엠케이전자 (033160)

COVERAGE INITATION
Analyst 김중배 kjb6551@hmsec.com

Memory Super-Cycle 내 숨은 주인공(SOCAMM, LPDDR)

BUY **TP 21,500원**

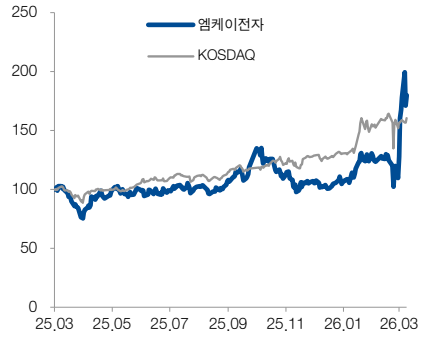
현재주가 (3/18)	14,450원
상승여력	48.8%
시가총액	330십억원
발행주식수	23,249천주
자본금/액면가	11십억원/500원
52주 최고가/최저가	16,010원/6,060원
일평균 거래대금 (60일)	8십억원
외국인 지분율	8.19%
주요주주 지분율	
오션비홀딩스 외 2 인	34.21%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	45.7	76.4	56.4
상대주가(%p)	38.4	36.6	15.1

* K-IFRS 별도 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	N/A	N/A	
After	243	797	21,500
Consensus	N/A	N/A	
Cons. 차이	N/A	N/A	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- Wire Bonding은 AI 시대에 진입하며 새로운 전환점을 맞이하고 있음. 기존 패키징 방식의 변화와 더불어 Solder Ball(Flip-Chip Packaging) 등으로 과거 2010년 전후 대비 산업은 외형이 축소되었으나(사용량 기준), **AI Chip 내 LPDDR5의 확대 적용 등으로 인해 수요는 다시 확대되고 있음. 여기에 더해 SOCAMM2, LPDDR6의 전환으로 인해 Wire Bonding은 지난 수년 동안의 Down-Trend에서 Up-Trend 속도가 가속화될 것. 특히 SOCAMM2의 적용으로 인해 Wire-Bonding은 폭발적인 성장이 예상**되고 동사는 이러한 수요 가속화의 중심에 있음. 투자의견 BUY, 목표주가 21,500원으로 커버리지 개시. 적극적인 비중 확대 전략 제시

주요이슈 및 실적전망

- **2026년 연결 기준 매출액은 1조 9,406억원(YoY +38%), 영업이익은 984억원(YoY +583%, OPM +5.1%)로 본업과 연결법인 모두 극적인 성장 예상**. 별도 기준의 국내 법인과 연결 법인에 해당되는 중국 법인 모두 Wire Bonding의 확대 적용으로 실적 성장의 배경이 될 것. 특히 과거 연결 법인에서 건설 경기 악화 및 실적 변동성으로 연결 실적에 영향을 주었던 연결회사 역시 올해부터 회복세를 예상하여 본업에서의 성장에 더 이상 하방압력으로 작용하지 않을 것. 전 사업부 턴어라운드를 통해 올해는 성장의 원년이 될 것
- **2026년 별도 기준 매출액은 1조 1,838억원(YoY +49%), 영업이익은 284억원(YoY +71%, OPM +2.4%)을 예상**. 올해 주요 성장 Catalyst는 1) LPDDR5의 서버향 수요 증가, 2) SOCAMM2 전환으로 인한 매출 기여 확대, 3) 신사업(Pd Alloy)의 이익 기여 확대 등임. LPDDR5의 서버향 수요 증가는 **이미 작년의 Top-line 성장에 기여했던 부분임(별도 기준 25년 매출액 YoY +43%, 영업이익 +70%). 올해는 이러한 성장세를 연간 실적으로 반영하며 Wire Bonding의 수요 확대는 지속될 수밖에 없음**
- 다만, Wire-Bonding의 산업과 동사의 수요에 있어 구조적 Re-Rating을 기대하는 이유는 SOCAMM2로 인한 Wire-Bonding의 수요 급증임. **SOCAMM2는 Solder Ball이 아닌 Wire-Bonding을 채택할 예정인데, 이로 인해 Wire-Bonding의 수요 판도 자체가 다른 양상으로 전환될 것.** 이르면 올해 상반기부터 관련된 매출이 본격적으로 반영될 것으로 예상되고, 이는 동사의 Q 증가로 이어질 수밖에 없는 대목임
- 구조적인 저마진에 대해서는 **신사업 및 중국 법인의 성장으로 인해 수익성이 점차 회복될 것으로 예상**. 포고핀향 Pd Alloy를 국산화에 성공함으로써 올해 1분기부터 실적에 본격적으로 반영될 것이고 국산화가 빠른 속도로 이뤄짐에 따라 고수익성 Pd Alloy의 이익 기여도는 점차 확대될 것으로 전망. 여기에 더해 Solder Ball, Solder Paste 역시 지속적으로 고객사와 논의 중이며 이 역시 향후 손익에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보임. **중국 법인은 Copper 소재 중심으로 수익성이 원가가 높은 Gold Wire 대비 높은 편이며 향후 중국 고객사의 수요 증가로 연결 실적의 수익성에 미치는 이익 기여도가 확대될 것**. 금 가격에 대해서는 실시간 판가 연동으로 인해 금의 시세가 수익성 영향 제한적

주가전망 및 Valuation

- 연결 법인의 사업 비연관성을 고려하여 SOTP Valuation을 통해 산출하였음. 반도체 후공정 사업을 영위하는 국내 법인(별도)와 중국 쿤산 법인의 실적은 과거 Wire-Bonding의 수요 전성기였던 2009-2011년 Target P/E의 상단 평균인 13.6배를 적용하여 시가총액을 계산하였음. 나머지 연결 법인인 한국토지신탁은 현재 시가총액 기준 지분율 35.5%와 NAV 할인 50%를 적용하였고, 동부엔텍은 폐기물 사업 Peer(와이엔텍)의 Multiple을 적용

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	496	6	3	11	150	-2.4	81.5	1.9	40.5	2.3	0.8
2024	556	10	-5	15	-224	적전	NA	1.1	25.2	-3.6	1.5
2025F	795	17	5	21	243	흑전	34.6	1.3	20.1	3.9	1.2
2026F	1,184	28	18	33	797	228.6	18.1	2.1	16.7	12.3	0.7
2027F	1,731	54	40	58	1,716	115.3	8.4	1.7	9.3	22.6	0.7

* K-IFRS 별도 기준

Ⅰ. 엠케이전자 투자포인트

투자포인트 1. Wire-Bonding, AI/전장로 인한 전환점 국면

와이어 본딩은 그동안 Advanced Packaging에서 Solder Ball, TSV 등으로 패키징 방식이 전환되며 AI 수요의 사각지대에 있었다. 다만 와이어본딩은 이미 기술적으로 성숙한 산업이고 무엇보다 비용측면에서 다른 패키징 방식 대비 우위에 있기 때문에 대체될 수 없는 영역이다. 특히 Memory에서는 와이어본딩이 주로 적용되어왔고, 이로 인해 와이어본딩은 새로운 수요 국면을 맞이하였다. 특히 LPDDR5이 Mobile, PC에서 Grace 기반의 Server CPU까지 확장되며 와이어본딩은 단지 응용처가 세트에서 서버까지 확장되었다. 즉, 동사의 실적이 개선되고 있는 흐름은 Mobile, PC 때문이 아닌 Server향 수요 확대에 기인한 것이다. 뿐만 아니라 전장, 통신 등으로 공급되는 전력반도체 등으로 확장됨으로써 AI 뿐 아니라 EV로 인한 확장 가능성이 존재한다. 결국 와이어본딩은 "가성비와 신뢰성이 중요한 대량 시장의 핵심 공정"으로 positioning이 구축되고 있다. 사양산업으로 보기보다는 적용처가 고성능 logic 중심에서 자동차·아날로그·전력·센서·RF·산업용으로 재편된 산업에 가깝다. 실제로 ASMPT는 2025년에 AI와 EV, 중국 OSAT 가동률 상승이 mainstream business의 wire bonder와 die bonder 수요를 끌어올렸다고 밝혔고, 와이어본딩이 여전히 패키징에 있어 핵심 기술임을 강조한 바 있다.

Memory 관점에서 Wire Bonding의 수요가 증가하는 배경을 보면 다음과 같다. 우선 와이어본딩 수요가 늘어나는 첫 번째 축은 LPDDR5/5X의 고적층화다. LPDDR이 단일 패키지에서 최대 16-die 적층까지 확대되고 있고, 반대로 DDR5는 최선의 경우에도 wire bond stacking 2-die, TSV stacking 4-die 수준이라고 밝혔다. On-device AI 확산으로 LPDDR 비중이 확대되고 있으며, 패키지 내부 다이 연결 공정이 복잡해지고 와이어본딩 사용 강도도 높아지기 쉬운 구조다.

또한, AI가 서버 메모리 구조를 DDR5-only에서 LPDDR 혼합 구조로 바꾸고 있다는 점 역시 Wire-Bonding 수요를 견인하고 있다. NVIDIA Grace CPU는 서버급 CPU에서 처음으로 server-class LPDDR5X를 채택했고, Grace CPU Superchip은 단일 모듈에서 최대 1TB/s 메모리 대역폭을 제공한다. 이는 AI/HPC 서버가 더 이상 전통적인 DDR5 DIMM만으로 최적화되지 않고, 전력과 대역폭을 이유로 LPDDR 계열을 CPU 가까이에 붙이는 방향으로 이동하고 있다는 뜻이다. 이 변화는 와이어본딩 관점에서 중요하다. DDR5 DIMM은 모듈 조립에서 와이어본딩 수요가 크지 않지만, LPDDR 패키지는 다이 적층과 내부 연결 때문에 패키징 수요가 더 직접적으로 발생하기 때문이다.

