

# 일본 기업 방문 후기

## Bottleneck 해소에는 시간 필요

반도체 | 노근창 greg@hmsec.com   전기전자/디스플레이 | 김종배 kjb6551@hmsec.com   AI/로보틱스 | 윤동욱 donguk.youn@hmsec.com



# Contents

---

Summary	3
일본 기업 탐방 Takeaway	4
메모리 반도체 및 Foundry 산업	58
전기/전자 산업	73
반도체 후공정 산업	80
기업분석	85



# Executive Summary

## 1. 일본 기업 탐방 후기

- Softbank는 연말까지 Enterprise 가입자 비중이 50%까지 상승할 것으로 예상하고 있으며 AI Coding Agent 가입자 수도 4백만명 이상을 기록하는 등 B2B 분야에서도 경쟁력이 상승하고 있다는 점을 강조 / Open AI의 성공적인 IPO가 예상되며, Data Center 반도체 수요에 긍정적으로 작용 예상
- 지난 분기에 영업이익률이 60%까지 상승하였던 Kioxia의 2분기 매출액은 QoQ로 74% 증가할 것으로 예상되며 영업이익률은 74.3%까지 개선될 전망
- 올해 메모리 반도체 시장은 YoY로 282.3% 증가한 USD 8,893억 예상되며, 27년과 28년 시장 규모도 YoY로 44.2%, 22.3% 증가할 것으로 예상

## 2. IT Value-Chain 전반에 걸친 병목 예상

- Ibsiden은 Blackwell에서 Rubin으로 넘어갈 때 SAP Load상 약 1.8배 수준 이상이 될 것으로 언급. 절대적인 수요가 늘어나는 상황 속에서 스펙이 상향되는 것은 기판에 있어 절대적인 수급 불균형을 야기. 이는 FC-BGA뿐 아니라 Memory Module, Packaging Substrate 등 모든 PCB에서 유사한 흐름
- Tokyo Electron과 Advantest는 모두 TSMC의 투자가 크게 확대되고 있음을 강조했으며 특히 Tokyo Electron은 Advanced Packaging향 장비 매출이 1H27 YoY +60% 이상 성장하며 전사 장비 매출 성장률을 크게 상회할 것으로 전망. Chip을 제조하는 Foundry와 Advanced Packaging 모두 병목 해소를 위해 투자가 크게 확대될 것으로 예상
- 결국 병목의 흐름은 AI GPU/HBM → Memory, PCB, MLCC → 장비 순으로 발생하고 있고 이는 곧 Value-Chain 전반에 걸쳐 '공급 부족 → 가격 인상'의 흐름으로 이어질 것

## 3. 투자 유망 기업 : 삼성전자, SK하이닉스, 삼성전기, LG이노텍, 피에스케이홀딩스, 테스 / 해외 관심 기업 NVIDIA, TSMC

- 국내 반도체 업종 Top Picks로 삼성전자, SK하이닉스 제시
- 국내 반도체 장비 업종 Top Picks로 피에스케이홀딩스, 테스 제시
- 국내 IT H/W 업종 Top Picks로 삼성전기, LG이노텍 제시
- 해외 관심 기업으로는 AI 반도체 시장을 향후에도 주도할 것으로 예상되는 NVIDIA와 AI 반도체 Foundry를 독점하고 있는 TSMC를 제시



---

# Chapter 1.

## 일본 기업 탐방 Takeaway



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

---

# Softbank



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

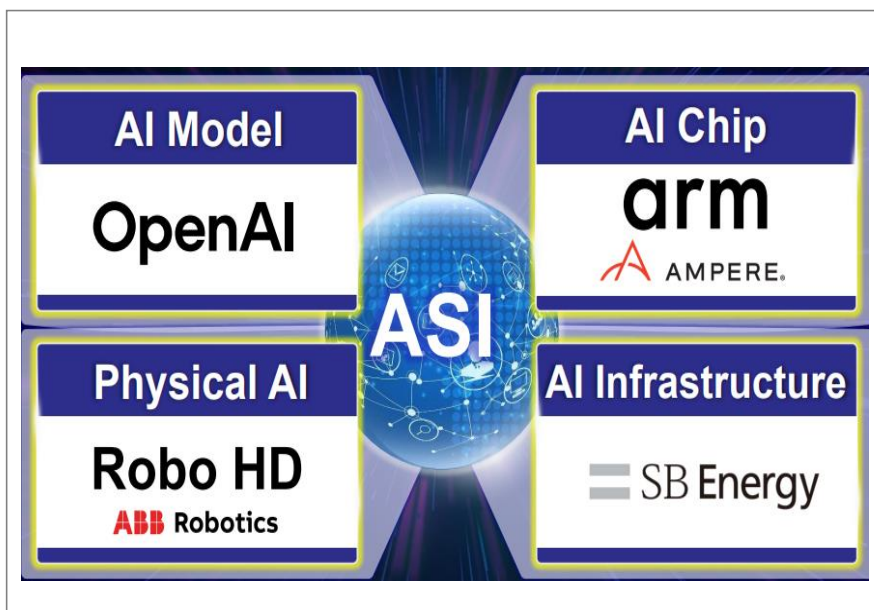


GLOBALITY

# Softbank : 인간의 집단 지성을 능가하는 ASI 구축 계획

- Softbank는 4개의 성장 동력 확장을 통해 AGI (Artificial General Intelligence)를 넘어서는 ASI (Artificial Super Intelligence) 구축을 통한 초과 성장 지속
- Open AI에 대한 투자유가증권 평가이익 증가에 힘입어 FY25년에 일본 기업 최초로 JPY 5,000억 시현 / Open AI에 대한 투자는 최초 투자 대비 기업 가치 5배 상승
- ARM Holdings는 Server 시장 성장 등에 힘입어 FY25년 매출액 YoY로 23% 증가하면서 사상 최고치 경신
- PayPay는 성공적으로 Nasdaq에 상장 / ABB Robotics는 2025년 10월에 USD 54억에 인수 발표 (올해 하반기에 인수 완료 예상)

Softbank의 ASI 달성을 위한 성장의 축



자료: Softbank

Softbank가 기록한 순이익 기록

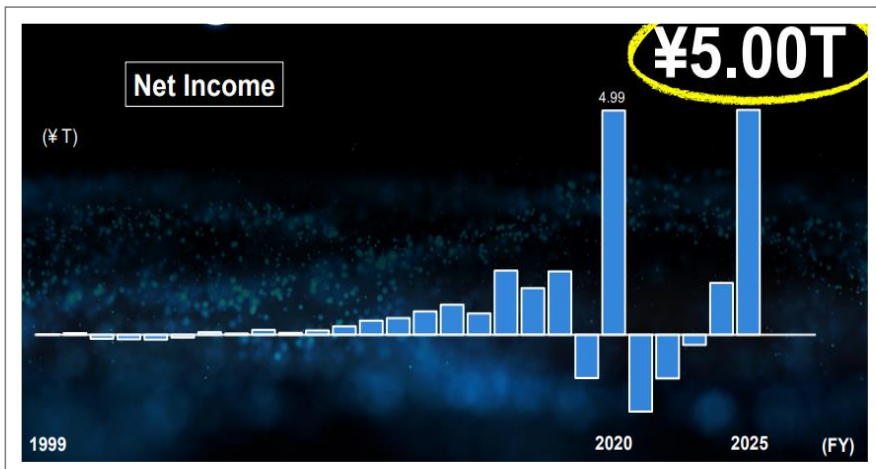
#	Company	Net Income	Fiscal Year
1	SBG	¥5,002.3B	2025
1	SBG	¥4,988.0B	2020
2	Toyota	¥4,944.9B	2023
3	Mitsubishi UFJ Financial Group	¥1,862.9B	2024
4	NTT	¥1,279.5B	2023
5	Mitsubishi Corporation	¥1,180.7B	2022
6	Sumitomo Mitsui Financial Group	¥1,178.0B	2024
7	Sony Group	¥1,141.6B	2024
8	Mitsui & Co.	¥1,130.6B	2022
9	Honda	¥1,107.2B	2023
10	Tokio Marine Holdings	¥1,055.3B	2024

자료: Softbank



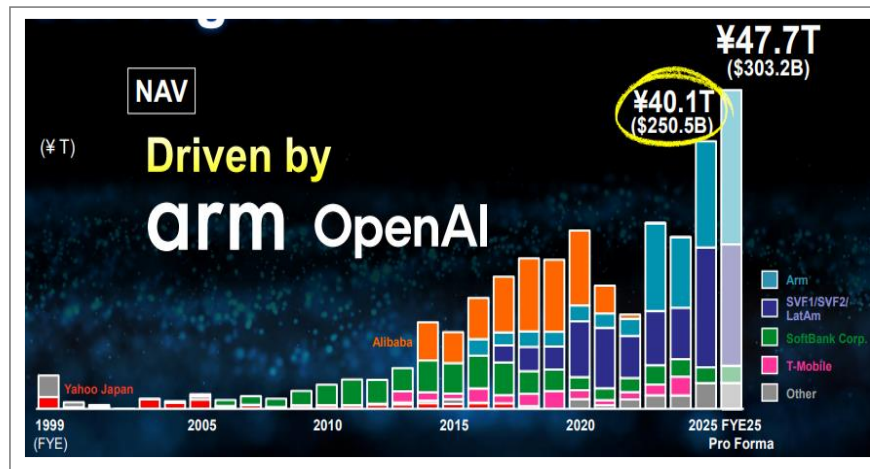
# Open AI 투자 평가이익 증가로 FY25년 역대급 순이익 달성

Softbank 순이익 추이



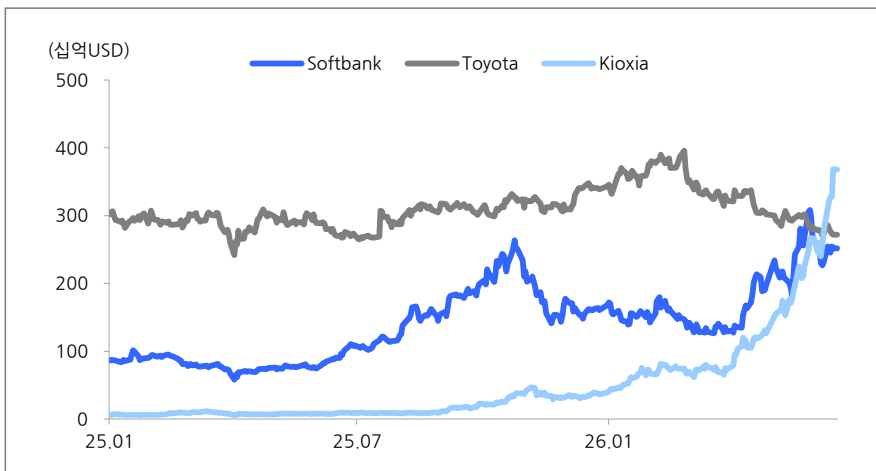
자료: Softbank

Softbank NAV 추이



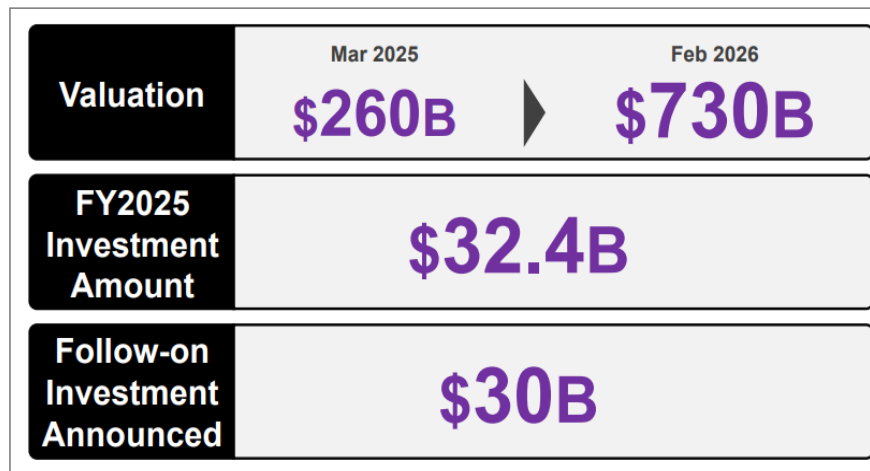
자료: Softbank

Softbank 시가총액 추이



자료: Softbank

Open AI Valuation 변화와 Softbank 투자액 추이

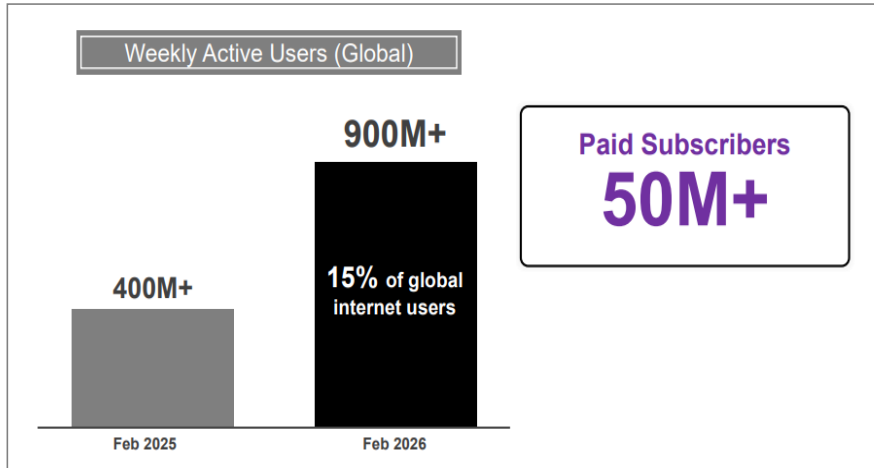


자료: Softbank



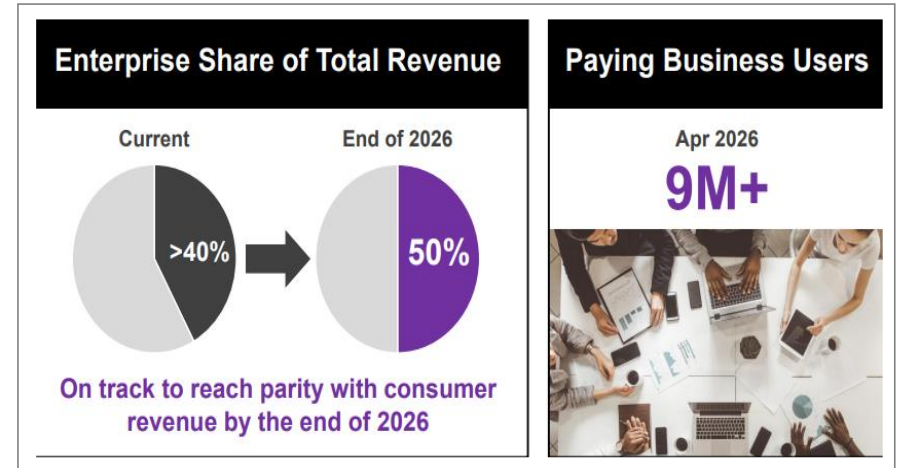
# Open AI : IPO는 성공적으로 이루어질 것으로 예상

## Open AI 가입자 관련 Data Point



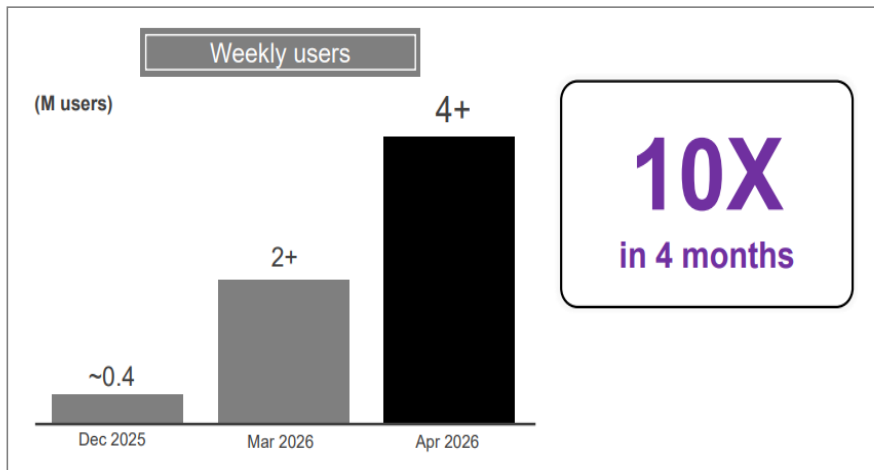
자료: Open AI, Softbank

## Open AI Enterprise 매출액 비중 추이



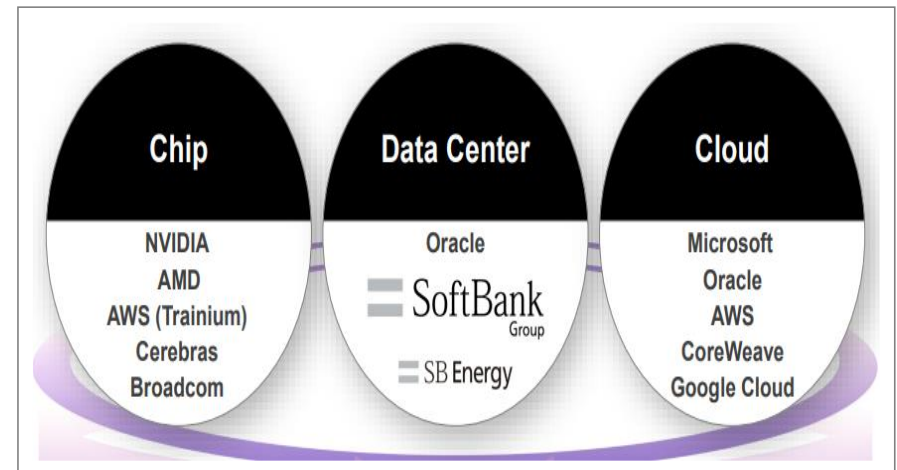
자료: Open AI

## Codex (AI Coding Agent) 가입자 수 추이



자료: Open AI

## Open AI의 Compute 생태계

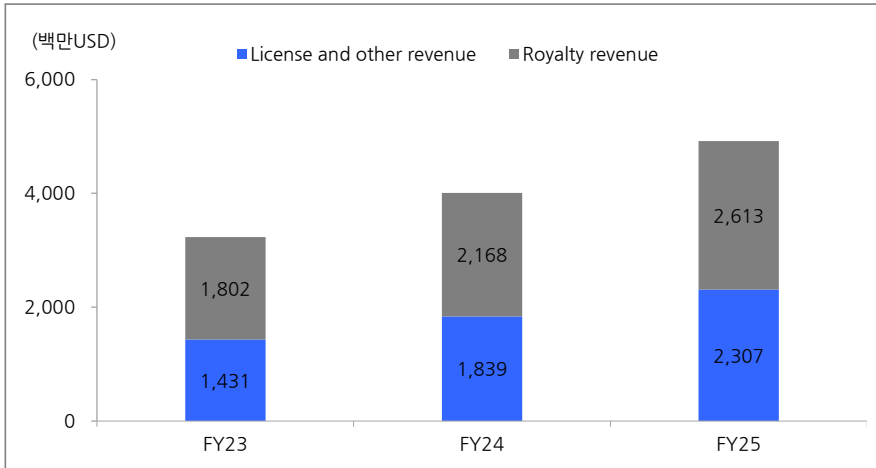


자료: Open AI



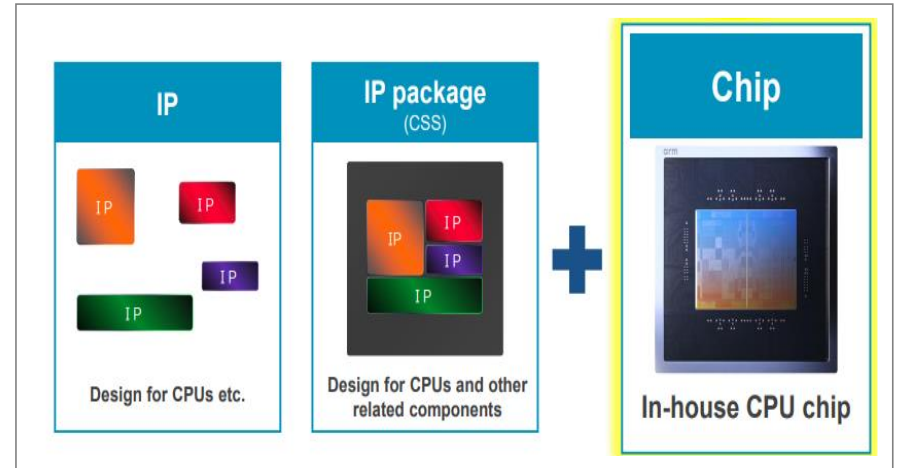
# ARM Holdings : CSS 생태계 확장 속에 실적 고공 행진

## ARM의 부문별 매출액



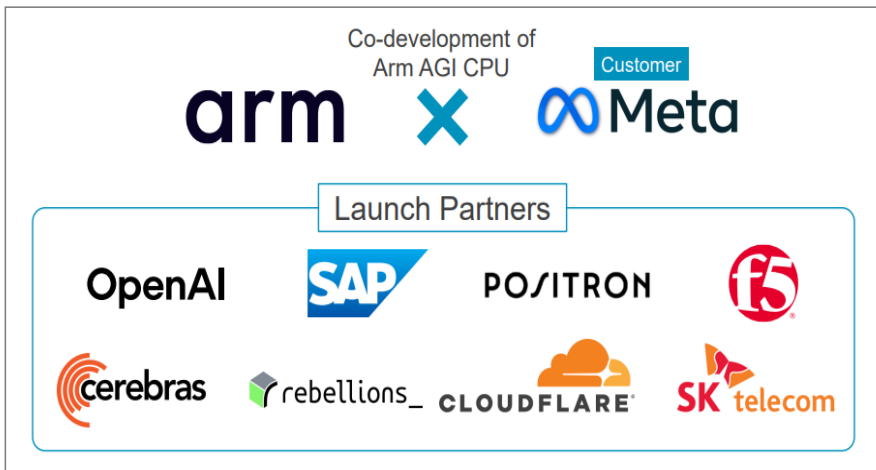
자료: ARM Holdings

## ARM의 주요 제품군



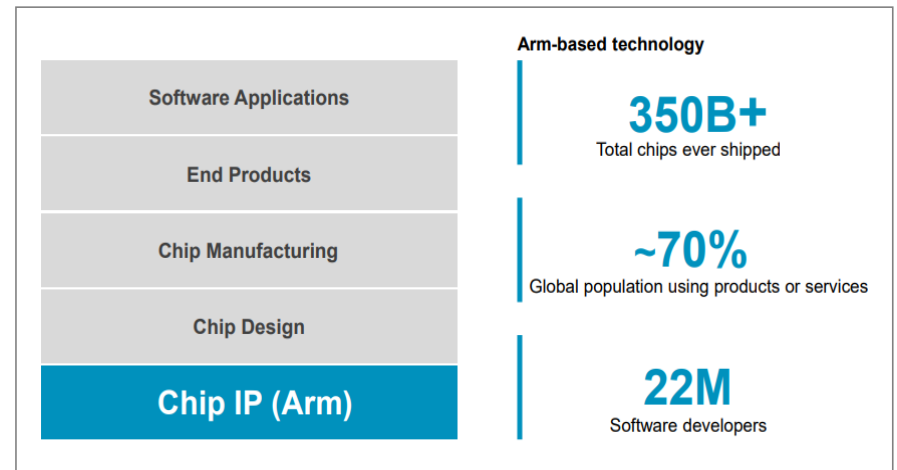
자료: ARM Holdings

## ARM 자체 Chip 이용 고객사



자료: ARM Holdings

## ARM 기술에 대한 주요 Data Point

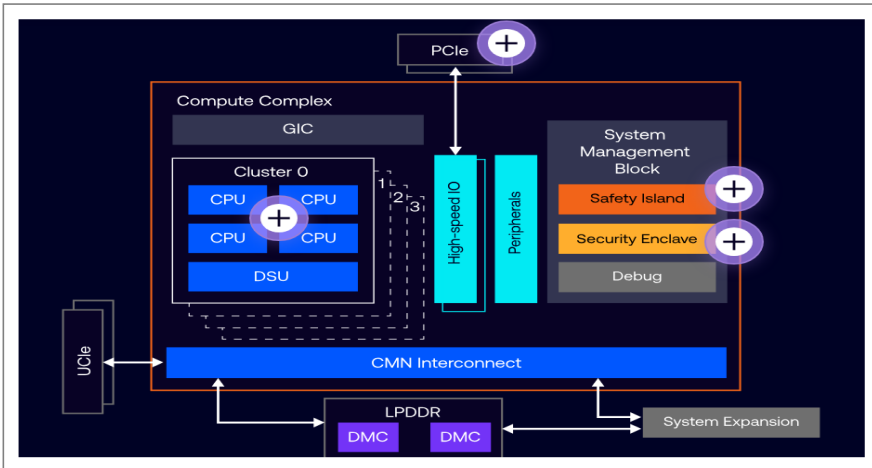


자료: ARM Holdings



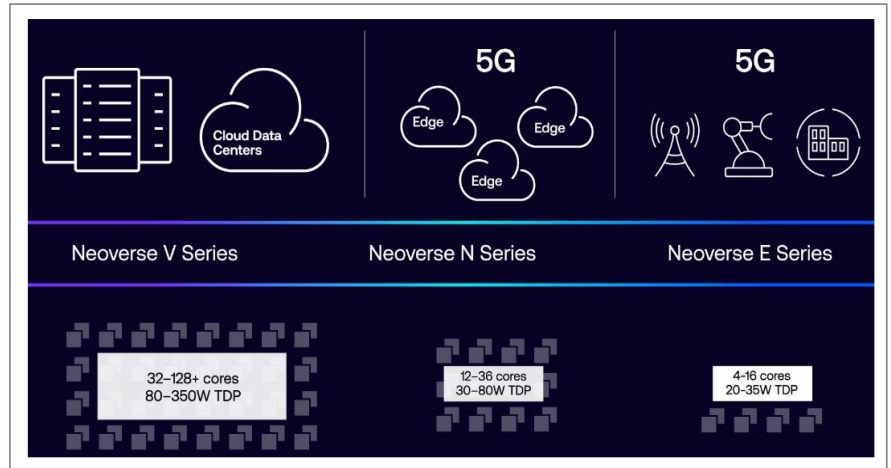
# CSS License 고객수는 모든 분야별로 가파른 증가세

## ARM의 Zena CSS Block



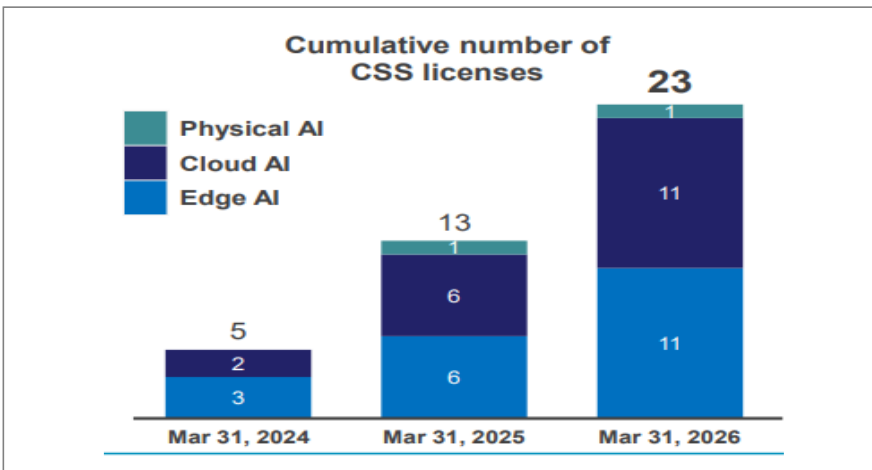
자료: ARM Holdings

## ARM의 HPC와 Edge용 Neoverse Series



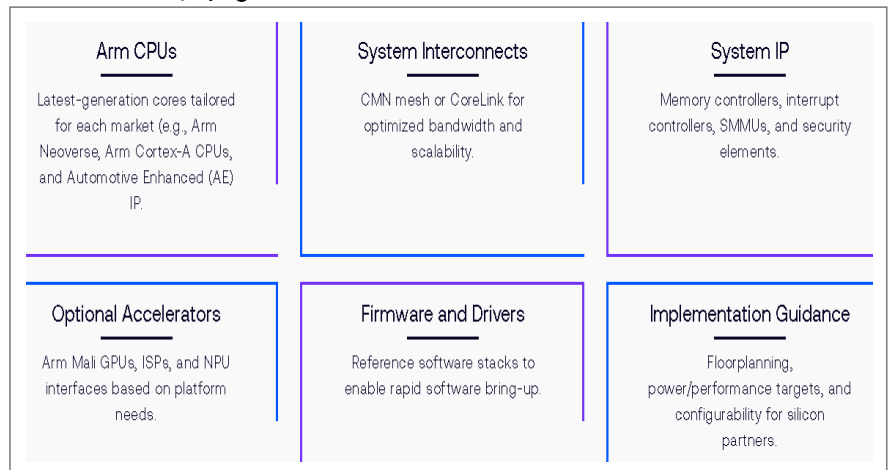
자료: ARM Holdings

## ARM의 CSS License 고객 수 추이



자료: ARM Holdings

## ARM CSS의 구성 요소

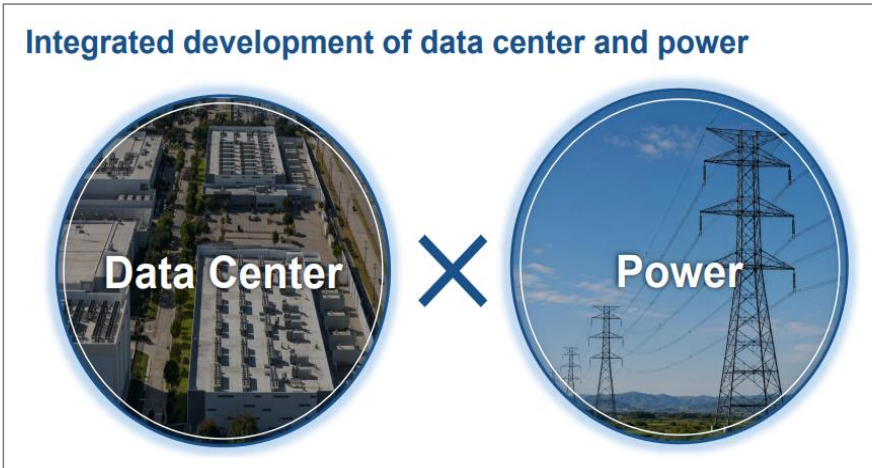


자료: ARM Holdings



# SB Energy : 새로운 성장 동력이 되고 있는 AI Infra 사업

## SB Energy의 2대 축



자료: Softbank

## 1.2GW Milam County AI Infra

Location	Milam County, Texas, U.S.
Capacity	1.2GW
Tenant	OpenAI (15-year lease agreement already signed)

자료: Softbank

## SB Energy의 Ohio Site 기공식



자료: Softbank

## Softbank KK의 일본 Data Center

**Tomakomai, Hokkaido**

Launch external sales in FY2026 (50MW scale)  
 Containerized data center scalable in phases based on demand

**Sakai, Osaka**

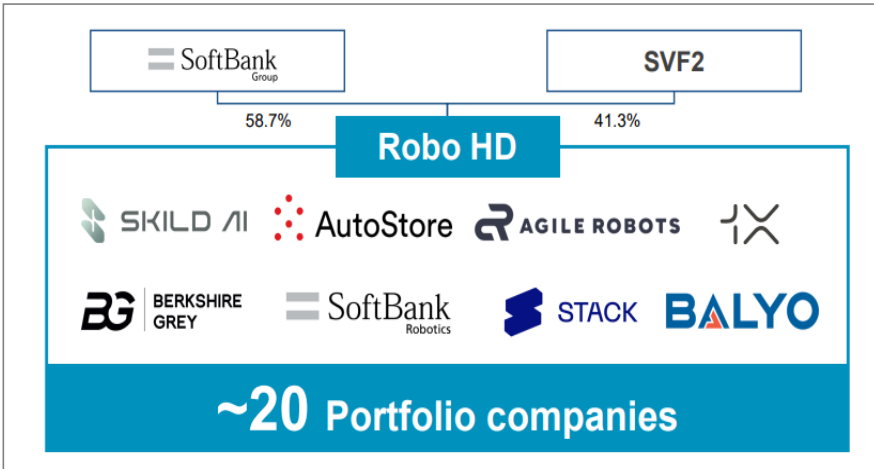
Launch external sales in H1 FY2027 (140MW)  
 Evolving into an AI data center ready to operate cutting-edge GPU

자료: Softbank



# Physical AI : 지속적인 M&A와 지분 투자를 통한 Line Up 확대

## Robo HD의 Portfolio 기업들



자료: Softbank

## Softbank가 인수한 ABB Robotics 경쟁력

<b>R&amp;D</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>~1,800 technical staff</li> <li>Global R&amp;D network</li> </ul>	<b>Manufacturing</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Production capacity of ~100K units per year</li> <li>3 manufacturing sites</li> </ul>
<b>Sales</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt;1,000 sales personnel</li> <li>servicing ~25,000 customers</li> </ul>	<b>Service</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt;100 service centers</li> <li>~1,750 staff</li> </ul>

