켐트로닉스 (089010)

Analyst 김종배 kjb6551@hmsec.com

TGV는 여전히 현재 진행형

BUY **TP 40,000원**

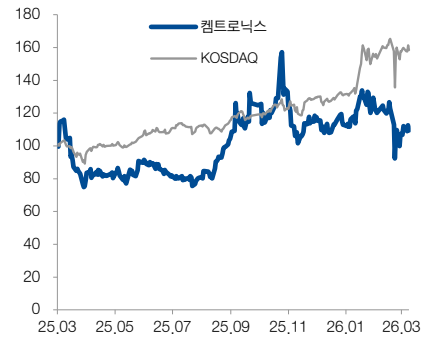
현재주가 (3/19)	29,600원
상승여력	35.1%
시가총액	484십억원
발행주식수	16,339천주
자본금/액면가	8십억원/500원
52주 최고가/최저가	42,500원/20,250원
일평균 거래대금 (60일)	10십억원
외국인 지분율	5.13%
주요주주 지분율	
김보균외 10인	24.14%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-12.2	1.4	-5.1
상대주가(%p)	-10.8	-18.9	-28.4

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	1,532	2,649	40,000
After	1,348	1,996	40,000
Consensus	1,431	1,986	44,000
Cons. 차이	-5.8%	0.5%	-9.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 유리기판의 핵심 공정은 여전히 TGV이며 TGV를 위해서는 Glass Etching 기술이 필수적. 동사는 Glass Etching에 대한 독보적인 기술력을 기반으로 다양한 고객사와 지속적으로 논의 중에 있으며, 유리기판 시장이 개화될 시 분명한 수혜를 입을 것으로 예상. 투자의견 BUY, 목표주가 40,000원 유지(기존 26F EPS 2,649원에 2개년 P/E 평균인 15배를 적용하여 40,000원 제시)

주요이슈 및 실적전망

- 26년 매출액은 7,931억원(YoY +24%), 영업이익 450억원(YoY +34%, OPM +5.7%)를 예상. 반도체 라인 가동에 따른 감가상각비 반영과 더불어 Rigid OLED의 판매 부진으로 전자부문의 실적이 예상보다 감소할 것으로 예상됨에 따라 기존 추정치 대비 이익은 하향 조정
- 반도체 소재 부문의 빠른 성장속도에 주목할 필요가 있음. 지난해 반도체 소재 매출액은 약 490억원 수준으로 추정되나 올해는 전년대비 2배 이상 성장할 것으로 기대됨. PGMEA와 PMA 모두 고객사향으로 수주가 빠르게 확대되고 있고 가동률 상승에 따라 수익성 역시 더욱 확대될 것으로 예상
- Display 식각은 YoY +10% 수준의 성장을 예상. 올해는 8.6세대 라인 가동으로 인해 실적 성장이 두드러질 것으로 예상하였으나 Rigid OLED의 출하 부진으로 인해 실적 성장은 예상만큼 가파르기는 어려울 것으로 전망. 중국 내 중저가 Flexible 패널의 빠른 확대 적용으로 인해 Rigid OLED의 중국향 판매가 지속적으로 부진하고 있음. 8.6G 라인 가동은 2분기부터 반영될 것으로 예상. 8.6G 라인은 7.5K라인 물량은 기존 고객사 외 신규 고객사와 지속적으로 논의 중에 있음. MWC 2026에서 세트업체들의 IT OLED 패널에 대한 니즈가 어느정도 확인되었고, 8.6G 라인의 가동률은 점차 확보될 것으로 예상
- TGV는 최근 IT 전반적인 Value-Chain 내에서 다양하게 준비하고 있는 것으로 보임. 기존 Player였던 기판, 반도체 업체뿐 아니라 Display, Glass 원장 업체 역시 적극적으로 준비하고 있는 것으로 파악됨. Glass Interposer, Glass Core Substrate 모두 TGV 기술이 핵심 공정이고 동사는 Glass Interposer향 TGV 먼저 매출이 발생할 것으로 예상. 올해는 샘플 통과에 집중하고 내년부터 일부 매출이 반영될 것으로 보임