AI 확산이 메모리 수요를 HBM에만 국한시키지 않고 전체 포트폴리오로 번지게 만들고 있다는 점이 결국 Wire-Bonding의 수요가 AI로 인해 증가할 수 있다는 핵심 포인트인 것이다. AI 인프라 투자 확대에 따라 메모리 전 부문 수요가 급증했고, HBM뿐 아니라 서버용 DDR5와 AI 서버 eSSD까지 동반 성장으로 이어지고 있다. 특히 SK하이닉스는 3Q25 실적발표에서 128GB 이상 고용량 DDR5 출하가 전분기 대비 두 배 이상 증가했다고 언급했다. 이것은 AI

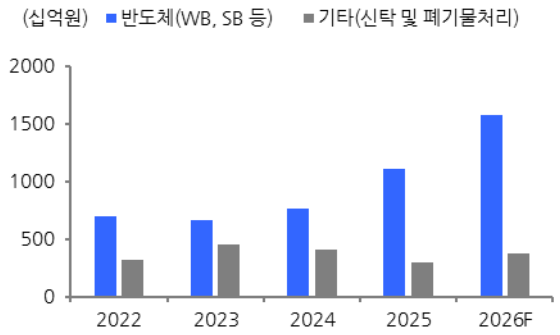
가 단순히 GPU 옆 HBM만 늘리는 것이 아니라, CPU 메모리·범용 서버 메모리·엣지 메모리까지 같이 끌어올리는 국면이라는 의미다. 와이어본딩 수요는 HBM과 연관되지 않지만 DRAM, NAND 패키지 영역에서 강력하게 증가하고 있다. HBM은 TSV 방식을 통해 칩을 수직으로 직접 연결해 신호 경로를 짧게 하고 핀 수를 늘릴 수 있으며, 와이어본딩 적층 대비 배선 복잡도와 공간 요구를 줄인다. 결국, AI 수요가 HBM으로만 몰리면 와이어본딩 수혜는 제한적이겠지만 AI 수요가 모바일 LPDDR5X, AI PC용 LPDDR5X/LPCAMM2, Grace 계열 같은 서버급 LPDDR, 일반 서버용 DDR5 고용량 패키지로 확산됨에 따라 와이어본딩 수요가 강력하게 증가하고 있는 것이다.

이외에도 LPDDR5와 레거시 메모리 외로 넓혀서 보면, 리드프레임 기반 패키지 전반에 걸친 수요가 증가하고 있다. QFN/DFN/SON/SOIC/TSSOP/QFP 같은 패키지 대부분이 여기에 속한다. Amkor는 QFN(MLF) 패키지가 작고 가볍고 열·전기 성능이 좋아 모바일·태블릿 같은 휴대기기뿐 아니라 광범위한 시장에 적합하다고 설명하고, 2022년 기준 MLF/QFN 시장이 자동차·소비자·산업·네트워킹·통신 5개 시장에서 1,110억 유닛 규모라고 제시했다. 즉 와이어 본딩은 "구형 DRAM 패키지"만의 기술이 아니라, 대량 출하되는 아날로그/전원/인터페이스/제어칩의 표준 연결 방식으로 여전히 높은 비중을 차지한다. 구체적으로는 PMIC, DC-DC, LDO, LED driver, gate driver, op amp, ADC/DAC, interface IC, EEPROM, MCU 같은 부품군이 대표적이다.

여기에 더해 구리선·은합금선·굵은 와이어·리본본딩 등 재료/공정 업그레이드는 지속되고 있다. ASMPT는 2025년에 차세대 wire bonder와 XPOWER 2.0을 내놓고 있고, "new wire materials"와 더 작은 고집적 부품 대응을 강조한다. 즉 와이어 본딩도 정지된 기술이 아니라, fine pitch, high density, new materials, digital monitoring이 붙는 형태로 진화하고 있다. 물론 이러한 변화는 AI GPU용 첨단 interconnect를 대체하는 방향이 아니라, 기존 mainstream 시장의 생산성·수율·원가를 끌어올리는 방향으로 진행되고 있다.

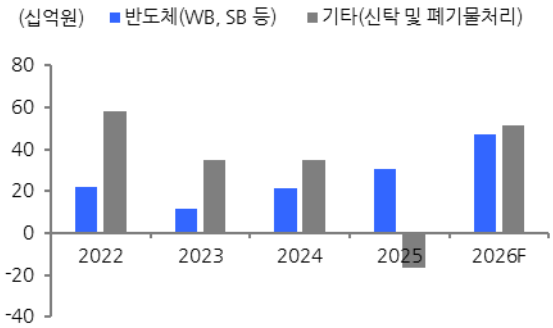
와이어 본딩 산업이 과거 구조적으로 내리막이었던 이유는 명확하다. 고성능 칩 패키징의 중심에서 밀려났고, 기술이 성숙하며 원가경쟁이 심해졌고, 일부 핵심 영역에서는 reliability/inductance/thermal의 물리적 한계가 분명했기 때문이다. 다만, 이러한 흐름이 완전히 새로운 국면을 맞이하고 있다. AI와 전동화로 인해 Memory, 전력 반도체의 수요가 지속 증가하고 있으며 이로 인해 Wire-Bonding의 수요가 폭발적으로 증가하고 있다. Wire Bonding은 첨단 패키징의 주류에서는 내려왔지만, 범용 mixed-signal·자동차 주변칩·전력반도체·RF 모듈에서는 여전히 핵심 공정이다. 이로 인해 AI 본체 칩이 아니라, AI/EV/산업화가 늘릴 주변 반도체와 전력반도체 생태계 확장으로 다시 고성장 산업으로 변모했다고 보는 것이 합리적인 것이다.