자료: Softbank

## Robo HD의 Application별 Line Up

Autonomous Mobility	Automation Infrastructure	Robotics
<p>WAYVE, nuro</p> <p>STACK, DiDi Autonomous</p> <p>Aurora, Zipline</p> <p>+others</p>	<p>SKILD AI, AutoStore</p> <p>symbotic, BERKSHIRE GREY</p> <p>BALYO, Terabase</p> <p>+others</p>	<p>IX, SoftBank Robotics</p> <p>AGILE ROBOTS, FOURIER</p> <p>KEENON, brain corp</p> <p>JAKA, 高仙机器人, opentrons</p> <p>+others</p>

자료: Softbank

## 지분 투자 기업들의 기업 가치

<p>SKILD AI</p> <p>Valued at \$14B</p> <p>At series C round announced in Jan 2026, led by SVF2</p>	<p>WAYVE</p> <p>Valued at \$8.6B</p> <p>At series D round announced in Jan 2026</p>
<p>Zipline</p> <p>Valued at \$7.6B</p> <p>At new funding announced in Jan 2026</p>	<p>nuro</p> <p>Valued at \$6B</p> <p>At series E round announced in Apr 2025</p>

자료: Softbank

---

# Kioxia



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

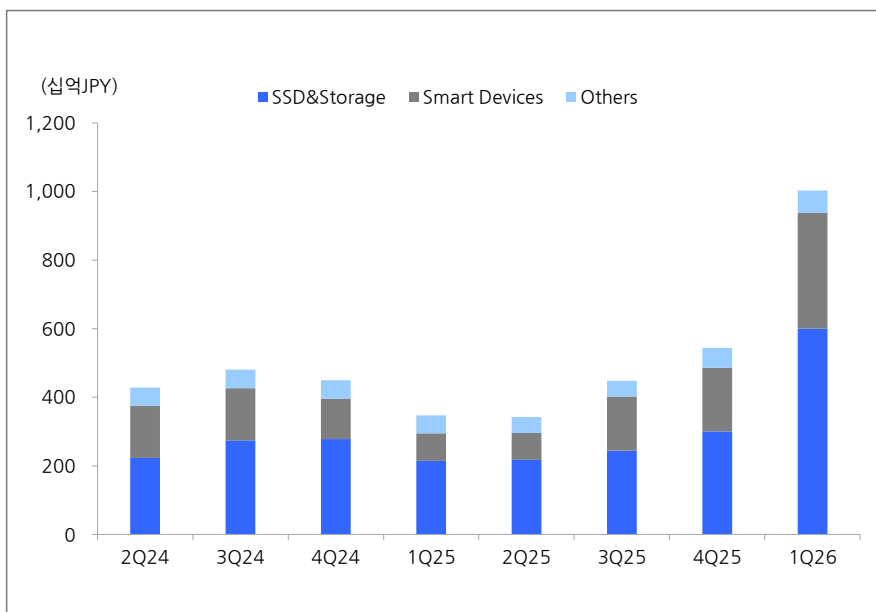


GLOBALITY

# Kioxia : 1분기 영업이익률 60% / 2분기 매출액 QoQ로 74% 증가

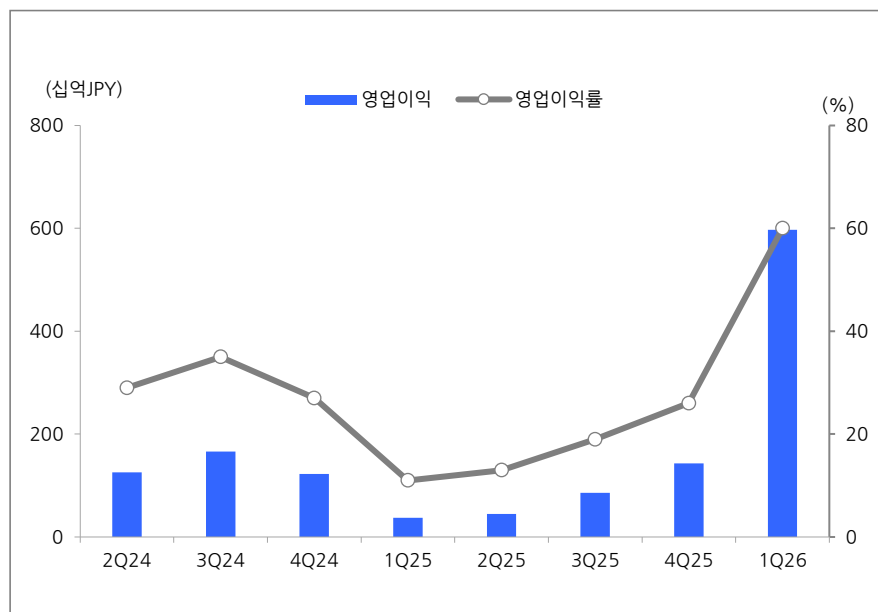
- Agentic AI와 추론 서비스 수요 증가 속에 SSD 수요 급증 / NAND 가격 급등 속에 1분기 영업이익률 60% 시현
- 2분기 매출액 Guidance는 QoQ로 74.5% 증가한 JPY 1조 7,500억 예상 / 영업이익률은 74.3%까지 개선 예상
- 추론 수요 증가에 힘입어 올해 NAND 공급 Bit Growth는 High Teen 예상 / 27년에도 공급부족 지속 예상
- 2분기 ASP는 QoQ로 50% 이상 상승할 것으로 예상되며, 산업 전반적인 Capa 증가 속도를 감안할 때 하반기에도 두 자리 수 가격 상승 추세 이어질 전망
- KV Cache를 Storage에 저장하려는 수요 증가로 SSD의 고용량화 수요 지속될 것으로 예상

Kioxia 제품별 매출액 추이 (CY기준)



자료: Kioxia

Kioxia 영업이익률 추이 (IFRS, CY기준)

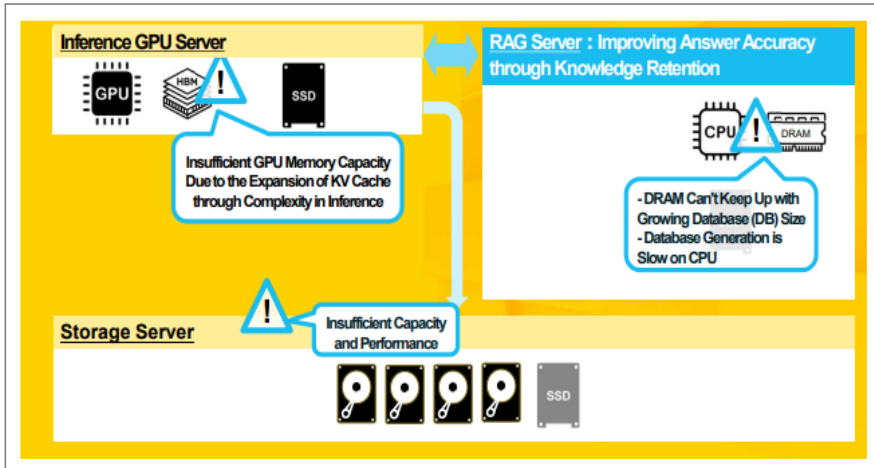


자료: Kioxia



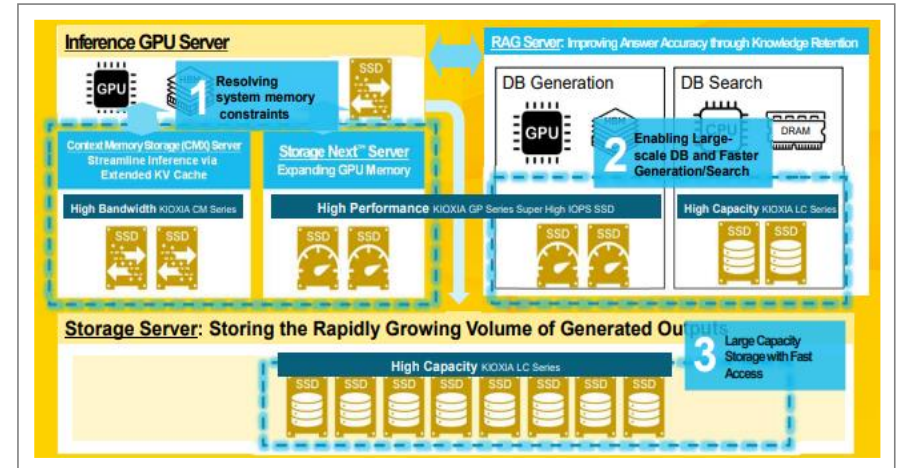
# 추론 GPU 수요에 힘입어 공급부족 내년말까지 지속 예상

## KV Cache 확장과 GPU Memory 부족 심화



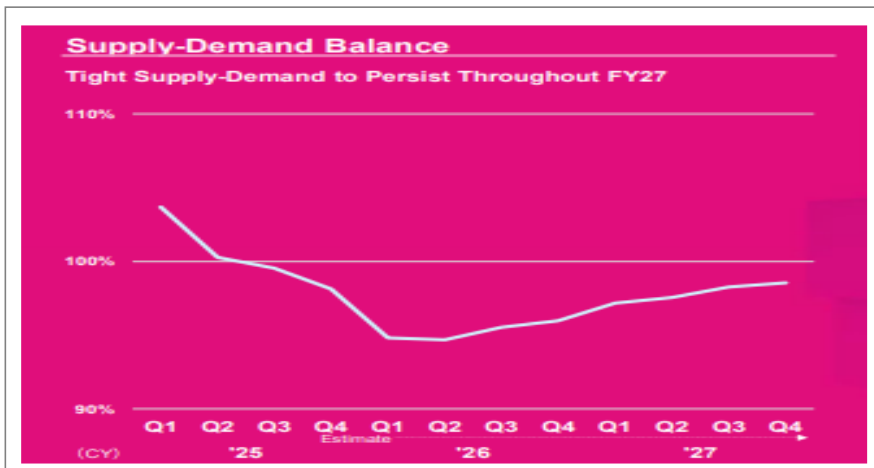
자료: Kioxia

## 추론 GPU Server가 SSD 수요에 미치는 영향



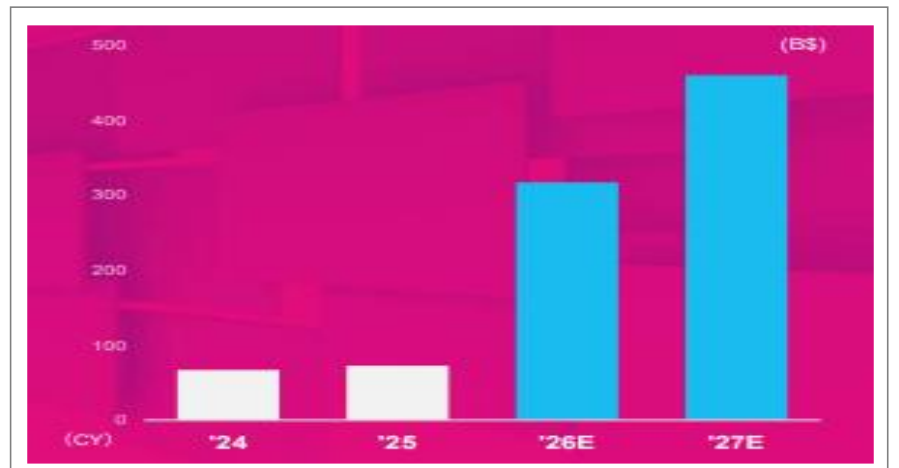
자료: Kioxia

## NAND 수요와 공급 Dynamic



자료: Kioxia

## NAND 시장 전망



자료: Kioxia



# Kitakami Phase2의 Ramp Up 빨라질 것으로 예상

Kioxia의 Yokkaichi Fab



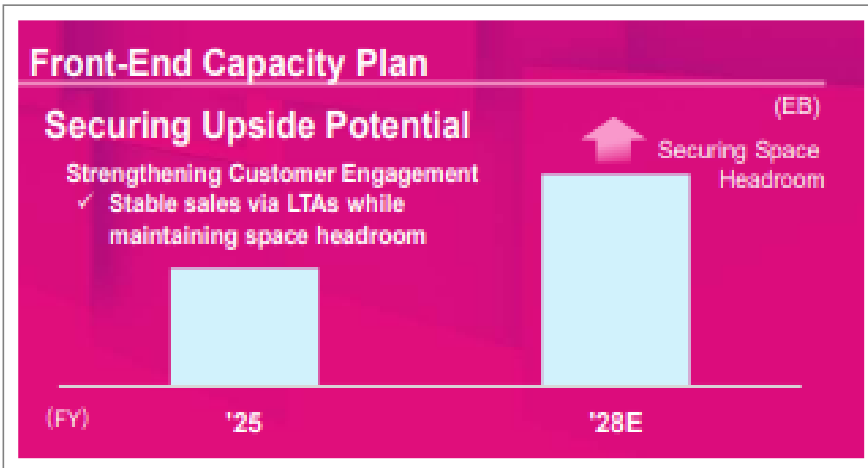
자료: Kioxia

Kioxia의 Kitakami Fab



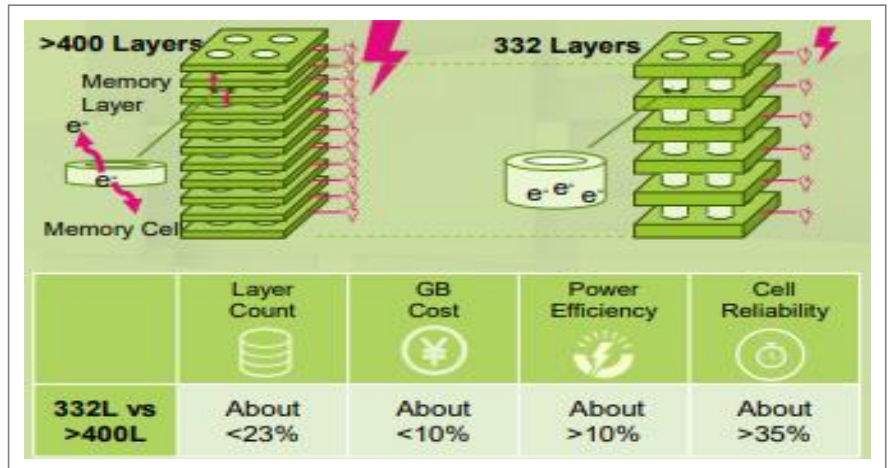
자료: Kioxia

Kioxia의 Front-End Capa 계획



자료: Kioxia

Kioxia의 332단의 경쟁력



자료: Kioxia



---

# Ibiden



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

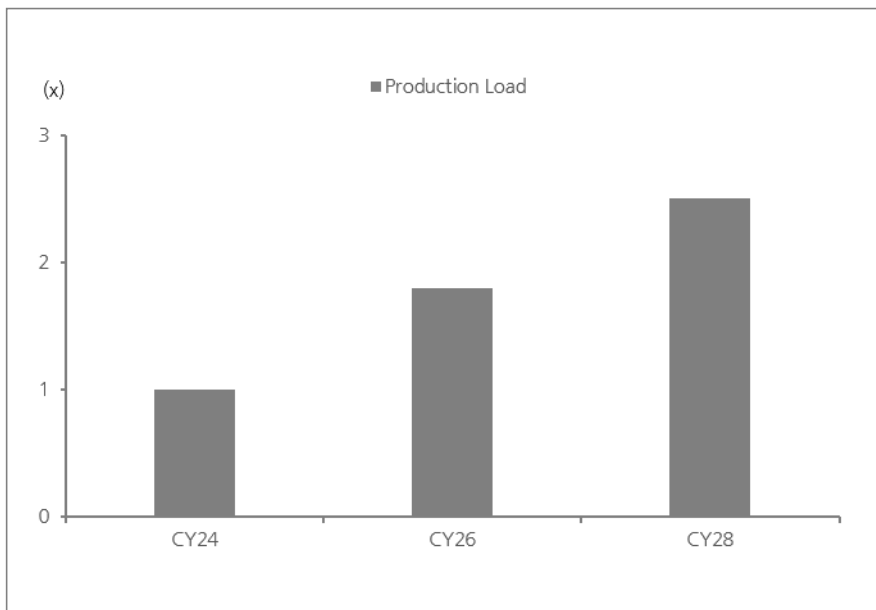


GLOBALITY

# FC-BGA 성장의 본질: 수량보다 SAP Load 확대

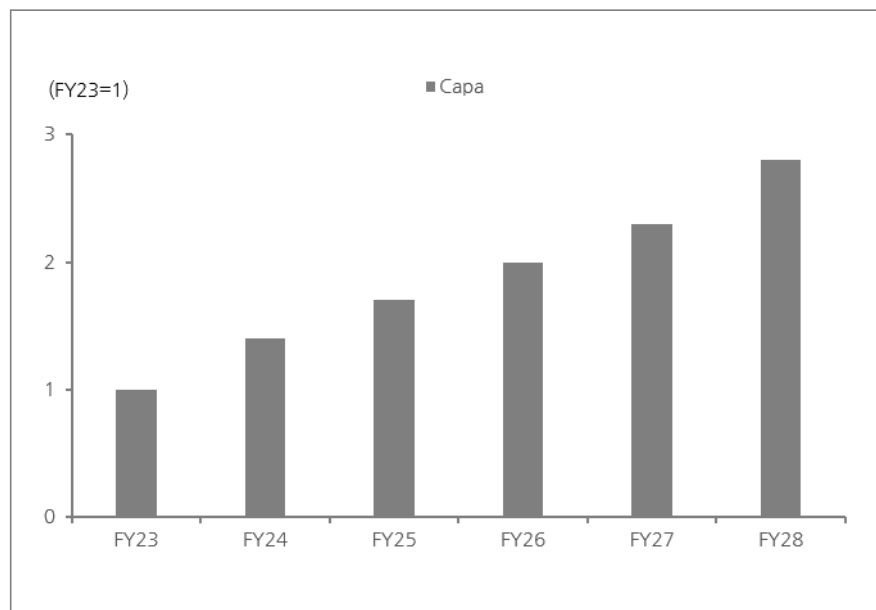
- Ibsiden이 제시한 핵심 방향성은 AI 서버향 FC-BGA의 대면적화 · 고다층화 · 미세회로화가 동시에 진행되는 구조
- 단순 출하 수량보다 substrate area, SAP layer, 수율 부담, ASP 프리미엄이 매출 성장을 결정하는 구간
- Blackwell 대비 Rubin은 면적 약 1.4배, layer load 약 1.3배 증가로 실질 생산부하 약 1.8배 확대
- 대면적화와 다층화는 panel당 산출 수 감소, defect impact 확대, short/open · via alignment · warpage 리스크 동시 상승
- Ibsiden의 경쟁력은 장비 자체보다 대면적 · 다층 substrate를 안정적으로 양산하는 공정 조건 관리와 yield learning curve

Ibsiden AI Server향 기판 생산 로드(SAP 환산)



주: SAP=Semi Additive Process(기판 공정)  
 자료: Ibsiden, 현대차증권

Ibsiden Capa 확장 계획



자료: Ibsiden, 현대차증권

# NVIDIA 세대 전환에 따른 고스펙화

- Blackwell substrate는 14-16층 수준(B300은 16-18L), Rubin은 상부 2층 · 하부 2층 추가로 총 +4층 증가. 따라서 Blackwell Rubin 20층 이상의 수준으로 진화하는 구조
- Substrate size는 CY25 80×80mm → CY26 90×90mm → CY28 110×110mm → CY30+ 130×130mm+로 확대
- SAP 구조도 9-X-9 → 10-X-10 → 12-X-12 → 14-X-14로 고도화되며, NVIDIA 세대 전환과 동일한 방향성
- Rubin Ultra · Feynman은 GPU die, HBM, interconnect, optics 요구가 추가 확대될 가능성이나 세부 substrate spec은 아직 미확정 영역

NVIDIA 세대별 기판 스펙 정리

세대	패키지 구조	기판 면적	층수
Hopper (H100/H200)	1 GPU die + HBM	~90×90mm	12~14L
Blackwell (B200/GB200)	2 reticle-limited GPU dies + HBM3e	~100~110mm square	14~18L
Rubin (R200/Vera Rubin NVL72)	2 GPU chiplets 추정 + HBM4	~110~120mm square	~20L
Rubin Ultra (R300/Rubin Ultra NVL 144·576)	4 compute chiplets + HBM4E	~120×150mm 이상	24~28L
Feynman (F200)	3D die stacking + custom HBM	150×150mm 이상, R&D 230×230mm	30L 전후~36L+

자료: 현대차증권

Ibiden 연도별 기판 면적 및 SAP Load

	CY25	CY26	CY28	CY30~
Die Size (Reticle)	3.5	5.0	7.5	9 <
기판 면적 (mm)	80 x 80	90 x 90	110 x 110	130 x 130 <
SAP	9-X-9	10-X-10	12-X-12	14-X-14

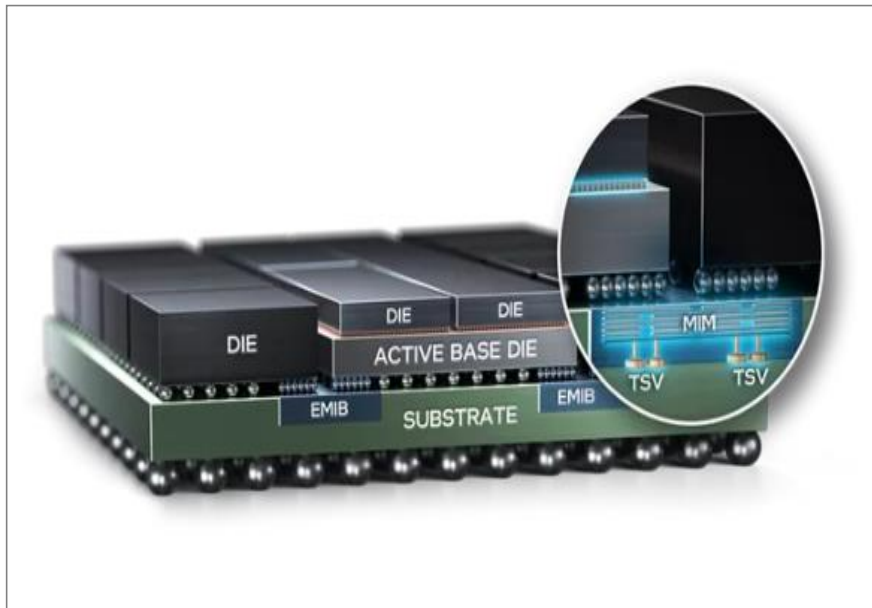
자료: Ibiden, 현대차증권



# Intel EMIB/EMIB-T: Silicon Bridge 기반의 고마진 기판

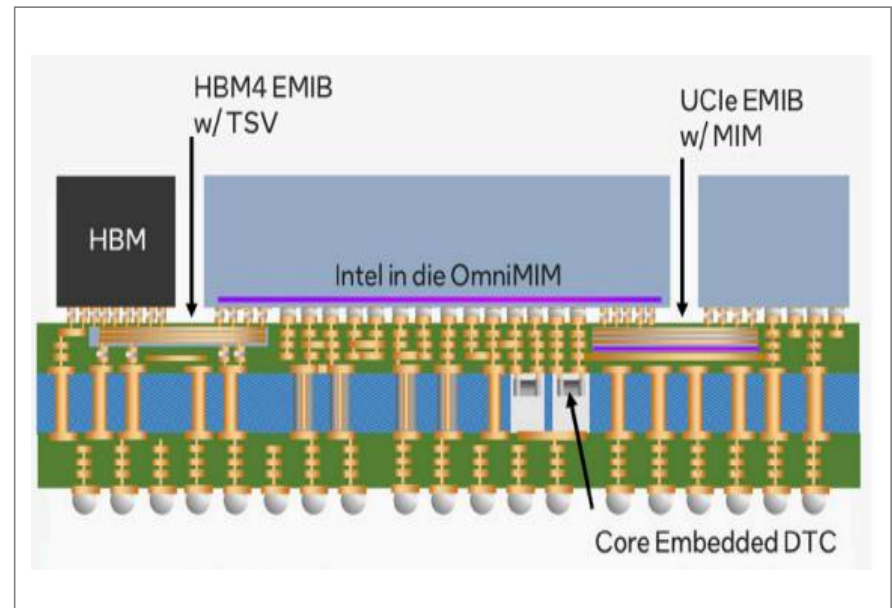
- 일반 EMIB는 full silicon interposer가 아니라 organic substrate 내부에 작은 silicon bridge를 embedding하는 2.5D 구조
- EMIB-T는 기존 EMIB bridge에 TSV를 추가해 vertical power delivery와 HBM 전원 안정성을 강화한 진화형 구조
- XPU + HBM + EMIB-T 구조에서는 bridge cavity 형성, bridge placement, backside connection, TSV 대응이 기판 난이도의 핵심
- Gama 계열 EMIB-T는 수율이 낮고 공정부하가 높아 단가와 마진이 가장 높은 제품군
- 단순 FC-BGA보다 silicon bridge · TSV · 고정밀 bonding 공정이 추가되기 때문에 양산 가능 업체가 제한되는 구간

Intel의 EMIB 3.5D 구조



자료: Intel, 현대차증권

EMIB의 측면 구조



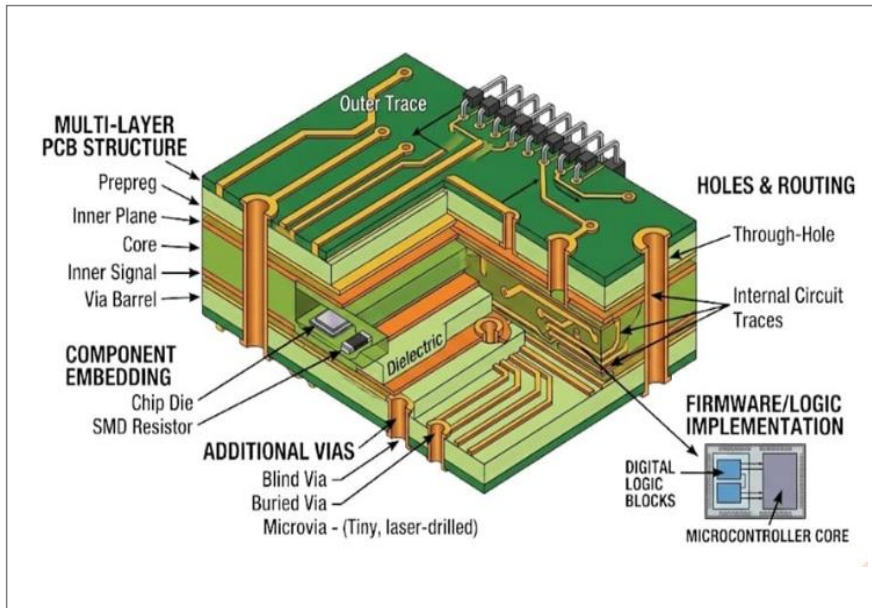
자료: Intel, 현대차증권



# Embedded PCB와 Glass Core: 차세대 로드맵의 두 축

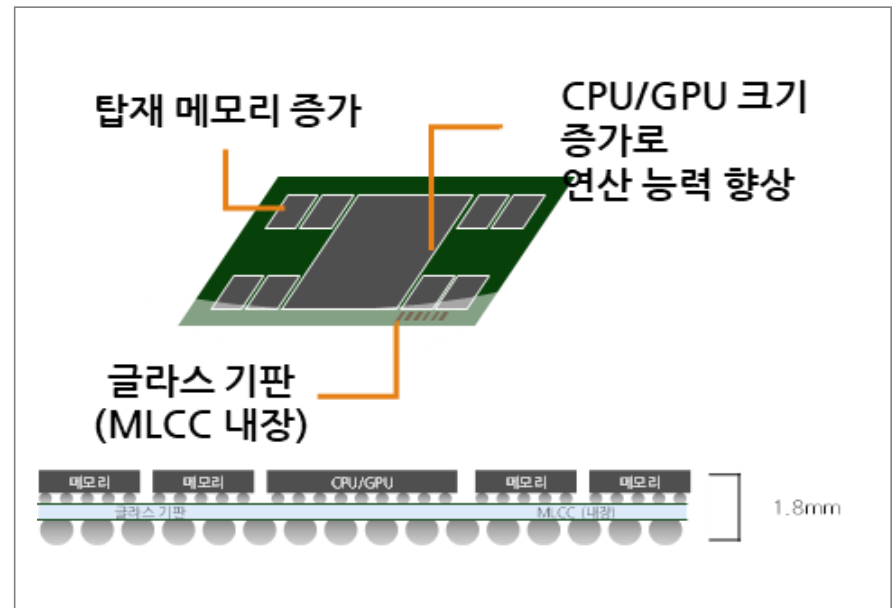
- 향후 Advanced substrate에서 embedded component 확대와 glass core 기반 warpage control에 대한 지속적인 기술 개발
- Embedded PCB 매출은 2027년 후반~2028년 초반부터 발생할 것으로 예상
- Embedded component는 power delivery 강화 목적의 capacitor, inductor 등 passive component 내장
- Glass core는 2030년 이후 본격 검토 영역이며, 전면 대체재보다는 초고사양 제품의 보완재 성격이 우선
- Glass는 파손, build-up layer adhesion, 설비 전환, 고객 비용 부담이 병목으로 작용할 가능성

Embedded PCB의 구조



자료: Viasion, 현대차증권

유리기판(Glass Core Substrate)의 구조



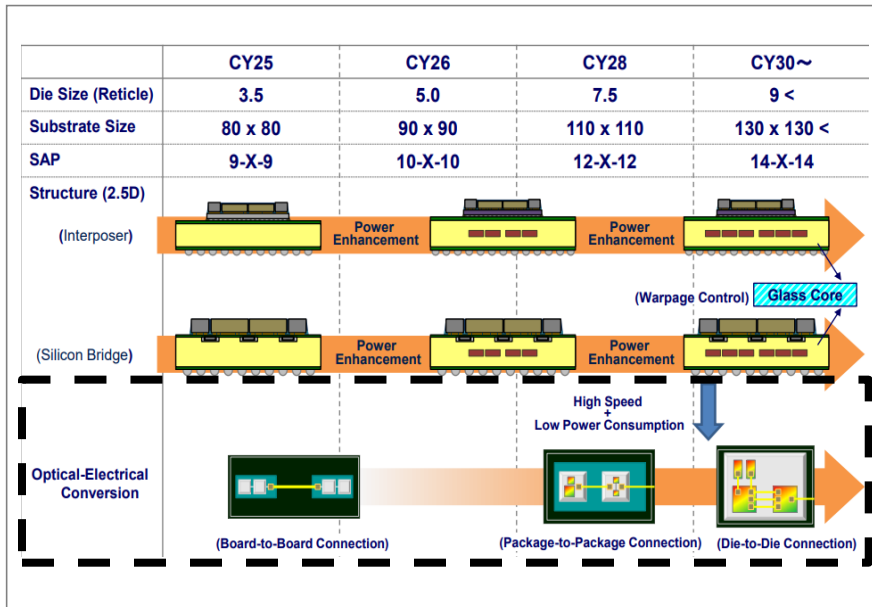
자료: 현대차증권



# CPO 대응: 단기 Switch, 장기 Die-to-Die 기판 기획

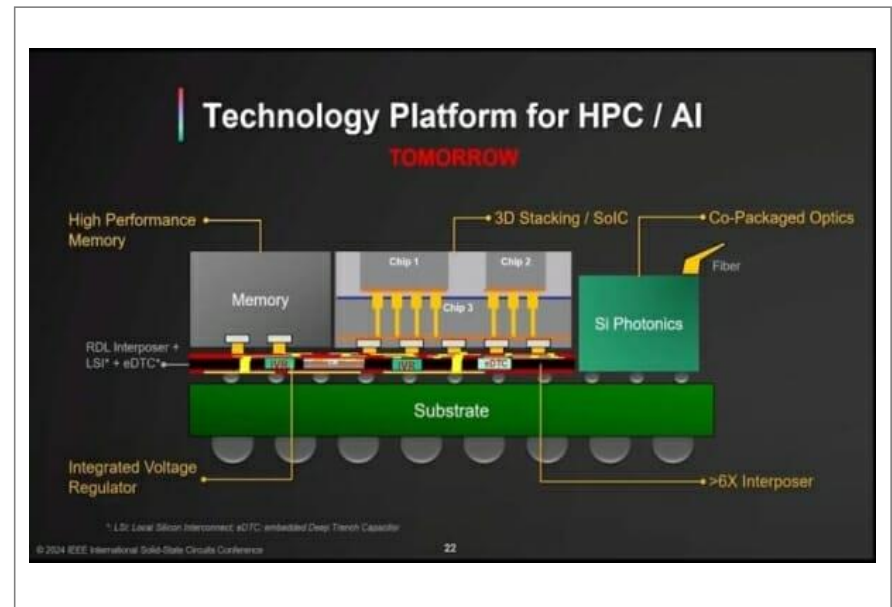
- CPO는 단기적으로 GPU substrate 자체보다는 switch ASIC · networking substrate 중심의 수요 확대 요인
- NVIDIA는 CPO 기반 Quantum-X/Spectrum-X Photonics를 통해 pluggable transceiver를 silicon photonics로 대체하고, ASIC 주변에 광 I/O를 통합하는 방향성 제시
- Ibsiden 관점에서 package-to-package 단계는 패키지 이후 optical fiber 연결 중심이므로 직접 기판 매출 영향은 제한적
- 실질 기획은 die-to-die optical-electrical conversion이 필요한 2030년 전후부터 본격화될 가능성
- 장기적으로는 대면적 substrate, 고다층 SAP, silicon bridge, embedded passive, optical/electrical interface가 결합되며 기존 FC-BGA보다 높은 공정 난이도와 ASP 형성 가능성