주가전망 및 Valuation

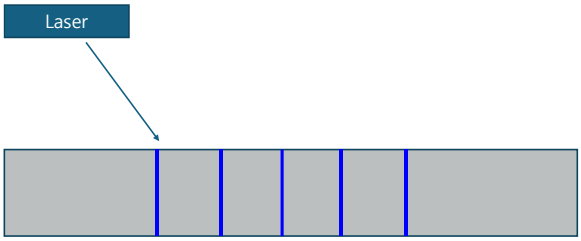
- 동사의 지난해 주가 주요 Catalyst는 단연 유리기판 Value-Chain 내 핵심 Supplier로서의 지위였음. TGV에 있어서 오랜 기술 경험을 토대로 양산 개발을 오랫동안 해왔고 향후 유리기판 Maker와의 협력 기대감이 매우 컸음. 유리기판 산업의 방향성은 여전히 진행 중이고, 동사 역시 여러 고객사와 지속적으로 TGV 협력에 대한 논의를 하고 있음. 여기에 더해 반도체 소재 매출이 빠르게 확대되는 점 역시 주목할 필요가 있음. 목표주가는 26F EPS 1,996원에 Target P/E 20배(TGV Premium 최근 2개년 P/E Multiple에 30% Premium를 적용, TGV와 반도체 소재 성장에 대한 기대감 반영)한 40,000원 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	542	19	-9	44	-626	적전	NA	2.3	12.4	-5.7	0.4
2024	575	37	21	67	1,328	흑전	11.9	1.3	7.5	10.7	1.3
2025F	637	34	21	67	1,348	1.5	22.7	2.2	12.2	9.5	0.7
2026F	793	45	33	82	1,996	48.0	14.8	1.9	10.2	13.2	0.7
2027F	867	80	62	119	3,788	89.8	7.8	1.5	6.8	21.3	0.7

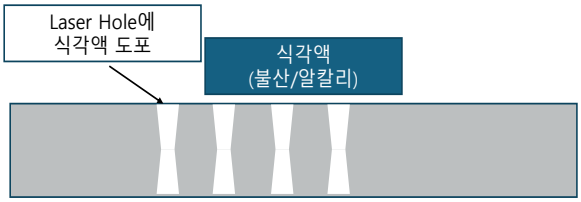
* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 Laser 가공(LPKF 장비 활용)



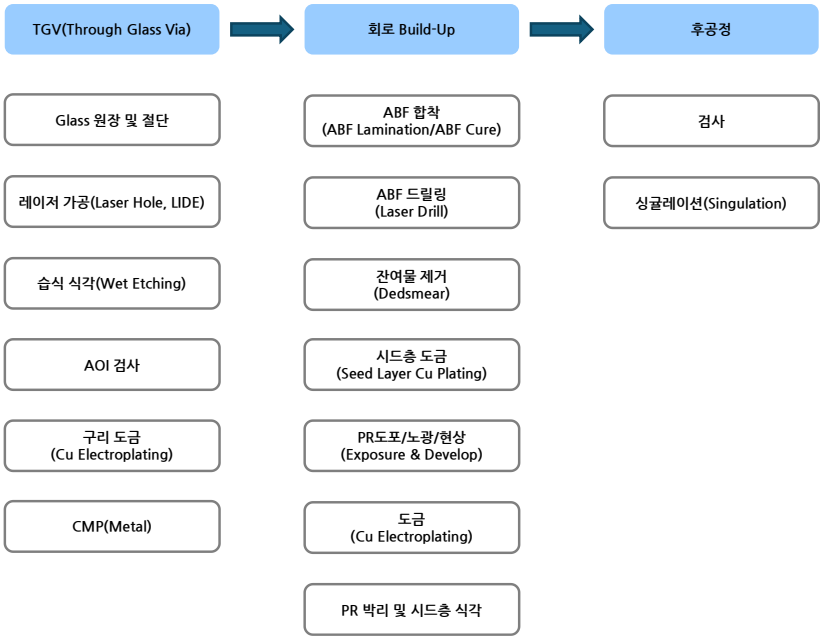
자료: 현대차증권

〈그림2〉 습식 식각(불산 활용한 습식 식각 고려)



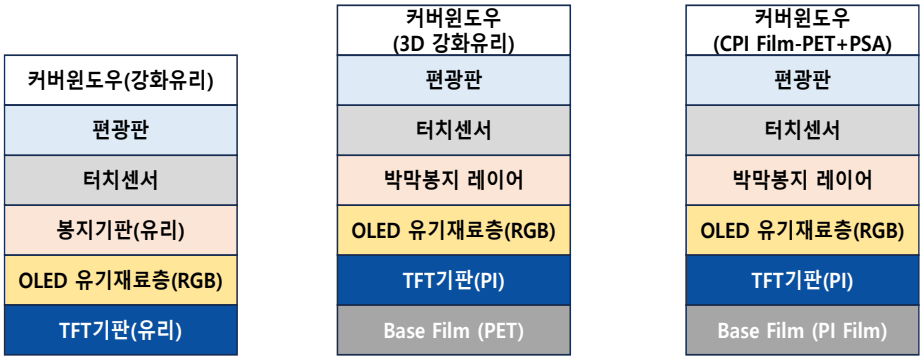
자료 : 현대차증권

〈그림3〉 유리 기판 공정(TGV 공정에 대한 Full Value-Chian 구축)