〈그림1〉 엠케이전자 사업부별 매출액 추이



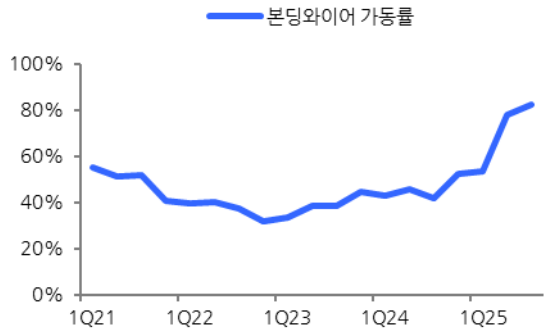
자료: 엠케이전자, 현대차증권

〈그림2〉 엠케이전자 사업부별 영업이익 추이



자료: 엠케이전자, 현대차증권

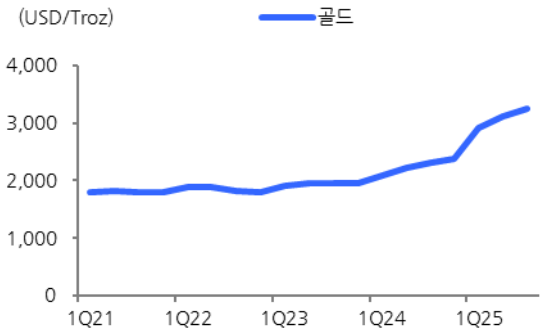
〈그림3〉 본딩와이어 가동률



주: 생산실적/생산능력으로 계산. 생산실적과 생산능력은 모두 금액 기준

자료: 엠케이전자, 현대차증권

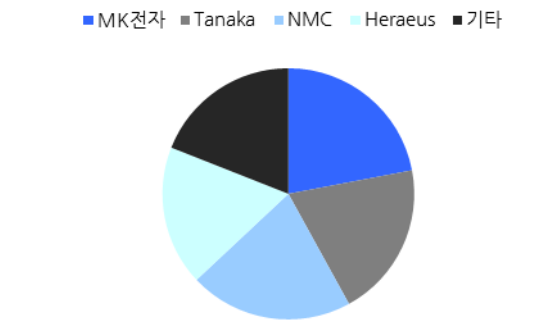
〈그림4〉 Gold Wire 원재료



주: 원재료 가격은 평균 구매가격 기준

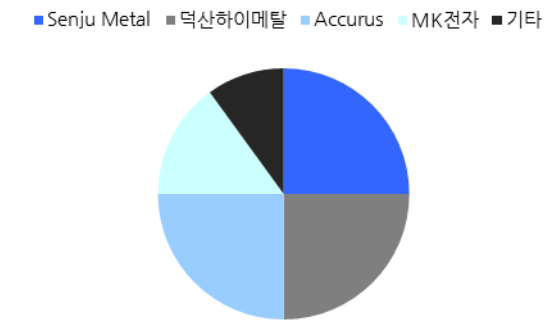
자료: 엠케이전자, 현대차증권

〈그림5〉 글로벌 본딩와이어 점유율



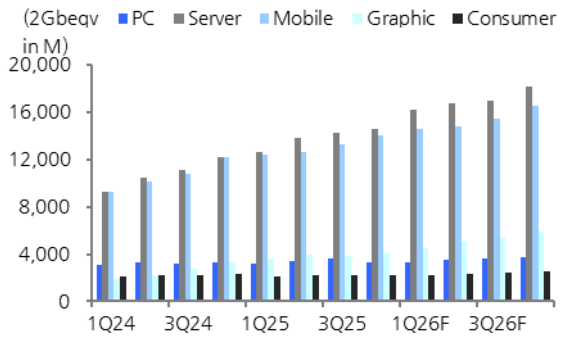
자료: 엠케이전자, 현대차증권

〈그림6〉 글로벌 솔더볼 점유율



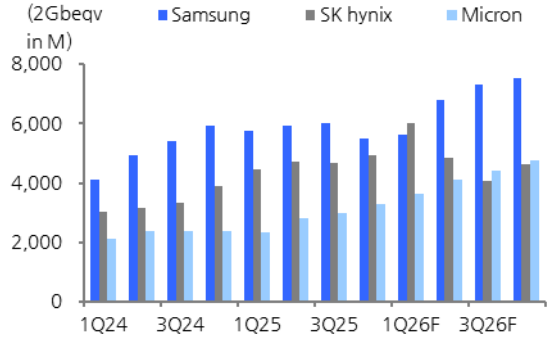
자료: 엠케이전자, 현대차증권

<그림7> 응용처별 DRAM 출하량



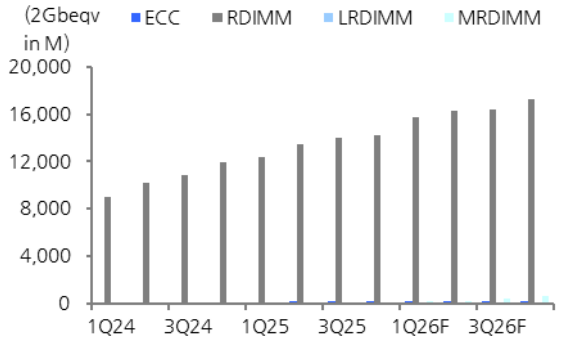
자료: KOMIS, 현대차증권

<그림8> Memory 3사 Server DRAM 출하량



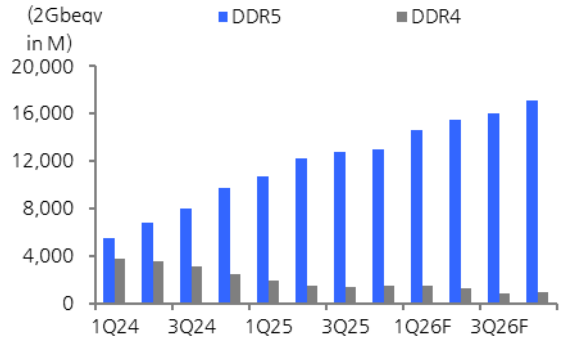
자료: KOMIS, 현대차증권

<그림9> 패키지별 Server DRAM 출하량



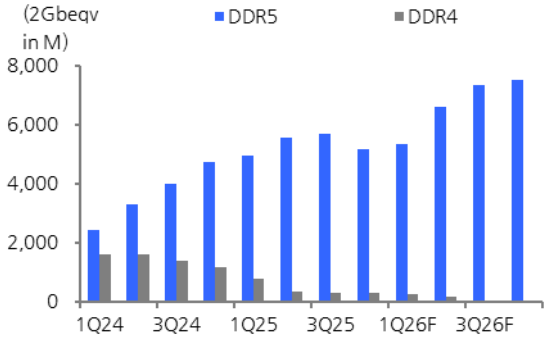
자료: Trendforce, 현대차증권

<그림10> 제품별 Server DRAM 출하량



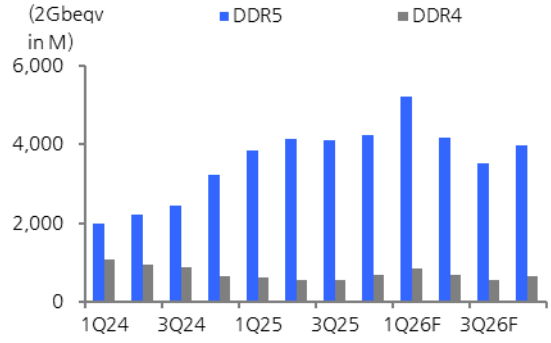
자료: Trendforce, 현대차증권

<그림11> 삼성전자 Server DRAM 출하량



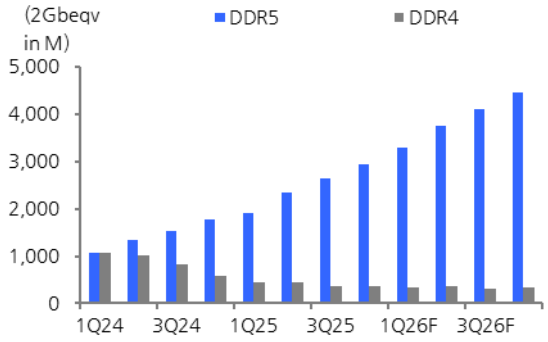
자료: Trendforce, 현대차증권

<그림12> SK하이닉스 Server DRAM 출하량



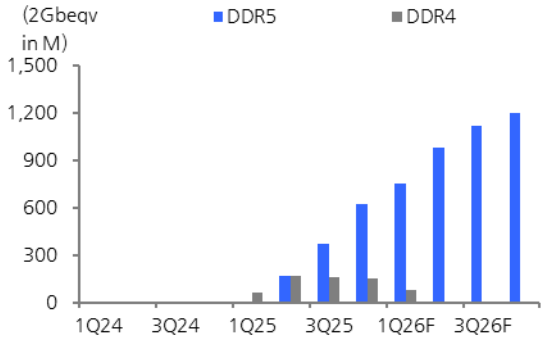
자료: Trendforce, 현대차증권

<그림13> Micron Server DRAM 출하량



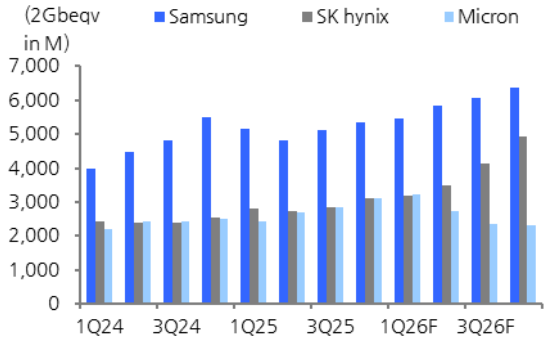
자료: Trendforce, 현대차증권

<그림14> CXMT Server DRAM 출하량



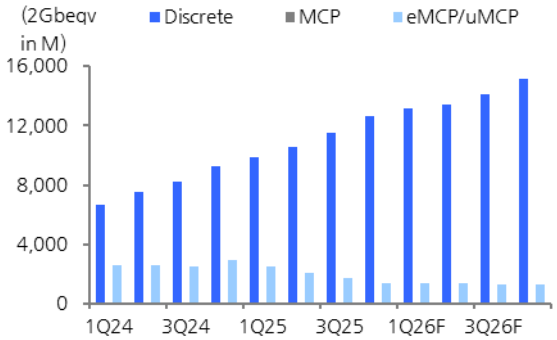
자료: Trendforce, 현대차증권

<그림15> Memory 3사 Mobile DRAM 출하량



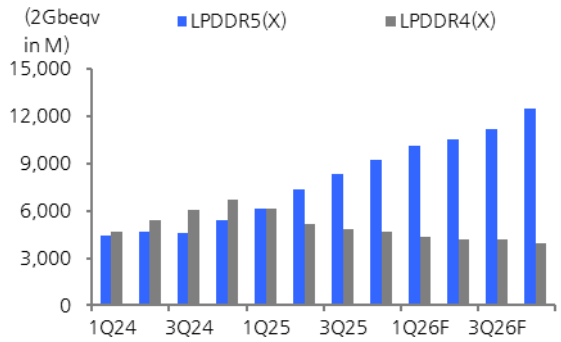
자료: Trendforce, 현대차증권

<그림16> 패키지별 Mobile DRAM 출하량



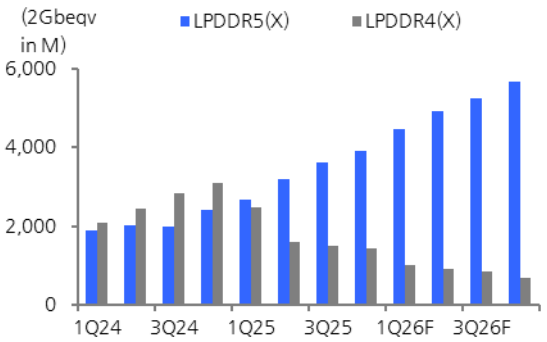
자료: Trendforce, 현대차증권

<그림17> 제품별 Mobile DRAM 출하량



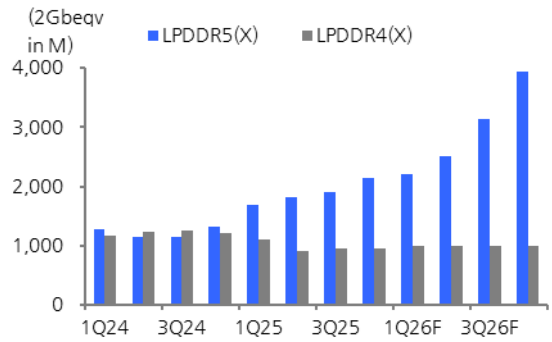
자료: Trendforce, 현대차증권

<그림18> 삼성전자 Mobile DRAM 출하량



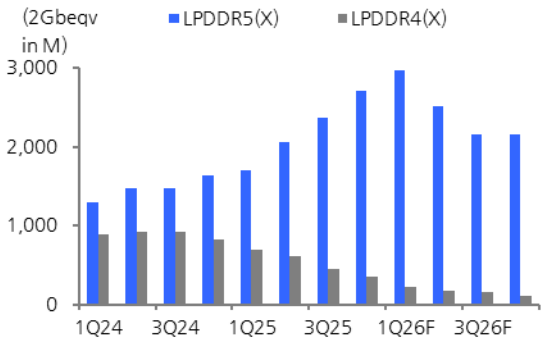
자료: Trendforce, 현대차증권

<그림19> SK하이닉스 Mobile DRAM 출하량



자료: Trendforce, 현대차증권

<그림20> Micron Mobile DRAM 출하량



자료: Trendforce, 현대차증권

<표1> 응용처별 메모리 규모 비교

구분	Smartphone	PC	AI Server
DRAM	8~16GB	16~32GB	**1~2TB**
NAND	256GB~1TB	512GB~2TB	**8~30TB**
HBM	없음	없음	**0.6~1.5TB**
메모리 원가 비중	~25%	~30%	**40~60%**

자료: 현대차증권

〈표2〉 응용처별 패키징 방식 비교

적용 영역	연결 방식	내용	Wire Bonding의 현재 위치
저핀수 아날로그 IC, PMIC, MCU, EEPROM, 인터페이스 IC	Wire Bonding	핀 수가 많지 않고 원가 민감도가 높으며, 리드프레임/QFN/DFN/QFP 계열 패키지가 경제적	주력 적용처
자동차 body / zone / lighting / sensor interface / SBC	Wire Bonding 중심	장수명·고신뢰성·원가 경쟁력이 중요하고, 중저핀 mixed-signal 칩이 많음	매우 견조
RF 모듈, connectivity module, 일부 SiP	Wire Bonding + 일부 Flip-Chip 혼합	모듈 내부에서 여러 die/passive를 저비용으로 연결하기 좋고, 필요한 곳만 flip-chip을 쓰는 혼합 구조가 효율적	여전히 중요
모바일 AP 주변부 전력/제어칩	Wire Bonding + 일부 FCOL/HotRod	일반 제어칩은 wire bond면 충분하지만, 고속 전력 경로나 EMI가 중요한 칩은 bond wire 제거가 유리	일부 대체 진행
고성능 AP, GPU, 서버 CPU, 네트워크 ASIC	Flip-Chip	I/O 수, 전기적 성능, 열 특성 요구가 높아 wire bond의 주변부 배선 구조로는 한계가 큼	대부분 대체됨
HBM, 2.5D/3D, AI 가속기 패키지	TCB / Hybrid Bonding / Advanced Packaging	초고대역폭, 초미세 피치, 짧은 interconnect가 필요	사실상 비주력
전력반도체 discrete / module	Heavy Wire / Ribbon / Clip / 일부 Wirebond-free 공존	전통적으로 wire가 강했지만, 고전력·고열·고사이클 환경에서는 clip·wirebond-free가 유리	공존 구간
산업용 파워, 충전기, 서버 전원, 중저전력 모듈	Wire / Ribbon / Clip 혼합	최첨단 traction inverter만큼의 extreme spec은 아니어서 기존 wire 계열도 경쟁력 있음	여전히 크다

자료: 현대차증권

투자포인트 2. SOCAMM은 Wire-Bonding 시장의 주요 Catalyst

SOCAMM2와 LPDDR6 전환이 Wire-Bonding 산업에 미칠 영향은 매우 클 것으로 예상된다. HBM처럼 TSV/TCB/하이브리드 본딩 중심의 초고부가 메모리로 가는 흐름과는 다른 축에서, SOCAMM2는 오히려 wire bonding 수요를 늘릴 가능성이 높다. 이는 결국 SOCAMM2가 LPDDR을 모듈화한 서버 메모리이기 때문이다. 즉 인터페이스는 서버용 모듈이지만, 메모리 디바이스 자체는 여전히 LPDDR 계열이고, LPDDR은 구조적으로 얇은 패키지, 다이 스택, PoP/SiP/MCP 친화성, edge bond pad 기반 적층과 매우 궁합이 좋다. Micron은 자사 LPDRAM이 PoP, bare die with edge bond pads, SiP/MCP stacking을 지원한다고 설명하고 있고, 삼성전자 역시 LPDDR5X 패키지가 4단 이상의 적층 구조를 보여준다. 특히 SOCAMM2에서는 LPDDR5X가 High-Stack(16-Layer) 기반으로 적용될 것으로 예상된다.

