         | 1,740.0          | 1,800.0          | +3.2              | +3.4               |

주: Computers에 AI Server 포함  
자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

## Murata 실적 차트 (2)

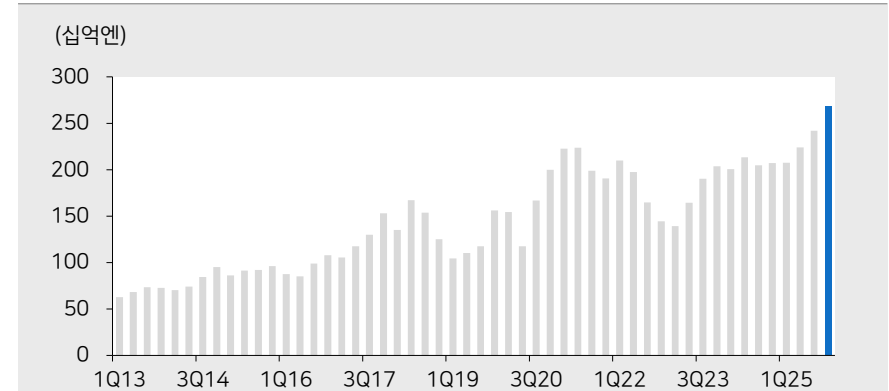
After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

### Murata Capacitor 매출액 추이



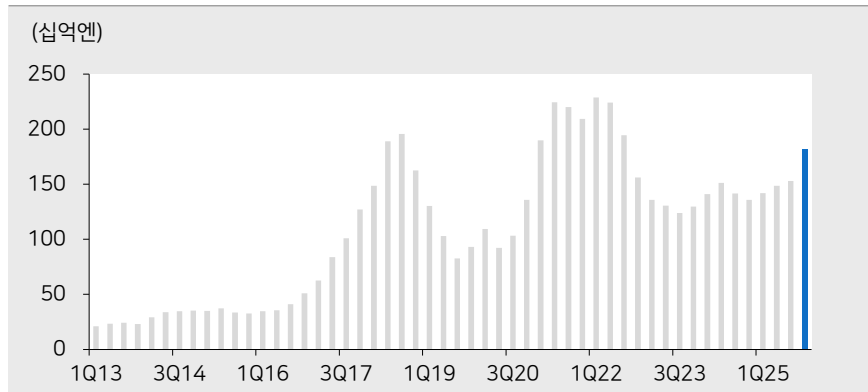
자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

### Murata Capacitor 신규 수주



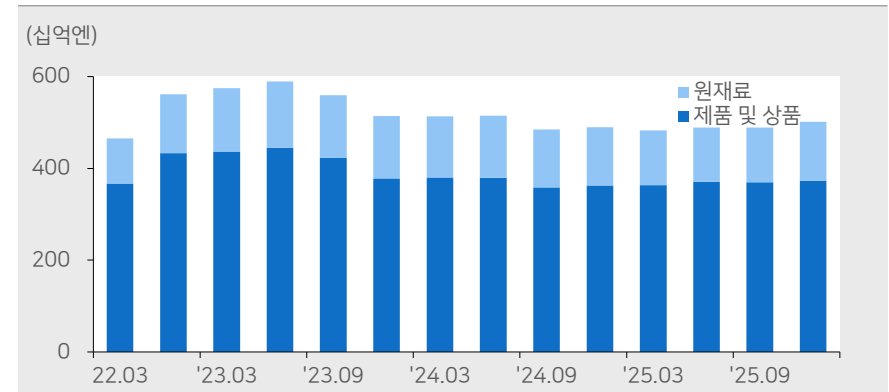
자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