## Ibsiden 광연결 패키지 기판 Roadmap



자료: Ibsiden, 현대차증권

## CPO 기반 Advanced Packaging



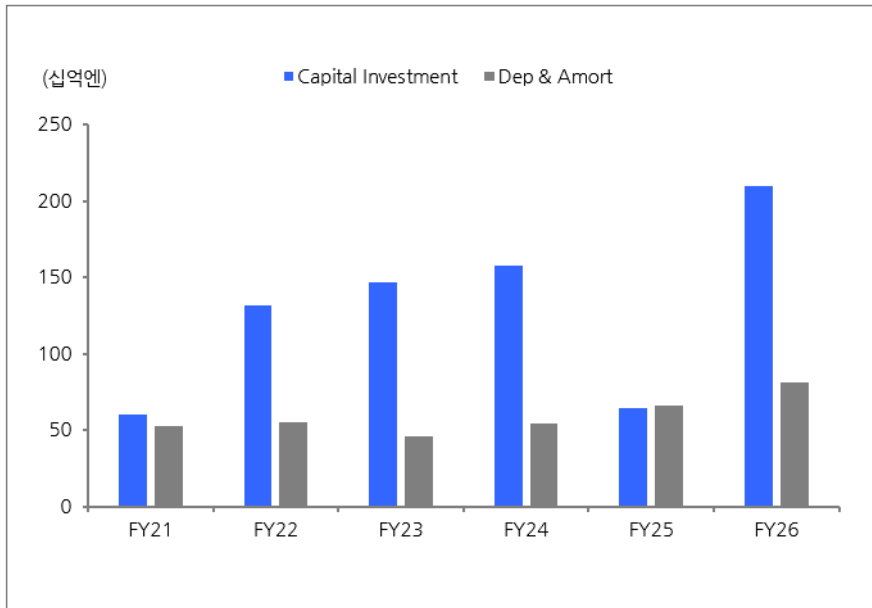
자료: TSMC, 현대차증권



# CAPEX 5,000억엔: Gama는 AI ASIC, Ono는 AI GPU

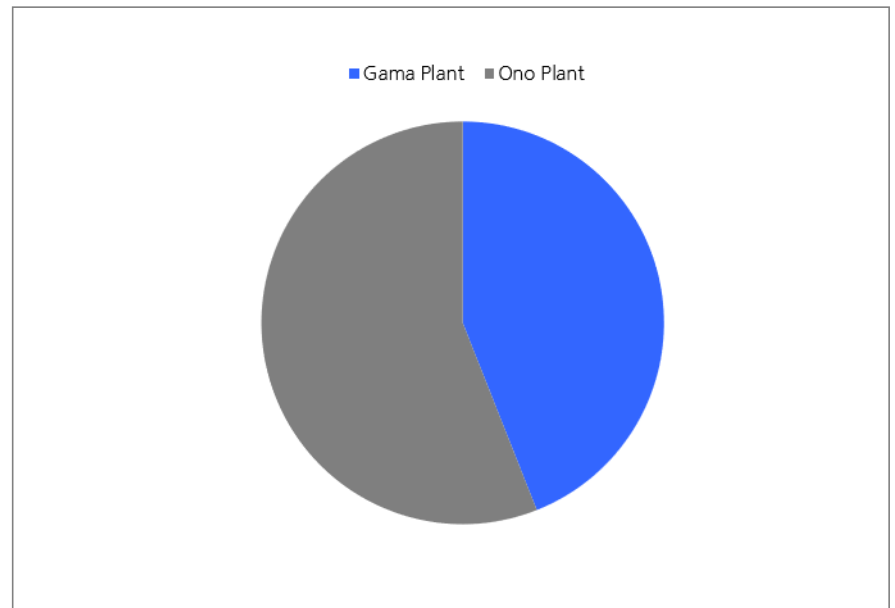
- Ibiden은 FY2026~FY2028 3년간 전자사업 중심 5,000억엔 규모 Capex를 집행하는 계획. 이와 더불어 FY2025부터 FY2027까지는 연간 평균 1,000억엔 수준의 자본 집행이 필요할 것으로 언급
- Gama Plant Cell6 약 2,200억엔은 AI ASIC용 고성능 IC package substrate 중심 투자
- Ono Plant Cell8 약 2,800억엔은 AI GPU용 고성능 IC package substrate 중심 투자
- 양 공장 모두 FY2027부터 순차 가동 및 양산 개시 예정이며, 기존 라인 활용과 신규 CAPA 확대 병행
- 자금조달은 영업현금흐름과 고객 선금금을 포함한 구조이며, 현시점 추가 조달 필요성은 낮음

Ibiden Capex 및 감가상각비 추이



자료: Ibiden, 현대차증권

Ibiden Capex 계획



자료: Ibiden, 현대차증권



# 병목 요인: T-Glass와 공정 연쇄 병목의 동시 관리

- 작년 가장 심각했던 소재 병목은 T-Glass였으나, 올해 매출 대응 물량은 확보된 상태
- 대체 supplier에 대한 qualification을 진행 중이며, 일부 공급사는 이미 승인·사용 단계
- 다만 병목은 특정 소재 하나보다 SAP 전 공정의 연쇄 병목으로 보는 것이 타당
- 도금, 노광, inspection, bonding, automation, 인력 숙련도가 모두 yield와 ramp-up 속도에 영향
- 대면적화될수록 panel당 산출 수가 줄고, 다층화될수록 layer별 yield가 누적 곱으로 하락하는 구조

## FC-BGA 주요 원재료 수급 현황

구분	주요 업체	FC-BGA 내 역할	최근 병목 포인트
T-Glass / Low-CTE glass cloth	Nittobo	대형·고다층 FC-BGA의 warpage 억제용 핵심 보강재. ABF/패키지 기판의 치수 안정성 확보	가장 강한 병목 구간. Nittobo는 글로벌 T-Glass M/S 약 90%, Capa 부족으로 수요 적기 대응이 어려움. Capa 증설에도 리드타임 소요
T-Glass / Low-CTE glass cloth	Nan Ya Plastics	전자용 유리섬유/low CTE cloth 공급, Nittobo와 협업해 specialty glass-fiber fabric 확대	공급 대체 후보이지만 아직은 주력 병목 해소 역할이 제한적. Nan Ya는 2027년 Nittobo 공급물량의 20% weaving을 담당 목표
Low-CTE glass cloth 대체/추가 공급군	Taiwan Glass, Taishan Glass 등	저열팽창 유리섬유/laminate용 특수 cloth 공급 확대 시도	2026년 증설 계획은 있으나, 증설→양산까지 리드타임이 길어 2027년까지 수급 타이트 전망
전자용 유리섬유 (general electronic glass fabrics)	Nan Ya Plastics	IC substrate/HDI/MLB용 유리섬유 전 라인업 보유. low dielectric cloth, low CTE cloth 포함	FC-BGA 고사양으로 갈수록 저CTE/저Dk 특수 품종 비중이 높아져 특수 cloth에서 병목
CCL (FC-BGA용 low warpage/low CTE laminate)	Panasonic Industry	FC-BGA용 low CTE IC substrate materials 공급	FC-BGA용 R-1515 계열이 Low CTE glass cloth 기반이라고 명시. low-CTE cloth 확보 여부가 중요
CCL(FC-BGA/BT laminate)	Mitsubishi Gas Chemical(MGC)	BT 계열 low-CTE laminate 및 FC-BGA용 저위페이지 소재 공급	FC-BGA 고성능화로 기판 면적·두께가 커질수록 저warpage 소재 필요성 상승
CCL(FC-BGA/패키지 기판)	Resonac	low thermal expansion CCL, low-CTE glass cloth 적용 laminate 보유	공급 병목 자체라기보다, 고사양 제품 믹스가 저CTE 원재료 의존도 상승
CCL(패키지 기판용)	Doosan Electro-Materials	IC package용 low CTE/high modulus CCL 공급	병목 핵심은 laminator 수보다 상위 소재(low-CTE cloth·특수 수지) 인증/확보

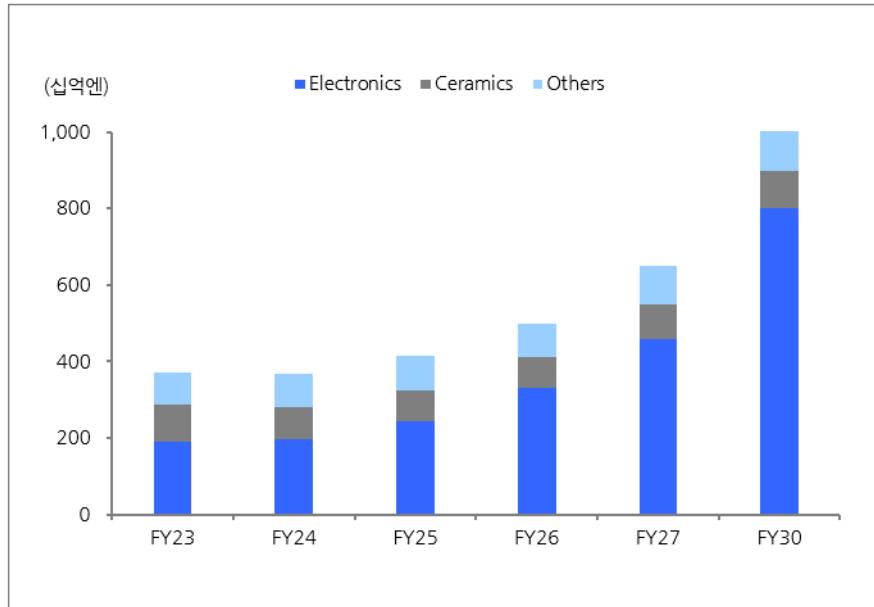
자료: 현대차증권



# 매출 구성과 수익성: Electronics 중심의 이익 레버리지

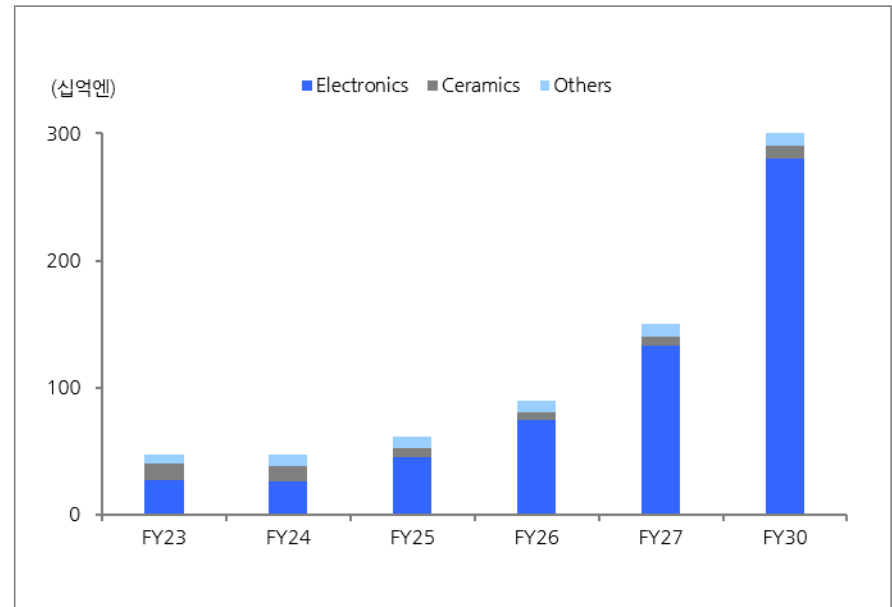
- FY2025 연결 매출 4,162억엔, 영업이익 620억엔, OPM 14.9%로 전년 대비 수익성 개선
- Electronics 매출 2,433억엔, Segment 이익 452억엔, OPM 약 18.6%로 그룹 이익의 핵심 축
- Ceramics와 Others는 각각 OPM 약 9%대 수준으로 Electronics 대비 이익률 격차 존재
- 제품별로는 EMIB-T/Gama 계열이 가장 높은 마진, AI GPU/Ono 계열도 고마진이나 EMIB-T보다는 낮은 수준
- PC·범용 기판은 가격 경쟁과 감가상각 부담이 크며, 고사양 AI 서버 mix 확대가 전체 수익성 개선의 핵심 변수

Ibiden의 매출 추이 및 목표



자료: Ibiden, 현대차증권

Ibiden의 영업이익 추이 및 목표



자료: Ibiden, 현대차증권



# 경쟁 구도: NVIDIA 선점, EMIB-T 진입장벽

- AI 서버용 IC package substrate M/S는 약 70~80% 수준
- NVIDIA Blackwell은 Ibiden 70~80%, Unimicron 20~30% M/S, Rubin은 초기 100% 수준
- Rubin은 5~6개월 후 Unimicron 진입 가능성이 있으나 초기 ramp-up은 Ibiden 중심
- Intel EMIB 공급사는 Ibiden, Shinko, Unimicron, AT&S 등 4개사
- EMIB-T는 bridge backside connection과 TSV 난이도 때문에 초기 대응 가능 업체가 Ibiden · Shinko로 예상

Ibiden Ono Plant

Ono Plant(Cell8)	
Item	Details
Investment	About JPY 280 billion (1/2 of Cell8)
Operation Start	Sequentially commence operations from FY2027 and start mass production
Products	High-Performance IC Package Substrate for AI GPU

자료: Ibiden, 현대차증권

Ibiden Gama Plant

Gama Plant(Cell6)	
Item	Details
Investment	About JPY 220 billion (Cell6)
Operation Start	Sequentially commence operations from FY2027 and start mass production
Products	High-Performance IC Package Substrate for AI ASIC

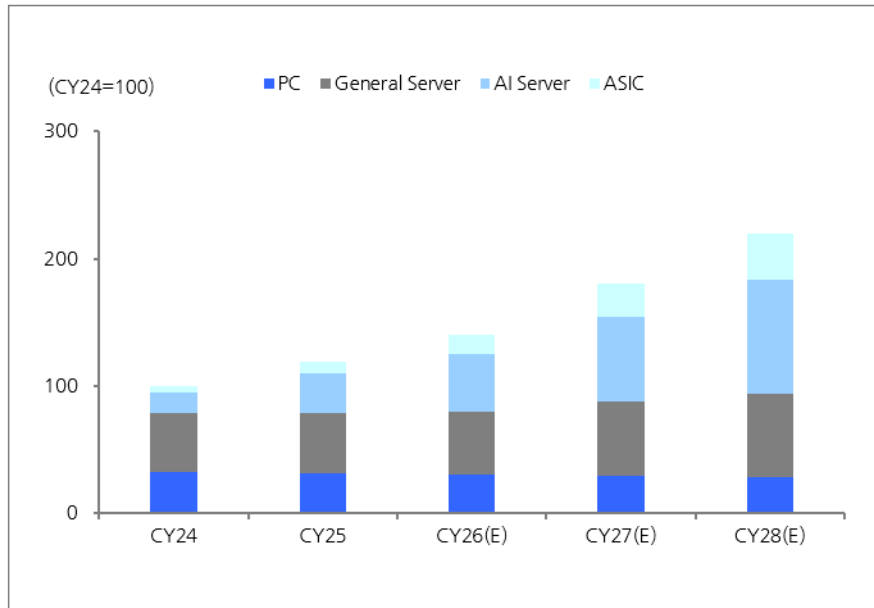
자료: Ibiden, 현대차증권



# ASIC 대응: Google · Amazon · Broadcom/Marvell 확장성

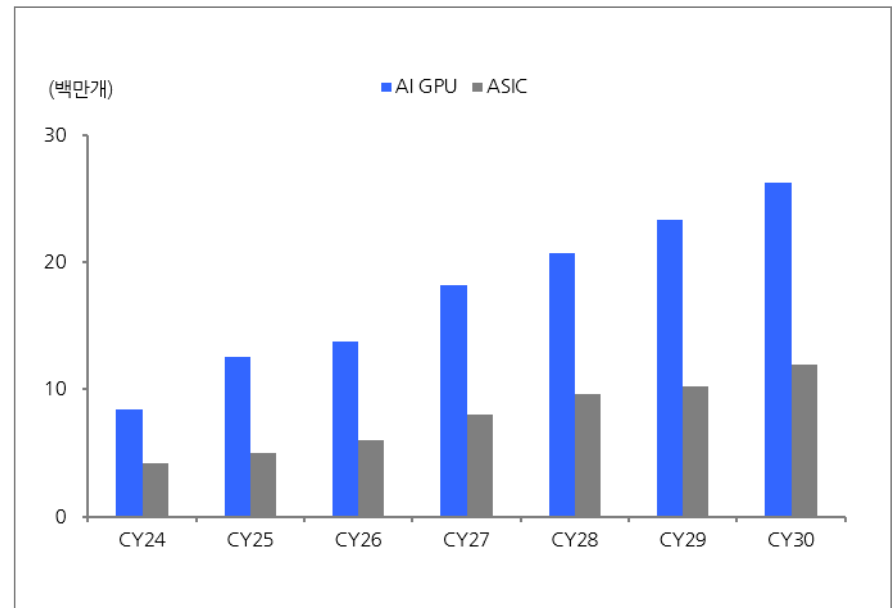
- ASIC은 FY2025 4Q Electronics 매출의 10% 미만, FY2026에는 10% 이상으로 확대 전망
- ASIC 고객군은 hyperscaler와 networking application 중심으로 개발 · 문의가 증가 중
- Google TPU, Amazon Trainium, Broadcom/Marvell 계열 ASIC도 GPU와 동일하게 대면적화 · 고다중화 진행할 것으로 예상
- Gama Cell6는 AI ASIC anchor 수요가 일부 반영된 것으로 보임

Ibiden 응용처별 SAP 수요



자료: Ibiden, 현대차증권

AI GPU와 ASIC 시장 규모(물량 기준)



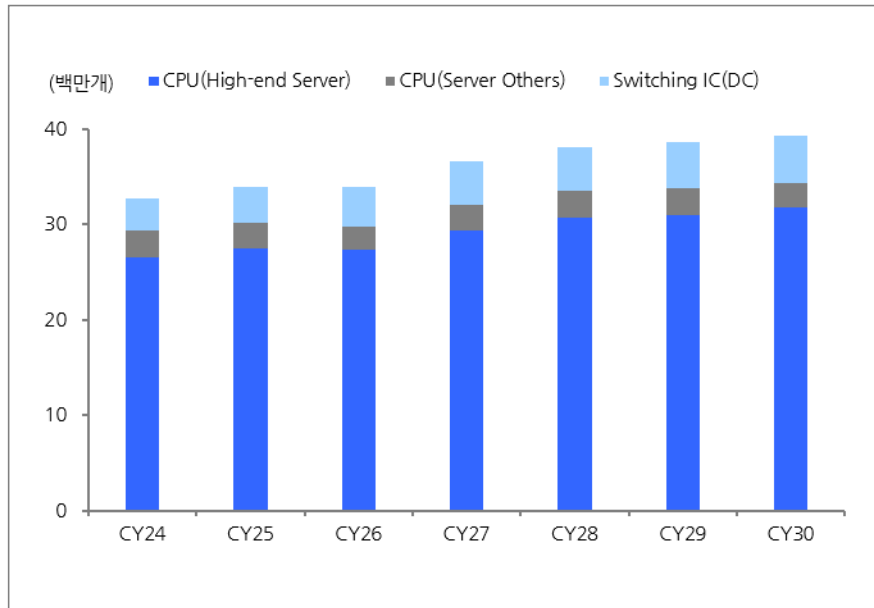
자료: Ibiden, 현대차증권



# AI GPU 외 확장: CPU, Switch, Network FC-BGA

- AI GPU뿐 아니라 server CPU, switching IC, high-end general server substrate 수요 확대 중
- AI cluster scale-up/scale-out 확대로 NVSwitch, Ethernet switch ASIC, retimer, optical interface 주변 기판 고사양화 진행
- Switch IC package substrate는 2025년부터 양산 지원이 시작됐고, 대형 GPU 고객향 수주도 존재
- Switch substrate는 GPU · ASIC과 유사한 마진 Pool로 성장할 가능성이 있으나, 현시점 제약은 Capa Allocation
- 단기 우선순위는 선급금 기반 GPU/ASIC/CPU 전용 Capa이며, Network/switch는 고마진 고객 중심의 선별 대응 구도

CPU 및 Switching IC 시장 규모(물량 기준)



자료: Ibsiden, 현대차증권

Ibsiden의 AI GPU 외 시장 대응 전략(Fab별)

Plant / Cell	기존 타겟	CPU / Switch / Network
Gama Plant Cell6	High-performance IC package substrate for AI ASIC	Switch / Network / hyperscaler custom ASIC 진입의 핵심 거점
Ono Plant Cell8	High-performance IC package substrate for AI GPU	AI GPU 중심 networking Exposure 가능성
Ogaki Central Cell5	기존 CPU / server substrate capacity	major CPU customer capacity 일부를 AI server 로 전환하는 bridge 역할

자료: Ibsiden, 현대차증권



---

# SONY



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

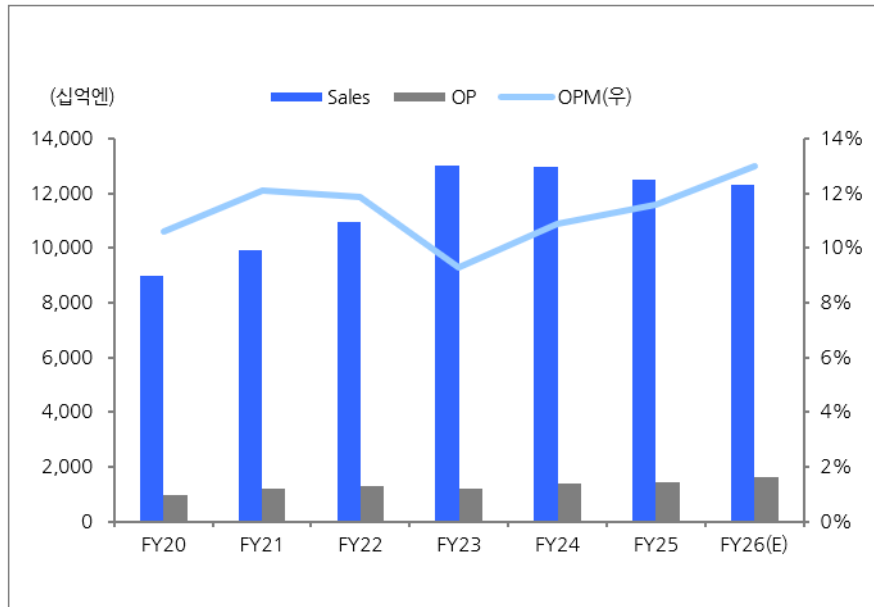


GLOBALITY

# Entertainment 집중 + Sensor 자본효율 + AI 선택적 수익화

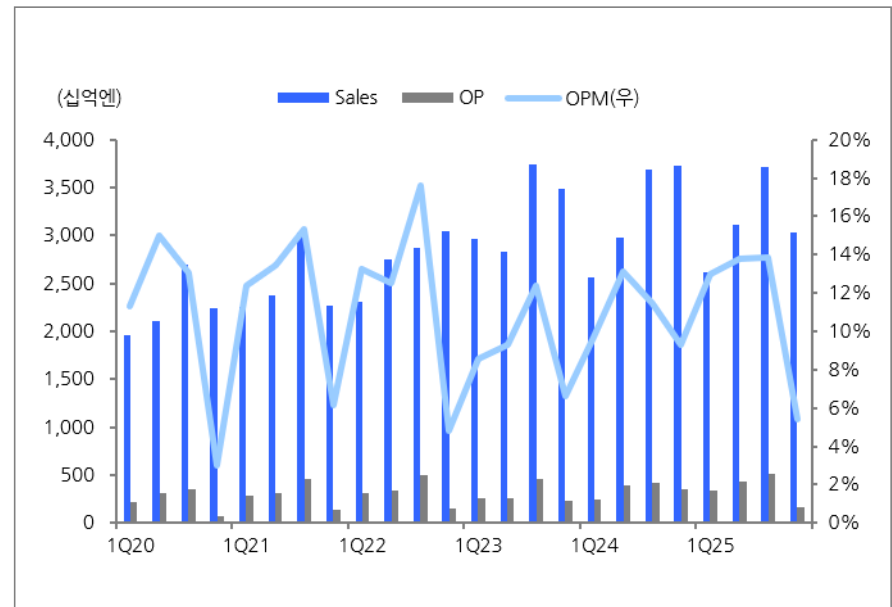
- Sony의 전사 방향성은 금융 분리 이후 entertainment 중심 portfolio를 강화하고, 기술은 창작과 IP 확장을 지원하는 수단으로 재정의
- I&SS는 고성장 capex business에서 ROIC 개선이 핵심 과제로 전환되며, TSMC JV와 고객 다변화가 다음 중기계획의 주요 변수
- 게임은 HW 판매량보다 engagement, first-party software, network service, AI 기반 제작 효율성이 이익 성장의 중심
- 엔터는 Anime, Music catalog, Pictures franchise, Game IP를 cross-media로 확장해 반복 소비 가능한 evergreen IP
- 차기 중기계획, I&SS 자본배분 방향, 게임 OP 6,000억엔 안착 여부, AI 수익화, 북미 CIS 고객 M/S 변화가 Trigger가 될 것

SONY 연간 실적 추이



자료: SONY, 현대차증권

SONY 분기별 실적 추이



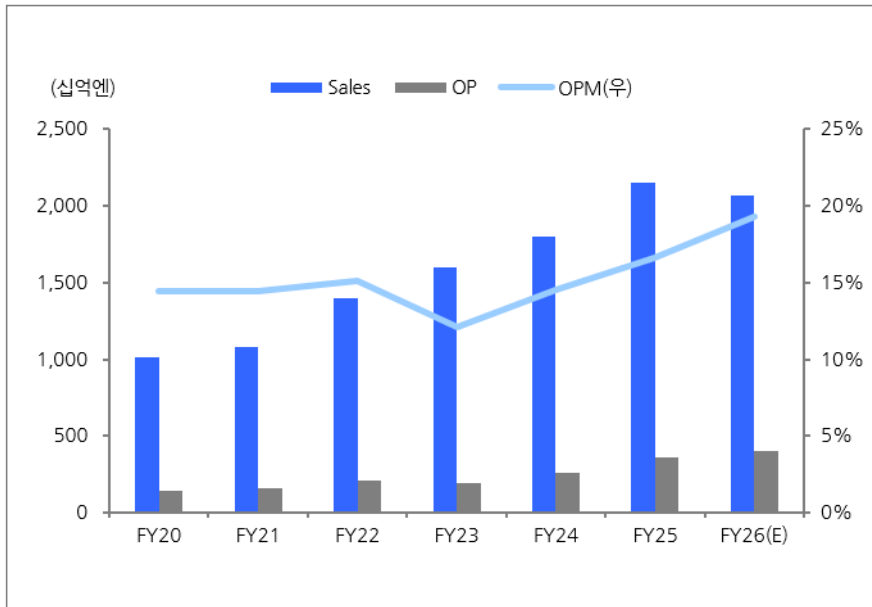
자료: SONY, 현대차증권



# CIS(Mobile): 대형화 둔화 속 Mix 방어 구간

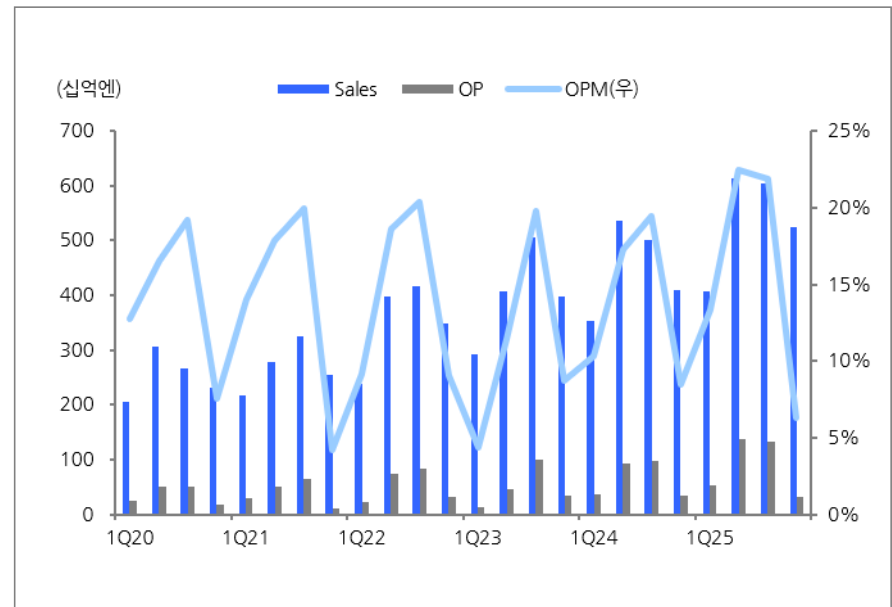
- I&SS의 핵심은 여전히 이미지센서이며, 모바일 비중이 대수 기준 90%에 근접한 구조
- 북미 대형 고객 비중이 대수 70~75%, 금액 80% 이상으로 높아 단일 고객 Exposure가 핵심 변수
- 전기 실적은 모바일 이미지센서 출하 강세와 Product Mix 개선이 견인했으나, 당기는 작년 강한 라인업 효과 이후 성장을 둔화 국면
- 대형 센서 채택 추세는 중장기적으로 유효하나, FY26은 메모리 가격 상승에 따른 스마트폰 수요 둔화와 고객 mix 변화 리스크 반영 필요
- 삼성의 북미 고객향 진입은 단기 영향보다 FY27 이후 second-source 요구와 Sony의 capex discipline 변화 관점에서 점검 필요

SONY I&SS 연간 실적 추이



주: I&SS: Imaging & Sensing Solution  
 자료: SONY, 현대차증권

SONY I&SS 분기별 실적 추이



자료: SONY, 현대차증권



# CIS(TSMC JV와 Physical AI): 자본효율 개선 + 응용처 확장

- Sony는 이미지센서 전공정은 자체 생산, logic은 TSMC를 활용하는 구조에서 TSMC와 차세대 이미지센서 JV 설립 방향으로 진화
- JV의 의미는 단순 외주화보다 fab-light 전환의 첫 단계이며, 선단 logic 공정 접근 · 비용 효율화 · 장기 조달 안정성 확보가 핵심
- Sony는 현재 40nm대 logic에서 28nm 도입을 희망하며, 초기 적용은 모바일 이미지센서 중심
- 차세대 응용처는 Automotive, Factory Automation, Physical AI이며, 고품질 HDR · 내열/내한 · 고신뢰 센서가 차별화 포인트
- 자동차 센서는 현재 규모가 작고 수익성 부담이 있으나, 당기 흑자전환 가능성과 장기 지배적 점유율 확보가 중장기 Upside

## SONY 구마모토 Image Sensor Fab



자료: SONY, 현대차증권

## SONY-TSMC JV 정리

항목	내용
JV 목적	차세대 이미지센서 개발·생산
주체	Sony Semiconductor Solutions + TSMC
지분 구조	Sony 과반·지배주주 예정
위치	일본 구마모토현 고시시 Sony 신공장
Sony 역할	센서 설계·제품 기획
TSMC 역할	공정기술·제조 역량
주요 타깃	고성능 CIS, 자동차·로봇 등 Physical AI
핵심 의미	Sony CIS 고부가가치 + TSMC 제조기술 내재화