결국 패키징 구조를 놓고봤을 때 LPDDR5X가 DDR5 대비 더 많은 Die Stacking을 허용하기 때문에 Wire-Bonding의 수요가 확대되는 것이다. LPDDR 기반 모듈을 채택할수록, 동일한 시스템 용량을 구현하는 방식이 더 많은 DDR 모듈이 아니라 더 높은 적층의 LPDDR 패키지로 이동한다. 이렇게 되면 Top에서부터 내려오는 Wire-Bonding의 길이가 길어질 수밖에 없고 이는 Wire-Bonding의 수요가 기하급수적으로 확대되는 것을 의미한다. SOCAMM2가 LPDDR5 중에서도 고스택 기반으로 구성되기 때문에 이러한 구조 전환 자체가 와이어본딩 업체에는 수요 증가 요인이다.

또한, SOCAMM2 자체를 보면, JEDEC의 JESD328 SOCAMM2는 AI CPU 서버와 가속 컴퓨팅용의 low-profile, serviceable LPDDR5X 모듈로 정의되고 있고, 최대 LPDDR5X 9.6Gb/s per pin 구성을 염두에 두고 있다. 삼성은 SOCAMM2를 "next-generation LPDDR5X-based server module"로 소개하면서 기존 DDR5 RDIMM 대비 전력 효율이 70% 이상 높다고 설명하고, Micron은 자사 256GB SOCAMM2가 RDIMM 동등 구성 대비 전력과 footprint를 각각 1/3 수준으로 줄인다고 밝혔다. 즉 SOCAMM2는 본질적으로 DDR DIMM의 대체재라기보다, LPDDR을 서버 메모리 모듈로 끌어올린 형태다.

SOCAMM2는 HBM이 아니라 많은 수의 LPDDR 패키지를 좁은 면적 모듈 위에 고밀도로 실장하는 방식이다. Micron의 256GB SOCAMM2는 32Gb monolithic LPDDR5X die를 사용하고, 총 64개의 칩으로 256GB를 구성한다고 밝혔다. 다시 말해, SOCAMM2의 핵심은 TSV로 수직 적층된 HBM 스택 몇 개를 쓰는 구조가 아니라, 상대적으로 많은 수의 LPDDR 패키지/디바이스를 모듈 위에 배열하는 구조다. 이 말은 곧 메모리 공급망에서 부가가치의 상당 부분이 TSV보다는 LPDDR package assembly에 남는다는 뜻이고, 그 내부 적층 연결 방식으로 wire bond가 유리할 가능성이 높다.

기술적 및 경제적인 이유에서 와이어본딩이 적용되는 이유에 대해서도 해석해볼 필요가 있다. 우선, LPDDR 패키지는 와이어본딩을 적극적으로 사용할 수밖에 없다. Micron은 LPDRAM 제품에서 bare die가 "edge bond pads for easy stacking in SiP and MCP solutions"를 지원한다고 명시한다. 이건 매우 중요한 표현이다. LPDDR die 자체가 적층과 wire connection을 염두에 둔 bond pad 설계를 가지고 있다는 뜻이기 때문이다. HBM처럼 TSV를 전제로 die 중앙을 관통하는 구조가 아니라, die 주변 pad를 활용해 위아래 die를 연결하는 구

조가 자연스럽다. 따라서 SOCAMM2가 LPDDR 기반인 이상, 패키지 내부 interconnect는 TSV보다 wire bond 쪽이 훨씬 익숙하고 경제적인 선택이 된다.

또한, SOCAMM2가 요구하는 것은 HBM급의 초미세 수직 I/O 밀도보다, 얇고 저전력인 LPDDR 패키지를 많이 안정적으로 공급하는 것이다. Micron의 메모리 패키징 자료는 wire bond의 direct/cascading 방식이 stacked die에 쓰이며, direct wire bond는 "cheaper, easier fabrication process"이고 "adaptable to different chip sizes and package design considerations"라고 설명한다. 반면 bumped package는 비용과 복잡도가 더 높고, die size 변화 시 bonding pattern 재설계가 더 많이 필요하다. SOCAMM2는 아직 표준화 초기이며 용량 구성이 빠르게 올라가는 구간이라48GB·64GB·128GB·192GB·256GB처럼 SKU가 다양해질 가능성이 높다. 이런 환경에서는 유연성과 원가 측면에서 wire bond stacked package가 훨씬 유리하다.

이에 더해, SOCAMM2는 모듈 레벨은 고속이지만 패키지 내부는 HBM 수준의 인터포저-직결 구조가 필요하지 않은 제품이다. JEDEC는 SOCAMM2가 LPDDR5X full data rate, 최대 9.6Gb/s per pin 구성을 목표로 한다고 했고, LPDDR6는 최대 14.4Gbps까지 갈 것으로 Cadence와 Synopsys가 설명한다. 이 수치는 매우 높지만, 여전히 HBM처럼 실리콘 인터포저 위에서 초단거리로 수천 개 TSV를 묶는 구조와는 다르다. SOCAMM2의 high-speed bottleneck은 대체로 module-to-host 신호 무결성, 보드 레이아웃, compression-attached mechanical interface 쪽이지, 패키지 내부를 TSV로 재구성해야만 해결되는 성격은 아니다. 즉 속도가 높아질수록 아무 packaging이나 쓸 수는 없지만, 그렇다고 곧바로 HBM식 적층이 필요한 것은 아니다. 그래서 LPDDR 패키지 내부는 여전히 wire bond + thin package 최적화로 버틸 여지가 크다고 보는 편이 맞다.

SOCAMM2의 지향점은 "전력 효율 + 서비스 가능성 + 작은 폼팩터 + 대용량"이다. 삼성은 SOCAMM2가 compact, detachable design을 통해 density와 cooling efficiency를 높인다고 설명하고, Micron은 liquid-cooled server architecture 지원과 serviceability를 강조한다. 여기서 핵심은, SOCAMM2가 HBM처럼 가장 비싼 packaging을 감수하고 절대 대역폭을 극대화하는 제품이 아니라, CPU-attached memory를 더 싸고 더 촘촘하고 더 적은 전력으로 구성하려는 제품이라는 점이다. 이런 제품은 원가 구조상 디바이스 패키지가 너무 비싸지면 안 된다. 따라서 다이 적층과 패키지 assembly는 TSV보다 wire bond가 맞을 가능성이 높다.

결국 정리하면 SOCAMM2는 LPDDR 패키지를 많이 써야 하고, LPDDR 패키지는 다이 스택 구조를 많이 쓰며, 그 다이 스택은 edge bond pad와 cascading/direct wire bond 방식이 경제성과 유연성 면에서 최적화되어 있다. 적층 단수가 올라갈수록 HBM처럼 TSV를 넣는 대신 전통적 stacked-die packaging을 택하면, 패키지당 필요한 bond 공정량은 늘어날 수밖에 없다. SOCAMM2가 서버향으로 LPDDR 수요를 새로 열어준다면, SOCAMM2 모듈 한 장당 들어가는 LPDDR 패키지 수 × 각 패키지의 적층 수준이 wire bond 수요를 끌어올리는 구조가 된다.

여기에 더해 내년부터 있을 LPDDR6 전환은 이 효과를 한 단계 더 키울 수 있다. LPDDR6는 2025년 7월 제정된 JESD209-6 기준으로 더 높은 속도와 대역폭, 더 세분화된 채널 구조를 제공한다. Synopsys는 LPDDR6가 최대 14.4Gbps, 패키지당 최대 96-bit with 4 channels

구조를 설명하고, Cadence도 14.4Gbps LPDDR6/5X IP를 AI 인프라와 chiplet application용으로 내놨다. 즉 LPDDR6는 모바일만이 아니라 AI infrastructure용 메모리 선택지로 빠르게 편입되고 있다. LPDDR6는 같은 용량에서도 더 높은 대역폭과 전력 효율을 제공하므로, SOCAMM2 같은 LPDDR 모듈 채택을 더 촉진할 수 있다. 서버 업체 입장에서는 RDIMM 대비 전력 효율이 좋은 SOCAMM2의 매력이 커지고, 메모리 업체는 더 높은 성능의 LPDDR 패키지를 더 많이 출하하게 된다. 이렇게 되면 HBM이 아닌 AI 서버용 메모리 영역에서 wire-bonded LPDDR package 물량이 새로 열릴 가능성이 있다. 특히 CPU-attached memory, inference server, capacity-heavy AI node에서는 SOCAMM2의 채택 명분이 더 강해질 수 있다.

속도가 10.6~14.4Gbps대로 올라가면 패키지 내부 parasitic, 와이어 길이, SI margin, 열 관리 요구가 더욱 타이트해진다. wire bond는 long wires 때문에 parasitic voltage loss와 slower signal transmission이 있다고 설명한다. 따라서 LPDDR6로 갈수록 wire bond의 loop control, shorter wire, finer pitch, thinner package, mold compound/EMC 최적화, substrate 설계 역량이 더 중요해진다. 즉 수요는 늘 수 있지만, 아무 업체나 공급할 수 있는 low-end wire bonding 수요가 아니라, 고속 LPDDR 적층 패키지를 잘 만들 수 있는 상위권 assembly 역량 수요로 재편될 가능성이 높다. 동사가 수혜를 입을 수밖에 없는 대목이다.

