# Nitto Boseki (3110-JP)

## AI 서버용 Fiber Glass 의 제왕

**전기전자/IT부품**
Analyst 양승수
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

### 기업개요: AI 시장의 Hidden-Player, Nitto Boseki

Nitto Boseki(약어 Nittobo)는 1918년에 설립된 일본 도쿄에 본사를 둔 섬유 및 유리섬유 전문 제조업체이다. 유리섬유는 CCL(동박적층판)의 핵심 원재료로, 데이터 전송 시 신호 손실을 최소화하고 기판의 기계적 강도를 결정짓는 역할을 수행한다. 현재 글로벌 AI 서버향 초저손실 CCL 수요 급증에 따라 핵심 소재인 저유전율 유리섬유(통칭 NE/NER Glass)의 공급 부족이 심화되고 있다. 또한, CoWoS용 FC-BGA 기판에는 기계적·열적 안정성을 확보하기 위해 저열팽창계수 유리섬유(T Glass)가 적용되며, 이 역시 AI향 수요 급증과 함께 공급 부족이 발생한 것으로 파악된다.

유리섬유 밸류체인은 크게 유리섬유 실(Yarn)과 유리섬유 천(Cloth)으로 구분된다. Yarn을 Cloth로 제조하는 공정은 섬유 산업과 유사한 직조 기술 기반을 바탕으로 하며 범용 시장은 경쟁 강도가 높다. 다만 하이엔드 유리섬유 Cloth 시장은 초정밀 직조 기술이 요구되어 Nittobo를 비롯해 Asahi Kasei, Unitika, Taiwan Glass 등 소수 업체들이 과점하고 있는 구조가 형성되어 있다. Yarn 시장의 경우 유리 원료로부터 초미세 유리섬유를 균일하게 생산하는 고난도 기술이 요구되기 때문에, Cloth 대비 진입장벽이 높고, 실제 공급업체 수가 제한적이다. 실제로 M6 등급 이상의 고성능 CCL 품질을 만족시킬 수 Yarn 공급 업체는 글로벌 기준으로 Nittobo와 미국의 AGY 단 두곳 뿐이며 CoWoS용 FC-BGA에 사용되는 T-Glass용 유리 섬유 Yarn은 동사가 독점 공급하는 구조로 파악된다.

### 데이터센터향 수익성 서프라이즈 지속, 향후 눈높이 상향 가능성 상존

CY1Q25 매출액 275억엔(-3.5% QoQ, +9.1% YoY), 영업이익 46억엔(+2.2% QoQ, +70.4% YoY)으로, AI 서버향 수요 증가에 따른 실적 호조로 전사 수익성이 재차 성장세를 보였다. 특히 Electronics Materials 부문의 수익성이 37.4%에 도달하며 사상 최고치를 재차 경신했는데, 먼저 실적 발표한 AI 관련 밸류체인 및 기업들과 유사하게 AI는 아직도 수익성 상승 국면에 있음을 입증했다. 한편 FY2025E 가이던스는 기타 사업부의 부진과 감가상각비 증가 부담을 반영해 다소 보수적인 수준(표 2)으로 제시하였다. 그러나 동사의 FY2024 실제 영업이익이 전년도 가이던스를 31.2% 초과 달성했다는 점을 감안할 때, 현 업황 분위기에서는 FY2025 가이던스를 상회하는 실적 흐름이 전개될 가능성이 높다고 판단된다. 또한, 그간 증설에 보수적이었던 동사가 Capex와 R&D 투자를 공격적으로 확대하는 기조를 보이고 있다는 점에서, 중장기적으로는 핵심 AI 소재 공급자로서의 입지 강화가 기대된다. AI 소재 밸류체인 내 핵심 공급자로서의 입지 강화 흐름을 고려할 때, 현 구간은 매수 관점에서의 접근이 유효하다고 판단한다.