### Murata Capacitor 수주잔고



자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

### Murata 재고 추이

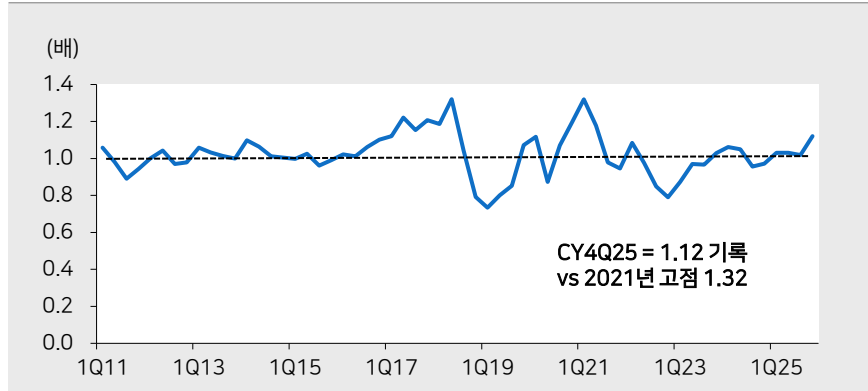


자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

# 높은 가동률 대비 낮은 BB Ratio → 이미 타이트한 MLCC 수급을 시사

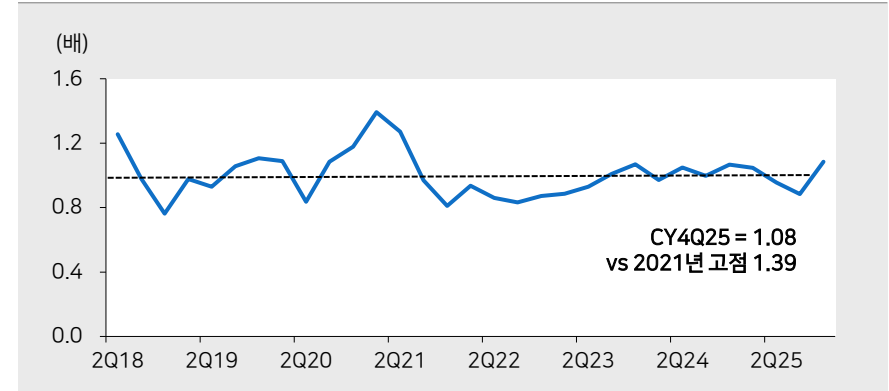
After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

Murata BB Ratio (수주액/매출액)



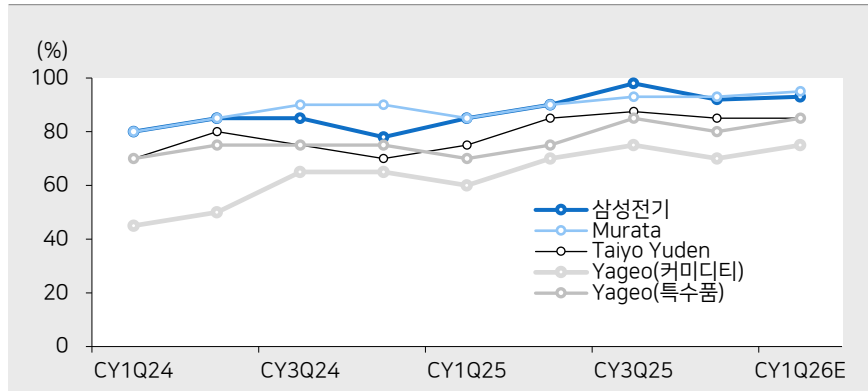
자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

Taiyo Yuden BB Ratio



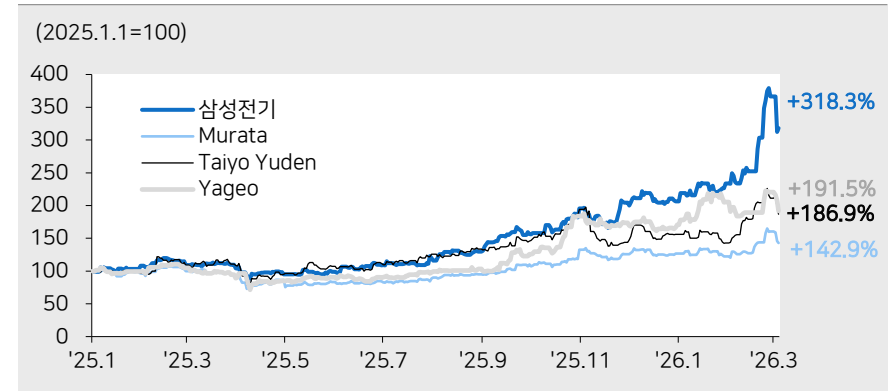
자료: Taiyo Yuden, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 MLCC 업체들 가동률 추이



주: Yageo는 전체 수동부품 기준  
자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 MLCC 업체들 상대주가 추이 (2025년 이후)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

# 비나텍 (126340) 연료전지 내에서 점점 더 강조되는 슈퍼캡

Analyst 문경원  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

## Not Rated

|             |          |
|-------------|----------|
| 적정주가 (12개월) | -        |
| 현재주가 (3. 5) | 121,000원 |
| 상승여력        | -        |

|            |                  |
|------------|------------------|
| KOSDAQ     | 1,116.41pt       |
| 시가총액       | 8,148억원          |
| 발행주식수      | 714만주            |
| 유동주식비율     | 69.63%           |
| 외국인비중      | 9.40%            |
| 52주 최고/최저가 | 126,900원/20,794원 |
| 평균거래대금     | 143.4억원          |

### 주요주주(%)

|           |       |
|-----------|-------|
| 성도경 외 9 인 | 28.80 |
| 국민연금공단    | 9.79  |

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월   | 12개월  |
|----------|------|-------|-------|
| 절대주가     | 12.3 | 170.4 | 402.1 |
| 상대주가     | 11.5 | 96.5  | 236.0 |

### 주가그래프



## 동사의 슈퍼캡, AI데이터센터의 시작과 끝에 쓰인다

- 동사의 중 소형 슈퍼캡은 Bloom Energy 연료전지의 단점(상대적으로 느린 부하 추종 속도와 열충격)을 보완. 2027년 이후 도입되는 800VDC에서는 UPS(비상전원장치)가 사라지면서 유연성을 제공하는 슈퍼캡의 중요성이 더욱 강조될 전망
- 데이터센터 배전 전압 상승(54V → 400V → 800V)은 DC버스와 직접 연결되는 슈퍼커패시터 셀의 탑재량 증가로 연결될 것으로 예상. 직렬 연결 개수는 전압과 비례하여 늘어나고, 내부 저항(ESR) 문제로 인해 병렬 연결은 유지
- 위에 언급한 아키텍처 구조적 변화(UPS 제거), 전압 상승으로 인한 기계적 탑재량 증가로 Bloom Energy의 MW 단위 생산량 증가 속도보다 동사의 탑재량 증가 속도가 더 빠를 가능성이 높음
- 슈퍼캡 사업은 연료전지 시스템 뿐만 아니라, 데이터센터 서버 랙 내부의 CBU로 확장될 가능성 존재. CBU 내부에는 동사의 주요 제품인 중 소형 EDLC보다 LiC 제품이 탑재 가능성이 있으며, 현재 시제품 생산 단계. 연료전지보다 더 큰 잠재력