단순 수요 증가보다 wire bonding의 질적 업그레이드에도 주목할 필요가 있다. SOCAMM2와 LPDDR6는 단순 레거시 메모리 패키지보다 훨씬 더 높은 speed bin, 더 엄격한 thermal budget, 더 작은 z-height, 더 많은 die-stack variation을 요구한다. 그래서 수혜는 전체 wire bonding 산업이 균등하게 받기보다, fine-pitch memory package wire bonding, high-stack assembly, 저루프/고신뢰성 본딩, 패키지 박형화에 강한 업체에 집중될 가능성이 크다.

〈표3〉 Memory 아키텍처 간 비교(DIMM vs HBM vs CAMM)

구분	DIMM / RDIMM	HBM	SoCAMM
위치	메인보드 슬롯	칩 패키지 내부	SoC 인접
대역폭	중간	매우 높음	높음 (HBM보다는 낮을 수 있음)
전력 효율	보통	매우 우수	우수
확장/교체	매우 용이	불가	제한적이나 가능
비용 구조	낮음	매우 높음	중간
주요 용도	범용 Server	AI GPU	AI SoC, 가속기, 엣지

자료: 현대차증권

〈표4〉 SCAMM1 vs SOCAMM2 스펙 비교

구분	SOCAMM1	SOCAMM2
도입 시점	2023~2024	2025~
주도 업체	NVIDIA(초기 주도), 일부 CSP	NVIDIA 차세대 플랫폼 중심
메모리 규격	LPDDR5 / LPDDR5X	LPDDR5X(고속 bin) 또는 LPDDR6(예정)
인터페이스	저전력 병렬 인터페이스	인터페이스 고속화 및 채널 확장
대역폭	SOCAMM2 대비 낮음	SOCAMM1 대비 대폭 증가
모듈 용량	수십 GB 수준	64~128GB 이상 확대
전력효율	우수	동일 전력 대비 성능 향상
적용 플랫폼	Hopper 일부 구성, Grace Hopper 초기	Blackwell(B100/B200), 차세대 Grace
역할 포지션	HBM 보조(보완 메모리)	HBM과의 계층적 메모리 구조의 핵심

자료: 현대차증권

〈표5〉 Memory 3사 SOCAMM2 스펙 비교

	삼성전자	SK하이닉스
모듈 용량	192GB	192GB
동작 속도	8.5Gbps	7.5-9.6Gbps
메모리 규격	LPDDR5X	LPDDR5X
I/O 핀수	694개	694개

자료: 현대차증권

투자포인트 3. Pd Alloy 국산화 성공은 역사적 발자취

동사는 포고핀에 적용되는 팔라듐 합금소재의 국산화에 성공하여 올해부터 본격적인 실적에 반영될 것으로 예상된다. 26년 포고핀향 매출액은 150억원, 영업이익은 50억원을 예상한다. 신사업임에도 불구하고 높은 이익기여도로 인해 본업에서의 낮은 수익성을 보완하고 향후 이익 성장에 빠르게 기여할 것으로 예상된다. 동사의 팔라듐 합금 소재는 우수한 가공성과 높은 수율을 자랑한다. 팔라듐 합금 소재는 기존의 와이어본딩에서의 공정과 유사한 부분이 있어 초기 양산임에도 불구하고 수율이 높고 와이어본딩에서의 오랜 양산 경험으로 인해 가공성 역시 높다. 와이어의 직경 편차가 낮고, 대량 양산 체제에서도 균일한 물성 및 조성을 유지할 수 있다. 긴 수명과 우수한 내마모성 역시 강점이다. 높은 경도, 강도를 통해 기존 공급사 대비 품질 자체가 오히려 우수한 편에 속한다. 이로 인해 국내 고객사들을 타겟으로 빠른 매출 확대가 이뤄질 것으로 예상된다. 이미 국내에서는 대다수의 포고핀 업체가 동사와의 공급을 논의하고 있으며 국산화에 대한 니즈가 매우 강한 상황이다. 기존의 일본 업체에 의존할 수밖에 없었던 부분에서 SCM 안정화, 리드타임 축소 등을 통해 국산 업체에 대한 수요가 증가할 수밖에 없는 것이다. 여기에 더해 기술력 역시 우수한 동사의 소재는 향후 포고핀 업체들의 빠른 수요 확대로 직결될 것으로 예상된다.

포고핀 안에서 Pd alloy가는 plunger(접촉 팁)와 barrel 내부 접촉면 같은 전기적 마찰부의 표면 도금에 적용된다. CCP 자료는 pogo pin connector의 basic structure를 plunger, barrel, spring, housing으로 나누고, material & plating options 항목에서 PdNi over Ni를 표면 도금 옵션으로 제시한다. 즉 spring 자체보다 실제로 맞닿고 미끄러지는 금속 접촉부가 핵심이다. 포고핀에 적용되는 Pd Alloy(팔라듐 합금 소재)는 대부분 포고핀 전체를 팔라듐 합금으로 제조하는 것이 아니라, 접촉부 표면에 PdNi(팔라듐-니켈) 계열 도금층을 적용하는 것이다. 실제 포고핀 업체 CCP는 자사 pogo pin connector의 대표 표면 옵션으로 'PdNi 10u" over Ni 100u'를 제시하고 있다. 즉 구조는 보통 기재(황동/베릴륨구리/인청동 등) → 니켈 하부층 → PdNi 표면층 형태다. 포고핀은 일반 고정 커넥터보다 반복 접촉, 미세 마찰, 충격·진동, 오염, 땀·습기 환경에 더 많이 노출된다. 포고핀은 눌렸다 복원되면서 접점을 만드는 구조라서, 접촉부 표면은 단순 전도성만 좋다고 끝나는 게 아니라 마모 저항, 접촉 저항 안정성, 내식성, 고온/고습 신뢰성이 같이 중요하다.

이로 인해 포고핀용 Pd alloy 소재의 역할은 다음과 같다.

1) **접촉 저항을 장기간 안정적으로 유지**

PdNi 도금이 gold와 유사한 수준의 low electrical contact resistance와 우수한 기계·전기 접촉 성능을 제공한다. 포고핀은 충전 단자, 도킹 단자, 저전압 신호 단자에 많이 쓰이기 때문에 접촉 저항의 안정성이 매우 중요하다. 한번만 접촉하는 단자가 아니라 수천~수만 번 눌리고 떨어지는 접점이기 때문이다.

2) **마모와 반복 접촉 수명**

포고핀은 구조적으로 sliding/pressing contact라서 표면 마모가 누적된다. 금(Au)은 전기적으론 좋지만 너무 얇거나 soft gold만 쓰면 반복 접촉에서 빨리 닳을 수 있다. Samtec는 thicker gold와 palladium alloy가 wear-through를 줄이고 고진동·열변동 환경에서 수명을 높일 수 있다고 설명한다. 그래서 PdNi는 단순 저가 대체재가 아니라, 고사이클과 마찰 내구성 때문에 선택되

는 경우가 많다.

3) **부식·오염 대응**

포고핀은 웨어러블, 이어버드, 스마트워치처럼 땀과 습기, 피부 접촉, 외기 노출이 많은 제품에 자주 들어간다. PdNi는 noble metal 특성 때문에 oxidation과 tarnishing에 강하고, 환경 안정성이 좋다. Pd alloy는 단순히 도금 색을 바꾸는 게 아니라, 땀·염분·습기 환경에서 접점 성능을 오래 유지하려는 목적이 크다.

4) **비용과 공정의 균형**

과거에는 gold plating이 표준처럼 쓰였지만, PdNi는 비용과 성능 사이의 절충안으로 많이 연구·채택돼 왔다. Samtec는 palladium 이 높은 금값에 대한 대안이라고 언급한 바 있고, TE는 PdNi가 gold coating 대비 competitive cost solution이며 기능적으로 유사한 성능을 제공할 수 있다고 설명한다. 즉 PdNi는 단순히 가격이 금 대비 저렴할 뿐 아니라 고사이클·내마모·내식성을 유지하면서 금 사용량을 줄일 수 있는 실용적인 선택이다.

포고핀의 Pd alloy는 대개 PdNi 단독 노출층으로만 끝나는 게 아니라, 경우에 따라 gold flash over PdNi 조합으로 쓰인다. Samtec는 pure palladium, palladium-nickel, palladium-cobalt 같은 옵션들이 보통 soft gold flash와 함께 적용된다고 설명하고, gold-flashed palladium nickel이 특히 고사이클 응용에 쓰인다고 말한다. 이 구조는 이해하기 쉽다. 겉에는 아주 얇은 금을 얹어 초기 접촉 특성을 좋게 하고, 그 아래의 PdNi가 마모와 내구성을 받쳐주는 방식이다. 포고핀은 일반 board-to-board connector보다 접점 하중이 작고 반복 횟수가 많으며, 사용자가 매일 만지고 습기·피지·땀에 노출시키는 경우가 많다. 이런 환경에서는 단순 전도성만 좋은 표면보다 경도와 내마모성이 높은 표면이 유리하다. CCP의 plating comparison에서도 금색 Au layer 대비 자사 silver-colored AP 계열 도금이 표면 경도 400 HV vs 200 HV 수준으로 더 높게 제시돼 있다. CCP 자료가 PdNi와 AP layer를 동일 개념으로 단정하진 않으므로 완전히 같은 것으로 말할 수는 없지만, 적어도 업계가 포고핀 표면에서 고경도·고내식 도금을 중요하게 본다는 점은 분명하다.

향후 관점에서 보면 Pd alloy 수요도 포고핀 수요와 거의 같은 방향을 탄다. 즉 웨어러블, 도킹형 산업기기, 의료기기, AR/VR·스마트글래스, 고사이클 accessory connector가 커질수록 PdNi 계열 도금 수요도 같이 커질 가능성이 높다. 특히 이들 제품은 단순 저가 tin보다 고사이클·내식·내마모가 더 중요해서 PdNi가 들어갈 확률이 높다.

포고핀의 Pd Alloy는 보통 벌크 소재가 아니라 접촉부 표면의 PdNi 계열 도금이다. 그 목적은 낮고 안정적인 접촉 저항, 마모 내구성, 부식 저항, 고사이클 신뢰성, 금 사용량 절감이다. 포고핀용 Pd alloy는 bulk 소재 사업이 아니라, 고부가 표면처리 소재 사업에 가깝다. 즉 몇 mg, 몇 μin 수준의 아주 얇은 도금이어도, 그 얇은 층이 접촉 저항·내식성·마모수명·반복 접속 수명을 사실상 결정한다. 사용량은 작아도 성능 기여도가 매우 큰 소재이다.