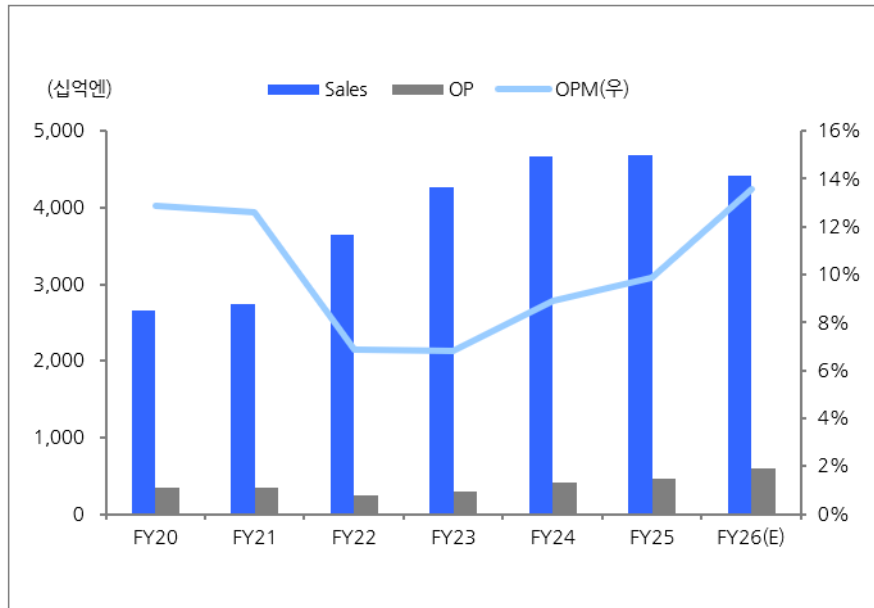
자료: SONY, 현대차증권



# Game Business × AI: 개발비 상승을 흡수하는 생산성 도구

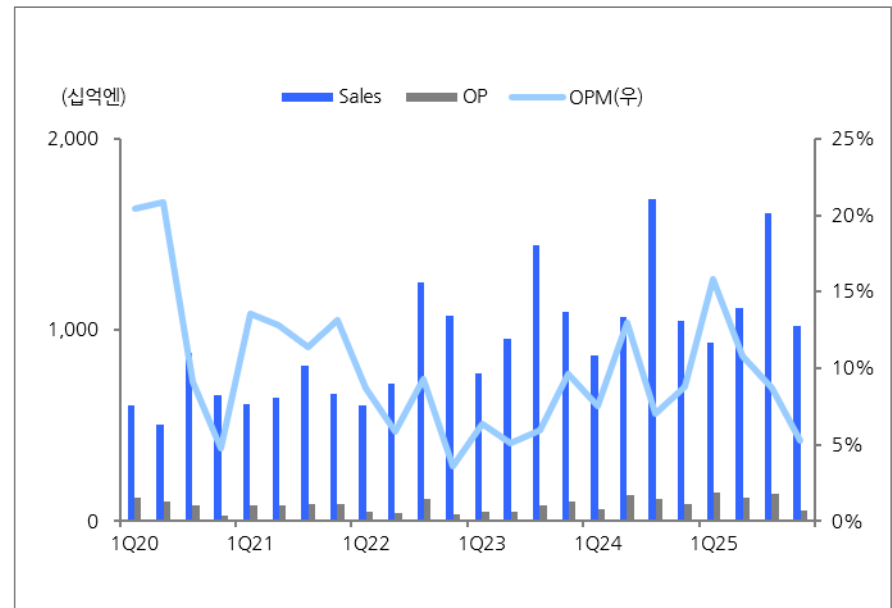
- Sony의 게임 AI 전략은 인력 대체가 아니라 퍼스트파티 Studio의 제작 효율화와 창작 Freedom 확대에 초점
- 대형 Franchise 개발비와 개발기간이 구조적으로 상승하는 가운데, AI는 QA, 3D Modeling, Animation, Software Engineering Workflow 단축 수단
- Mockingbird와 같은 내부 Tool은 Performance Capture 기반 Facial Animation 시간을 크게 단축시키는 사례
- 플랫폼 관점에서는 AI 기반 Recommendation과 Discovery가 중요해지며, 콘텐츠 공급량 증가 시 PlayStation의 큐레이션 가치 상승 가능
- Sony의 강점은 AI 모델 자체보다 IP, studio 역량, Publisher Network, Player Data를 결합한 Entertainment Platform 운영력

SONY G&NS 연간 실적 추이



주: G&NS=Game & Network Services  
 자료: SONY, 현대차증권

SONY G&NS 분기별 실적 추이

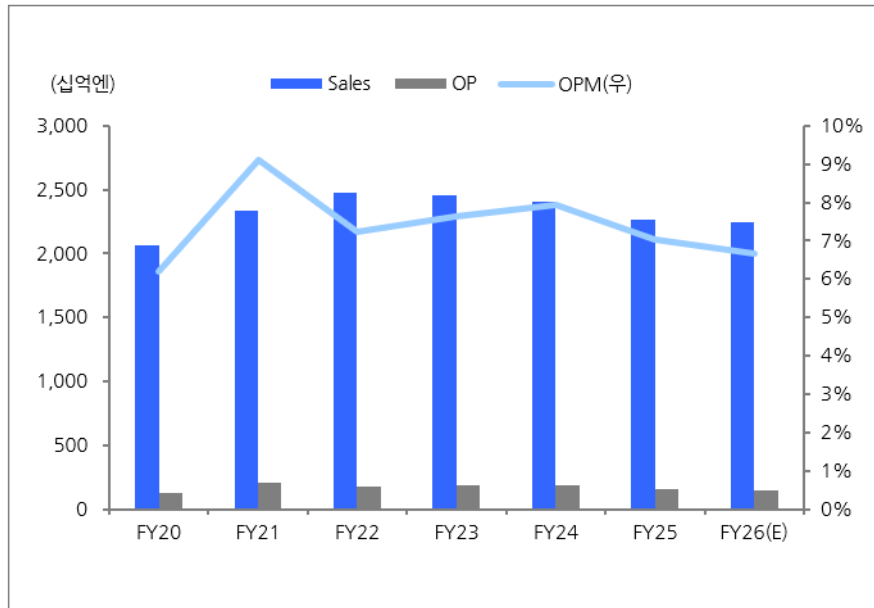


자료: SONY, 현대차증권

# Entertainment: Anime · Music IP · Crunchyroll 중심 구조적 성장

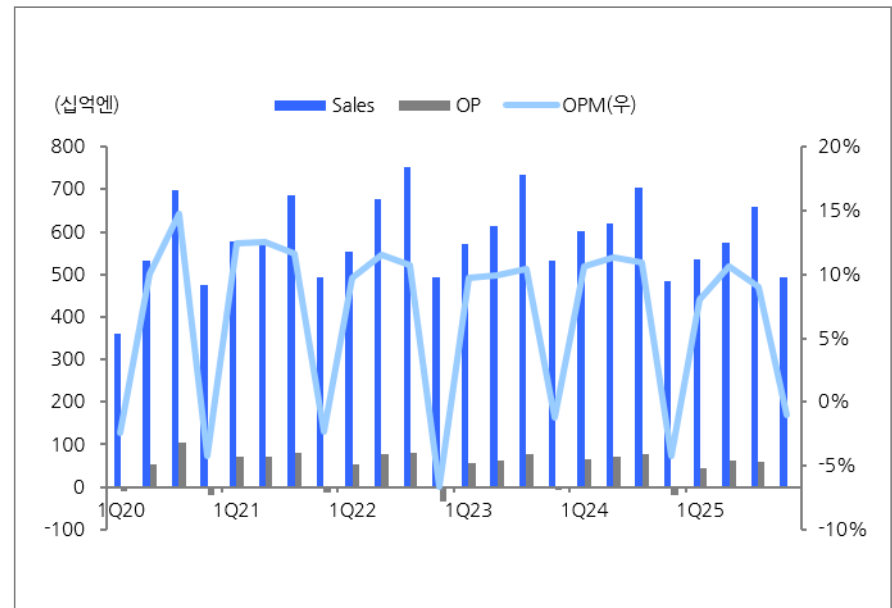
- Sony의 엔터 전략은 Music, Pictures, Anime, Game IP를 연결해 franchise lifetime value를 극대화하는 방향
- Crunchyroll 유료 구독자는 2,100만 명 수준으로 확대됐고, 일본 애니의 글로벌 배급 플랫폼으로 전략적 가치 상승
- Demon Slayer는 Aniplex · Music · Crunchyroll을 연결한 대표 사례이며, 극장 · 음악 · MD · 라이브 이벤트로 수익 Pool 확대
- Peanuts 지분 확대, Queen · Pink Floyd 등 music catalog 투자, Ghost of Tsushima 애니화 등 IP 재활용 범위 확대
- AI 음악은 단기 위협보다 권리자 보상 기반의 신규 수익화 가능성으로 접근하되, 아티스트 권리 보호가 핵심 전제

SONY ET&S 연간 실적 추이



주: ET&S=Entertainment, Technology & Services  
 자료: SONY, 현대차증권

SONY ET&S 분기별 실적 추이



자료: SONY, 현대차증권

---

# AGC



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

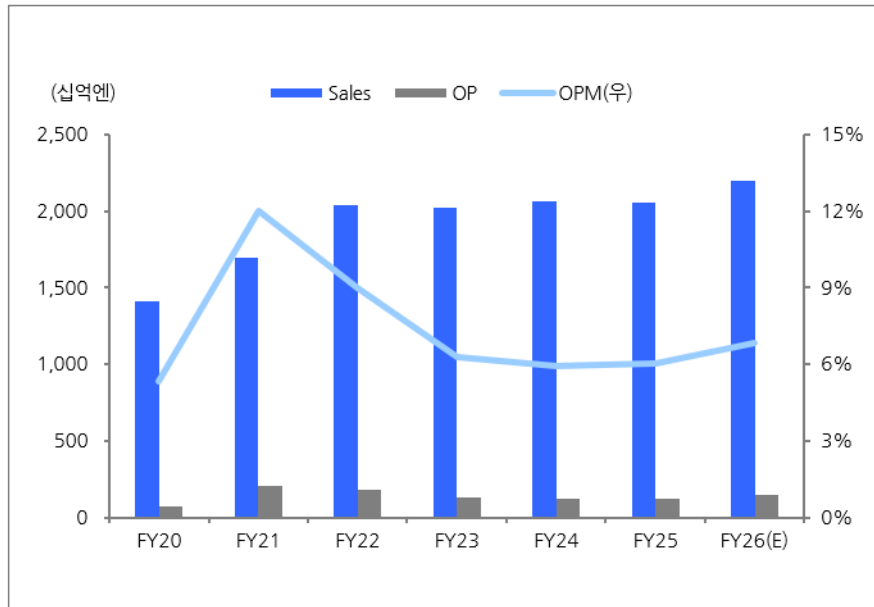


GLOBALITY

# AGC: 반도체 소재 Optionality와 Core 사업 정상화

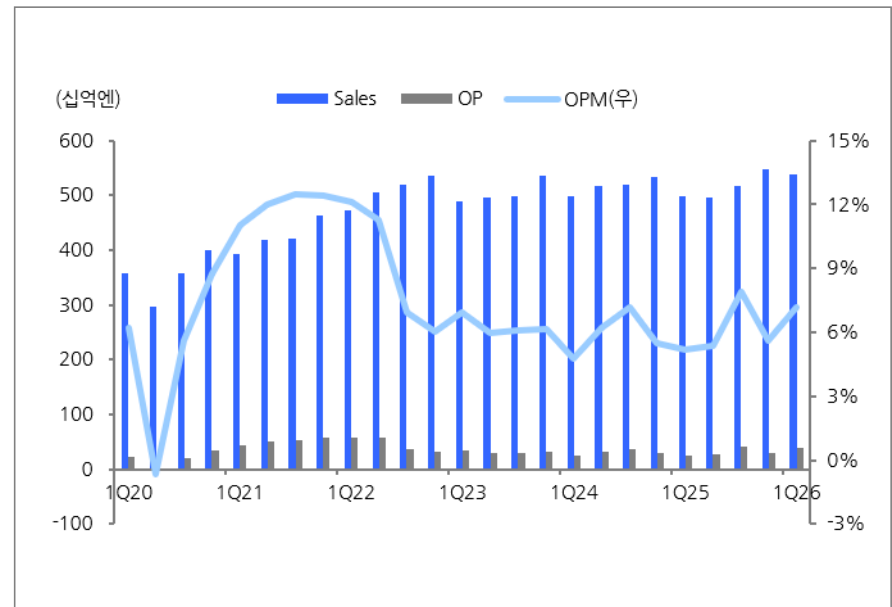
- 단기 catalyst는 FY2026 전사 OP 회복, Automotive 수익성 개선 지속, Display ROCE 개선, EUV mask blank 회복 여부
- Electronics 내에서는 EUV Mask Blank, Optoelectronics 전환기 이후 신제품, low-Dk CCL · fluorine material, glass core 개발 진척이 핵심
- Glass core는 2028년 일부 고객 적용, 2029~2030년 ramp-up 가능성이 있는 장기 옵션
- CPO · waveguide는 2030년 전후 photonic-electronic convergence가 본격화될 경우 glass optical material의 신규 TAM으로 확장 가능
- 기존 glass business의 가격 · mix 개선과 semiconductor packaging 소재 optionality가 동시에 반영되는지 여부가 중요

AGC 연간 실적 추이



자료: AGC, 현대차증권

AGC 분기별 실적 추이



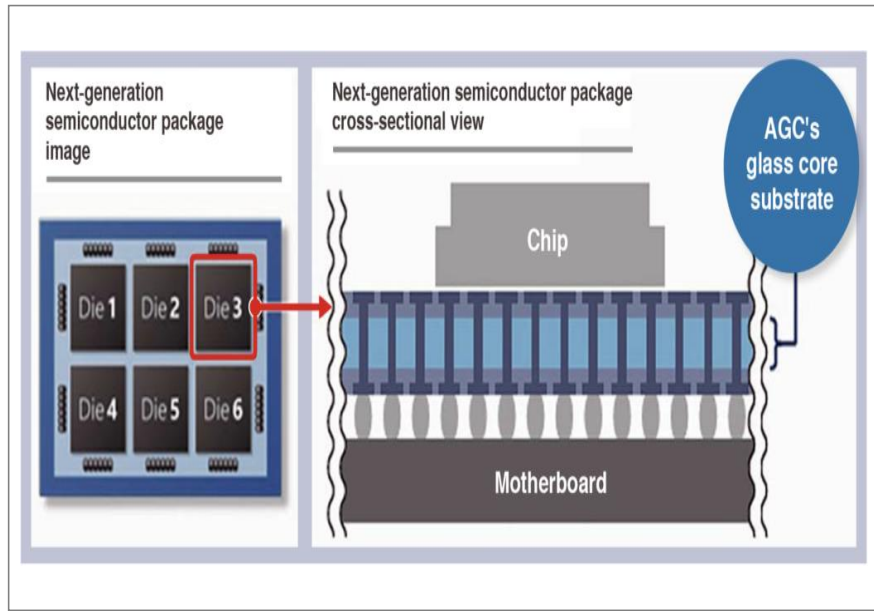
자료: AGC, 현대차증권



# 유리기판: Bare Glass보다 Processing · Metalization 역량

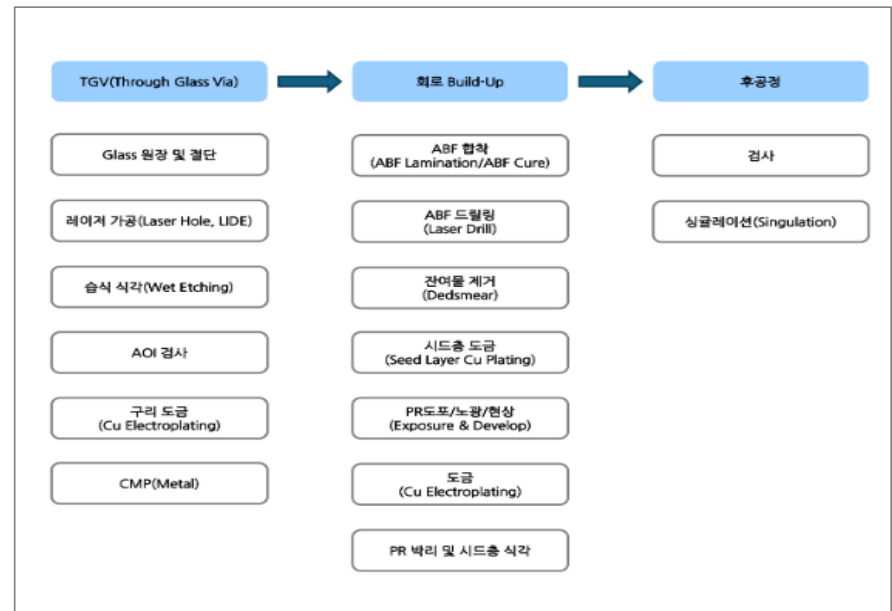
- Glass core substrate는 AI/HPC 패키지 대면적화, warpage control, 저유전 · 저손실 요구 확대에 따른 차세대 후보군
- AGC는 단순 glass supplier보다 glass composition, 표면처리, 금속화, glass interposer, glass core, carrier glass까지 포괄하는 소재 솔루션 포지션
- 상용화 시점은 2030년 전후로 지연된 구간이며, 핵심 병목은 TGV 이후 glass-copper adhesion, 금속화, 처리 기술
- 사업 범위는 bare glass 공급에 그칠지, etching · TGV · metalization까지 확장할지 미정이나, AGC는 독자 처리기술과 금속화 경험을 강점으로 제시
- 경쟁구도는 SCHOTT · Corning · NEG가 glass material/TGV 기반, Toppan은 glass-core FC-BGA · interposer 공정 integration에 가까운 포지션

## AGC의 유리 코어 기판



자료: AGC, 현대차증권

## 유리기판 공정



자료: 현대차증권



# 유리기판 내 유리업체들의 경쟁구도

- AGC는 건축·자동차·디스플레이·전자재료·화학을 모두 보유한 종합 glass/materials player로, 반도체 패키징에서는 glass core와 저유전 소재의 조합이 강점
- Corning은 display glass, optical communications, precision glass carrier, TGV glass wafer 기반 정밀 glass platform이 핵심
- SCHOTT는 specialty glass panel, laser structuring 대응, 고정밀 TGV 가공 적합성 중심의 advanced packaging 소재 포지션
- NEG는 glass-ceramic core substrate와 glass core substrate를 전면에 내세우며, 기계적 안정성과 laser processing compatibility를 강조

## 유리업체들의 유리기판 준비 현황

구분	AGC	Corning	SCHOTT	NEG
핵심 방향	TGV + Glass core + CPO 소재 병행	Glass core + CPO/광연결 결합	초평탄 특수유리 소재·캐리어 중심	TGV 가공 내재화된 Glass core
현재 포지션	유리 원판 + TGV 가공 + 패널 대응	유리 캐리어, TGV, Glass Core 프로그램	유리 웨이퍼/패널, 캐리어, 저 TTV 소재	GC Core, Glass core, TGV 샘플 공급
TGV	고객 요구 패턴 기반 TGV 가능, 510x515mm 패널 대응	TGV용 정밀유리 제공, RF/인터포저 중심	TGV용 소재 플랫폼 및 고정밀 유리 공급	515x510mm TGV 가공품 샘플 공급
핵심 기술	박판 유리, 미세비아, 저유전손실, Si와 가까운 CTE	Fusion 공정, 초평탄·저 TTV, CTE 조절, 광기술 연계	극저 TTV, 높은 평탄도, 다양한 CTE·화학/기계 안정성	CO <sub>2</sub> laser + laser modification/etching 양쪽 대응
주요 타겟	반도체 패키징, glass interposer, CPO waveguide	AI/HPC 패키징, CPO, RF/interposer	3D IC, wafer thinning, FO-WLP/FO-PLP	AI/HPC용 대면적 고밀도 패키지
강점	반도체·디스플레이 유리 경험 + TGV 제품화 경험	유리 소재·광섬유·CPO를 묶는 확장성	특수유리 포트폴리오와 초정밀 가공/평탄도	가장 명확한 대면적 TGV glass core 샘플

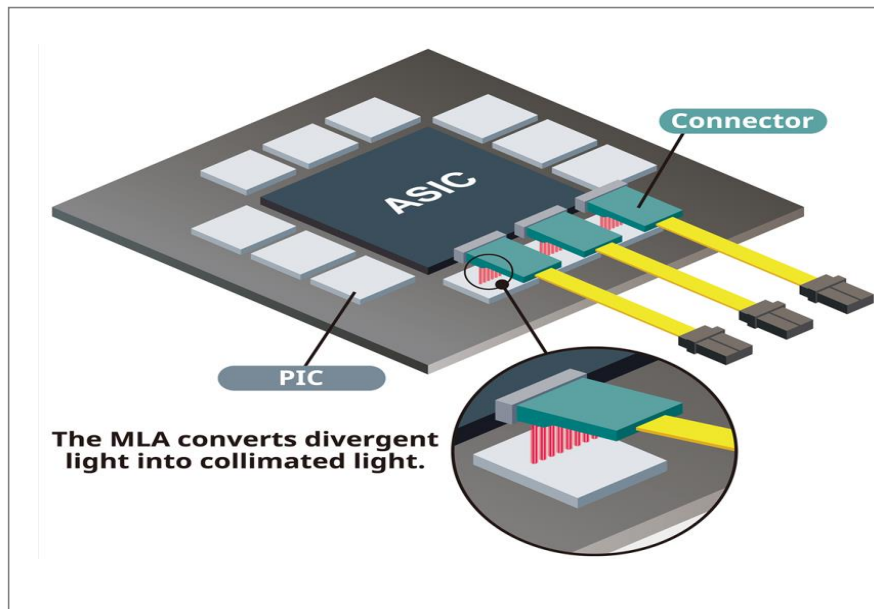
자료: 현대차증권



# CPO · Waveguide: 단기 매출보다 Photonic Packaging 옵션

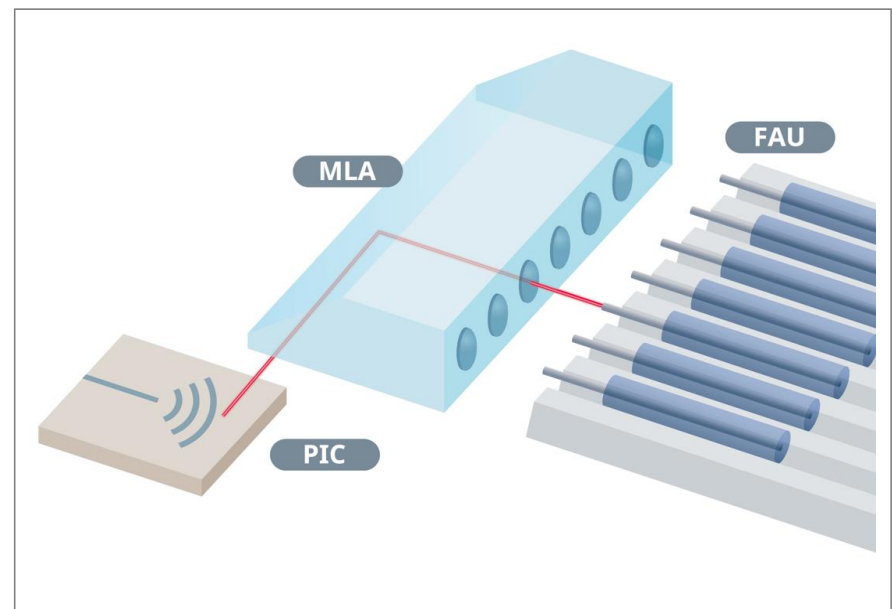
- AGC의 PIC · CPO 관련 광학 소재는 아직 개발 단계이며, 고객 협의를 통해 glass · metal 등 핵심 소재를 제공하는 구조
- CPO에서 AGC의 직접 기회는 광소자 자체보다 MLA, optical waveguide, low-Dk material, glass interposer 등 packaging-adjacent layer
- AGC는 photonic-electronic convergence 대응으로 microlens array, transmitting polymer, glass waveguide를 개발 중
- 현재 고객 요구는 많으나, AGC가 전체 모듈이나 optical engine을 담당하는 구조는 아니며 나머지 integration은 고객 영역
- 중장기적으로 CPO가 switch ASIC에서 package-level optical I/O로 확장될 경우, AGC는 glass waveguide와 고굴절률 소재 기반의 간접 수혜 가능성

## CPO 기술 요약



자료: AGC, 현대차증권

## Micro Lens Array

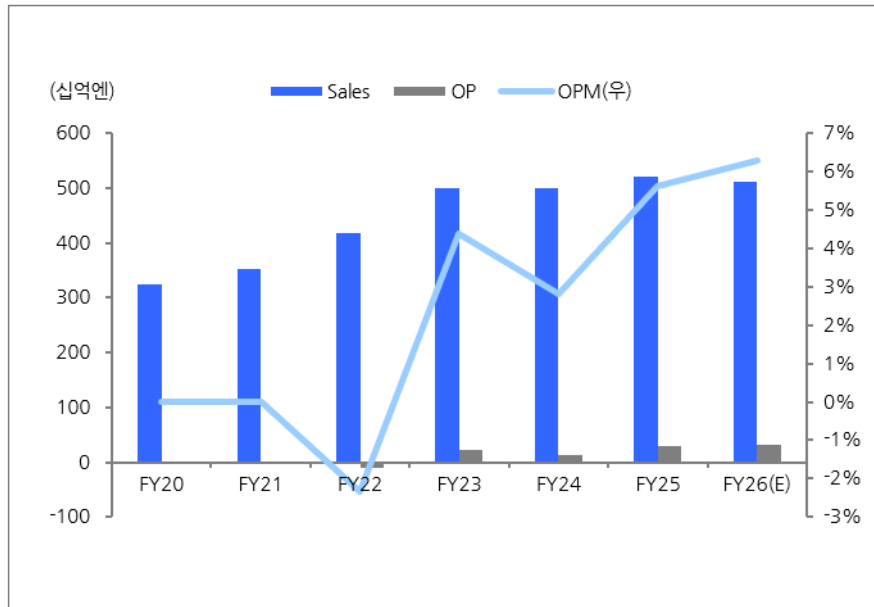


자료: AGC, 현대차증권

# 자동차 유리: 단순 Windshield에서 Smart Cabin 소재로 전환

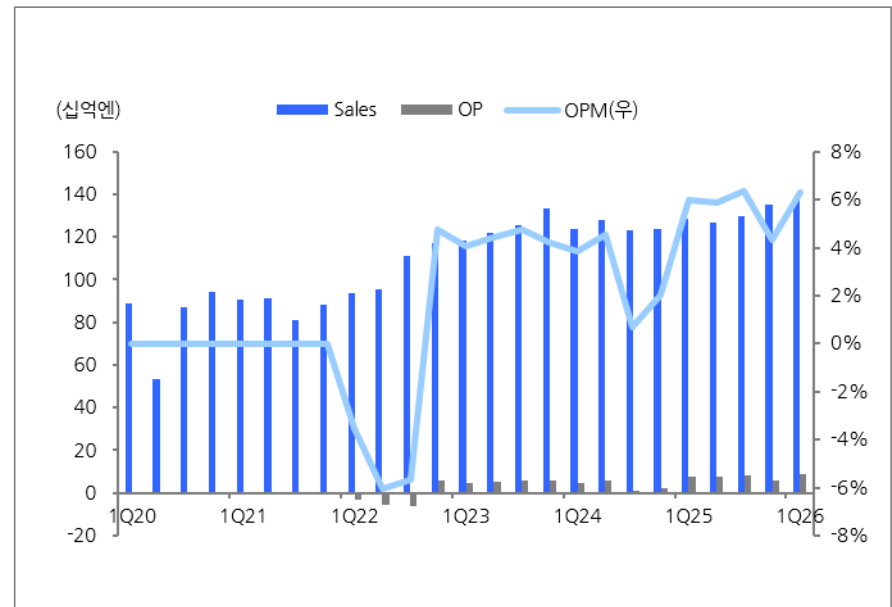
- 자동차 유리는 기존 windshield · side glass 중심에서 in-vehicle display cover glass, HUD, light-control glass, Low-E glass, sensor window로 확장
- AGC의 자동차 디스플레이 노출은 cover glass 중심이며, 3D 곡면 · custom design · 대형화 대응이 핵심 차별화 요소
- CASE 전환으로 cockpit display가 대형 · 곡면 · 일체형으로 진화하면서 anti-reflection, anti-glare, anti-fingerprint, safety glass 수요 확대
- HUD 확대는 windshield 품질, 광학 왜곡 제어, coating 기술의 중요도 상승으로 연결
- FY2025 Automotive는 가격정책과 Mix 개선 효과로 수익성 회복이 뚜렷하며, 향후 고부가 mobility 제품 확대가 핵심

AGC Automotive 연간 실적 추이



자료: AGC, 현대차증권

AGC Automotive 분기별 실적 추이



자료: AGC, 현대차증권



---

# Tokyo Electron



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

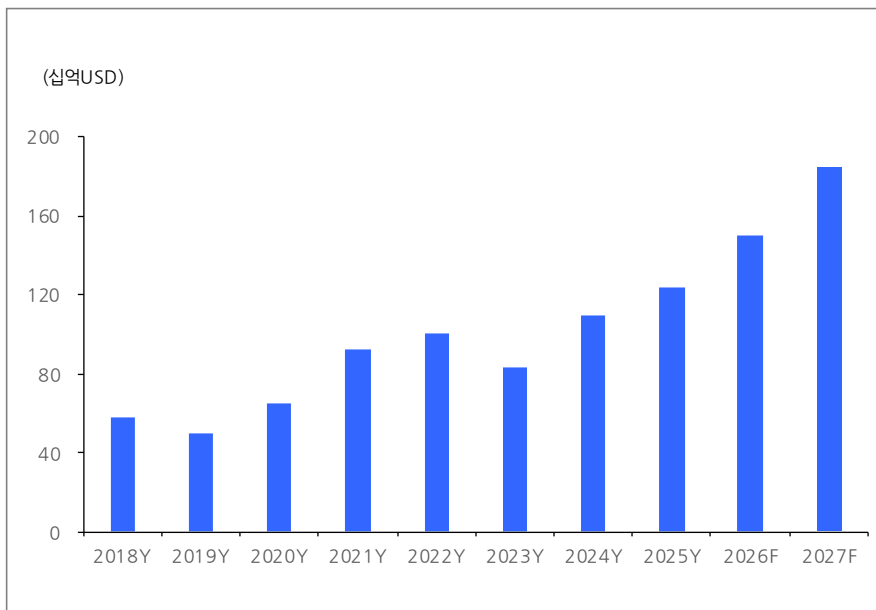


GLOBALITY

# TEL – 2026년 WFE 시장 1,500억달러 도달 전망

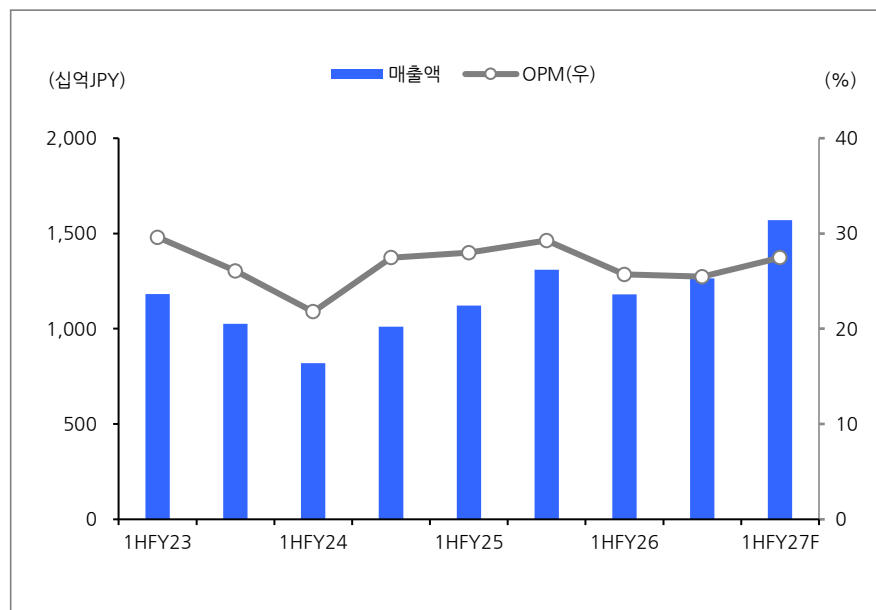
- Tokyo Electron은 2026년 WFE 시장이 전년 대비 20% 이상 상승한 1,500억달러에 도달할 것으로 전망했으며, DRAM 약 400억달러, NAND 약 150억달러, Foundry/Logic 약 800억달러로 예상
- 2027년에도 WFE 시장 성장 지속되어 최소 1,700억달러 규모에 달할 것으로 추정했으며, 최대 2,000억달러 규모에 이를 수 있을 것이라고 전망