## 셀에서 시스템 수주로의 확장. 커다란 플러스 알파

- 셀에서 시스템 수주로의 확장은 여전히 연내 기대 중. 동사는 수년 간 밸류체인 준비를 완료. 성공할 시 수주 가능 금액 수 배 확장
- 현재까지 주가 흐름은 Bloom Energy와 동조화. 향후에는 Outperform도 가능. 동사는 1)고객사보다 Q 성장이 더 가파르다는 점, 2)규모의 경제 확보에 따른 마진 개선이 예상된다는 점이 그 근거

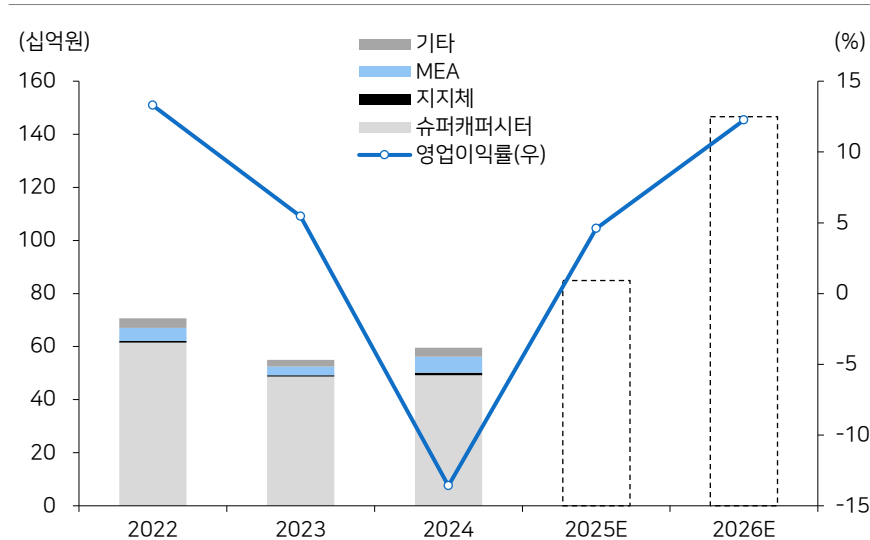
| (십억원) | 매출액  | 영업이익 | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|------|------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2021  | 49.0 | 5.6  | 7.5           | 1,173             | 46.8       | 7,761      | 34.6       | 5.2        | 32.3             | 16.0       | 96.0        |
| 2022  | 70.7 | 9.4  | 11.7          | 1,803             | 53.7       | 9,419      | 19.6       | 3.8        | 18.3             | 21.0       | 118.7       |
| 2023  | 55.0 | 3.0  | 2.0           | 303               | -83.2      | 9,807      | 142.3      | 4.4        | 36.0             | 3.2        | 102.3       |
| 2024  | 59.6 | -8.1 | -9.1          | -1,388            | -558.4     | 12,856     | -20.0      | 2.2        | -207.3           | -12.2      | 109.9       |
| 2025E | 83.7 | 3.9  | -0.8          | -127              | -90.9      | 11,989     | -568.4     | 6.0        | 40.7             | -1.0       | 143.0       |

## 2026년 2분기 이후 실적 개선 본격화

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

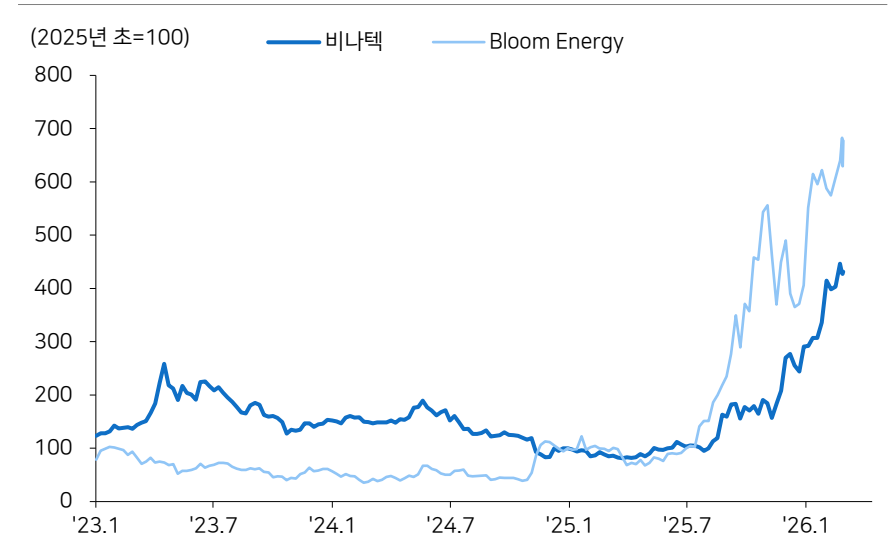
- 동사의 영업이익률은 1Q25 -15%, 2Q25 +4.6%, +3Q25 11.2%로 뚜렷한 개선세, 4Q25~1Q26까지는 매출액 및 마진 성장 속도가 다소 평탄할 가능성이 높으나, 증설 효과가 본격 반영되는 2Q26부터 본격적인 실적 개선을 예상
- Bloom Energy의 주가 상승이 함의하는 가파른 탑라인 성장을 고려할 시 40배 초반대의 12개월 선행 PER은 무리하지 않다는 판단
- 2026년 실적 전망치는 추가 Upside가 있다는 사실에 주목(규모의 경제에 따른 마진 개선 확인, 시스템 수주에 따른 탑라인 추가 성장 등)
- 베트남 공장 추가 증설 역시 필요한 상황. 증설은 호재로 작용할 전망. 자금 조달 리스크 보다는 탑라인 성장에 따른 기대가 더 크게 작용