절대 사용량이 아니라 단위 면적당 부가가치다. 포고핀에서 Pd alloy는 접촉부 핵심 표면에만 들어간다. 즉 전체 부품 원가 중 차지하는 금속 중량은 작아도, 고객이 돈을 지불하는 이유는 금속 무게가 아니라 이 도금 덕분에 수만 회 접속해도 접촉 불량이 안 난다는 기능 때문이다. Samtec는 gold-flashed palladium nickel이 extremely high-cycle applications에 쓰인다고 설명한다. 결국 고객은 PdNi를 "몇

그램 샀다"가 아니라 수명과 신뢰성을 샀다고 보는 게 맞다.

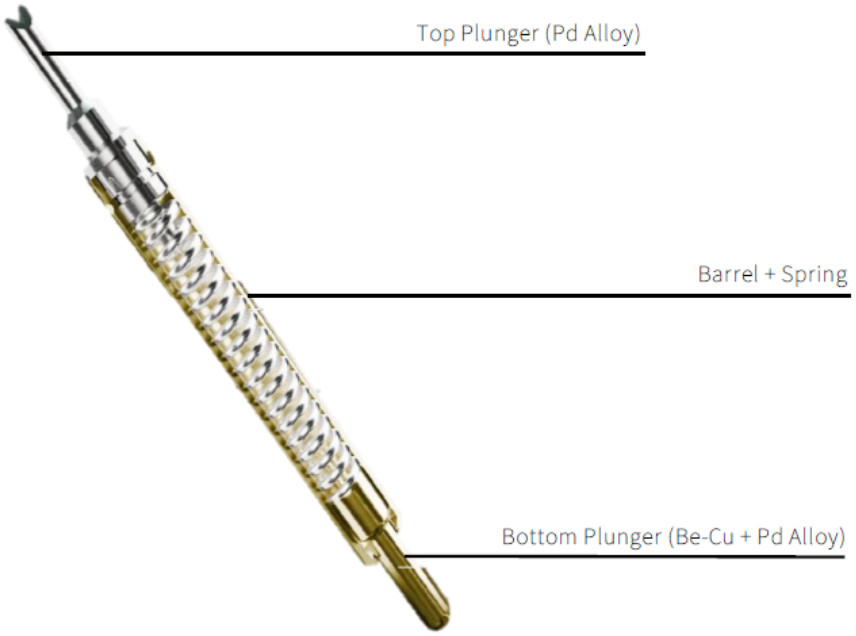
도금 두께는 얇아도 채택 단가가 높다. PdNi 계열은 단순 범용 도금이 아니라, 하부 Ni층과의 조합, 두께 균일성, 접촉부 형상 대응, 후공정과의 궁합까지 같이 맞춰야 한다. CCP가 plating 옵션을 세부적으로 구분하고, salt spray, sweat, electrolysis resistance 같은 항목으로 비교하는 것도 이런 이유다. 즉 이 시장은 "금속 원재료 마진"보다 사양 인증과 품질 보증이 붙은 기능성 도금 솔루션에 가깝다. 그래서 얇은 도금이어도 단가 방어가 가능하다.

고객이 쉽게 바꾸기 어렵다는 점이다. 포고핀은 작은 부품처럼 보여도, 한번 제품에 채택되면 충전 성능, 부식, 피부 접촉 환경, 반복 접속 수명까지 검증해야 한다. PdNi에서 저가 대체재로 바꾸면 접촉 저항 상승, wear-through, fretting, sweat corrosion 문제가 생길 수 있다. TE와 Samtec가 PdNi의 내마모성과 환경 안정성을 계속 강조하는 이유가 바로 이것이다. 따라서 소재 업체 입장에서는 채택 이후 spec-in 효과가 생기기 쉽다. 이걸 더 직관적으로 말하면, 포고핀용 Pd alloy는 *많이 파는 금속이 아니라 반드시 필요한 기능층이다. 그래서 매출 구조는 철강처럼 tonnage business가 아니라, 반도체용 본딩와이어나 특수도금 화학약품처럼 소량·고기능·고단가에 가깝다.

수익성이 좋을 수밖에 없는 이유는 다음과 같다. 우선, 팔라듐 자체는 귀금속이라 절대 단가가 높다. 다만 소재 업체의 진짜 차별화는 원재료 보유 자체보다 합금 조성, 도금 bath chemistry, 균일성, adhesion, 후처리 안정성에 있다. 그래서 단순 금속 트레이딩보다 마진이 높아질 여지가 있다. 또한, Pd Alloy는 원재료비보다 가공 마진이 더욱 확대될 수 있다. PdNi는 그냥 금속을 얹는 게 아니라, 일정 두께와 조도로 반복 재현돼야 한다. 포고핀은 부품이 작고 형상이 복잡해 plating yield와 균일성이 중요하다. 이런 쪽에서 공정 know-how를 가진 업체는 단순 금속값 이상을 받는다. 웨어러블, 의료기기, 산업용 도킹 단자는 땀, 염수, 고습, 반복 접촉에 민감하다. 이 시장은 가격보다는 기술적인 안정성이 더 중요하다. 그래서 once-qualified 소재는 교체가 쉽지 않고, 이게 장기 공급과 마진 안정성으로 이어질 수 있다.

물론, 포고핀 1개당 Pd 사용량이 워낙 적기 때문에, 이 사업은 대량 톤수 성장 산업은 아니다. 그래서 소재 업체가 매출 레버리지를 만들려면, 포고핀 시장 자체가 커지는 것뿐 아니라 고사양 제품 믹스가 좋아져야 한다. 다시 말해 출하량 증가만으로는 한계가 있고, 고사이클·고신뢰 제품 비중 상승 구조에 진입해야 한다.

〈그림9〉 포고핀의 구조



자료: 엠케이전자, 현대차증권

투자포인트 4. 중국 법인의 성장세가 심상치 않다

2026년 중국 법인의 매출액은 3,874억원(YoY +26%), 영업이익은 186억원(YoY +31%, OPM +4.8%)를 기록할 것으로 추정된다. 빠른 성장 배경에는 중국 후공정(OSAT) 수요 확대 + 현지 고객사 침투 확대 + 생산능력 대응력이 주요 원인이다.

우선 가장 직접적인 배경은 중국 패키징 수요 증가다. 중국을 중심으로 한 패키징 수요 확대가 본딩와이어와 솔더볼 출하 증가로 연결됐고, 그 결과 중국법인이 지난해 연간 최대 실적을 기록하였다. 2025년 시장 환경이 AI 서버 확산과 고성능 메모리 수요 증가에 따른 후공정 수요 회복에 따라 큰 Capa 기반 OSAT의 수요가 빠르게 확대되었다. 여기에 고객사 믹스의 질적 개선은 역시 우호적인 상황이다. JCET, 화천(Huatian), 유니스(UNIS), U-TECO 등을 고객사로 확보하고 있고 이외에도, JCET, SPIL, ASE, Powertech, Kinglight, J-Devices 등 후공정 고객군을 확보하고 있다. 중국법인 성장은 단순 범용 판매 증가가 아니라, 중국 대형 OSAT향 공급 확대가 뒷받침된 성장이다.

이에 더해 중국 반도체 자립화와 공급망 현지화 수혜 강도가 높은 상황이다. 중국 내 AI, 로봇, 자율주행, 클라우드 컴퓨팅 관련 반도체 패키징 수요 확대가 실적 개선 배경이라고 설명한다. 이는 중국 내 패키징 생태계가 커질수록 해외 본사 수출보다 현지 법인 조달 선호가 강해지는 구조와 맞물리며 중국 법인의 실적이 증가할 수밖에 없는 것이다. 여기에 더해 중국법인의 자체 생산 대응력 강화까지 더해지며 실적 증가 배경으로 작용하고 있다. 중국법인은 이미 CAPEX 투자를 완료해 추가 매출을 창출할 수 있는 설비를 갖췄고, 생산 기술 내재화도 마쳤다. 중국법인 성장이 단순 업황 반등만이 아니라, 현지 수요가 늘어났을 때 바로 물량을 받아

낼 수 있는 공급능력이 이미 준비돼 있음으로써 증가하는 수요에 대응할 수 있는 것이다. 본딩와이어 중심의 수요 구조 역시 성장의 배경이 되었다. 솔더볼은 보완재 성격이지만, 중국 후공정 고객 확대 국면에서는 두 제품이 함께 출하가 늘어나는 구조이고 특히 레거시 비중이 높은 중국 수요 상황을 고려하였을 때 동사에게 유리한 구조이다.

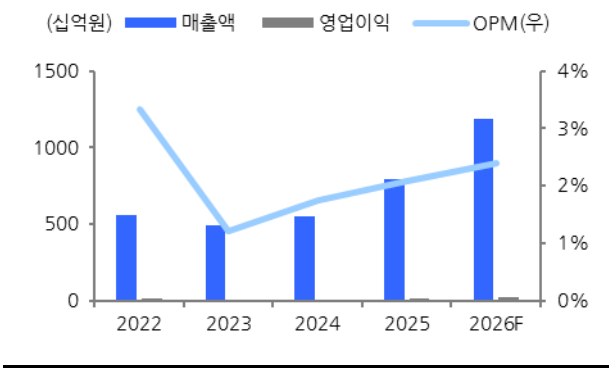
중국 법인은 골드 와이어보다 Copper 계열의 와이어 비중이 높고 절대적인 물량자체도 국내보다 많아 수익성 측면에서는 더욱 유리한 구조이다. 국내 매출이 더 높은 것은 금 와이어 비중이 절대적으로 높기 때문인데, 금 와이어보다는 Copper 계열의 와이어가 마진 측면에서는 유리한 것이 사실이다. 국내 대비 낮은 인건비 역시 수익성 측면에서는 유리하게 작용하고 있다.

향후 수요 측면에서는 당분간 유리한 구조가 지속될 것으로 예상된다. 쿤산 법인은 중국 내 IC·OSAT 고객을 담당하는 핵심 생산·판매 거점이고 이 성장의 기반이 되는 중국 OSAT 업황도 나쁘지 않다. JCET는 2025년 상반기에 첨단 패키징 투자와 증설을 가속하면서 매출 기록을 경신했다고 밝혔고, TrendForce는 2025년 중국 OSAT들의 자동차·AI 관련 패키징 수요가 강했다고 전했다. 즉 중국 후공정 시장 자체가 커지고 있기 때문에, 엠케이전자 중국법인의 물량 성장은 당분간 이어질 가능성이 높다.