**Meritz Research 2025. 5. 12**

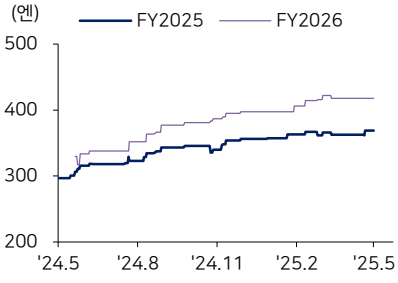
| | |
|---|---|
| **투자의견** | **Not Rated** |
| **Bloomberg 평균 TP** (12m, 엔) | **6,495.0** |
| **현재주가** (5/9, 엔) | **4,335.0** |
| NIKKEI 225 INDEX (pt) | 37,503.3 |
| 시가총액 (억엔) | 1,635.3 |
| 발행주식수 (백만주) | 36.4 |
| 유동주식비율 (%) | 77.3 |
| 평균거래량 (3개월, 주) | 477,086.4 |
| 52주 최저/최고가 (엔) | 7,670.0/3,025.0 |

| | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|
| PER (배) | 13.7 | 11.8 | 10.4 |
| EPS 증감률 (%) | 76.0 | 4.6 | 13.3 |
| PBR (배) | 1.2 | 1.0 | 0.9 |
| ROE (%) | 9.8 | 10.8 | 11.5 |

* Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**Performance**

**EPS Consensus**



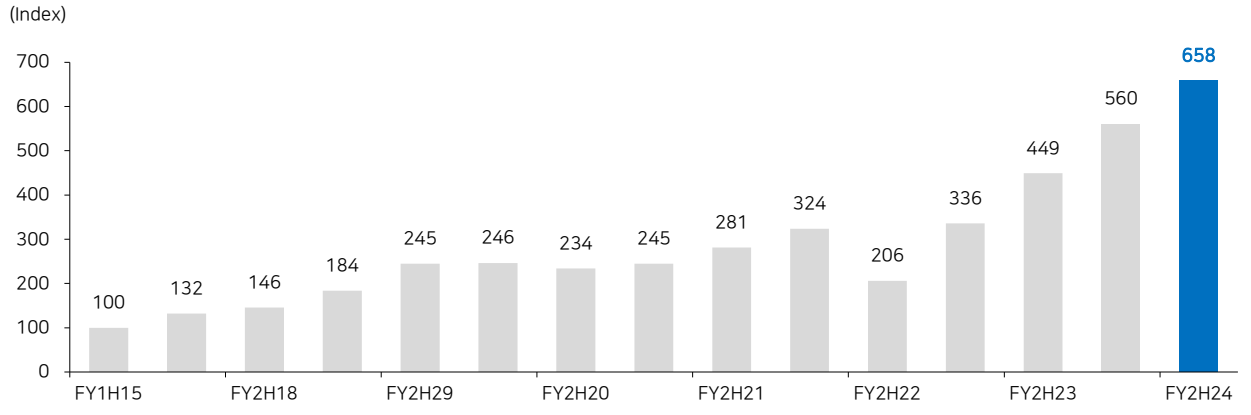

* Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 Nitto Boseki 실적 테이블

| (FY기준, 십억엔) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| (CY기준, 십억엔) | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | | |
| **매출액** | **20.3** | **22.4** | **25.3** | **25.2** | **26.1** | **26.9** | **28.5** | **27.5** | **93.2** | **109.0** |
| (% QoQ) | -14.8% | 10.3% | 12.9% | -0.4% | 3.6% | 3.1% | 5.9% | -3.5% | | |
| (% YoY) | -1.3% | 6.5% | 15.4% | 5.8% | 28.6% | 20.1% | 12.6% | 9.1% | 6.7% | 17.0% |
| Electronic Materials | **6.3** | **7.0** | **7.9** | **8.7** | **9.6** | **10.0** | **10.6** | **10.7** | **29.9** | **40.9** |
| Medical | 2.8 | 3.2 | 3.4 | 3.2 | 3.4 | 3.6 | 3.3 | 3.3 | 12.6 | 13.6 |