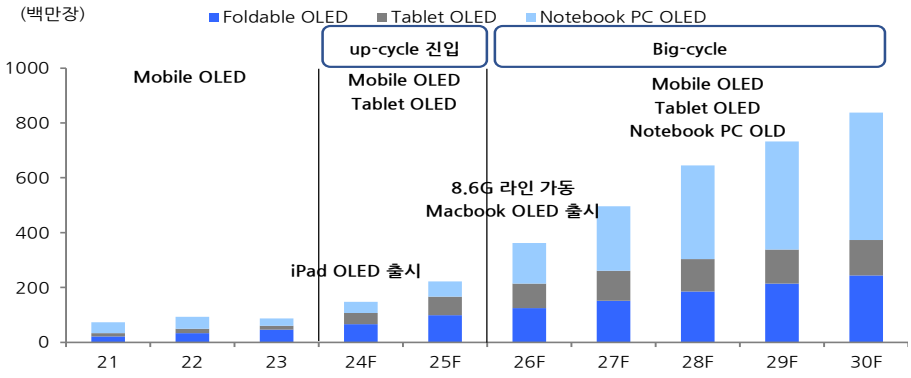
자료: 현대차증권

〈그림4〉 OLED 패널 종류(Hybrid는 유리 TFT+박막봉지)



자료: 현대차증권

〈그림5〉 IT OLED 출하량 전망(Mobile 기준 환산)



주: 패널 출하량을 면적을 기반으로 Mobile로 환산, Foldable 7.5", Tablet 11", Notebook PC 15"으로 하였을 때 각각 Mobile 6인치 대비 면적은 2배, 4배, 8배 수준
자료: 산업자료, 현대차증권

〈표1〉 켐트로닉스 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	**149**	**148**	**179**	**162**	**170**	**177**	**236**	**210**	**575**	**637**	**793**
전자	95	91	112	103	98	100	138	118	374	401	454
유통	37	38	38	42	38	39	39	43	159	155	158
전장	8	10	14	22	18	19	19	20	32	54	76
반도체	8	9	14	21	22	23	24	26	27	53	95
영업이익	**7**	**6**	**8**	**12**	**10**	**10**	**14**	**12**	**37**	**34**	**45**
OPM	*4.8%*	*4.1%*	*4.5%*	*7.6%*	*5.6%*	*5.6%*	*5.9%*	*5.6%*	*6.5%*	*5.3%*	*5.7%*

자료: 현대차증권

〈표2〉 Valuation Table 및 목표주가 산출

	내용	비고
26F EPS(원)	1,996	
Target P/E(배)	20	2개년 P/E Band 평균 적용*30% Premium
목표 주가(원)	**40,000**	
전일 종가(원)	29,600	
상승여력	35.1%	
투자의견	**BUY**	

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**542**	**575**	**637**	**793**	**867**
증가율 (%)	-12.7	6.1	10.8	24.4	9.3
매출원가	**453**	**456**	**519**	**619**	**676**
매출원가율 (%)	83.5	79.2	81.5	78.0	78.0
매출총이익	**90**	**119**	**118**	**174**	**191**
매출이익률 (%)	16.5	20.8	18.5	22.0	22.0
증가율 (%)	-3.7	33.3	-1.1	47.7	9.3
판매관리비	**70**	**82**	**85**	**129**	**110**
판관비율(%)	13.0	14.3	13.3	16.3	12.7
EBITDA	**44**	**67**	**67**	**82**	**119**
EBITDA 이익률 (%)	8.0	11.6	10.5	10.3	13.7
증가율 (%)	-21.1	52.7	0.6	22.4	44.8
영업이익	**19**	**37**	**34**	**45.0**	**80**
영업이익률 (%)	3.5	6.5	5.3	5.7	9.3
증가율 (%)	-14.9	95.2	-10.1	34.2	78.0
영업외손익	**-25**	**-17**	**-6**	**-4**	**-2**
금융수익	9	16	12	11	13
금융비용	26	36	23	15	15
기타영업외손익	-7	3	4	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**-6**	**21**	**27**	**41**	**78**
세전계속사업이익률	-1.1	3.6	4.3	5.2	9.0
증가율 (%)	적전	흑전	32.4	50.6	89.8
법인세비용	1	-1	6	5	9
계속사업이익	-7	21	22	36	69
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-7**	**21**	**22**	**36**	**69**
당기순이익률 (%)	-1.3	3.7	3.4	4.6	7.9
증가율 (%)	적전	흑전	1.1	67.8	89.8
지배주주지분 순이익	-9	21	21	33	62
비지배주주지분 순이익	2	1	1	4	7
기타포괄이익	-2	6	-4	0	0
총포괄이익	-9	27	18	36	69