전세계 WFE 시장 규모 추이 및 전망



자료: Tokyo Electron, Lam Research, 현대차증권

Tokyo Electron 실적 추이 및 전망

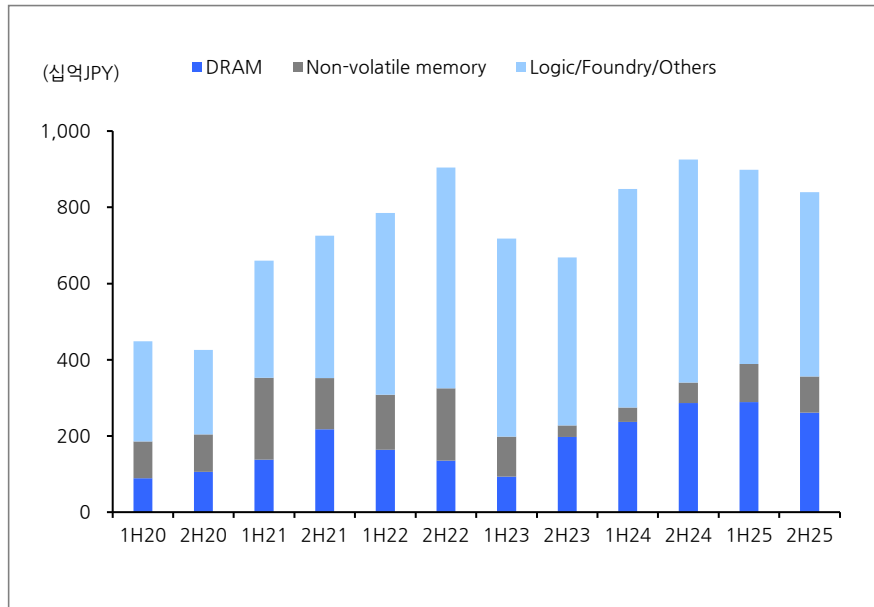


자료: Tokyo Electron, 현대차증권

# TEL – 선단 DRAM/Foundry가 장비 시장 성장을 견인

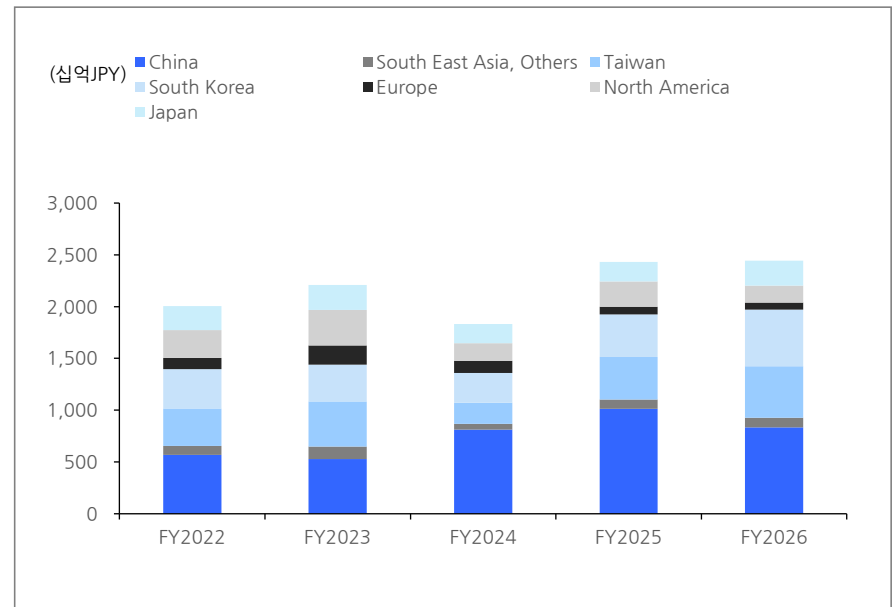
- Tokyo Electron은 선단 DRAM/Foundry 투자 확대가 WFE 시장 성장을 견인할 것이라고 전망
- 특히 대만 선두 Foundry社의 투자 의지가 매우 높음을 강조했으며, 북미 Foundry社의 투자도 회복되는 흐름을 보이고 있다고 밝힘. 이에 TEL의 Logic/Foundry 신규 장비 매출은 1H26 5,186억엔 → 2H26 5,274억엔 → 1H27F 6,840억엔으로 성장할 것으로 예상
- TeraFab向 장비 공급에 대해서는 논의 중이나 Fab과 클린룸 부재로 수요를 100%를 확신할 수 없다고 밝힘
- 메모리 부문은 한국 메모리社들의 급격한 투자 확대와 더불어, 중국 메모리社들의 투자 강세가 지속되며 실적을 견인할 것으로 전망. 특히 올해 중국 메모리 고객들의 투자는 YoY +30% 증가하며 1분기 전 예상치를 상회할 것이라고 밝힘. DRAM 신규 장비 매출은 1H26 2,295억엔 → 2H26 3,239억엔 → 1H27 3,840억엔으로 성장할 것으로 예상

Tokyo Electron 분기별 반도체 장비 매출액 추이



자료: Tokyo Electron, 현대차증권

Tokyo Electron 지역별 매출 추이



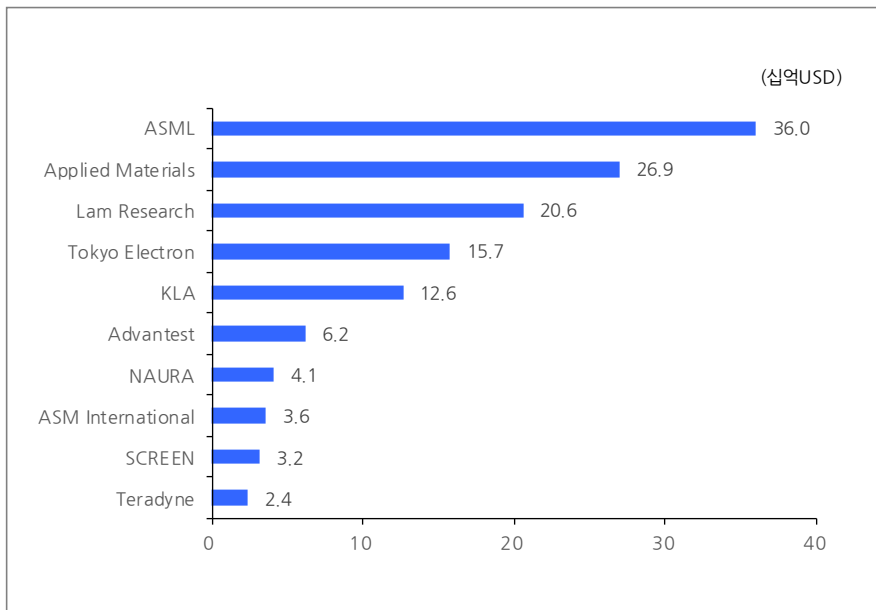
자료: Tokyo Electron, 현대차증권



# TEL – 일본 1위 반도체 장비사

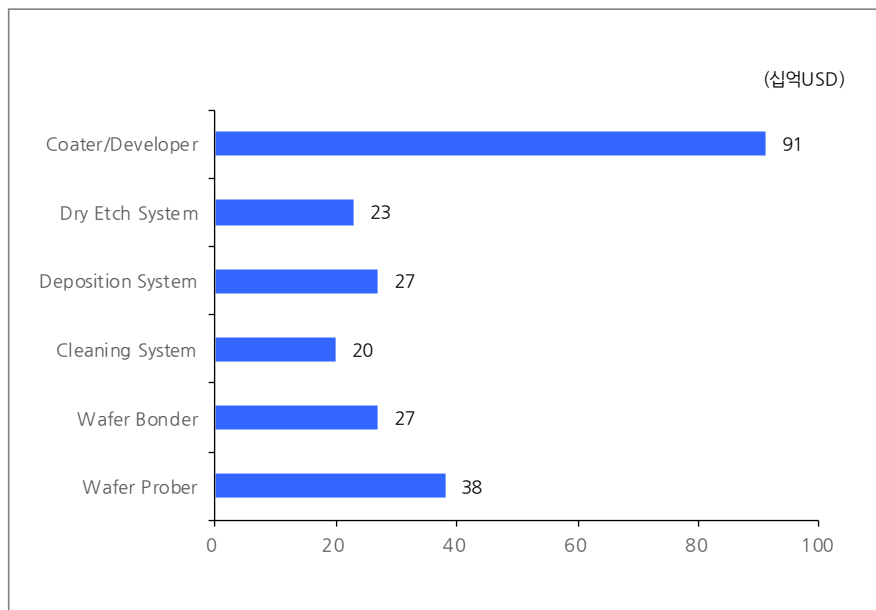
- Tokyo Electron은 매출액 기준 일본 1위, 전세계 4위의 반도체 장비 업체로 Coater/Developer에서 독점적인 지위를 보유. 특히 EUV용 Coater/Developer는 100%의 점유율을 확보
- Etcher는 HBM 단수 증가에 따른 Interconnect 수요 증가에 따라 2030년까지 5,000억엔 이상의 누적 매출액을 기록할 것으로 전망
- Bonder/Laser도 2030년까지 5,000억엔 이상의 누적 매출액이 전망. 특히 Wafer Bonder는 작년부터 HBM향으로 공급되었으며, 향후 3D NAND향으로도 공급되며 매출이 크게 성장할 것으로 예상
- Wafer Prober는 CY2025 기준 점유율 38%로 글로벌 1위이며, 선단 Logic/Foundry향으로는 100%에 가까운 점유율을 확보. 향후 테스트 시간 증가와 공정 횟수 증가에 따라 CY2025 – CY2030 연평균 15%의 성장률 기록할 것으로 보임

2025년 전세계 반도체 장비 매출액 추이



자료: Tokyo Electron, 현대차증권

2025년 Tokyo Electron 장비 점유율 추이



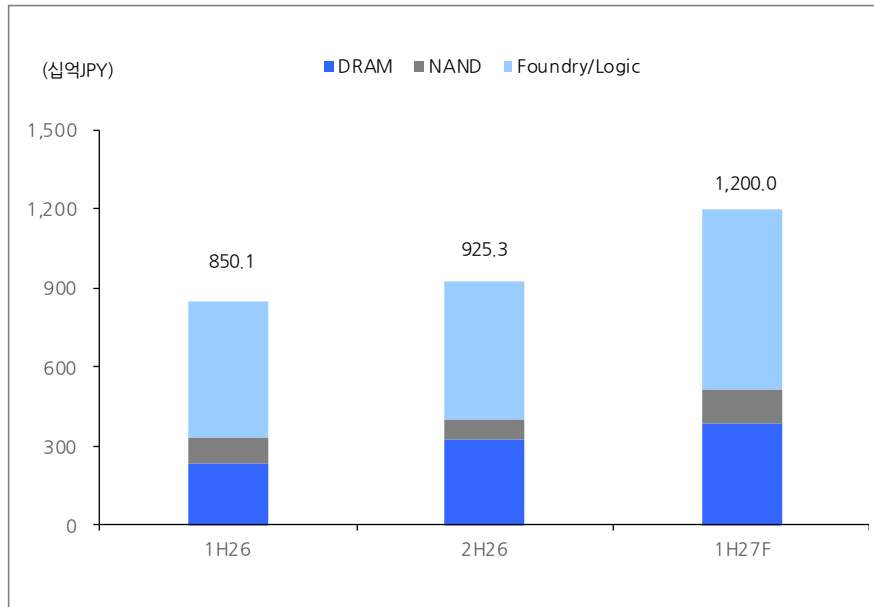
자료: Tokyo Electron, 현대차증권



# TEL – 상반기도 좋지만 하반기 더 좋다

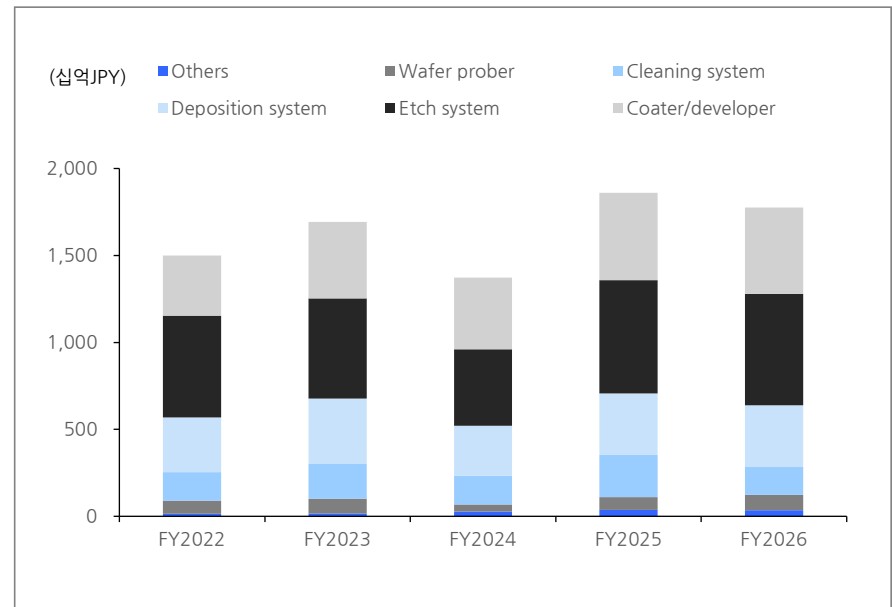
- Tokyo Electron은 FY1H27(26.04 – 26.09) 장비 매출액 가이드스 1조 2,000억엔로 제시. 1H26의 8,501억엔 대비 약 41.1% 성장하여 시장 성장률을 상회할 것으로 예상하였음. 하반기 가이드스는 아직 제시하지 않았으나, 상반기보다 하반기가 좋은 흐름 보일 것으로 전망
- 특히 1) Coater/Developer가 50%, 2) Etch System이 25% 성장하며 FY2027 실적을 견인할 것으로 예상. 또한 Advanced Packaging 向 장비 매출액은 FY2026 2,000억엔에서 올해 연간 60% 이상 성장할 것으로 예상

Tokyo Electron 반기별 매출액 추이 및 전망



자료: Tokyo Electron, 현대차증권

Tokyo Electron 장비 점유율 추이



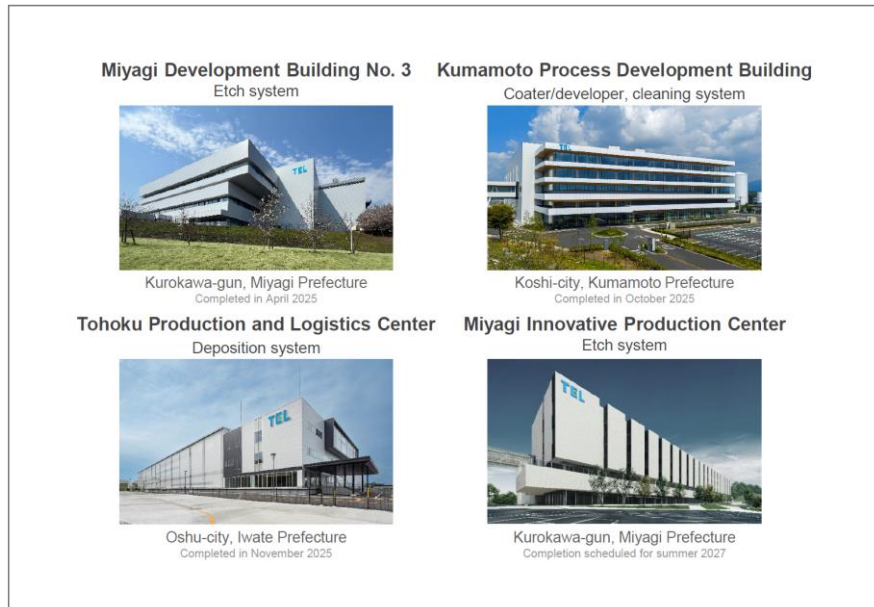
자료: Tokyo Electron, 현대차증권



# TEL – 3조엔 Capa 확보했지만 추가 확보 계획

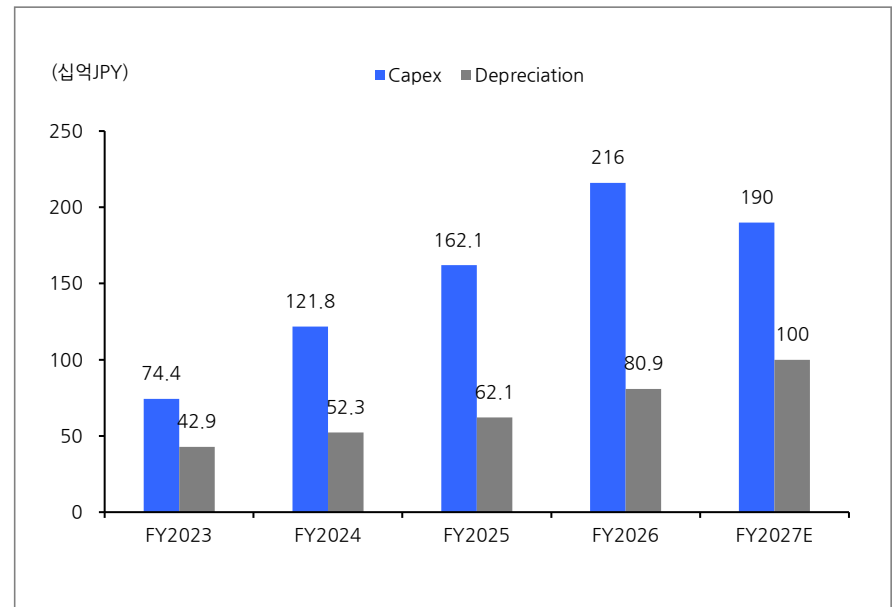
- Tokyo Electron은 4년 전 3조엔 매출액 도달을 위해 생산 Capa를 확대해왔으나, 급격한 수요 확대로 FY2027 3조엔 매출 달성할 것으로 예상
- 공장 가동을 1교대 → 2교대로 늘리는 등 가동률 상승으로 단기적 대응은 가능하나, 추가적인 Capa 확보를 위해 투자 집행하고 있음
- 2025년 말 Tohoku에 증착 전용 생산·물류센터 가동 시작했고, Miyagi에 식각 장비 생산 신규 Fab 2027년 중순 준공을 목표하고 있음. 다만 준공 이후 실제 생산은 2028년 시작될 것으로 밝힘
- 고객사들의 클린룸 공간이 예상보다 양호함에 따라 올해 – 내년초까지 클린룸 공간의 제약은 제한적일 것이라고 전망

## Tokyo Electron 주요 신공장 현황



자료: Tokyo Electron, 현대차증권

## Tokyo Electron CapEx/Depreciation 추이 및 전망

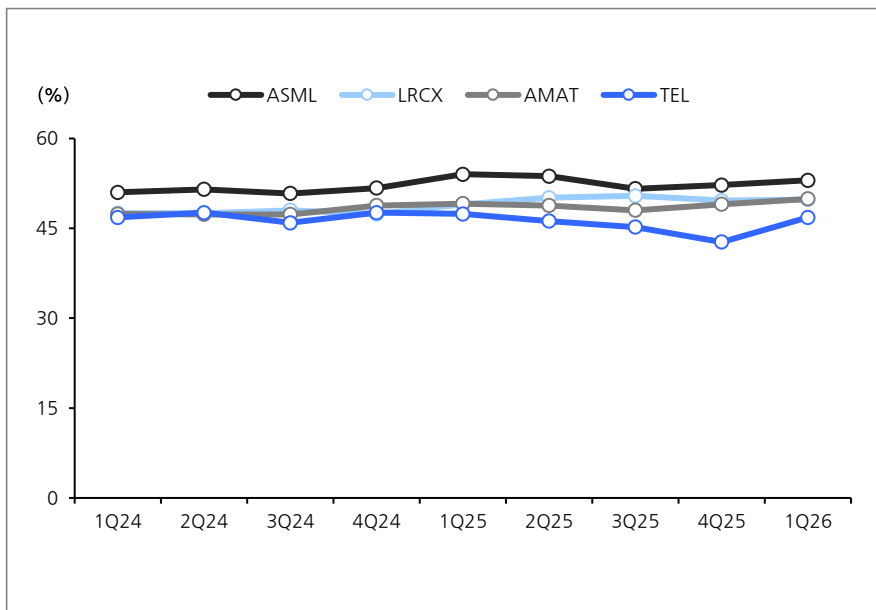


자료: Tokyo Electron, 현대차증권

# TEL – 마진 개선 위해 가격 협상 시작

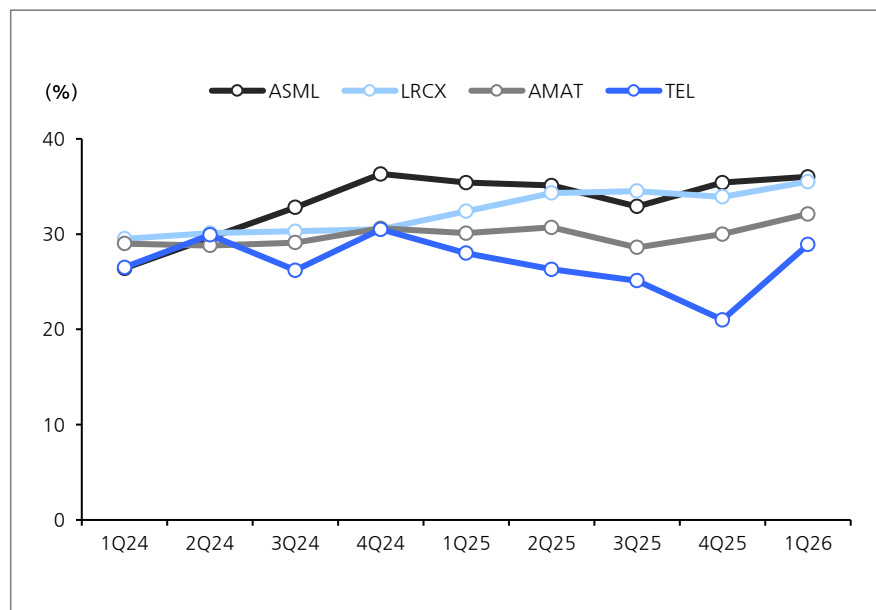
- Tokyo Electron은 중기 목표로 영업이익률 35%를 목표로 했으나, FY2026 기준 25.6%로 목표치와 미국 경쟁사(Lam Research 약 35%, Applied Materials 약 30%)대비 낮은 수준
- 현재 판가 인상을 위한 협상을 시작했으며, 단기에는 인플레이션, 인건비, 부품/소재 비용을 근거로 가격 협상을 시도하며 중장기에는 신규 장비와 기능을 기반으로 가격 인상을 시도할 계획

주요 반도체 장비 4개사 매출총이익률 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

주요 반도체 장비 4개사 영업이익률 추이



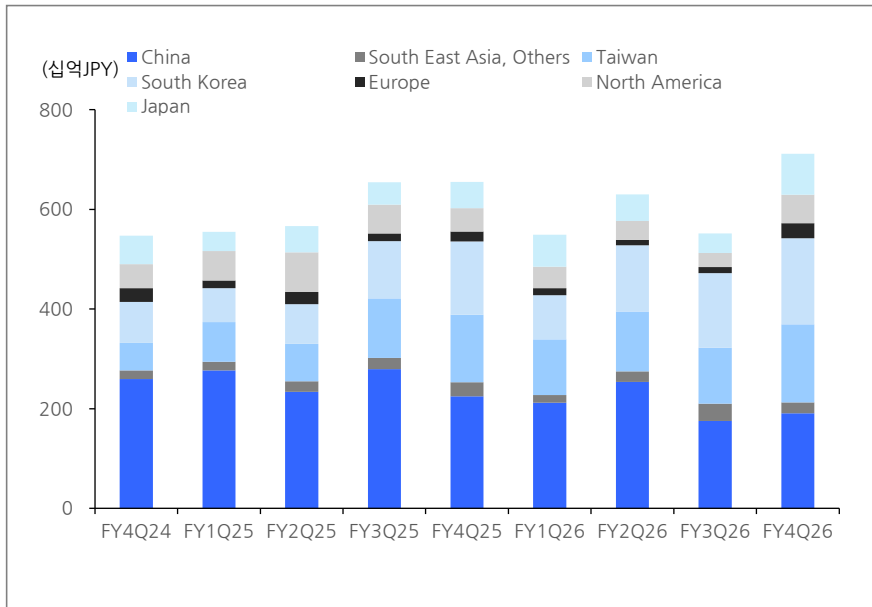
자료: Bloomberg, 현대차증권



# TEL – 중국향 매출액 감소는 일시적

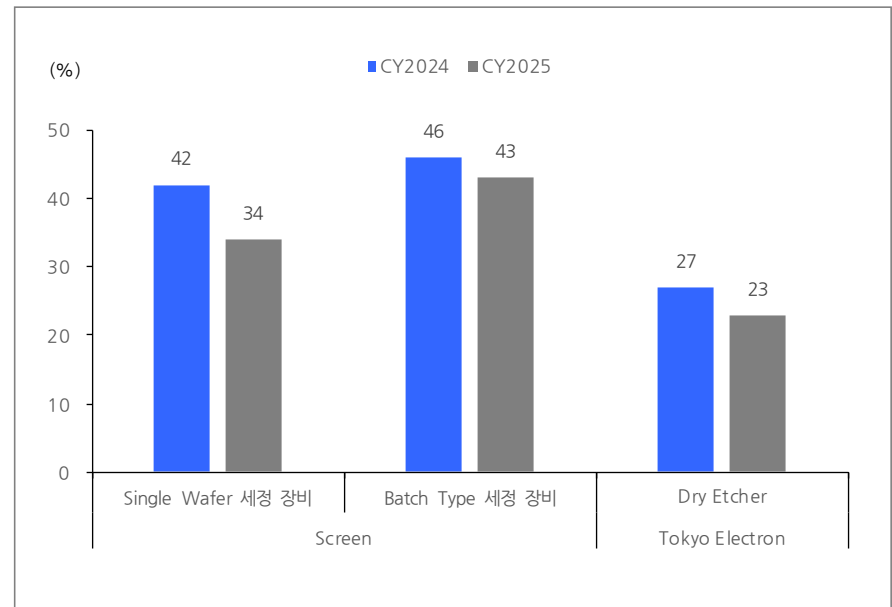
- Tokyo Electron의 Dry Etcher 점유율은 CY2024 27% → CY2025 23%로 감소. 같은 기간 Screen의 세정 장비 점유율도 Single Wafer/Batch-Type 각 CY2024 42%/46% → 34%/43%로 감소
- 다만 이러한 점유율 감소는 미국의 對중국 반도체 제재 강화에 대한 중국 반도체 제조사들의 선제 대응이 원인. 통상 미국의 반도체 규제 이후 일본의 규제는 6 – 9개월 후행하기 때문에 중국 업체들은 2H25 미국 반도체 장비 구매를 일시적으로 확대한 것으로 보임

Tokyo Electron 지역별 매출액 분기별 추이



자료: Tokyo Electron, 현대차증권

주요 일본 반도체 장비사 장비 점유율 추이



자료: Tokyo Electron, Screen, 현대차증권



---

# Advantest



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

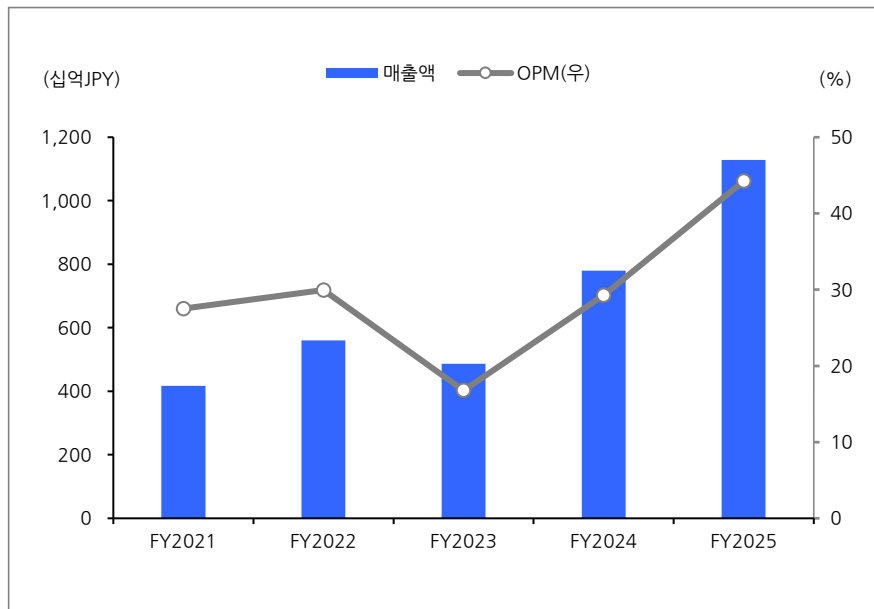


GLOBALITY

# Advantest – 글로벌 테스터 1위 기업

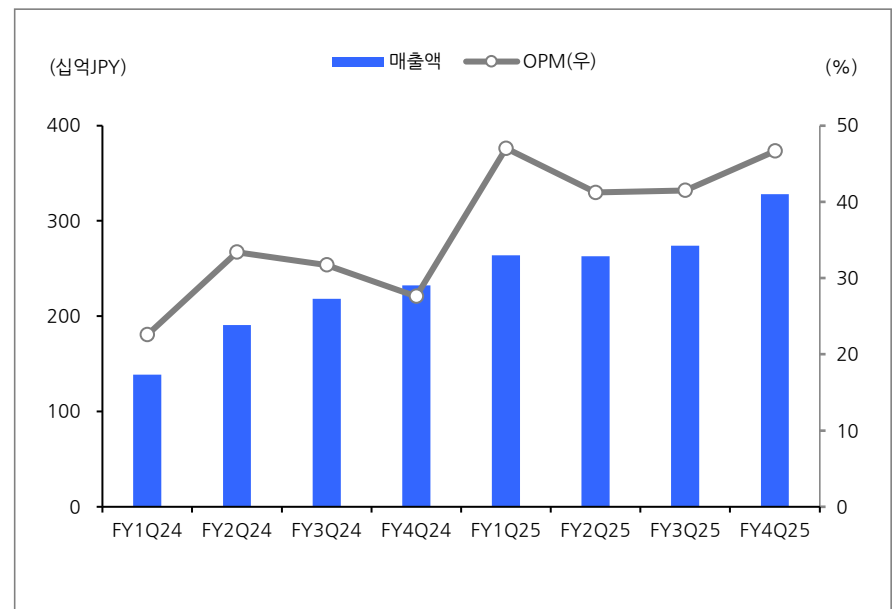
- Advantest는 반도체 테스터 글로벌 1위 기업으로, FY2025 매출 1조 1,286억엔(YoY +44.1%), 영업이익 4,991억엔(YoY +118.7%, OPM 44.2%)으로 역대 최대 실적 기록
- 특히 FY4Q25(CY1Q26) 실적은 매출액 3,281억엔(YoY +41.2%, QoQ +19.8%), 영업이익 1,531억엔(YoY +139.1%, QoQ +34.8%, OPM 46.7%)로 수익성 높은 SoC 테스터가 실적 견인
- 다만 FY2026에는 장비 부품 가격 급등으로 매출총이익률 기준 FY2025의 64.3% 대비 소폭 하락한 63.0% 전망

Advantest 연간 실적 추이 및 전망



자료: Advantest, 현대차증권

Advantest 분기 실적 추이 및 전망



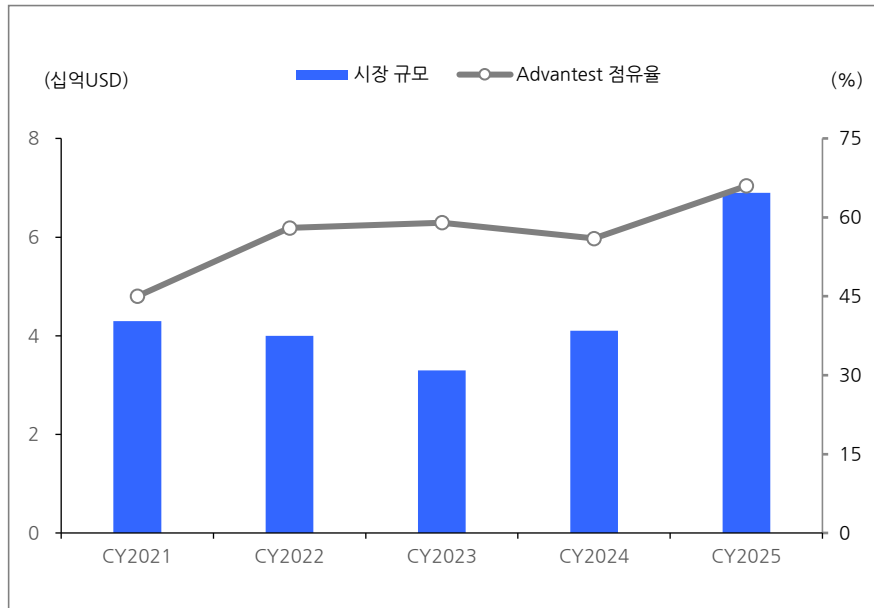
자료: Advantest, 현대차증권



# Advantest – Tester 내 60% 점유율 유지 전망

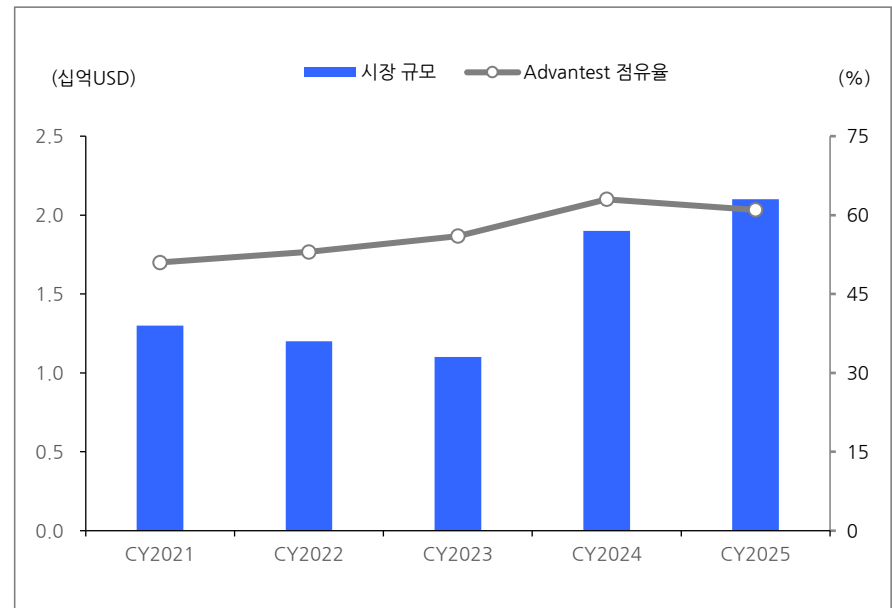
- Tester 시장 내 Advantest의 점유율은 CY2025 약 65%를 기록하며 CY2024의 58% 대비 7%p 성장
- SoC Tester 점유율이 CY2024 56% → CY2025 66%로 증가하며 성장을 견인하였으며, Memory Tester 부문은 CY2024 63% → CY2025 61%로 2%p 감소. 이는 HBM Tester 내 벤더 다변화가 원인으로 보임