| Composite Materials | 2.9 | 3.2 | 3.4 | 3.3 | 3.3 | 3.2 | 3.5 | 3.4 | 12.8 | 13.4 |
| Materials Solution | 2.3 | 2.2 | 2.4 | 2.3 | 2.2 | 2.3 | 2.6 | 2.3 | 9.2 | 9.4 |
| Insulation Materials | 3.3 | 3.8 | 4.1 | 3.6 | 3.7 | 3.8 | 4.2 | 3.6 | 14.8 | 15.3 |
| 기타 | 2.7 | 3.0 | 4.1 | 4.1 | 3.9 | 4.0 | 4.3 | 4.2 | 13.9 | 16.4 |
| **연결 영업이익** | **0.9** | **2.2** | **2.6** | **2.7** | **3.9** | **3.4** | **4.5** | **4.6** | **8.4** | **16.4** |
| (% QoQ) | -44.2% | 144.4% | 18.2% | 3.8% | 44.4% | -12.8% | 32.4% | 2.2% | | |
| (% YoY) | -46.8% | -1.7% | 50.9% | 67.4% | 333.3% | 54.5% | 73.1% | 70.4% | 15.6% | 95.2% |
| Electronic Materials | 0.8 | 1.3 | 1.1 | 2.2 | 3.5 | 2.9 | 3.5 | 4.0 | 5.4 | 13.9 |
| Medical | 0.4 | 0.5 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.4 | 0.6 | 2.4 | 2.4 |
| Composite Materials | -0.3 | 0.0 | 0.0 | -0.4 | -0.4 | -0.3 | -0.1 | -0.1 | -0.7 | -0.9 |
| Materials Solution | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.8 | 0.9 |
| Insulation Materials | 0.0 | 0.3 | 0.5 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | -0.1 | 1.0 | 0.7 |
| 기타 | -0.2 | -0.1 | 0.0 | -0.2 | -0.3 | -0.2 | 0.0 | -0.1 | -0.5 | -0.6 |
| **연결 영업이익률(%)** | **4.4%** | **9.8%** | **10.3%** | **10.7%** | **14.9%** | **12.6%** | **15.8%** | **16.7%** | **9.0%** | **15.0%** |
| **Electronic Materials 영업이익률(%)** | **12.7%** | **18.6%** | **13.9%** | **25.3%** | **36.5%** | **29.0%** | **33.0%** | **37.4%** | **18.1%** | **34.0%** |