### 비나텍 실적 추이 및 전망



주: 2025, 2026년 매출액은 컨센서스  
자료: 비나텍, 메리츠증권 리서치센터

### 비나텍 vs Bloom Energy 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

# 비나텍(126340)

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

| Income Statement |      |       |       |       |       |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)            | 2021 | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E |
| 매출액              | 49.0 | 70.7  | 55.0  | 59.6  | 83.7  |
| 매출액증가율(%)        | 4.9  | 44.3  | -22.2 | 8.4   | 40.4  |
| 매출원가             | 33.8 | 48.4  | 36.9  | 40.6  | 56.4  |
| 매출총이익            | 15.1 | 22.3  | 18.1  | 19.1  | 27.3  |
| 판매비와관리비          | 9.5  | 12.9  | 15.0  | 27.1  | 23.5  |
| 영업이익             | 5.6  | 9.4   | 3.0   | -8.1  | 3.9   |
| 영업이익률(%)         | 11.5 | 13.2  | 5.5   | -13.5 | 4.6   |
| 금융손익             | 2.5  | -0.4  | -0.8  | 0.6   | -5.3  |
| 종속/관계기업관련손익      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타영업외손익          | -0.3 | -0.3  | -0.5  | 0.1   | 0.4   |
| 세전계속사업이익         | 7.9  | 8.6   | 1.7   | -7.4  | -1.0  |
| 법인세비용            | 0.4  | -3.1  | -0.3  | 2.3   | 0.8   |
| 당기순이익            | 7.5  | 11.7  | 2.0   | -9.7  | -1.9  |
| 지배주주지분 순이익       | 7.5  | 11.7  | 2.0   | -9.1  | -0.8  |
| Balance Sheet    |      |       |       |       |       |
| (십억원)            | 2021 | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E |
| 유동자산             | 35.7 | 55.5  | 46.7  | 46.4  | 73.7  |
| 현금및현금성자산         | 7.0  | 16.0  | 18.3  | 11.5  | 12.1  |
| 매출채권             | 12.6 | 17.2  | 14.5  | 18.0  | 31.8  |
| 재고자산             | 10.3 | 10.4  | 7.4   | 10.9  | 19.3  |
| 비유동자산            | 62.8 | 77.8  | 83.3  | 129.7 | 124.4 |
| 유형자산             | 58.2 | 67.8  | 72.2  | 120.3 | 115.9 |
| 무형자산             | 0.8  | 1.2   | 1.3   | 1.9   | 2.0   |
| 투자자산             | 3.2  | 5.2   | 5.9   | 5.2   | 4.0   |
| 자산총계             | 98.5 | 133.3 | 130.0 | 176.1 | 198.1 |
| 유동부채             | 24.7 | 44.6  | 41.4  | 57.2  | 77.1  |
| 매입채무             | 2.4  | 3.0   | 2.3   | 2.5   | 4.4   |
| 단기차입금            | 16.4 | 25.2  | 31.5  | 43.8  | 59.6  |
| 유동성장기부채          | 2.0  | 12.6  | 2.2   | 6.4   | 5.2   |
| 비유동부채            | 23.6 | 27.7  | 24.3  | 35.0  | 39.5  |
| 사채               | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 장기차입금            | 21.3 | 26.3  | 22.6  | 31.5  | 33.1  |
| 부채총계             | 48.3 | 72.4  | 65.8  | 92.2  | 116.6 |
| 자본금              | 2.8  | 2.9   | 3.1   | 3.2   | 3.4   |
| 자본잉여금            | 34.2 | 34.2  | 36.0  | 36.0  | 37.6  |
| 기타포괄이익누계액        | -0.7 | 0.2   | -0.2  | 1.8   | -1.0  |
| 이익잉여금            | 15.8 | 27.3  | 29.2  | 20.0  | 19.0  |
| 비지배주주지분          | 0.0  | 0.0   | 0.0   | -0.3  | -1.5  |
| 자본총계             | 50.2 | 61.0  | 64.3  | 83.9  | 81.5  |