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**252**	**258**	**291**	**346**	**413**
현금성자산	68	75	37	15	53
단기투자자산	19	15	20	26	29
매출채권	75	74	103	134	146
재고자산	74	81	113	147	160
기타유동자산	17	13	18	24	26
비유동자산	**241**	**383**	**435**	**449**	**461**
유형자산	201	322	387	402	416
무형자산	20	16	24	21	19
투자자산	4	29	8	10	10
기타비유동자산	16	16	16	16	16
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	**493**	**642**	**726**	**795**	**874**
유동부채	**238**	**305**	**345**	**379**	**392**
단기차입금	163	188	194	194	194
매입채무	30	38	52	68	74
유동성장기부채	13	36	35	35	35
기타유동부채	32	44	64	82	89
비유동부채	**73**	**101**	**130**	**132**	**133**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	68	96	122	122	122
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	5	7	10	11
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**311**	**407**	**474**	**511**	**525**
지배주주지분	174	211	232	262	320
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	98	110	114	114	114
자본조정 등	-7	-7	-7	-7	-7
기타포괄이익누	10	15	11	11	11
이익잉여금	66	85	107	136	194
비지배주주지분	**8**	**24**	**19**	**22**	**29**
자본총계	**182**	**235**	**251**	**284**	**350**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**38**	**70**	**-2**	**38**	**94**
당기순이익	-7	21	22	36	69
유형자산 상각비	19	25	30	34	36
무형자산 상각비	5	4	3	3	2
외환손익	1	3	2	0	0
운전자본의 감소(증가)	8	12	-55	-35	-13
기타	12	5	-5	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-47**	**-152**	**-66**	**-58**	**-53**
투자자산의 감소(증가)	5	-25	21	-1	-1
유형자산의 감소	6	2	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-56	-134	-58	-50	-50
기타	-2	6	-30	-6	-2
재무활동으로인한현금흐름	**20**	**88**	**33**	**-3**	**-3**
차입금의 증가(감소)	-7	50	33	1	0
사채의증가(감소)	-5	-3	3	0	0
자본의 증가	45	12	4	0	0
배당금	-3	-2	-5	-3	-3
기타	-9	32	-2	0	0
기타현금흐름	**0**	**0**	**-3**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**11**	**7**	**-38**	**-22**	**38**
기초현금	56	68	75	37	15
기말현금	68	75	37	15	53

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-497	1,379	1,387	2,220	4,213
EPS(지배순이익 기준)	-626	1,328	1,348	1,996	3,788
BPS(자본총계 기준)	10,971	14,014	14,973	16,941	20,851
BPS(지배지분 기준)	10,503	12,577	13,862	15,611	19,107
DPS	100	200	200	200	200
P/E(당기순이익 기준)	N/A	11.4	22.1	13.7	7.2
P/E(지배순이익 기준)	N/A	11.9	22.7	15.3	8.0
P/B(자본총계 기준)	2.2	1.1	2.0	1.8	1.5
P/B(지배지분 기준)	2.3	1.3	2.2	2.0	1.6
EV/EBITDA(Reported)	12.4	7.5	12.2	10.2	6.8
배당수익률	0.4	1.3	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	0.6	60.1	89.8
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	1.5	48.0	89.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-4.3	10.3	8.9	13.6	21.7
ROE(지배순이익 기준)	-5.7	10.7	9.5	13.2	21.3
ROA	-1.5	3.8	3.2	4.8	8.2
안정성 (%)					
부채비율	170.7	173.0	189.0	179.8	150.1
순차입금비율	90.3	98.5	119.0	110.9	78.6
이자보상배율	1.4	2.8	2.5	3.0	5.3

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2025.03.13	BUY	40,000	-41.50	-21.50
2025.09.13	AFTER 6M	40,000	-26.13	-26.13
2025.09.16	BUY	44,000	-24.51	-3.41
2025.11.19	BUY	40,000	-21.74	-9.50
2026.03.20	BUY	40,000		

▶ 최근 2년간 켐트로닉스 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.