자료: Nitto Boseki, 메리츠증권 리서치센터

그림1 Nitto Boseki Special Glass (NE/NER/T) Yarn/Cloth 매출액 추이




주: FY1H15 = 100 기준
자료: Nitto Boseki, 메리츠증권 리서치센터

**표2 Nitto Boseki FY 2025년 실적 가이던스**

| | | FY2023 | FY2024 | FY2025E | YoY Change |
|---|---|---|---|---|---|
| 실적 (백만엔) | 매출액 | 93.3 | 109.0 | 120.0 | +11.0% |
| | 영업이익 | 8.4 | 16.4 | 17.0 | +0.6% |
| | 영업이익률(%) | 9.0% | 15.1% | 14.2% | |
| | EBITDA | 15.6 | 24.4 | 26.5 | +2.1% |
| | EBITDA 마진율 | 16.7% | 22.4% | 22.1% | |
| | 경상이익 | 9.8 | 17.6 | 17.0 | -0.6% |
| | 순이익 | 7.3 | 12.8 | 13.0 | +0.2% |

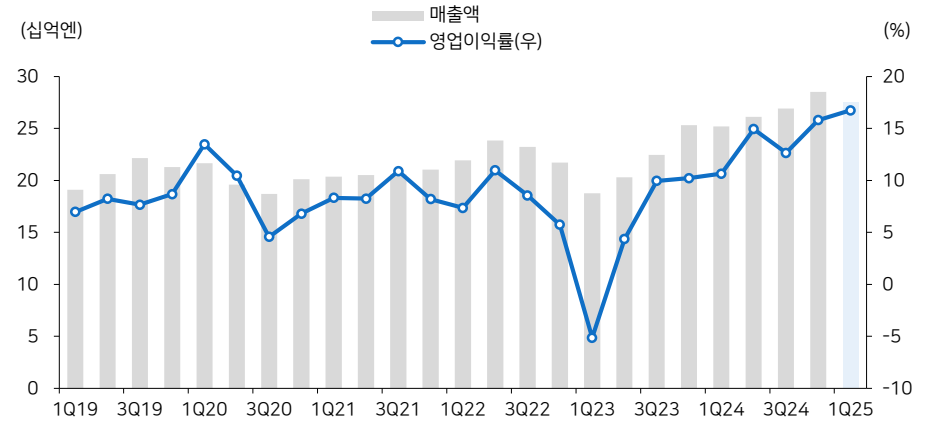
자료: Nitto Boseki, 메리츠증권 리서치센터

**표3 Nitto Boseki FY2025E 제품별/상하반기 가이던스 정리**

| | | FY1H24 | FY2H24 | FY1H25 | FY2H25 | YoY 변화율(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 실적 (십억엔) | Electronics Materials 매출액 | 19.6 | 21.3 | 23.5 | 25.5 | 8.1% |
| | Electronics Materials 영업이익 | 6.4 | 7.5 | 7.8 | 8.3 | 2.2% |
| | 영업이익률(%) | 32.7% | 35.2% | 33.2% | 32.5% | |
| | Others 매출액 | 33.5 | 34.7 | 34.5 | 36.5 | 4.1% |
| | Others 영업이익 | 0.9 | 1.6 | 0.2 | 0.7 | -64.0% |
| | 영업이익률(%) | 2.7% | 4.6% | 0.6% | 1.9% | |
| | Total 매출액 | 53.1 | 56 | 58 | 62 | 11.0% |
| | Total 영업이익 | 7.3 | 9.1 | 8 | 9 | 0.6% |
| | 영업이익률(%) | 13.7% | 16.3% | 13.8% | 14.5% | |

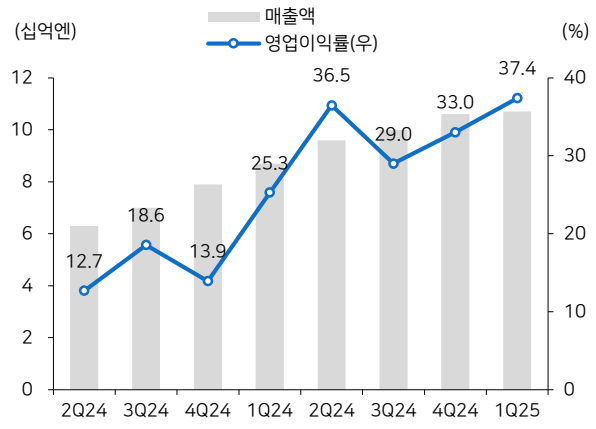
자료: Nitto Boseki, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 Nitto Boseki 실적 추이**



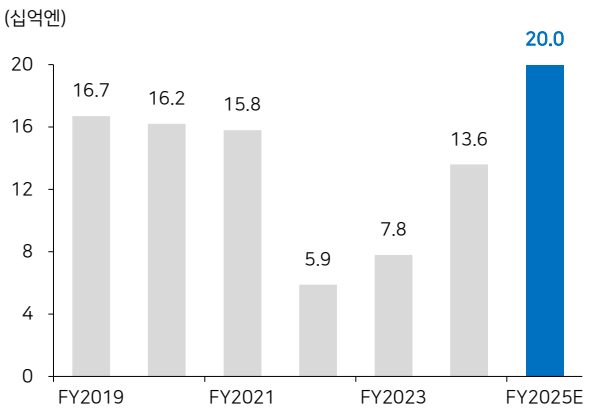

자료: Nitto Boseki, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Nitto Boseki Electronics Materials 실적 추이