| Statement of Cash Flow |       |        |       |        |        |
|------------------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| (십억원)                  | 2021  | 2022   | 2023  | 2024   | 2025E  |
| 영업활동현금흐름               | 4.3   | 11.4   | 13.1  | -3.4   | -7.8   |
| 당기순이익(손실)              | 7.5   | 11.7   | 2.0   | -9.7   | -1.9   |
| 유형자산감가상각비              | 3.0   | 4.6    | 5.2   | 6.7    | 9.8    |
| 무형자산상각비                | 0.1   | 0.2    | 0.2   | 0.2    | 0.3    |
| 운전자본의 증감               | -6.6  | -4.4   | 2.4   | -8.2   | -20.4  |
| 투자활동 현금흐름              | -8.2  | -23.5  | -3.7  | -39.9  | -9.2   |
| 유형자산의 증가(CAPEX)        | -28.5 | -23.9  | -12.5 | -44.9  | -9.0   |
| 투자자산의 감소(증가)           | -0.9  | -2.0   | -0.7  | 0.7    | 1.2    |
| 재무활동 현금흐름              | 9.0   | 21.5   | -7.0  | 36.1   | 17.8   |
| 차입금증감                  | 10.8  | 24.4   | -7.6  | 25.6   | 16.8   |
| 자본의증가                  | 1.4   | 0.1    | 2.0   | 0.1    | 1.7    |
| 현금의증가(감소)              | 5.3   | 9.0    | 2.3   | -6.8   | 0.6    |
| 기초현금                   | 1.7   | 7.0    | 16.0  | 18.3   | 11.5   |
| 기말현금                   | 7.0   | 16.0   | 18.3  | 11.5   | 12.1   |
| Key Financial Data     |       |        |       |        |        |
|                        | 2021  | 2022   | 2023  | 2024   | 2025E  |
| 주당데이터(원)               |       |        |       |        |        |
| SPS                    | 7,654 | 10,905 | 8,408 | 9,094  | 12,690 |
| EPS(지배주주)              | 1,172 | 1,801  | 302   | -1,388 | -127   |
| CFPS                   | 1,796 | 2,578  | 1,849 | 1,087  | 2,557  |
| EBITDAPS               | 1,360 | 2,173  | 1,293 | -178   | 2,112  |
| BPS                    | 7,754 | 9,411  | 9,799 | 12,856 | 11,989 |
| DPS                    | 0     | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 배당수익률(%)               | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| Valuation(Multiple)    |       |        |       |        |        |
| PER                    | 34.7  | 19.7   | 142.5 | -20.0  | -568.4 |
| PCR                    | 22.6  | 13.7   | 23.3  | 25.5   | 28.1   |
| PSR                    | 5.3   | 3.2    | 5.1   | 3.0    | 5.7    |
| PBR                    | 5.2   | 3.8    | 4.4   | 2.2    | 6.0    |
| EBITDA(십억원)            | 8.7   | 14.1   | 8.5   | -1.2   | 13.9   |
| EV/EBITDA              | 32.3  | 18.3   | 36.0  | -207.3 | 40.7   |
| Key Financial Ratio(%) |       |        |       |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)           | 16.0  | 21.0   | 3.2   | -12.2  | -1.0   |
| EBITDA이익률              | 17.8  | 19.9   | 15.4  | -2.0   | 16.6   |
| 부채비율                   | 96.0  | 118.7  | 102.3 | 109.9  | 143.0  |
| 금융비용부담률                | 1.5   | 2.0    | 3.7   | 4.6    | 3.8    |
| 이자보상배율(x)              | 7.5   | 6.5    | 1.5   | -2.9   | 1.2    |
| 매출채권회전율(x)             | 4.4   | 4.7    | 3.5   | 3.7    | 3.4    |
| 재고자산회전율(x)             | 5.5   | 6.8    | 6.2   | 6.5    | 5.5    |

# LS머트리얼즈 (417200) AI DC향 수주, 이제 시작된다

Analyst 문경원  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

## Not Rated

|             |         |
|-------------|---------|
| 적정주가 (12개월) | -       |
| 현재주가 (3. 5) | 15,060원 |
| 상승여력        | -       |

|            |                |
|------------|----------------|
| KOSDAQ     | 1,116.41pt     |
| 시가총액       | 10,188억원       |
| 발행주식수      | 6,765만주        |
| 유동주식비율     | 56.37%         |
| 외국인비중      | 3.57%          |
| 52주 최고/최저가 | 17,990원/9,210원 |
| 평균거래대금     | 234.9억원        |

|         |       |
|---------|-------|
| 주요주주(%) |       |
| LS전선    | 43.51 |

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월  |
|----------|------|------|-------|
| 절대주가     | 0.3  | 50.9 | 31.6  |
| 상대주가     | -0.5 | 9.7  | -11.9 |

### 주가그래프



## LS 그룹의 차세대 주자. UC와 알루미늄 사업 영위

- 동사의 LS전선의 자회사로, 중대형 울트라커패시터(UC, 혹은 슈퍼커패시터)를 생산. 중대형 UC는 커패시터 내에서도 제조 진입 장벽이 높음. 동사의 추정 글로벌 점유율 20%. 이외에 알루미늄 주조, 압출 사업을 영위하는 LS알스코를 100% 자회사로 보유
- 전사 매출에서는 LS알스코가 82.4%를 차지하나(3Q25 누적 기준), 기업가치 평가 관점에서는 UC 사업이 중요