Advantest SoC Tester 시장 점유율 추이



자료: Advantest, 현대차증권

Advantest Memory Tester 시장 점유율 추이



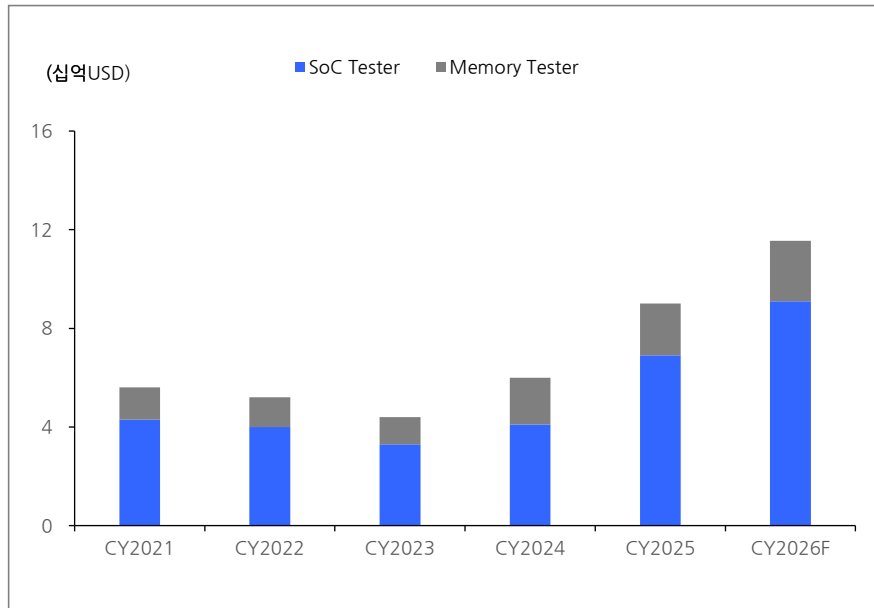
자료: Advantest, 현대차증권



# Advantest – SoC Tester 성장이 매출을 견인

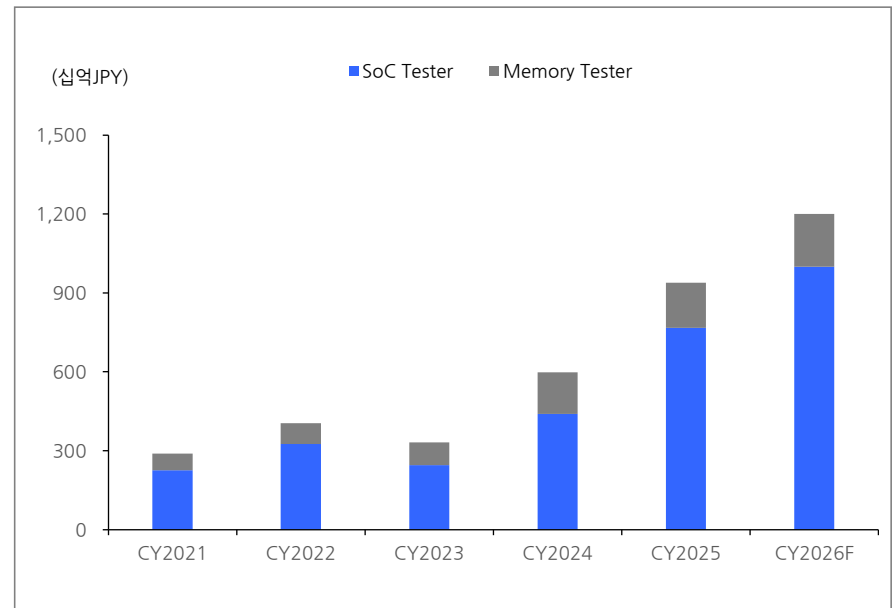
- FY2026 SoC Tester 매출은 AI 시장 성장에 따른 강한 수요를 바탕으로 YoY + 30.2% 증가한 9,995억엔을 기록할 전망. SoC Tester 전체 시장은 CY2025 69억달러에서 CY2026 87 – 95억달러까지 성장할 것으로 예상
- FY2026 Memory Tester 매출액은 YoY + 17.2% 증가한 2,010억엔으로 견조한 성장 보일 것으로 전망. 고성능 DRAM 테스트 수요 증가로 Memory Tester 전체 시장 규모는 CY2025 21억달러에서 CY2026 22억 – 27억달러까지 성장할 것으로 예상
- Memory Tester 내 비중은 DRAM이 90%, NAND 10%로 DRAM向 Tester 비중이 압도적일 것으로 보임

Tester 시장 추이 및 전망



자료: Advantest, 현대차증권

Advantest 테스터별 매출 구성 추이 및 전망



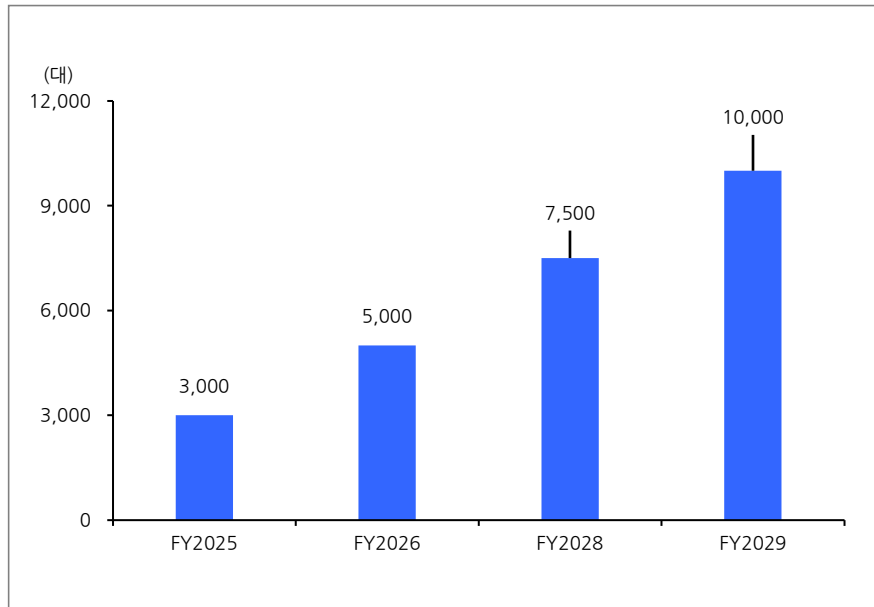
자료: Advantest, 현대차증권



# Advantest – 2029년 연간 10,000대 Capa 계획

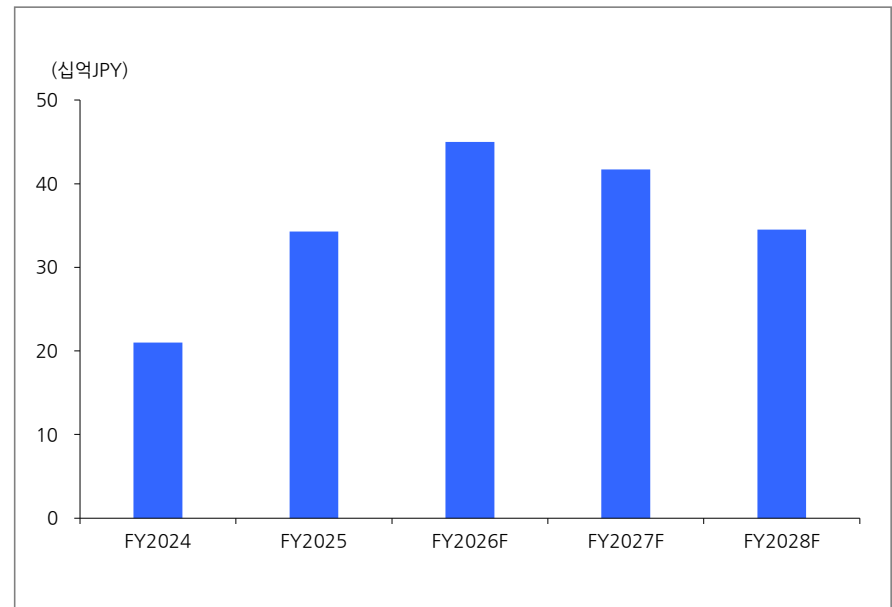
- Advantest는 FY2025 기준 연간 3,000대 수준의 장비 Capa를 FY2026 5,000대, 2029년까지는 10,000대로 확대할 계획
- 이는 1) AI GPU · ASIC의 생산량과 칩 종류의 다변화, 2) AI 가속기들의 다이 대형화와 칩렛 구조 고도화에 따른 테스트 시간 증가에 따른 테스트 수요 증가에 대응하기 위한 것으로 추정
- 또한 수익성이 높은 SoC Tester에 집중할 계획으로, 메모리 번인 테스터를 공급하는 국내 테스트 장비사들에게는 기회가 있을 것으로 기대

Advantest Capa 추이 및 전망



자료: Advantest, 현대차증권

Advantest CapEx 추이 및 전망



자료: Advantest, Bloomberg, 현대차증권



---

# Hoya



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

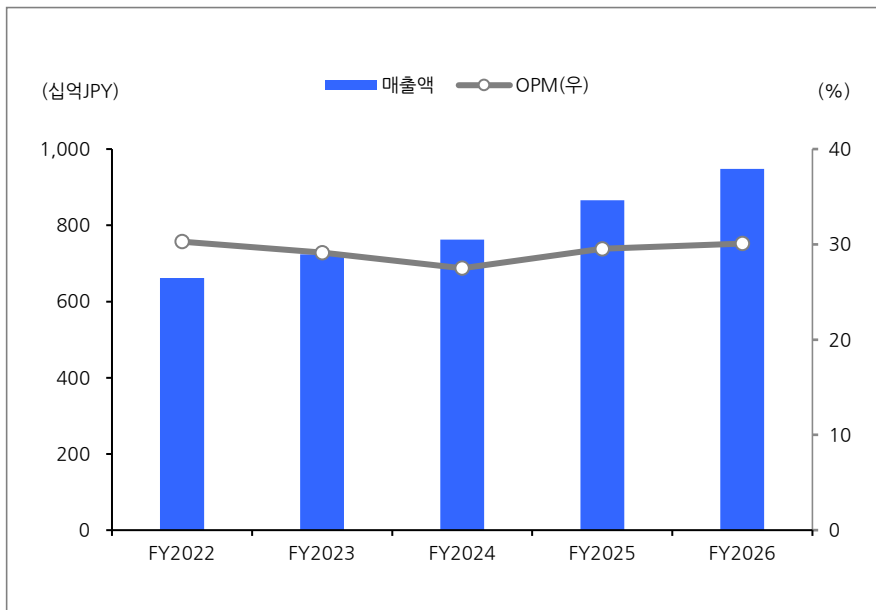


GLOBALITY

# Hoya – FY2025 사상 최대 실적 기록

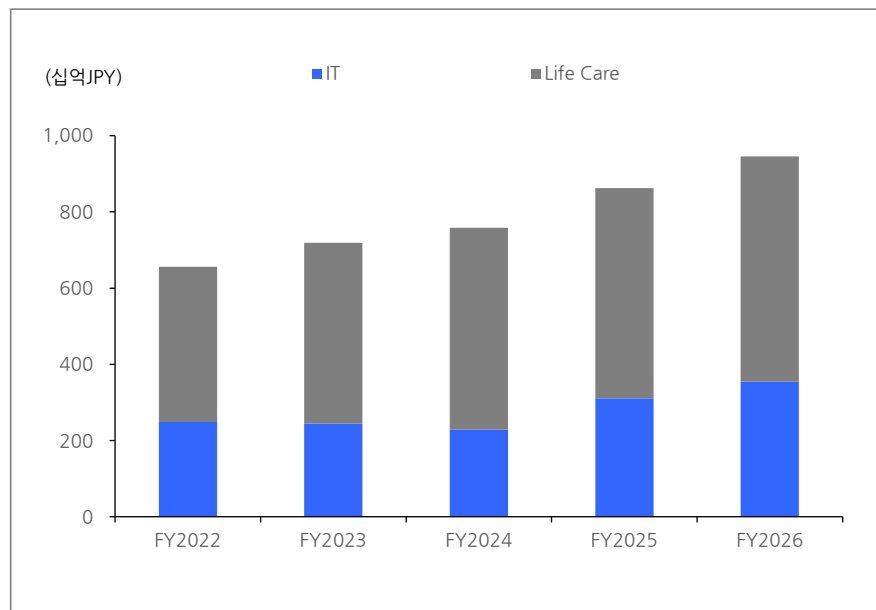
- Hoya는 FY2025 매출액 9,477억엔(YoY +9.4%), 영업이익 2,852억엔(YoY +11.5%, OPM 30.1%)으로 역대 최대 실적 기록
- IT부문(마스크 블랭크, HDD 유리 디스크)이 FY2025 매출액 3,548억엔(YoY +14.0%), 영업이익 1,863억엔(YoY +10.6%, OPM 52.5%)로 실적 성장을 견인
- Life Care 부문(렌즈, 의료기기 등)도 FY2025 매출액 5,907억엔(YoY +7.2%), 영업이익 1,070억엔(YoY +12.1%, OPM 18.1%)로 견조한 성장 기록

Hoya 실적 추이 및 전망



자료: Hoya, 현대차증권

Hoya 부문별 실적 추이

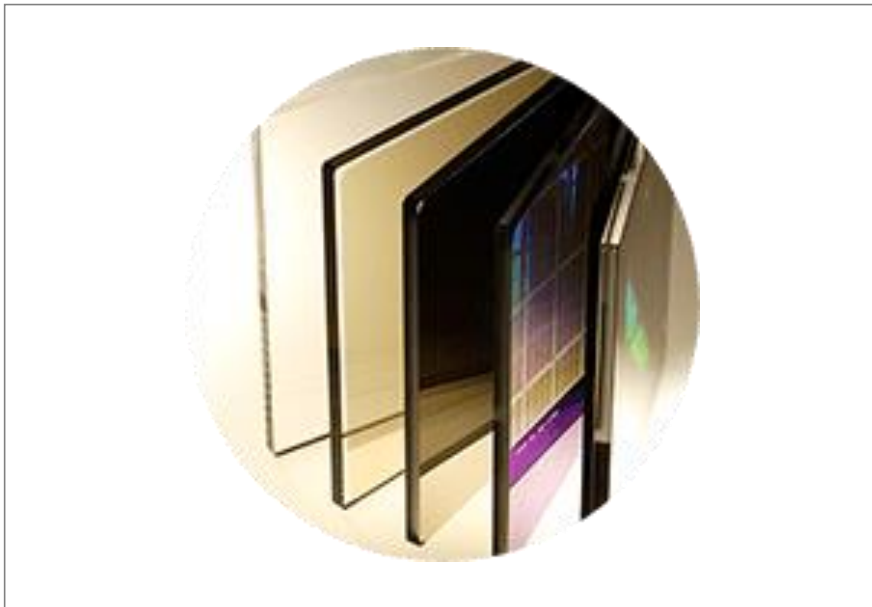


자료: Hoya, 현대차증권

# Hoya – EUV 마스크 블랭크 글로벌 점유율 1위

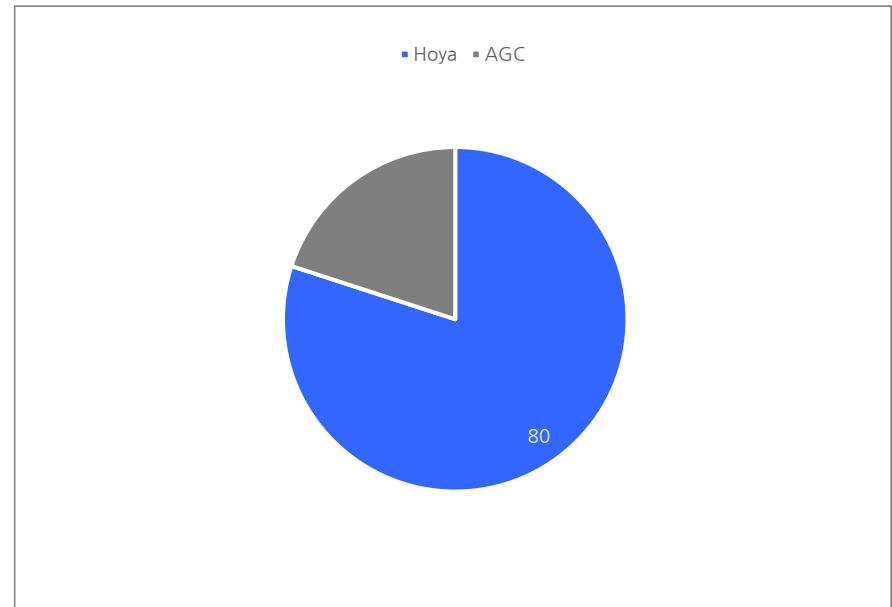
- Hoya의 EUV 마스크 블랭크는 점유율 80%로 산업 내 압도적인 지위를 유지하고 있으며, 2위는 일본의 AGC가 20%의 점유율 보유
- 마스크 블랭크 매출 내 EUV와 DUV의 비중은 6:4로, DUV 블랭크 마스크는 일본의 신에쓰화학과의 경쟁
- EUV 마스크 블랭크는 유리 기판에 80층의 금속막을 증착한 것으로, 층 사이에 파티클 제어를 통해 절대 평탄도를 확보하는 것이 핵심 기술로 현재 Hoya 사업부 중 EUV 마스크 블랭크가 가장 높은 수익성 보임
- 주요 고객사들의 공정 미세화와 칩 설계 다양화에 따라 마스크 블랭크 수요 증가하고 있으며, Hoya는 약 420억엔을 투자하여 FY2028 양산을 목표로 싱가포르에 신규 Fab 증설 계획

Hoya의 마스크 블랭크



자료: Hoya, 현대차증권

EUV 마스크 블랭크 시장 점유율 추이(FY2025)



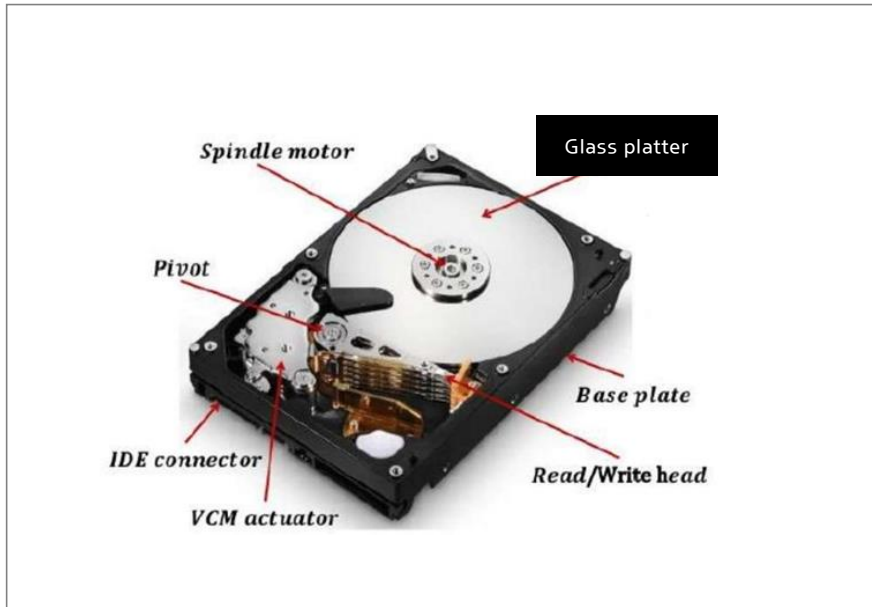
자료: Hoya, 현대차증권



# Hoya – HDD향 유리 디스크 독점 중

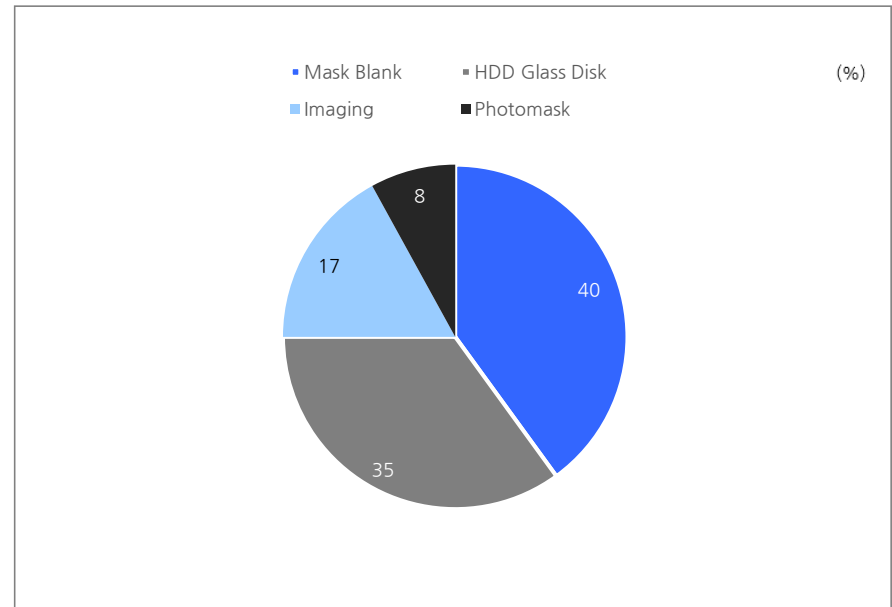
- Hoya는 HDD향 유리 디스크를 공급하고 있으며, 고객사로는 Seagate를 확보. Western Digital, Toshiba는 현재 알루미늄 기반 디스크 사용하고 있으나, 장기적으로 두 HDD 제조사도 고객사로 확보할 수 있을 것으로 기대
- HDD 유리 디스크 제조의 해자는 높은 수율. 연 수억 개 이상의 유리 디스크를 99% 이상의 수율로 제조하는 것이 핵심 기술로 HDD향 유리 디스크에서 Hoya는 100%의 점유율을 확보하고 있음
- IT부문 내 마스크 블랭크, 유리 디스크 외 핵심 제품은 CuPO가 있음. 해당 제품은 유리 안의 구리 미립자를 분산시켜 특정 편광만 통과시키는 소재로 광 트랜시버의 핵심 부품으로 공급되며 Coherent를 주요 고객으로 확보하고 있음

Hoya의 HDD향 유리 디스크



자료: Hoya, 현대차증권

Hoya IT 부문 내 사업별 비중 추이(CY2025)



자료: Hoya, 현대차증권



---

# Chapter 2.

## 메모리 반도체 및 Foundry 산업



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



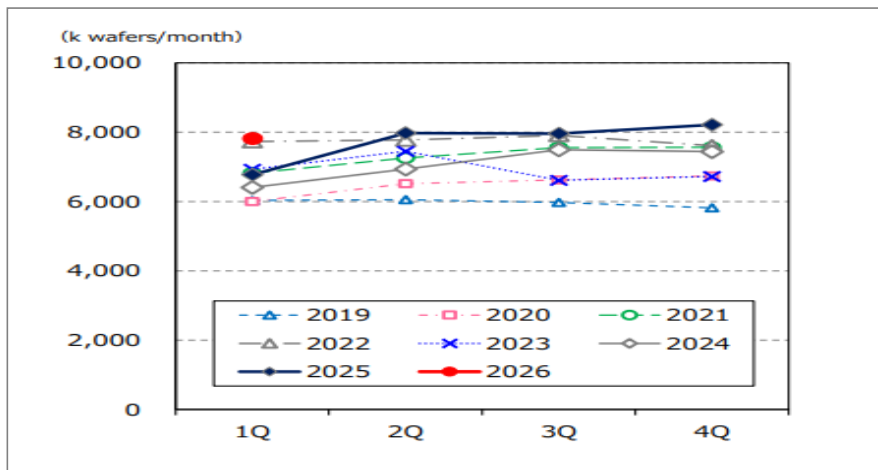
PEOPLE



GLOBALITY

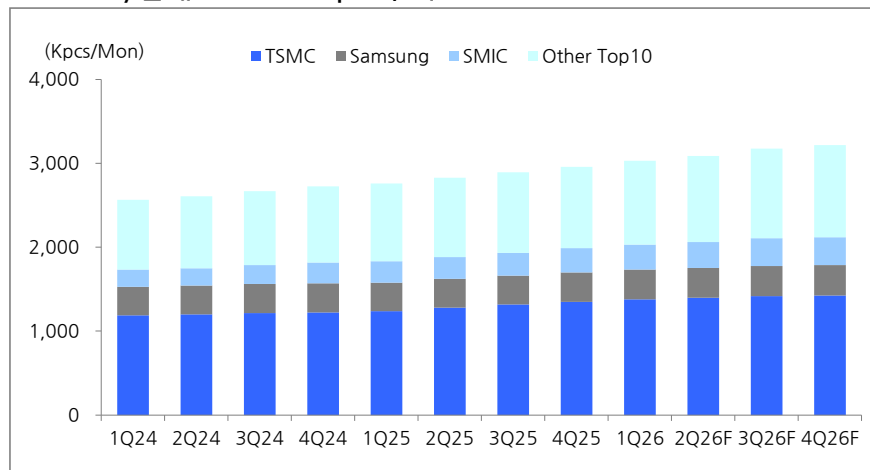
# DRAM Wafer Capa는 확대 / NAND의 Capa 증가는 제한적

전세계 Wafer 출하량 추이



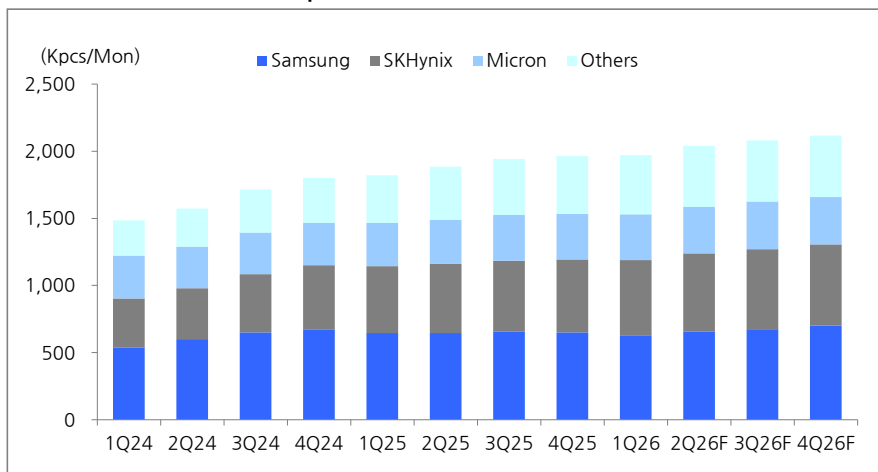
자료: SUMCO

Foundry업체 Wafer Capa 추이



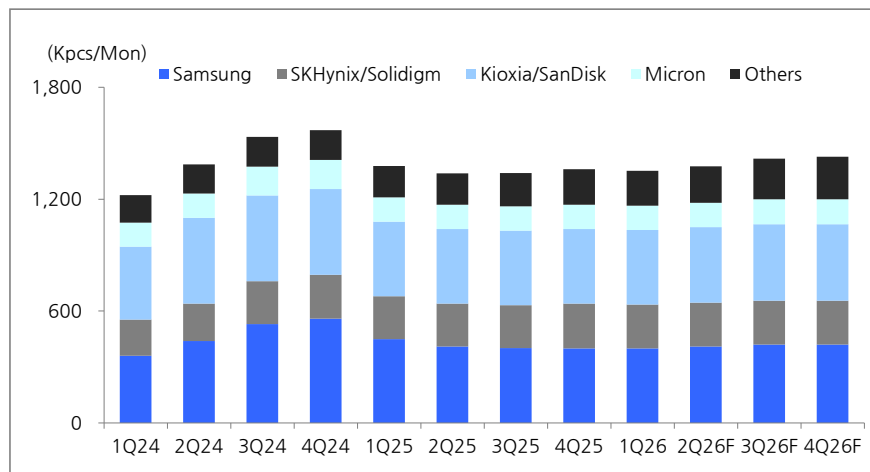
자료: 현대차증권, TrendForce

DRAM업체 Wafer Capa 추이



자료: 현대차증권, TrendForce

NAND업체 Wafer Capa 추이

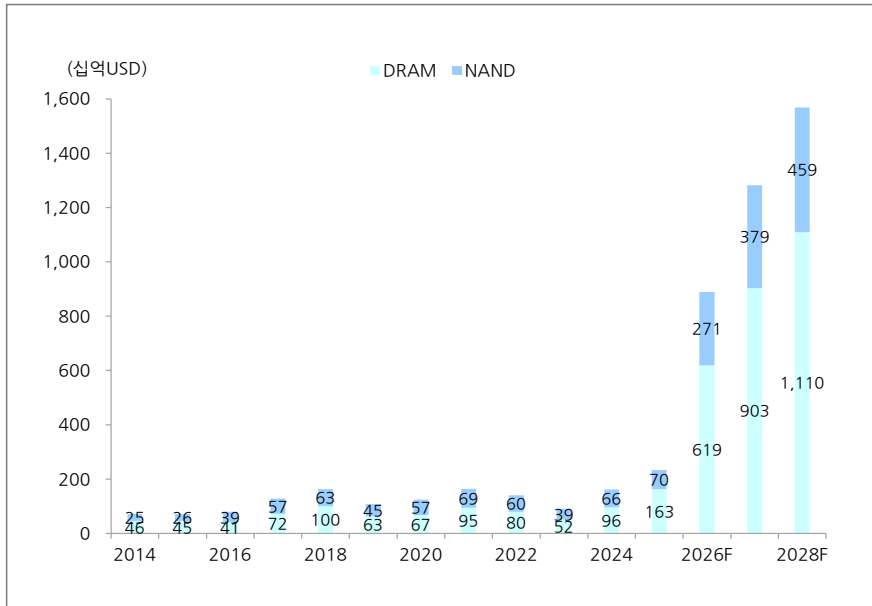


자료: 현대차증권, TrendForce

# 28년까지 메모리 반도체 시장 성장세 지속될 전망

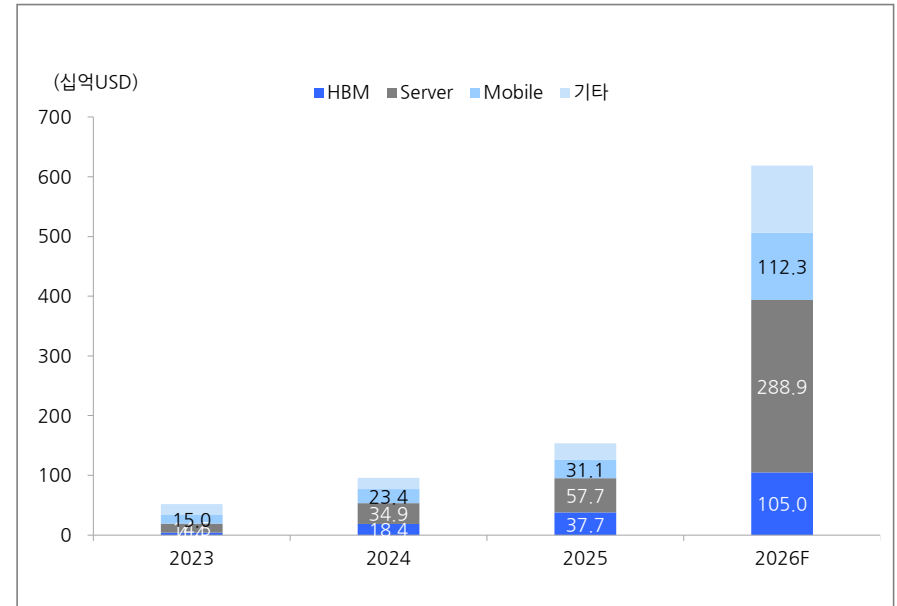
- 주요 고객사들의 LTA 확대 속에 메모리 반도체 가격은 기존 예상치를 크게 상회하는 수준에서 가격 협상이 진행되고 있음
- Agentic AI 확산을 통해 인간의 서비스를 AI로 교체하면서 Data 전달 빈도와 밀도가 기존 Chatbot 대비 급상승하고 있음
- 26년 1분기 DRAM 시장과 NAND 시장은 QoQ로 각각 81.0%, 81.5% 성장한 USD 970억, USD 405억 기록한 것으로 보임
- 2026년 DRAM 시장은 YoY로 280.4% 성장한 USD 6,187억, NAND 시장은 YoY로 286.6% 성장한 USD 2,706억 전망
- 2027년과 2028년 메모리 반도체 시장은 YoY로 각각 44.2%, 22.3% 성장하면서 가파른 성장세는 둔화될 것으로 예상