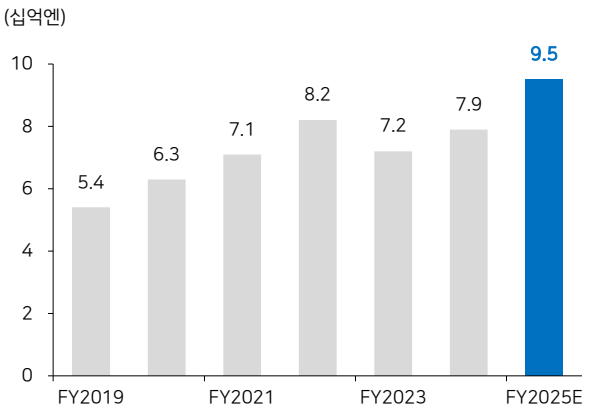

주: 2023년부터 제품군별 매출 재분류
자료: Nitto Boseki 메리츠증권 리서치센터

그림4 Nitto Boseki Capex 추이 및 전망



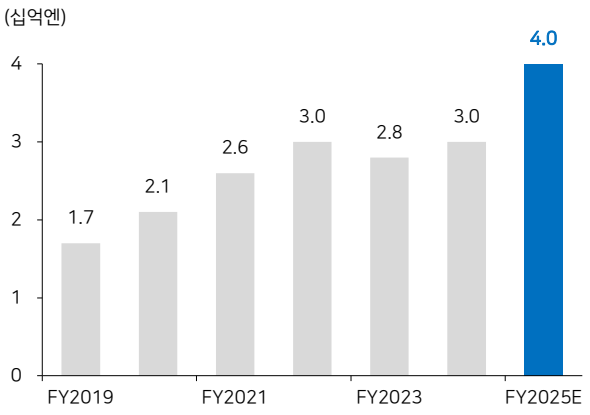

자료: Nitto Boseki 메리츠증권 리서치센터

그림5 Nitto Boseki 감가상각비 추이 및 전망



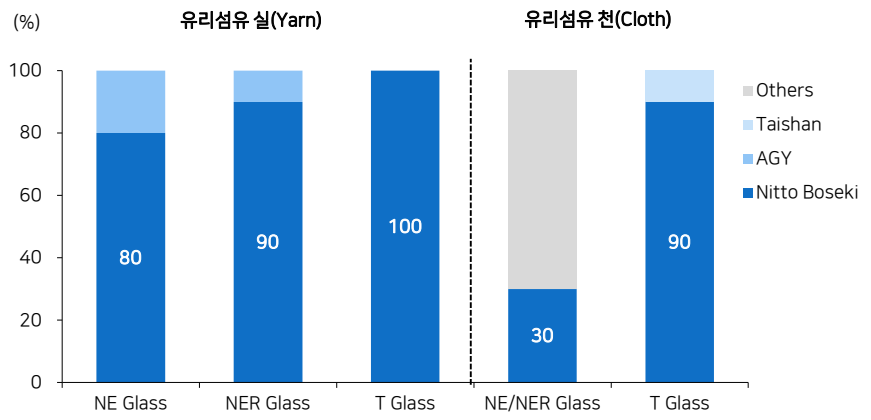

자료: Nitto Boseki 메리츠증권 리서치센터

그림6 Nitto Boseki R&D 비용 추이 및 전망




자료: Nitto Boseki 메리츠증권 리서치센터

그림7 Nitto Boseki Glass Fiber 시장 점유율 추정



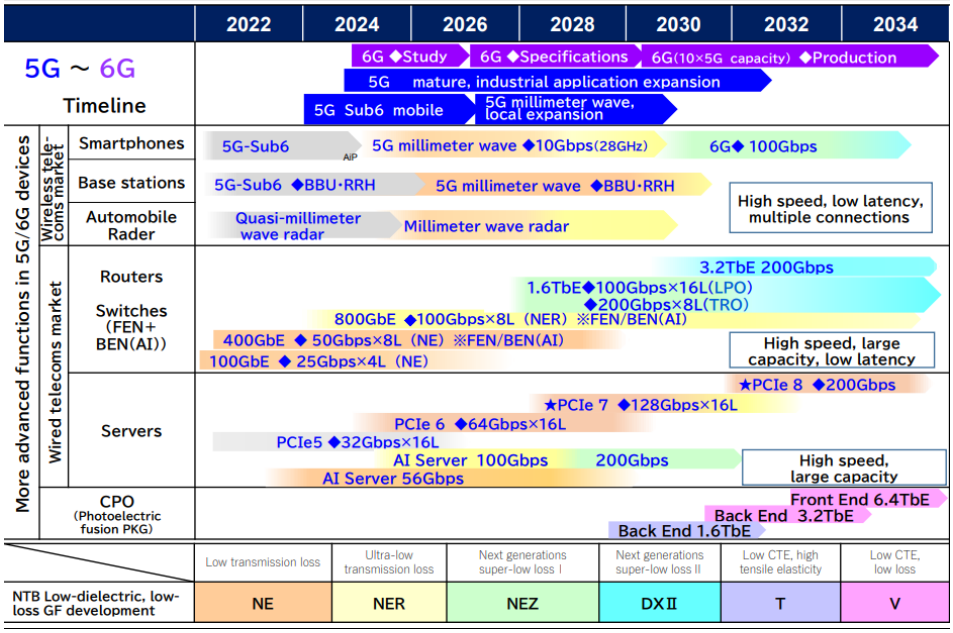

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 통신/반도체/전장 시장 내 Glass Fiber 사용 동향

| Application | | Device/ component | Substrate type | | Required performance | Glass fiber type | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | High-end | Middle-end |
| Telecom/ infra-structure | ·Base stations ·Data center Switch/Router Server ·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 Tablet 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 | 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

그림9 5G ~ 6G Roadmap 및 향후 Glass Fiber 개발 방향




자료: Nitto Boseki

## 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 발생할 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.