AI 메모리·고성능 패키징 수요의 확산도 지속 가능성에 플러스다. 지금 중국법인 실적이 단순 범용 반도체만으로 좋아진 게 아니라, AI 서버·고성능 메모리·패키징 수요 회복과 맞물려 있다는 점이 중요하다. 단기 판가 이벤트가 아니라 전방의 구조적 투자 사이클에 가깝다. 특히 본딩와이어는 후공정 핵심 소재라서, 중국 OSAT 고객이 양산을 확대하면 매출이 비교적 직접적으로 따라붙는 구조다.

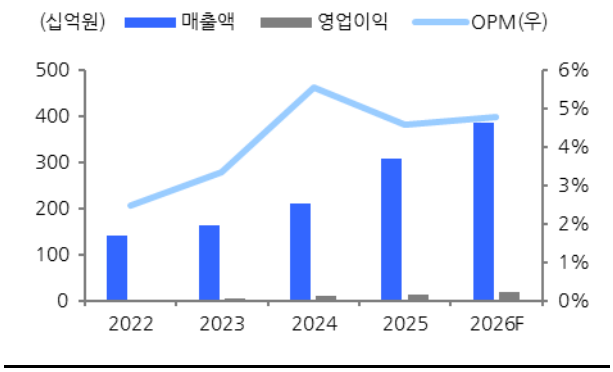
물론, 중국 로컬 경쟁 심화는 가장 큰 변수다. 중국은 공급망 자립화 압력이 강하고, 후공정 소재도 점점 현지 조달 비중을 높이려는 방향으로 움직일 가능성이 높다. 동사가 지금은 JCET·화천·통푸 같은 대형 고객군에 침투해 있는 것으로 보이지만, 이런 고객들은 원가 절감과 공급 안정성을 위해 벤더 다변화를 계속 시도할 가능성은 존재한다. 다만, 아직까지 기술적인 해자로 인해 중국의 로컬 업체에 대한 수요가 빠르게 확대되기는 어려울 것으로 보인다.

<그림10> 엠케이전자 국내법인 실적 추이



자료: 엠케이전자, 현대차증권

<그림23> 엠케이전자 중국법인 실적 추이

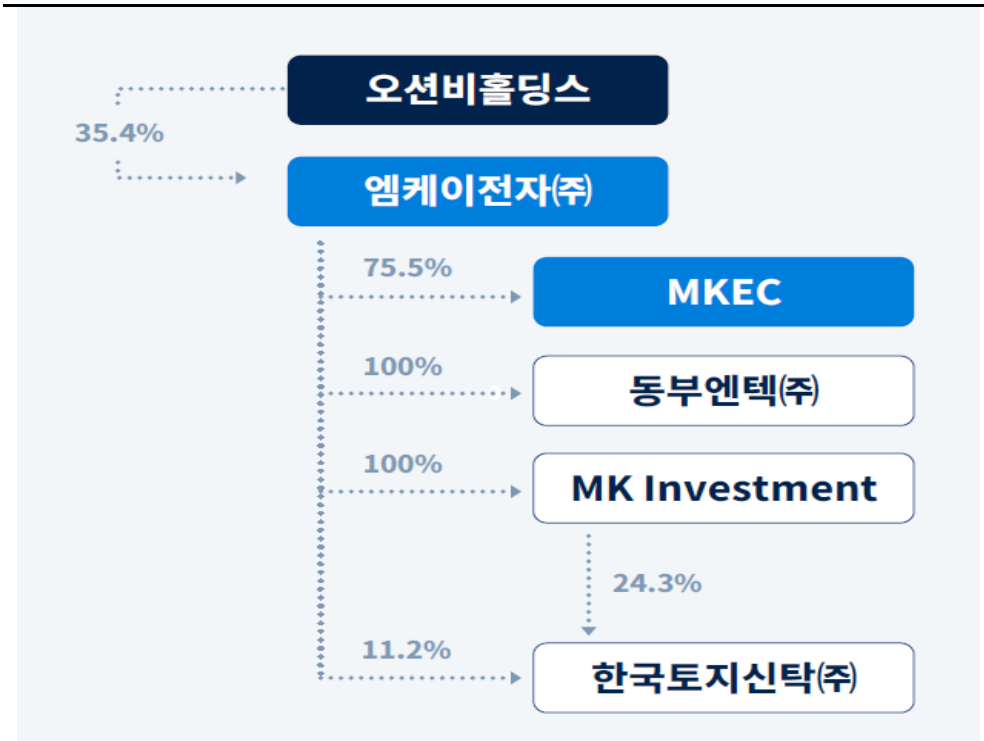


자료: 엠케이전자, 현대차증권

연결 회사의 실적은 더 이상 Discount 요소로 볼 수 없다

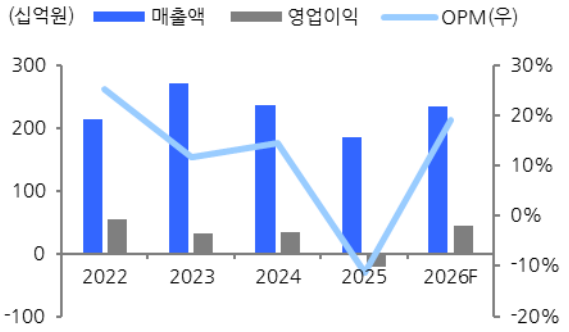
과거 5개년 실적만 봐도 연결 회사 특히 한국토지신탁의 실적 변동성은 매우 높다. 건설 경기의 cycle 특성과 신탁업체의 실적 변동성으로 인해 연결 실적은 본업의 성장과 무관하게 성장하는 모습을 관측하기 어려웠다. 다만, 올해 한국토지신탁의 매출액은 2,340억원(YoY +26.8%), 영업이익은 450억원(YoY 흑자전환)으로 예상된다. 물론, 한국토지신탁의 성장이 본업의 성장과는 전혀 무관하기 때문에 동사의 기업가치를 산정할 때는 이러한 부분들은 최대한 독립적으로 보는 것이 타당할 것이다. 향후에도 변동성이 없다고 볼 수는 없지만, 본업에서의 빠른 외형 확대로 인해 연결회사의 실적 영향은 상대적으로 축소될 것이고, 이를 동사의 본업 성장에 Discount로 판단하기는 어려울 것이다. 특히, 동사의 한국토지신탁에 대한 지분은 3분기말 기준 35.46%(자기주식 보유분을 고려한 유효지분율은 41.56%)이고 연결 대상으로 인식하고 있다. 다만, 지배주주순이익 관점에서 봤을 때, 지분율을 감안한다면 향후 순이익에 대한 동사의 비중은 그리 크지 않을 것으로 보인다. 동부엔텍은 폐기물 소각/처리, 에너지 회수, 환경 인프라 운영을 하는 비즈니스로 고성장 비즈니스라기 보다는 안정적인 Cash Cow의 역할을 수행할 것이다. 동부엔텍 역시 26년 매출액은 1,350억원, 영업이익은 70억원 수준으로, 본업의 고속성장에 안정적인 현금흐름 확보 차원에서 일조할 것으로 예상한다.

〈그림11〉 엠케이전자 지배구조



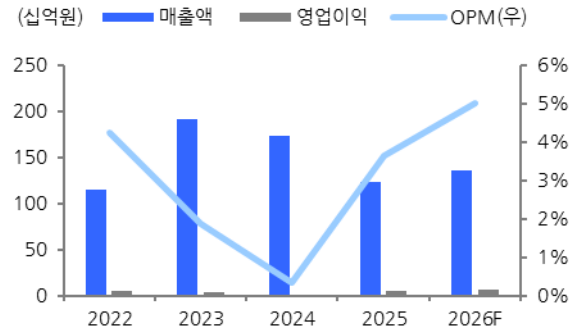
자료: 엠케이전자, 현대차증권

<그림12> 한국토지신탁 연간 실적 추이



자료: 엠케이전자, 현대차증권

<그림26> 동부엔텍 연간 실적 추이



자료: 엠케이전자, 현대차증권

II. Valuation 및 목표주가 산출

SOTP 방식으로 Valuation 및 목표주가 산출

Wire Bonding 산업의 Cycle과 더불어 동사의 Multiple을 보면 업황은 동사의 주가에 고스란히 반영되었다. Wire Bonding의 Advanced Packaging 소외, 연결 법인의 높은 실적 변동성, 높은 이자비용 등으로 인해 주가는 장기간에 걸쳐 하방압력을 받아왔다. 다만, 주가 추이를 보면 항상 Memory Cycle와 주가는 높은 상관관계를 보여왔지만, 이번 Cycle에서는 과거 대비 그러한 흐름이 늦게 반영되고 있는 양상이다. 다만, 그 어느때보다 강력한 Memory Cycle과 동사의 빠른 실적 개선세를 놓고 보면 이번 Cycle에서 동사는 현저히 저평가되어 있다는 판단이다. 특히 SOCAMM2, LPDDR6 전환 등으로 Cycle과 별개로 동사는 강력한 실적 성장이 예상되고, 신사업 역시 높은 이익 기여도로 인해 동사의 체력 자체를 키울 수 있는 상황이 충분히 조성되었다고 판단한다. 여기에 연결 법인 역시 올해는 흑자전환을 예상하고 있다.

목표주가 산정을 위해 SOTP Valuation을 적용하였다. 연결 법인을 아예 배제할 수는 없지만, 연결 법인에 대해서는 최대한 보수적인 Valuation을 적용하였다. 본업의 고성장을 평가하는 관점에서 본업에서의 성장 기준점을 물량 관점에서 Wire-Bonding의 Peak였던 2009-2011년 Valuation을 기준으로 활용하였다. 강력한 Memory Cycle과 SOCAMM 확장성 등을 감안하였을 때 Wire-Bonding은 과거 수요를 상회하여 제2의 전성기를 맞이할 가능성이 높다고 판단된다. 이는 향후 실적을 확인하면서 충분히 반영될 것으로 판단된다. 2011년은 한국토지신탁을 인수하기 전으로 본업의 Valuation이 어떻게 적용받고 있는지 판단하기에 적합한 기준점이다. 2009년에서 2012년 사이 P/E 기준 고점은 18.5배, 평균은 9.6배를 적용받아왔다. 현재는 Multiple 상단을 적용받는 것이 타당하다고 판단되는 업황이다. 다만, 보수적인 Valuation을 위해 Band 최상단이 아닌 2009-2011 상단의 Multiple 평균(2009년 13.02x, 2010년 18.48x, 2011년 9.33x)인 13.6배를 적용하였다. 국내 법인과 중국 법인은 Wire Bonding, SB 등 성장성이 유사하고 Top-Down 관점에서 같은 방향으로 움직이고 있기 때문

에 동일 Multiple을 적용하였다. 한국토지신탁은 올해 거래되고 있는 시가총액 수준에서 NAV 할인율 50%와 지분율 35.46%을 적용하여 Valuation에 반영하였다. 동부엔텍은 동일 업종 평균 Multiple을 적용하여 목표주가를 산출하였다.