메모리 반도체 시장 전망



자료: 현대차증권, TrendForce

금액 기준 메모리 반도체 시장 추이



자료: 현대차증권, TrendForce

# 1분기 메모리 반도체 시장 QoQ로 81.8% 성장

## 메모리 반도체 회사 매출액과 시장 점유율 추이

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
<b>DRAM</b>													
<b>매출액 (백만USD)</b>													
삼성	4,170	4,530	5,250	7,950	8,050	9,820	10,700	11,250	9,100	10,350	13,500	19,300	37,323
SK하이닉스	2,312	3,443	4,626	5,560	5,703	7,911	8,945	10,458	9,718	12,229	13,750	17,221	27,982
Micron	2,550	2,950	3,075	3,350	3,945	4,500	5,775	6,400	6,575	6,950	10,650	11,975	21,750
기타	459	506	530	604	604	670	597	489	1,620	2,105	3,499	5,082	9,946
<b>합계</b>	<b>9,491</b>	<b>11,429</b>	<b>13,480</b>	<b>17,464</b>	<b>18,347</b>	<b>22,901</b>	<b>26,017</b>	<b>28,598</b>	<b>27,013</b>	<b>31,634</b>	<b>41,399</b>	<b>53,578</b>	<b>97,000</b>
<b>시장 점유율</b>													
삼성	43.9%	39.6%	38.9%	45.5%	43.9%	42.9%	41.1%	39.3%	33.7%	32.7%	32.6%	36.0%	38.5%
SK하이닉스	24.4%	30.1%	34.3%	31.8%	31.1%	34.5%	34.4%	36.6%	36.0%	38.7%	33.2%	32.1%	28.8%
Micron	26.9%	25.8%	22.8%	19.2%	21.5%	19.6%	22.2%	22.4%	24.3%	22.0%	25.7%	22.4%	22.4%
기타	4.8%	4.4%	3.9%	3.5%	3.3%	2.9%	2.3%	1.7%	6.0%	6.7%	8.5%	9.5%	10.3%
<b>NAND</b>													
<b>매출액 (백만USD)</b>													
삼성	2,930	2,900	2,900	4,200	5,400	6,200	6,200	5,600	4,200	5,200	6,000	6,600	13,510
SK하이닉스+Solidigm	1,316	1,666	1,864	2,480	3,272	3,716	3,630	3,392	2,187	3,335	3,526	5,212	7,534
Kioxia	1,851	1,828	1,336	1,443	1,822	2,326	2,662	2,658	1,916	2,135	2,841	3,311	5,960
SanDisk	1,307	1,377	1,556	1,665	1,705	1,761	1,884	1,876	1,695	1,901	2,308	3,025	5,950
Micron	885	1,213	1,150	1,138	1,720	1,981	2,507	2,275	2,025	2,100	2,423	3,025	5,950
기타	337	355	423	560	791	813	725	721	1,150	1,112	1,200	1,150	2,070
<b>합계</b>	<b>8,626</b>	<b>9,338</b>	<b>9,229</b>	<b>11,485</b>	<b>14,710</b>	<b>16,797</b>	<b>17,608</b>	<b>16,522</b>	<b>13,173</b>	<b>15,783</b>	<b>18,298</b>	<b>22,323</b>	<b>40,974</b>
<b>시장 점유율</b>													
삼성	34.0%	31.1%	31.4%	36.6%	36.7%	36.9%	35.2%	33.9%	31.9%	32.9%	32.8%	29.6%	33.0%
SK하이닉스+Solidigm	15.3%	17.8%	20.2%	21.6%	22.2%	22.1%	20.6%	20.5%	16.6%	21.1%	19.3%	23.3%	18.4%
Kioxia	21.5%	19.6%	14.5%	12.6%	12.4%	13.8%	15.1%	16.1%	14.5%	13.5%	15.5%	14.8%	14.5%
WDC	15.2%	14.7%	16.9%	14.5%	11.6%	10.5%	10.7%	11.4%	12.9%	12.0%	12.6%	13.6%	14.5%
Micron	10.3%	13.0%	12.5%	9.9%	11.7%	11.8%	14.2%	13.8%	15.4%	13.3%	13.2%	13.6%	14.5%
기타	3.9%	3.8%	4.6%	4.9%	5.4%	4.8%	4.1%	4.4%	8.7%	7.0%	6.6%	5.2%	5.1%

자료: 현대차증권, TrendForce



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



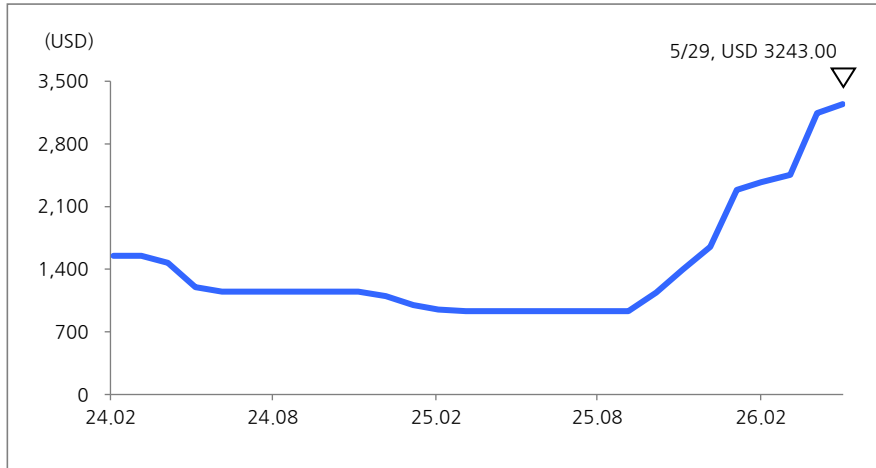
PEOPLE



GLOBALITY

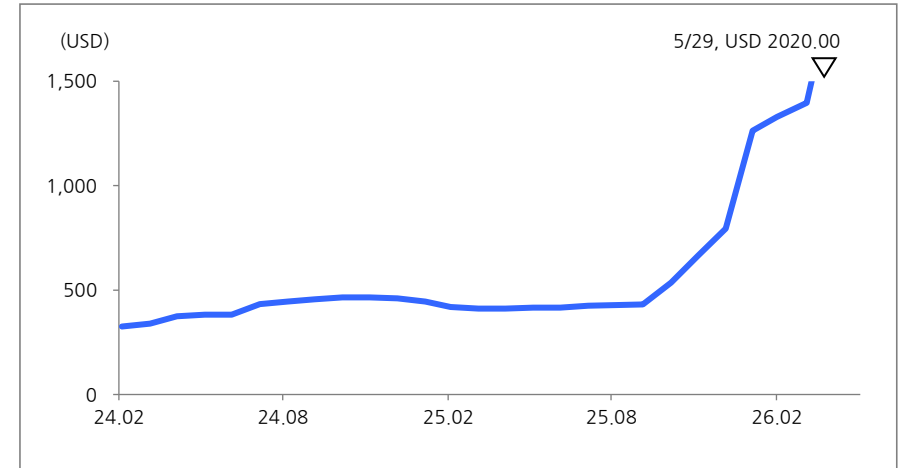
# 5월까지 2분기 고정가격은 QoQ로 35~50% 상승세

Server DDR5 128GB (3DS) 5600Mbps 고정가격 추이



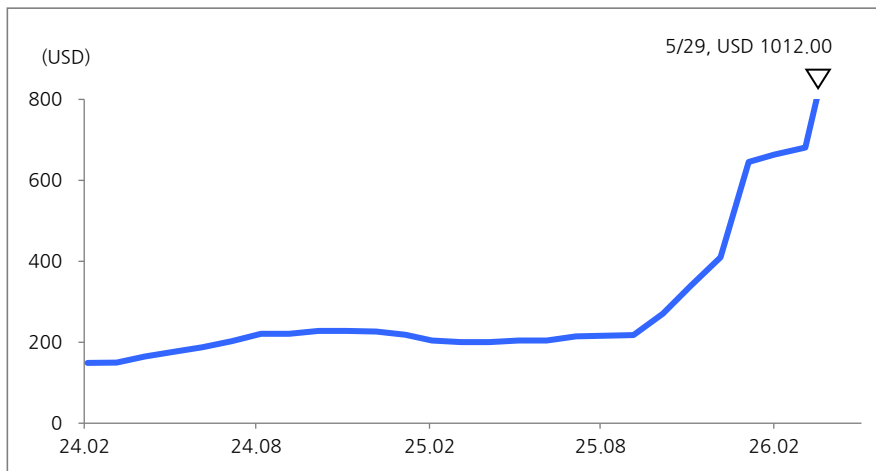
자료: TrendForce

Server DDR5 5600Mbps 96GB 고정가격 추이



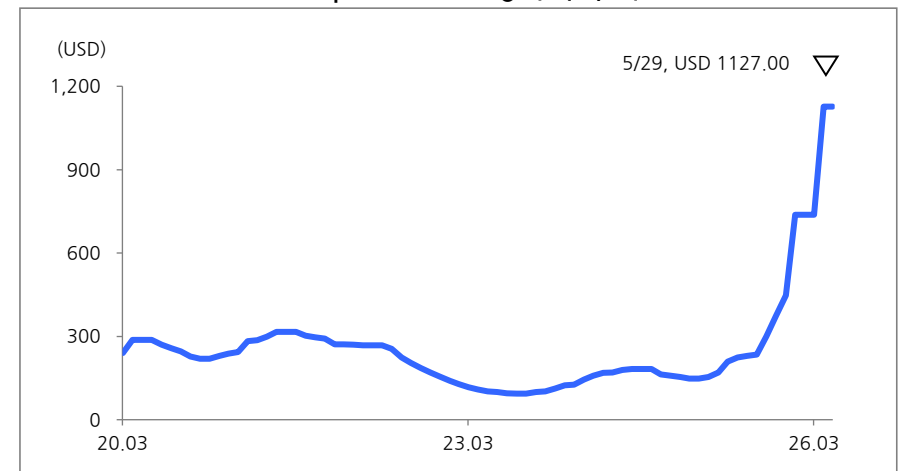
자료: TrendForce

Server DDR5 5600Mbps 48GB 고정가격 추이



자료: TrendForce

Server DDR4 3200Mbps 64GB 고정가격 추이



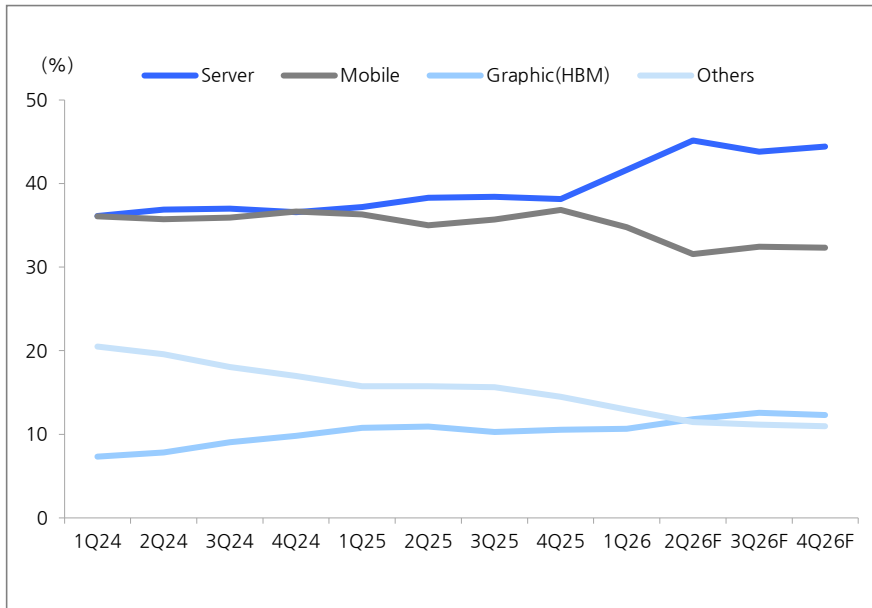
자료: TrendForce



# 26년 Server DRAM의 Bit 출하량 비중은 44%까지 상승 예상

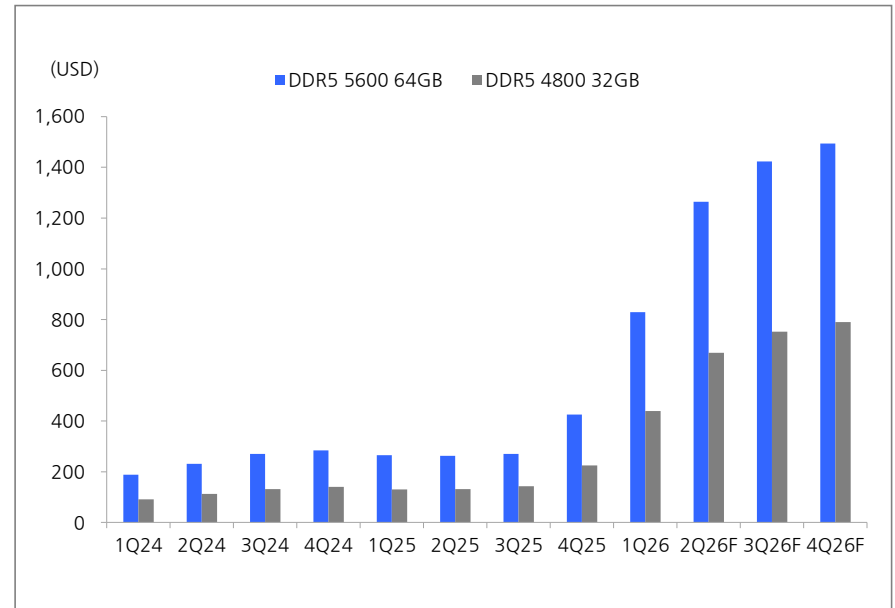
- Agentic AI 수요 확대 속에 Bit 출하량에서 Server DRAM 비중은 2025년 38%에서 2026년에는 44%까지 상승 예상
- 1분기 금액 기준 Server DRAM 비중은 전체 DRAM 시장의 46.7% 기록 / 2025년 Server DRAM의 금액 기준 비중은 37.5%
- NVIDIA를 제외한 대부분의 x86과 Custom ARM CPU 업체들은 Server DRAM을 장착 / Server DRAM Bit 출하량은 YoY로 48.2% 증가할 것으로 예상
- TrendForce는 2분기와 3분기 QoQ Server DRAM ASP 상승률을 각각 52.6%, 12.5% 예상

DRAM 제품별 출하량 비중 추이



자료: TrendForce

분기별 Server DRAM ASP 추이



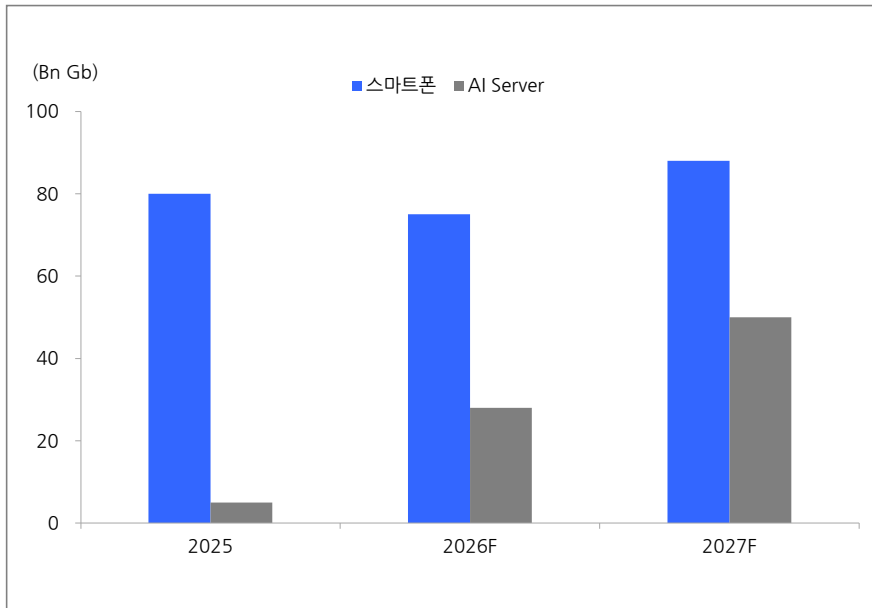
자료: 현대차증권, TrendForce



# 26년 Mobile DRAM의 Bit 출하량 비중은 33%까지 감소 예상

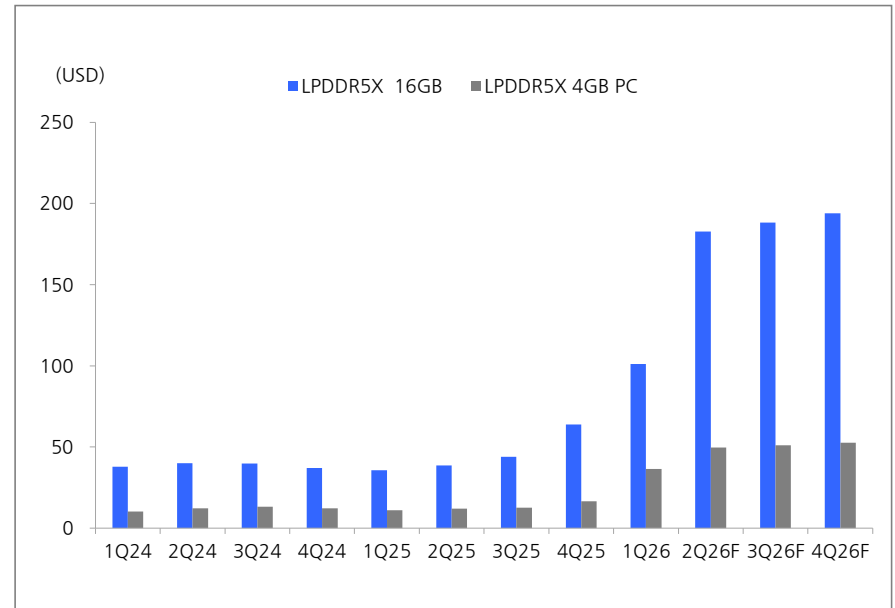
- 메모리 제품 가격 상승 등으로 스마트폰 수요가 위축되면서 2026년 Mobile DRAM 비중은 36%에서 33%로 위축 예상
- 금액 기준으로는 저가 Mobile DRAM 수요 증가 속에 25년 20.2%에서 26년에는 18.2%로 위축 예상
- 전체 Mobile DRAM 시장은 제품 가격 상승 속에 YoY로 262.1% 증가한 USD 1,123억 예상 / Bit 출하량은 YoY로 17.1% 증가
- TrendForce는 2분기와 3분기 QoQ Mobile DRAM ASP 상승률을 각각 40% 이상, 3% 상승으로 추정
- NVIDIA의 Vera CPU 수요 증가 속에 2027년에는 SOCAMM2 수요 급증 예상 / SOCAMM은 스마트폰용 DRAM Bit 수요의 57%대까지 상승할 것으로 전망

LPDDR 주요 Application별 Bit 출하량 추이



자료: TrendForce

분기별 Mobile DRAM ASP 추이



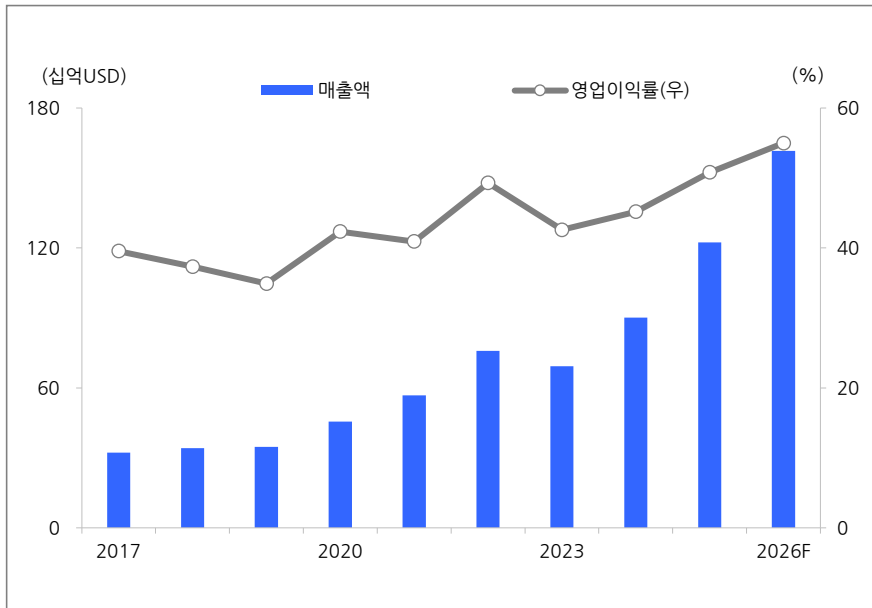
자료: 현대차증권, TrendForce



# TSMC는 26년과 27년에 USD 560억, USD 800억 Capex 예상

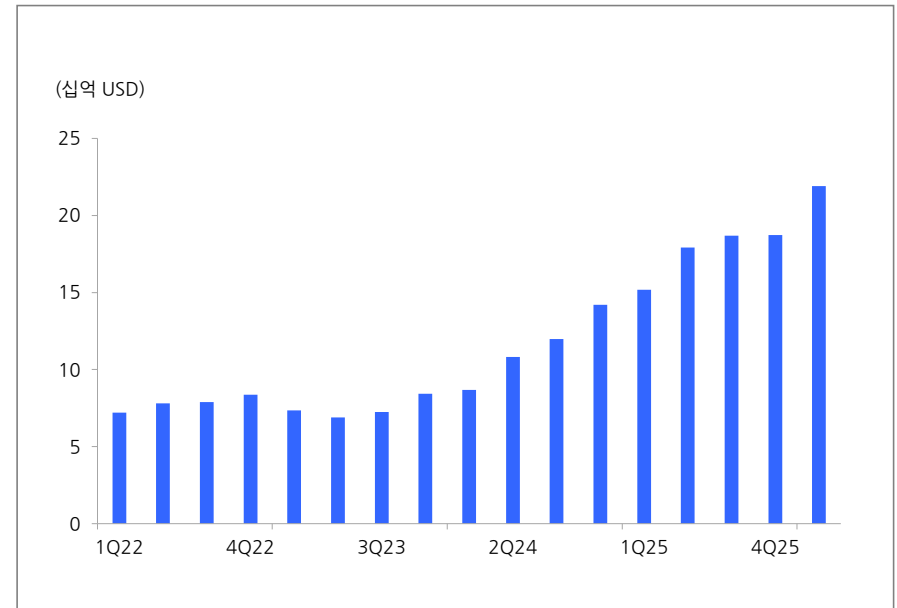
- TSMC는 2026년 매출액은 YoY로 30% 이상 성장 예상 / 2026년 Capex는 USD 560억 투자
- 2027년 Capex는 USD 800억 예상 / 신규 Fab과 AP 투자 확대할 것으로 보임
- AP의 경우 CoWoS, SoIC 등 System Packaging 수요 증가에 힘입어 큰 폭의 Capex 확대 예상
- TSMC의 1분기 HPC 매출액은 QoQ로 17.0% 증가 → NVIDIA Data Center 매출액도 호조 예상

TSMC 실적 추이



자료: 현대차증권, TSMC

TSMC HPC 매출액 추이



자료: TSMC



# Tester의 Lead Time을 고려시 4분기 Rubin 공급 본격화 예상

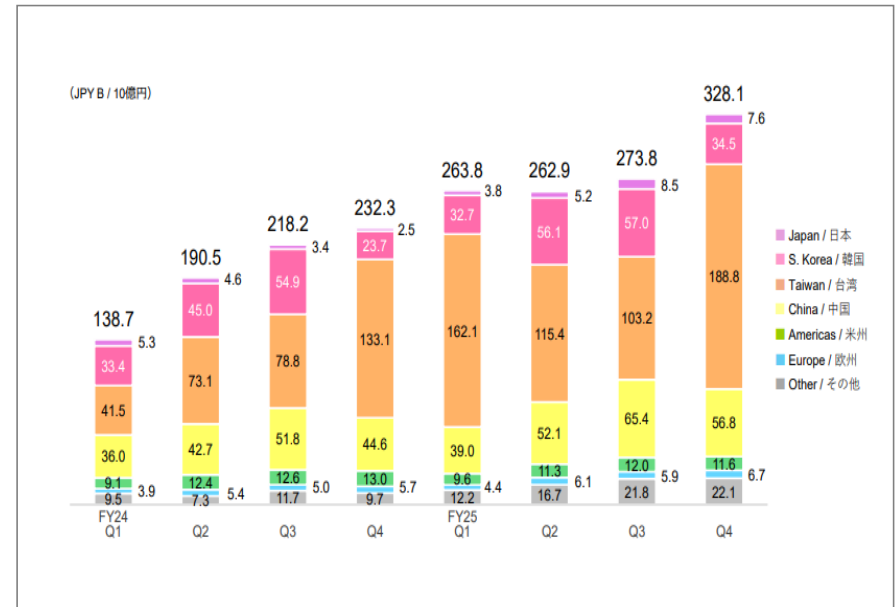
- Rubin Ultra의 Transistor 수는 6,720억개로 Rubin 대비 2배 증가
- CoWoS-L의 크기 상승으로 수율 이슈 부각: TSMC의 양산에 어려움이 있을 경우 공급 불확실성 상존
- TSMC는 1.6nm / 1.4nm/ 1.3nm를 통해 HPC 반도체 고도화 예정
- 4 Die Chiplet의 어려움이 커질 경우 믿을 것은 미세공정 전환
- 세계 시장 점유율 66%의 Advantest의 SoC Tester Lead Time을 고려시 2026년 4분기부터 Rubin 공급 본격화 예상

## NVIDIA GPU의 Transistor 수

Transistor 수	800억개	2,080억개	3,360억개	6,720억개
Chip 실물				
Architecture	Hopper	Blackwell	Rubin	Rubin Ultra

자료: NVIDIA

## Advantest 지역별 매출액 추이



자료: Advantest



# Foundry 산업 : 1분기 TSMC 점유율은 72.3% 기록

- TSMC의 시장 점유율은 선단 공정의 Wafer ASP 상승에 힘입어 25년에 70% 기록 / 1분기 TSMC 시장 점유율은 72.3% 기록
- 삼성 Foundry 점유율은 26년 하반기부터 본격적으로 회복 예상 / 중국 비상장 기업들 매출액은 통계에서 제외되었다는 점에서 해당 기업들의 점유율을 고려할 때 기존 점유율은 동 수치보다 낮을 것으로 보임

## 분기별 Foundry 매출액과 시장 점유율 추이

(백만 USD)

Revenue	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
TSMC	16,735	15,656	17,249	19,660	18,847	20,819	23,527	26,854	25,517	30,239	33,063	33,723	35,855
Samsung	2,757	3,234	3,690	3,619	3,357	3,833	3,305	3,260	2,893	3,159	3,184	3,399	3,201
GlobalFoundries	1,841	1,845	1,852	1,854	1,549	1,632	1,739	1,830	1,575	1,688	1,688	1,830	1,634
UMC	1,784	1,833	1,801	1,727	1,737	1,756	1,873	1,867	1,759	1,903	1,975	1,993	1,930
SMIC	1,462	1,560	1,620	1,678	1,750	1,901	2,171	2,207	2,247	2,209	2,382	2,489	2,505
HuaHong Group	845	845	766	657	673	708	982	1,042	1,011	1,061	1,213	1,215	1,230
VIS	269	321	333	304	306	342	366	357	363	379	412	406	398
PSMC	332	330	305	330	316	320	336	333	327	345	363	370	386
Tower	356	357	358	352	327	351	371	387	358	372	396	440	414
DBHitek	234	235	204	194	197	218	212	203	205	241	270	268	255
Nexchip	162	268	283	304	310	300	332	344	353	363	409	388	400
Others	1,015	1,259	1,355	1,444	1,159	1,225	1,169	1,325	1,111	1,140	1,209	1,393	1,400
<b>Total Foundry Revenue</b>	<b>27,791</b>	<b>27,744</b>	<b>29,816</b>	<b>32,123</b>	<b>30,528</b>	<b>33,405</b>	<b>36,382</b>	<b>40,010</b>	<b>37,720</b>	<b>43,099</b>	<b>46,564</b>	<b>47,913</b>	<b>49,608</b>
Market Share	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
TSMC	60.2%	56.4%	57.9%	61.2%	61.7%	62.3%	64.7%	67.1%	67.6%	70.2%	71.0%	70.4%	72.3%
Samsung	9.9%	11.7%	12.4%	11.3%	11.0%	11.5%	9.1%	8.1%	7.7%	7.3%	6.8%	7.1%	6.5%
GlobalFoundries	6.6%	6.7%	6.2%	5.8%	5.1%	4.9%	4.8%	4.6%	4.2%	3.9%	3.6%	3.8%	3.3%
UMC	6.4%	6.6%	6.0%	5.4%	5.7%	5.3%	5.1%	4.7%	4.7%	4.4%	4.2%	4.2%	3.9%
SMIC	5.3%	5.6%	5.4%	5.2%	5.7%	5.7%	6.0%	5.5%	6.0%	5.1%	5.1%	5.2%	5.0%
HuaHong Group	3.0%	3.0%	2.6%	2.0%	2.2%	2.1%	2.7%	2.6%	2.7%	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%
VIS	1.0%	1.2%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
PSMC	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
Tower	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
DBHitek	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
Nexchip	0.6%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%
Others	3.7%	4.5%	4.5%	4.5%	3.8%	3.7%	3.2%	3.3%	2.9%	2.6%	2.6%	2.9%	2.8%

자료: 각사, Trend Force, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

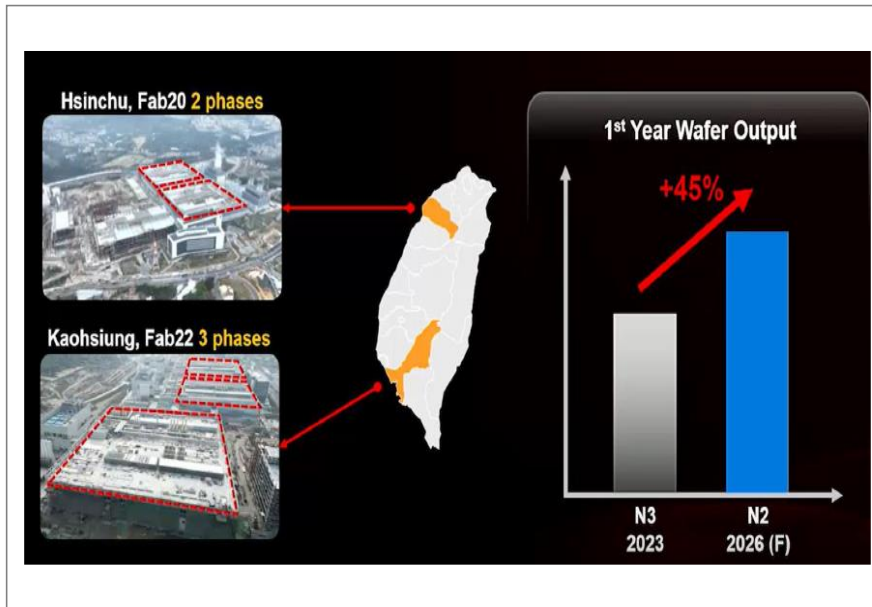


GLOBALITY

# TSMC는 2nm 고객 수 증가 속에 첫째 Wafer Output은 3nm 상회

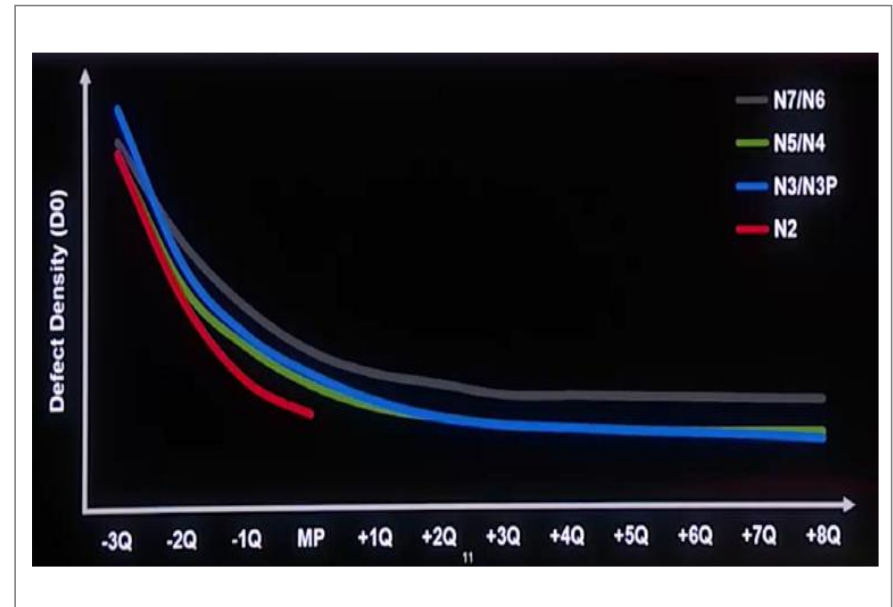
- TSMC의 N2 공정은 Hsinchu의 Fab20 (2 Phases)과 Kaohsiung의 Fab22(3 Phases)에서 양산
- 2nm 양산 첫 해 Wafer Output은 3nm 첫 해 대비 45% 증가
- N2는 빠른 수율 개선 속에 본격적으로 양산 중