## 2026년 시작되는 AI DC, 그리드 수주

- 2026년 내 AI데이터센터 향 DC 공급 개시를 기대 중. 2024년 9월 Vertiv와 데이터센터 전력솔루션 협업을 공식적으로 발표한 바 있고, 이외에 다양한 전력솔루션 업체와 논의를 진행 중. 2027년 Kyber랙 출하를 앞두고 2026년부터 공급 논의 속도가 탄력을 받는 중. 2027년 데이터센터 향 UC 시장 규모는 약 1조원(랙 기준)으로 예상
- 동사가 생산하는 중대형 UC는 주로 AI데이터센터 중에서도 서버 랙 내부의 CBU에 탑재될 전망 UC 중에서도 동사가 생산하는 EDLC가 주가 될 지, LiC가 주가 될지는 업계 내 명확한 표준이 없는 상황이나, 낮은 저항과 긴 수명 측면에서 EDLC 타입이 우위
- 유럽 전력망 향 수주도 2026년 시작 예상. HVDC와 함께 설치되는 Enhanced STATCOM에 동사의 슈퍼캡이 탑재

## 현 실적으로 평가하기 어려운 기업 가치. 중장기 시장 성장에 주목

- 현 밸류에이션 다소 부담스럽지만 주요 사업이 아직 태동기라는 점에 주목. DC향 수주와 함께 추가 상승 여력 존재

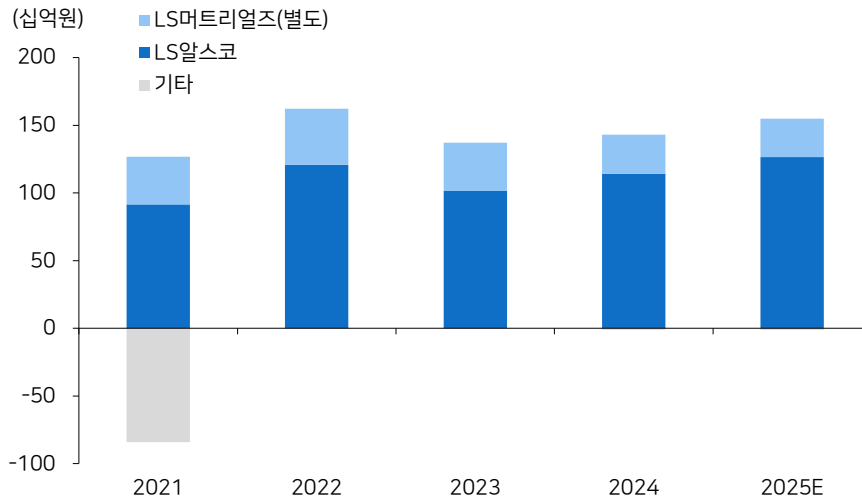
| (십억원) | 매출액   | 영업이익 | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|-------|------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2021  | 42.7  | 2.5  | 2.0           | 209               |            | 1,586      | 0.0        | 0.0        | -3.0             | 2.7        | 72.9        |
| 2022  | 162.0 | 14.5 | 8.4           | 164               | -21.5      | 1,877      | 0.0        | 0.0        | -1.1             | 9.6        | 49.0        |
| 2023  | 136.9 | 13.6 | 12.2          | 214               | 30.1       | 2,668      | 207.4      | 16.6       | 153.5            | 8.7        | 31.1        |
| 2024  | 142.1 | 6.2  | 5.7           | 84                | -60.8      | 2,728      | 140.4      | 4.3        | 63.0             | 3.1        | 22.2        |
| 2025E | 153.6 | -0.1 | -0.9          | -13               | -115.2     | 2,718      | -951.6     | 4.5        | 108.6            | -0.5       | 37.1        |

# AI DC, 그리드, 해상풍력 ... 아직 시작되지 않은 것들의 가치

After AI 시리즈 7  
커패시터, Supercharge AI

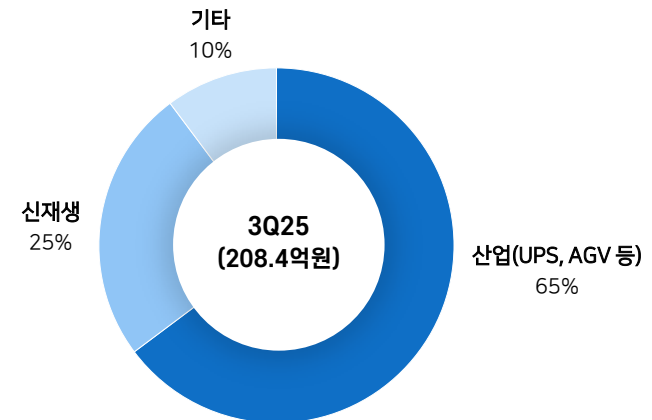
- 손익으로 설명하기 어려운 밸류에이션: 2025년 매출 1,536억원(2026년 성장률 20~30% 예상), 영업적자 -1억원. 시가총액은 약 1.1조원
- 밸류에이션 괴리의 주요 원인은 주요 신사업이 아직 시작되지 않았기 때문. 동사의 주요 성장 방향은 1)AI DC, 2)그리드, 3)전기차 등. 이 중 AI DC와 그리드 향 UC 공급은 2026년 내 시작하고, 하이엠케이를 통한 전기차 부품 사업은 예상보다 딜레이 중
- 해상풍력 사업에도 주목. 1)해상풍력 터빈에 피치 컨트롤용 UC가 공급되며, 2)LS마린솔루션, BWS와 함께 해상풍력 항만 관련 MOU 체결. 관련 신규 비즈니스 모델 연내 구체화 가능성
- 각각의 전방 시장이 조 단위로 성장할 것으로 예상되는 상황에서, 2026년은 기대감을 선반영하는 시기가 될 전망