〈표6〉 엠케이전자 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액(연결)	**283.7**	**336.1**	**376.9**	**407.5**	**459.7**	**497.6**	**481.2**	**502.1**	**1,170.6**	**1,404.2**	**1,940.6**
YoY	*4.3%*	*13.9%*	*40.7%*	*21.4%*	*62.1%*	*48.0%*	*27.7%*	*23.2%*	*4.8%*	*20.0%*	*38.2%*
QoQ	*-15.5%*	*18.5%*	*12.1%*	*8.1%*	*12.8%*	*8.3%*	*-3.3%*	*4.3%*			
반도체	**218.4**	**262.8**	**307.2**	**315.4**	**372.7**	**401.1**	**396.2**	**401.2**	**768.5**	**1,103.8**	**1,571.3**
국내법인(별도)	155.3	184.2	223.1	232.8	279.4	304.5	298.5	301.4	**556.0**	**795.4**	**1,183.8**
중국법인(MKEC)	63.1	78.6	84.1	82.6	93.3	96.6	97.8	99.7	**212.5**	**308.4**	**387.4**
기타	**65.2**	**73.4**	**69.8**	**92.0**	**86.9**	**96.5**	**85.0**	**100.9**	**402.1**	**300.4**	**369.3**
매출원가(연결)	**277.6**	**316.1**	**375.5**	**387.8**	**430.5**	**457.5**	**442.7**	**477.1**	**1,084.9**	**1,356.9**	**1,807.7**
(%)	*97.9%*	*94.0%*	*99.6%*	*95.2%*	*93.7%*	*91.9%*	*92.0%*	*95.0%*	*92.7%*	*96.6%*	*93.2%*
매출총이익(연결)	**6.0**	**20.1**	**1.5**	**19.7**	**29.2**	**40.1**	**38.6**	**25.0**	**85.7**	**47.3**	**132.9**
GPM	*2.1%*	*6.0%*	*0.4%*	*4.8%*	*6.3%*	*8.1%*	*8.0%*	*5.0%*	*7.3%*	*3.4%*	*6.8%*
판매관리비(연결)	**7.2**	**8.3**	**7.9**	**9.5**	**7.6**	**8.7**	**8.3**	**9.9**	**29.6**	**32.9**	**34.5**
(%)	*2.5%*	*2.5%*	*2.1%*	*2.3%*	*1.6%*	*1.7%*	*1.7%*	*2.0%*	*2.5%*	*2.3%*	*1.8%*
영업이익(연결)	**-1.2**	**11.8**	**-6.4**	**10.2**	**21.6**	**31.4**	**30.3**	**15.1**	**56.1**	**14.4**	**98.4**
YoY	*-113.2%*	*-44.6%*	*-232.0%*	*-51.9%*	*-1979.5%*	*166.6%*	*-569.9%*	*47.8%*	*20.7%*	*-74.3%*	*583.0%*
OPM	*-0.4%*	*3.5%*	*-1.7%*	*2.5%*	*4.7%*	*6.3%*	*6.3%*	*3.0%*	*4.8%*	*1.0%*	*5.1%*
반도체	**6.6**	**5.1**	**8.9**	**10.2**	**11.0**	**11.8**	**12.0**	**12.1**	**21.6**	**30.8**	**47.0**
국내법인(별도)	3.7	1.5	5.0	6.4	6.6	7.2	7.3	7.3	**9.8**	**16.6**	**28.4**
중국법인(MKEC)	2.9	3.6	3.9	3.8	4.5	4.6	4.7	4.8	**11.8**	**14.2**	**18.6**
기타	**-7.7**	**6.6**	**-15.4**	**0.0**	**10.6**	**19.5**	**18.3**	**3.0**	**34.5**	**-16.4**	**51.4**

자료: 현대차증권

〈표7〉 엠케이전자 Valuation 및 목표주가 산출

구분	내용	비고
엠케이전자 별도(①=axb) (십억원)	**2,511**	
26F 별도 순이익(a) (십억원)	18	
Target P/E(b) (x)	13.6	과거 Wire-Bonding의 수요 전성기였던 2009년-2011년 상단 평균 Multiple
MKEC(중국 법인)(②) (십억원)	**1,108**	별도 법인과 동일한 Multiple 적용 지분율 75.5% 반영
한국토지신탁(③) (십억원)	**698**	현재 시가총액 3,934억원(3/18) 기준 지분율 35.5% 및 NAV 할인 50%
동부엔텍(④) (십억원)	**200**	환경에너지 사업, 순이익 40억원 x Peer Multiple 5배 적용
시총 Total (십억원) (① +②+③+④)	452	
유통주식수 (주)	20,903,330	
목표주가 (원)	21,500	
현재주가 (원)	14,450	
Upside Potential(%)	48.8	

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	496	556	795	1,184	1,731
증가율 (%)	-11.4	12.1	43.0	48.9	46.2
매출원가	478	532	764	1,140	1,661
매출원가율 (%)	96.4	95.7	96.1	96.3	96.0
매출총이익	18	24	31	43	70
매출이익률 (%)	3.6	4.3	3.9	3.6	4.0
증가율 (%)	-41.9	33.3	29.2	38.7	62.8
판매관리비	12	14	14	15	16
판관비율(%)	2.4	2.5	1.8	1.3	0.9
EBITDA	11	15	21	33	58
EBITDA 이익률 (%)	2.2	2.7	2.6	2.8	3.4
증가율 (%)	-54.2	36.4	40.0	57.1	75.8
영업이익	6	10	17	28	54
영업이익률 (%)	1.2	1.8	2.1	2.4	3.1
증가율 (%)	-68.4	66.7	70.0	64.7	92.9
영업외손익	-4	-16	-9	-4	-4
금융수익	25	30	23	9	9
금융비용	29	47	32	13	13
기타영업외손익	0	1	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	3	-6	8	24	50
세전계속사업이익률	0.6	-1.1	1.0	2.0	2.9
증가율 (%)	-25.0	적전	흑전	200.0	108.3
법인세비용	-1	-1	2	6	10
계속사업이익	3	-5	5	18	40
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	-5	5	18	40
당기순이익률 (%)	0.6	-0.9	0.6	1.5	2.3
증가율 (%)	0.0	적전	흑전	260.0	122.2
지배주주지분 순이익	3	-5	5	18	40
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-0	11	3	0	0
총포괄이익	3	6	8	18	40

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	141	161	204	236	314
현금성자산	8	5	9	19	31
단기투자자산	15	17	19	19	19
매출채권	61	78	103	110	117
재고자산	52	55	62	75	124
기타유동자산	5	6	10	13	23
비유동자산	219	236	234	230	228
유형자산	46	67	64	59	56
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	165	162	163	164	165
기타비유동자산	8	7	7	7	7
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	360	397	438	466	542
유동부채	209	231	257	267	301
단기차입금	137	201	204	204	204
매입채무	12	6	11	14	25
유동성장기부채	49	10	18	18	18
기타유동부채	11	14	24	31	54
비유동부채	8	34	39	41	46
사채	7	29	27	27	27
장기차입금	0	2	0	0	0
장기금융부채	0	0	7	7	7
기타비유동부채	1	3	5	7	12
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	217	265	296	308	347
지배주주지분	143	132	142	158	196
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	34	38	41	41	41
자본조정 등	6	-13	-13	-13	-13
기타포괄이익누계액	0	12	14	14	14
이익잉여금	92	84	88	104	142
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	143	132	142	158	196

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	2	-15	-20	9	6
당기순이익	3	-5	5	18	40
유형자산 상각비	5	5	5	4	4
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-6	-25	-32	-14	-38
기타	0	10	2	1	0
투자활동으로인한현금흐름	-5	-14	2	-1	-2
투자자산의 감소(증가)	2	2	-1	-1	-2
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-7	-13	-2	-2	-2
기타	0	-3	5	0	0
재무활동으로인한현금흐름	1	25	22	1	9
차입금의 증가(감소)	-9	2	5	0	0
사채의증가(감소)	-37	22	-2	0	0
자본의 증가	3	4	4	0	0
배당금	-2	-2	-2	-2	-2
기타	46	-1	17	3	11
기타현금흐름	0	0	-0	0	0
현금의증가(감소)	-1	-3	4	10	13
기초현금	9	8	5	9	19
기말현금	8	5	9	19	31

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	150	-224	243	797	1,716
EPS(지배순이익 기준)	150	-224	243	797	1,716
BPS(자본총계 기준)	6,483	5,966	6,266	6,791	8,412
BPS(지배지분 기준)	6,483	5,966	6,266	6,791	8,412
DPS	100	100	100	100	100
P/E(당기순이익 기준)	81.5	NA	34.6	18.1	8.4
P/E(지배순이익 기준)	81.5	NA	34.6	18.1	8.4
P/B(자본총계 기준)	1.9	1.1	1.3	2.1	1.7
P/B(지배지분 기준)	1.9	1.1	1.3	2.1	1.7
EV/EBITDA(Reported)	40.5	25.2	20.1	16.7	9.3
배당수익률	0.8	1.5	1.2	0.7	0.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-2.4	적전	흑전	228.6	115.3
EPS(지배순이익 기준)	-2.4	적전	흑전	228.6	115.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	2.3	-3.6	3.9	12.3	22.6
ROE(지배순이익 기준)	2.3	-3.6	3.9	12.3	22.6
ROA	0.9	-1.3	1.3	4.1	7.9
안정성 (%)					
부채비율	151.5	201.5	209.3	195.2	177.4
순차입금비율	122.3	171.7	169.0	147.5	118.1
이자보상배율	0.5	0.8	1.3	2.2	4.1

** K-IFRS 별도 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.03.19	BUY	21,500		

▶ 최근 2년간 엠케이전자 주가 및 목표주가

▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김종배의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.