## LS머트리얼즈 실적 추이 및 전망



주: 2021년 매출액은 LS알스코를 12월에 편입한 영향  
2025년 매출액은 3Q25 누적 기준 사업부별 매출 비중을 적용해 추정  
자료: 메리츠증권 리서치센터

## LS머트리얼즈 전방 산업별 UC 매출 비중



자료: LS머트리얼즈 IR, 메리츠증권 리서치센터

## LS머트리얼즈(417200)

## Income Statement

| (십억원)       | 2021 | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 42.7 | 162.0 | 136.9 | 142.1 | 153.6 |
| 매출액증가율(%)   |      | 279.7 | -15.5 | 3.8   | 8.1   |
| 매출원가        | 36.0 | 137.9 | 113.3 | 124.1 | 140.2 |
| 매출총이익       | 6.7  | 24.1  | 23.6  | 18.0  | 13.4  |
| 판매비와관리비     | 4.1  | 9.6   | 10.0  | 11.8  | 13.6  |
| 영업이익        | 2.5  | 14.5  | 13.6  | 6.2   | -0.1  |
| 영업이익률(%)    | 5.9  | 8.9   | 9.9   | 4.4   | -0.1  |
| 금융손익        | -0.3 | 0.3   | 0.4   | 1.6   | -0.1  |
| 종속/관계기업관련손익 | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.1   |
| 기타영업외손익     | 0.3  | -4.1  | 1.2   | -0.2  | 0.8   |
| 세전계속사업이익    | 2.5  | 10.7  | 15.2  | 7.6   | 0.7   |
| 법인세비용       | 0.5  | 2.2   | 3.0   | 1.9   | 1.7   |
| 당기순이익       | 2.0  | 8.4   | 12.2  | 5.7   | -1.0  |
| 지배주주지분 순이익  | 2.0  | 8.4   | 12.2  | 5.7   | -0.9  |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 71.1  | 83.7  | 178.6 | 112.0 | 131.5 |
| 현금및현금성자산  | 16.1  | 16.9  | 119.6 | 50.3  | 23.6  |
| 매출채권      | 18.2  | 23.1  | 30.1  | 26.5  | 28.9  |
| 재고자산      | 23.5  | 23.1  | 25.4  | 29.6  | 32.3  |
| 비유동자산     | 59.6  | 64.0  | 87.6  | 141.1 | 151.1 |
| 유형자산      | 43.2  | 47.8  | 62.6  | 113.2 | 124.6 |
| 무형자산      | 2.9   | 2.8   | 20.6  | 21.2  | 20.9  |
| 투자자산      | 0.3   | 0.5   | 0.6   | 0.5   | 0.7   |
| 자산총계      | 130.7 | 147.7 | 266.2 | 253.2 | 282.6 |
| 유동부채      | 42.9  | 37.6  | 62.0  | 39.6  | 39.9  |
| 매입채무      | 29.4  | 23.8  | 27.0  | 6.0   | 6.5   |
| 단기차입금     | 0.0   | 0.0   | 23.2  | 15.8  | 14.0  |
| 유동성장기부채   | 0.0   | 0.0   | 2.1   | 0.0   | 0.0   |
| 비유동부채     | 12.2  | 11.0  | 1.1   | 6.4   | 36.5  |
| 사채        | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 장기차입금     | 2.1   | 2.1   | 0.0   | 4.0   | 35.0  |
| 부채총계      | 55.1  | 48.6  | 63.1  | 46.0  | 76.4  |
| 자본금       | 23.8  | 26.4  | 33.8  | 33.8  | 33.8  |
| 자본잉여금     | 49.9  | 63.3  | 126.9 | 126.9 | 127.1 |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | -0.0  |
| 이익잉여금     | 1.9   | 9.4   | 19.8  | 23.9  | 23.0  |
| 비지배주주지분   | 0.0   | 0.0   | 22.6  | 22.6  | 22.3  |
| 자본총계      | 75.6  | 99.1  | 203.1 | 207.2 | 206.1 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)           | 2021 | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름        | 5.6  | 2.0   | 6.9   | -10.9 | 7.1   |
| 당기순이익(손실)       | 2.0  | 8.4   | 12.2  | 5.7   | -1.0  |
| 유형자산감가상각비       | 1.8  | 4.2   | 4.8   | 5.7   | 7.1   |
| 무형자산상각비         | 0.3  | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 운전자본의 증감        | 0.2  | -13.8 | -10.5 | -22.3 | -1.7  |
| 투자활동 현금흐름       | -2.6 | -14.9 | -17.8 | -49.5 | -61.9 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -4.0 | -6.1  | -18.3 | -48.7 | -21.1 |
| 투자자산의 감소(증가)    | -0.3 | -0.2  | -0.0  | 0.0   | -0.1  |
| 재무활동 현금흐름       | 13.0 | 13.7  | 114.2 | -8.9  | 28.2  |
| 차입금증감           | 13.2 | 0.7   | 14.3  | -4.6  | 28.4  |
| 자본의증가           | 73.7 | 16.0  | 71.0  | 0.0   | 0.2   |
| 현금의증가(감소)       | 16.1 | 0.8   | 102.7 | -69.3 | -26.7 |
| 기초현금            | 0.0  | 16.1  | 16.9  | 119.6 | 50.3  |
| 기말현금            | 16.1 | 16.9  | 119.6 | 50.3  | 23.6  |

## Key Financial Data

|                        | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 주당데이터(원)               |       |       |       |       |        |
| SPS                    | 4,419 | 3,164 | 2,407 | 2,100 | 2,270  |
| EPS(지배주주)              | 209   | 164   | 214   | 84    | -13    |
| CFPS                   | 610   | 355   | 341   | 186   | 170    |
| EBITDAPS               | 478   | 377   | 336   | 186   | 114    |
| BPS                    | 1,586 | 1,877 | 2,668 | 2,728 | 2,718  |
| DPS                    | 0     | 45    | 22    | 0     | 0      |
| 배당수익률(%)               | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0    |
| Valuation(Multiple)    |       |       |       |       |        |
| PER                    | 0.0   | 0.0   | 207.4 | 140.4 | -951.6 |
| PCR                    | 0.0   | 0.0   | 130.1 | 63.2  | 71.6   |
| PSR                    | 0.0   | 0.0   | 18.4  | 5.6   | 5.4    |
| PBR                    | 0.0   | 0.0   | 16.6  | 4.3   | 4.5    |
| EBITDA(십억원)            | 4.6   | 19.3  | 19.1  | 12.6  | 7.7    |
| EV/EBITDA              | -3.0  | -1.1  | 153.5 | 63.0  | 108.6  |
| Key Financial Ratio(%) |       |       |       |       |        |
| 자기자본이익률(ROE)           | 2.7   | 9.6   | 8.7   | 3.1   | -0.5   |
| EBITDA이익률              | 10.8  | 11.9  | 14.0  | 8.9   | 5.0    |
| 부채비율                   | 72.9  | 49.0  | 31.1  | 22.2  | 37.1   |
| 금융비용부담률                | 0.8   | 0.5   | 1.1   | 0.9   | 1.0    |
| 이자보상배율(x)              | 7.8   | 18.3  | 8.9   | 4.8   | -0.1   |
| 매출채권회전율(x)             | 2.3   | 7.8   | 5.1   | 5.0   | 5.6    |
| 재고자산회전율(x)             | 1.8   | 7.0   | 5.7   | 5.2   | 5.0    |

## Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

| [기업] 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |                                                                                                                                                                   |
|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 추천기준일 직전 1개월간<br>종가대비 3등급                             | <b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상<br><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만<br><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만 |
| [산업] 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |                                                                                                                                                                   |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급                                      | <b>Overweight</b> (비중확대) <b>Neutral</b> (중립) <b>Underweight</b> (비중축소)                                                                                            |

### 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 86.1% |
| 중립   | 13.3% |
| 매도   | 0.6%  |

2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### 삼성전기 (009150) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일        | 자료형식  | 투자의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |       |      |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2024.01.31 | 기업브리프 | Buy  | 170,000     | 양승수 | -18.1   | -12.0  |                |
| 2024.03.27 | 기업브리프 | Buy  | 180,000     | 양승수 | -16.3   | -11.7  |                |
| 2024.04.30 | 기업브리프 | Buy  | 190,000     | 양승수 | -17.5   | -9.1   |                |
| 2024.08.01 | 기업브리프 | Buy  | 200,000     | 양승수 | -32.2   | -20.3  |                |
| 2024.10.29 | 기업브리프 | Buy  | 165,000     | 양승수 | -23.2   | -10.2  |                |
| 2025.03.25 | 기업브리프 | Buy  | 180,000     | 양승수 | -28.8   | -15.6  |                |
| 2025.07.31 | 기업브리프 | Buy  | 190,000     | 양승수 | -16.6   | -8.3   |                |
| 2025.09.04 | 기업브리프 | Buy  | 210,000     | 양승수 | -8.7    | -1.4   |                |
| 2025.10.10 | 기업브리프 | Buy  | 240,000     | 양승수 | -11.4   | -3.3   |                |
| 2025.10.29 | 기업브리프 | Buy  | 280,000     | 양승수 | -16.2   | -5.4   |                |
| 2025.12.08 | 기업브리프 | Buy  | 310,000     | 양승수 | -14.8   | -6.8   |                |
| 2026.01.14 | 기업브리프 | Buy  | 350,000     | 양승수 | -6.7    | 33.3   |                |
| 2026.03.06 | 산업분석  | Buy  | 550,000     | 양승수 | -       | -      |                |