TSMC의 N2의 Wafer Output



자료: TSMC

TSMC의 N2 공정의 수율 변화



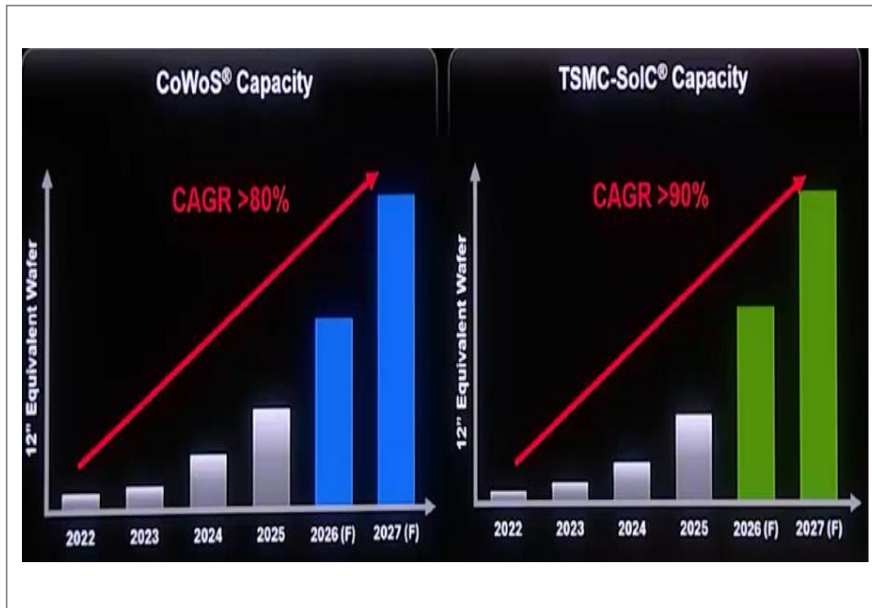
자료: TSMC



# TSMC의 2.5D와 3D Packaging 수율 개선 속에 Capa 확대

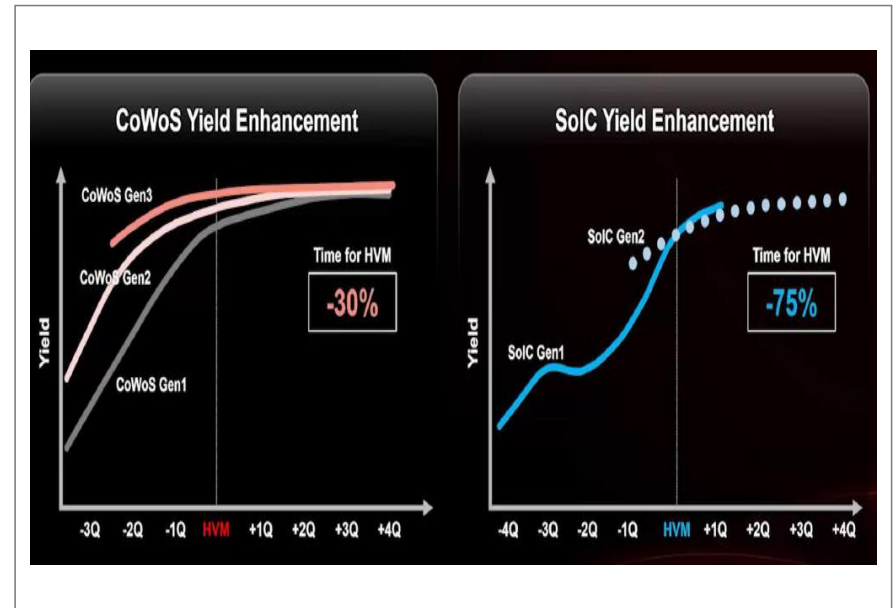
- TSMC의 HPC용 2.5D 기술인 CoWoS는 CoWoS-L 중심으로 성장하면서 Capa 80% 이상 확대
- TSMC의 HPC용 3D Packaging 기술인 SolC는 CPO를 중심으로 Capa 90% 이상 확대
- CoWoS의 안정적인 수율 속에 SolC 수율도 빠른 속도로 개선

TSMC의 첨단 Packaging Capa 추이



자료: TSMC

TSMC의 첨단 Packaging의 수율 추이

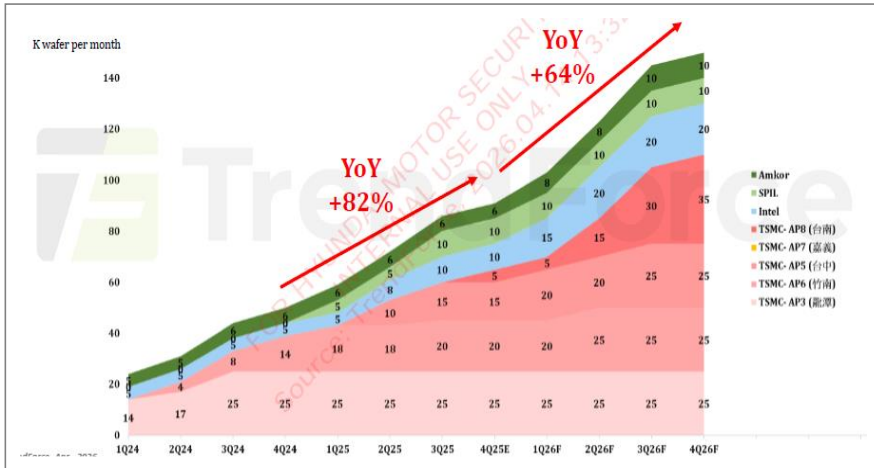


자료: TSMC



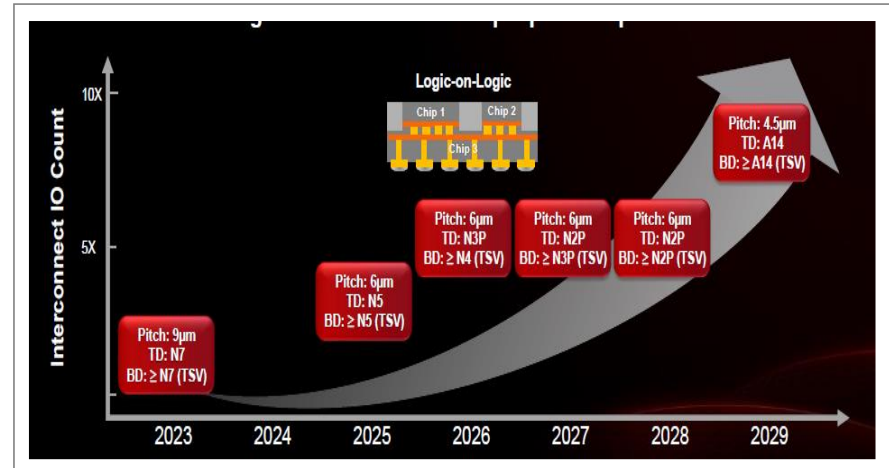
# Interposer 사양 변화와 Advanced Packaging Capa 전망

## Advanced Packaging Capa 변화



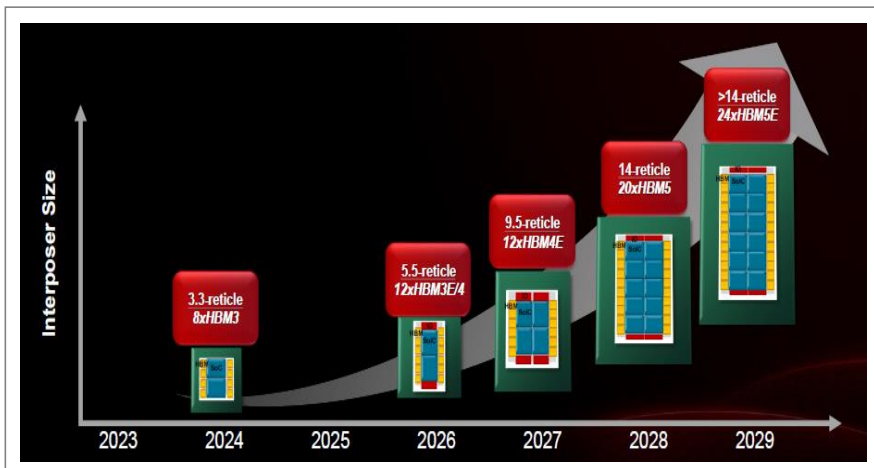
자료: TrendForce

## Interposer I/O 변화



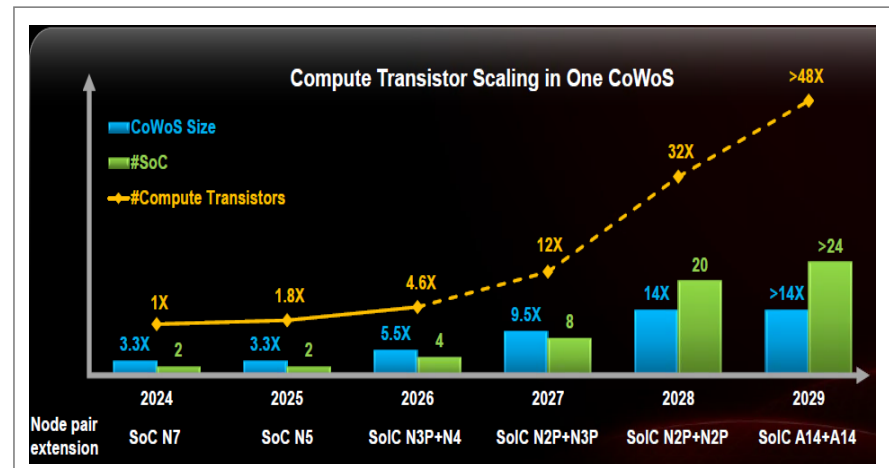
자료: TSMC

## Interposer 크기 변화



자료: TSMC

## CoWoS에서 Transistor 수 변화



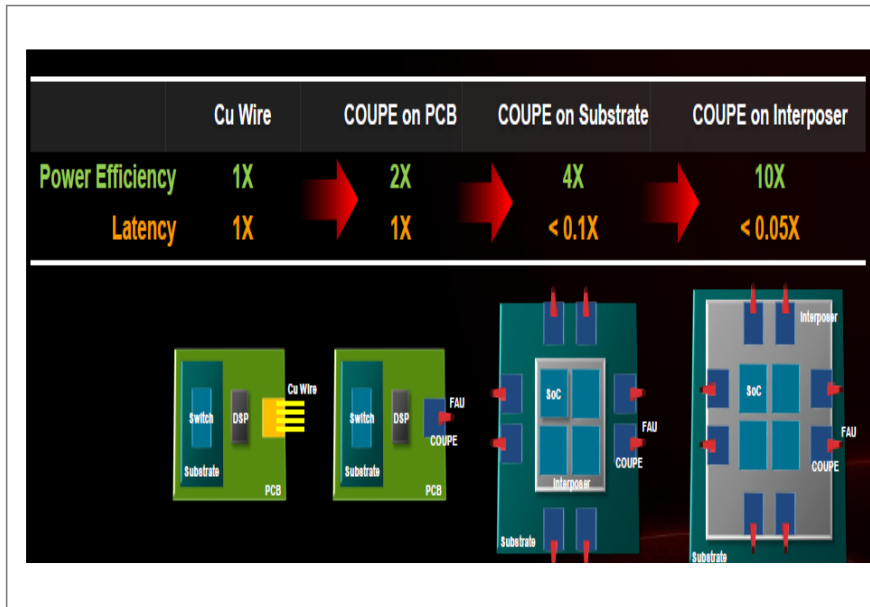
자료: TSMC



# TSMC의 CPO는 신규 Packaging 수요 견인

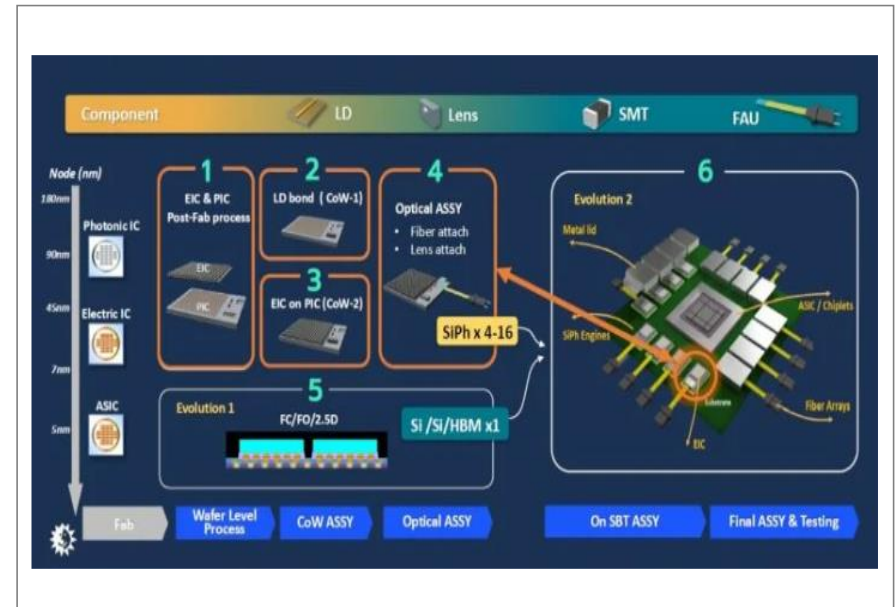
- TSMC는 PCB → Substrate → Interposer 위에 CPO를 장착 : I-biden 등도 관련 Substrate R&D 강화
- TSMC는 현재 월 300장 규모의 CPO Capa (EIC+PIC 합계)를 2027년 하반기에는 월 15,000장까지 확대 예상
- ASE도 EIC와 PIC Capa 확대 예상
- TSMC의 CPO IP인 COUPE의 사양도 지속적으로 고도화될 전망

## TSMC의 CPO 기술 변화



자료: TSMC

## CPO 공정과 Packaging



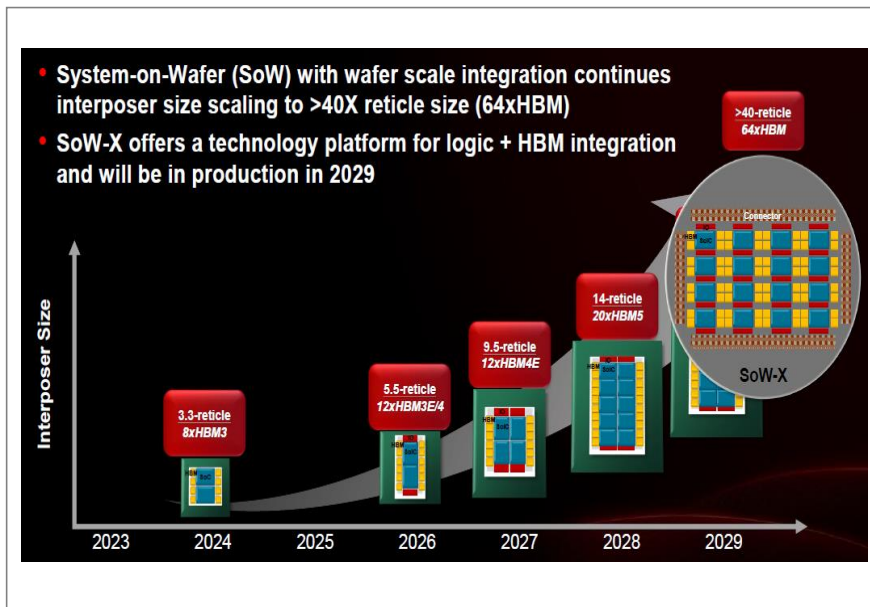
자료: ASE



# TSMC도 Glass Interposer 시장 진출 가능성 대두

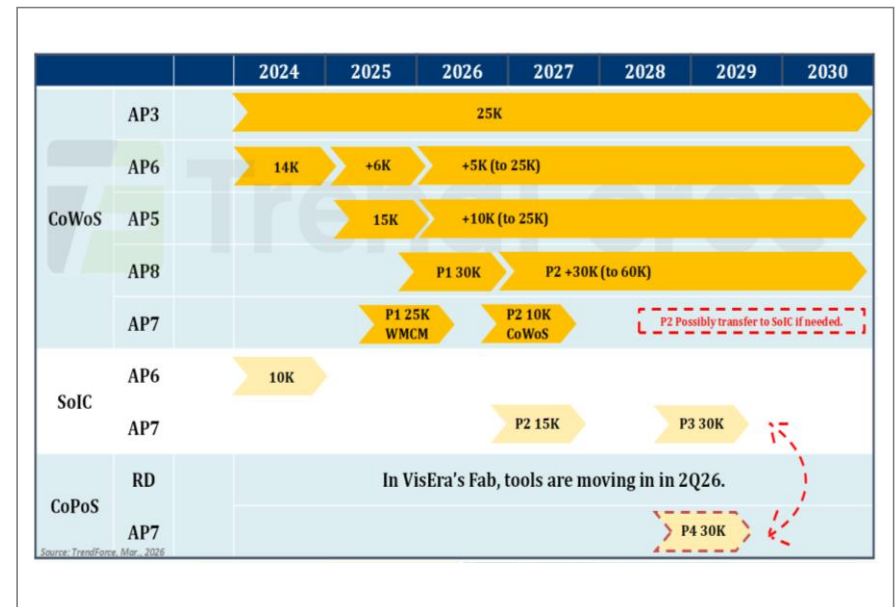
- TSMC는 2029년에 SoW (System on Wafer)-X 제품 양산 예상
- 40배 커진 Reticle 크기로 인해 Computing 능력 크게 제고 예상 : Glass Interposer를 중장기적으로 검토 가능성도 상존
- TSMC는 2029년 양산을 위해 CoPoS Pilot Line 올해 6월에 완공 예정 : PLP로 Glass Interposer 양산 가능성 대두

## TSMC의 SoW 기술 변화



자료: TSMC

## TSMC의 CoPoS Pilot Line 완공



자료: Trend Force



---

# Chapter 3.

## 전기/전자 산업



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

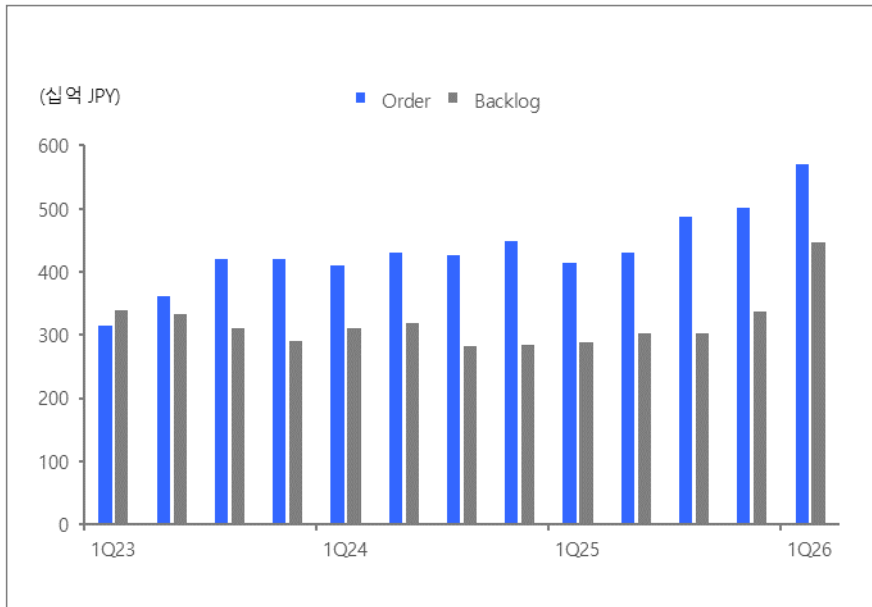


GLOBALITY

# MLCC: 본격적인 가격 인상 Cycle 진입

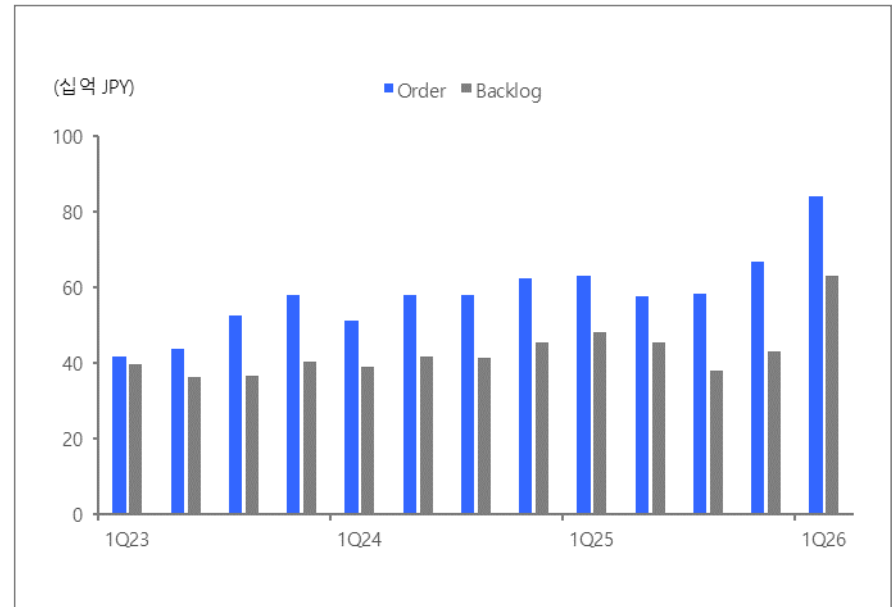
- 유통망을 통한 범용 MLCC의 가격 인상 흐름(평균 10% 수준)이 이어지고 있음. 이는 전반적으로 세트 수요 부진에도 불구하고, AI 수요 집중으로 인한 선두 업체의 물량이 범용 업체들의 가동률을 상승시키며 나온 흐름으로 해석됨
- 결국 범용 MLCC뿐 아니라 AI용 MLCC 등 MLCC 전반에 걸쳐 원재료 가격 상승분에 대해서는 충분히 판가 전이가 가능한 상황. 이에 더해 Shortage 상황이 지속되며 향후 가격 상승 압력은 지속될 것으로 보임
- AI 및 전장용 MLCC는 아직까지 뚜렷한 가격 인상보다는 이미 높은 가격 수준에서 수요가 지속되고 있음. 특히 전장용 MLCC는 연간 계약 단위 기반으로 아직까지 가격에 대한 변화 흐름을 감지하기는 어려운 상황. 다만, 전장화의 흐름과 ADAS Level-up 등은 결국 전장용 MLCC에 대한 수요 유인이 될 것

Murata 수주 및 잔고 추이



자료: Murata, 현대차증권

Taiyo Yuden 수주 및 잔고 추이



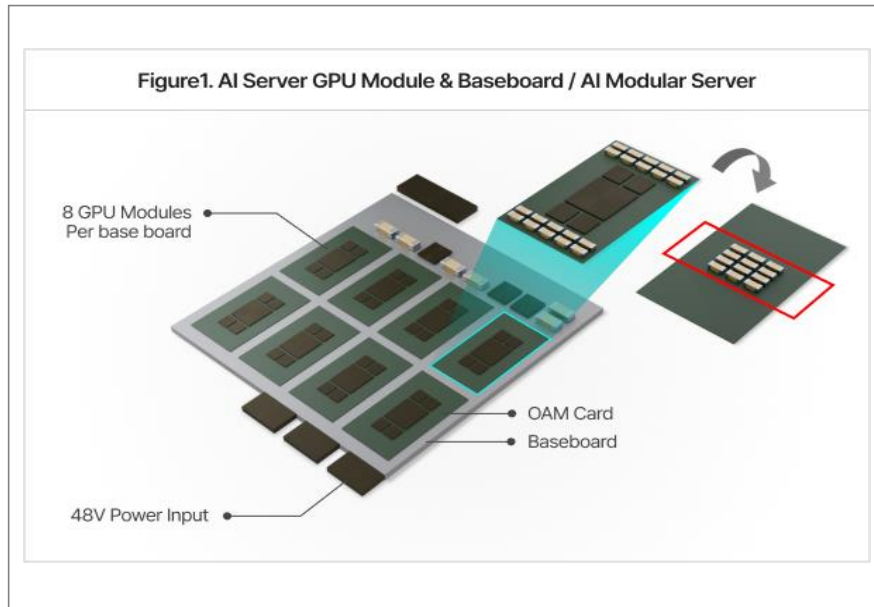
자료: Taiyo Yuden, 현대차증권



# AI Server 전력밀도 상승으로 고용량 · 저ESL MLCC 수요 증가

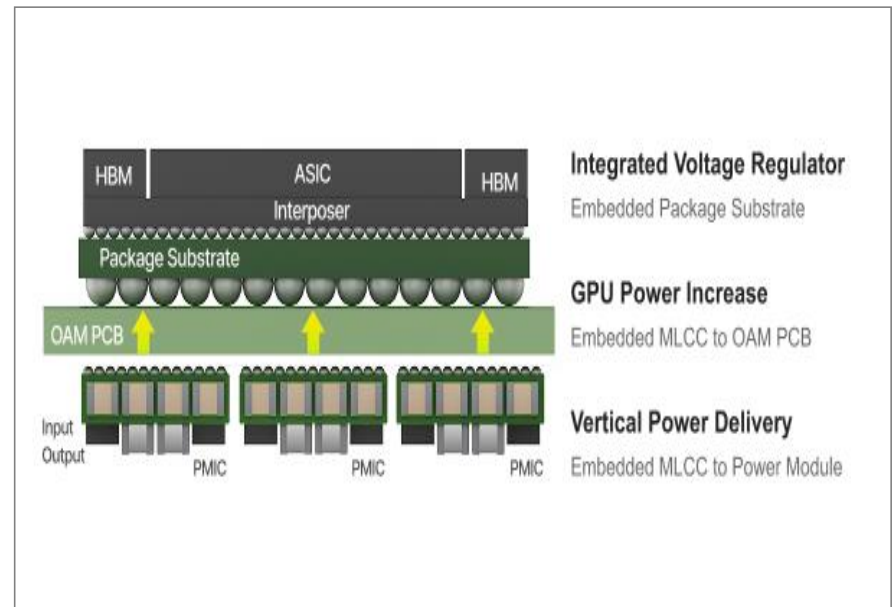
- AI Rack은 GPU · CPU · DPU · Switch · Retimer · VRM이 고집적되며, 각 전원 Rail의 Decoupling 수요가 구조적으로 증가
- Vera Rubin NVL72, 110kW Power Shelf, 800VDC Rack 전환은 고전압 입력부 + 저전압 대전류 출력부 MLCC 수요를 동시 확대
- GPU Baseboard와 Switch Board는 고주파 노이즈 억제를 위해 저ESL · 고용량 · 소형 MLCC 채택 비중이 높아질 가능성
- 국내 MLCC 업체에는 범용 IT 재고 Cycle보다 AI 서버 · 전장 · 산업용 고신뢰성 MLCC Mix 개선이 핵심

## AI Server GPU Module 구조: MLCC 탑재 공간 부족



자료: 삼성전기, 현대차증권

## Embedded MLCC PCB

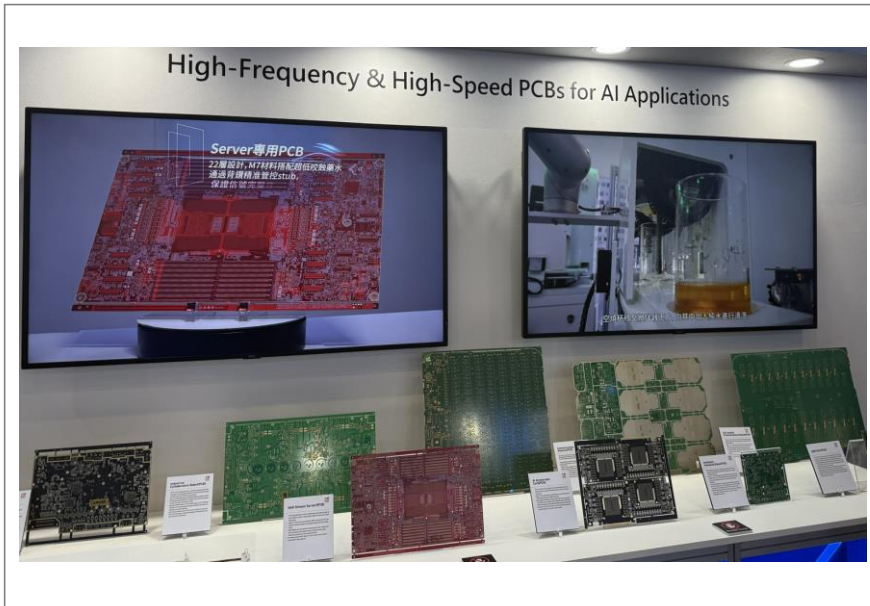


자료: 삼성전기, 현대차증권

# 고다층 · 대면적 · 고방열 PCB 수요 확대

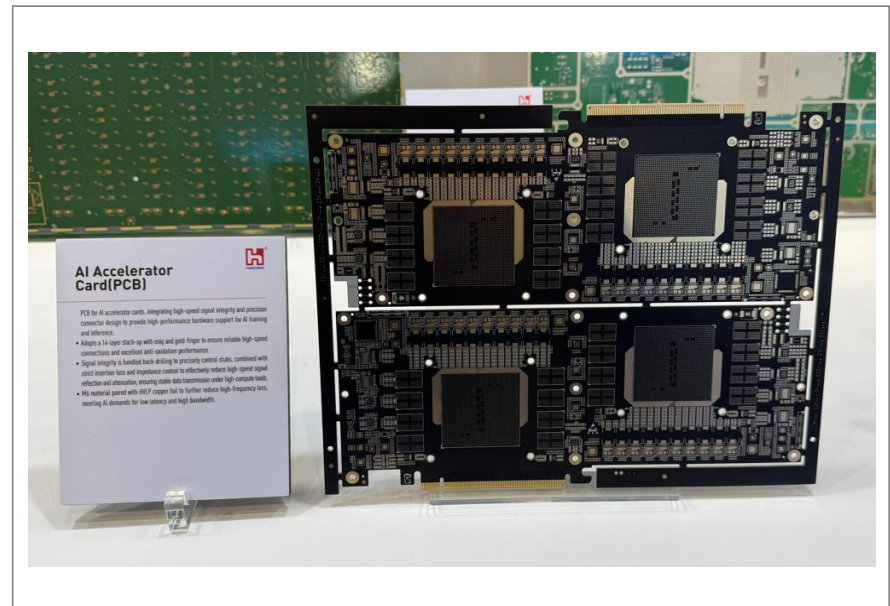
- AI Rack 전환은 단일 서버 Motherboard보다 GPU Tray, NVLink Switch Tray, NIC/DPU, Retimer, Power Shelf 단위 PCB 수요를 확대
- 고속 신호와 고전류가 동시에 증가하면서 저손실 CCL, 고다층 적층, Via 품질, Warpage 제어, 방열 설계 중요성 상승
- 국내 업체 중 AI 서버 MLB · 고다층 PCB 노출이 있는 업체는 대형 서버 고객 진입 여부에 따라 실적 민감도 차별화 예상
- 단순 범용 PCB보다 고층수 · 고난도 Server/Network PCB, 고전력 Power Board, Memory Module PCB 업체 선호

## AI와 다양한 PCB(Agentic AI, Physical AI)



자료: Foxconn(Computex 2026), 현대차증권

## AI 가속기 보드용 PCB(14 Layer, M6 HVLP)



자료: Foxconn(Computex 2026), 현대차증권



# FC-BGA: Shortage는 더욱 가속화

- FC-BGA의 수급 불균형은 당분간 지속될 것으로 예상. 이는 단순 수요 및 스펙 변화만의 문제가 아님
- Layer 수가 증가하고, Body Size가 확장되는 것은 단연 Capa의 절대적인 Loss를 야기함. 이에 더해 AI GPU, ASIC 등의 절대적인 수요 대수가 늘어나고 있기 때문에 수요는 더욱 강력해지고 있음
- 이러한 상황 속에서 글로벌 주요 업체들의 수요는 일부 ABF Supplier들에 집중되고 있음. 다만, 최근 AI Value-Chain 내 AI 가속기, Server CPU 등에 대한 신규 진입자가 등장하면서 이들의 수요를 감당할 Supplier들이 절대적으로 부족
- 글로벌 Top-tier ABF Supplier들은 기존 고객사만 대응하기에도 충분히 Tight한 상황. 신규 Player들은 이에 따라 FC-BGA를 공급할 수 있는 곳에 강력한 수요 의지를 전달. 이에 따라 핵심은 판매가 아닌 양산 및 고객사의 요구에 대응할 수 있는 기술력이 될 것

## FC-BGA 주요 고객사 및 응용처(AI Server, Network/Switch)

고객사(회사명)	FC-BGA 적용 제품군	FC-BGA 적용 제품명
NVIDIA	AI GPU, CPU Superchip, NVLink Switch, DPU/NIC, Ethernet Switch	Grace Blackwell, GB200-GB300 NVL72, Vera Rubin NVL72, Rubin Ultra NVL576, Feynman + Rosa CPU
AMD	AI GPU, Server CPU, Rack-Scale AI Platform	Instinct MI300/MI325/MI350/MI355x, MI400/MI450 Helios, EPYC Genoa/Turin/Venice
Intel	Server CPU, AI 가속기	Xeon 6 Granite Rapids/Sierra Forest, Gaudi 3, Jaguar Shores
Qualcomm	DC AI 추론 가속기, NPU 카드/랙	Cloud AI 100 Ultra, AI200, AI250
Broadcomm	AI ASIC/xPU, Ethernet Switch ASIC, NIC	TPU, OpenAI custom 가속기, Meta MTIA, Tomahawk 5/6, Jericho, Thor Ultra 800G NIC
Marvell	Custom AI xPU, Switch ASIC, DPU/NIC, optical/electrical interconnect	Custom HBM xPU, Teralynx 10 51.2T, custom CPU/AI 가속기 attach
Google	TPU, AI Hypercomputer, Arm CPU	TPU x5p/v6e Trillium, TPU v7 Ironwood, Axion CPU
AWS	AI 학습/추론용 가속기, Arm server CPU	Trainium2, Trainium3, Inferentia2, Graviton
Microsoft	Custom AI 가속기, Cloud CPU	Azure Maia 100, Cobalt 100
Meta	Custom AI inference/추론 ASIC	MTIA 300/400/450/500

자료: 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

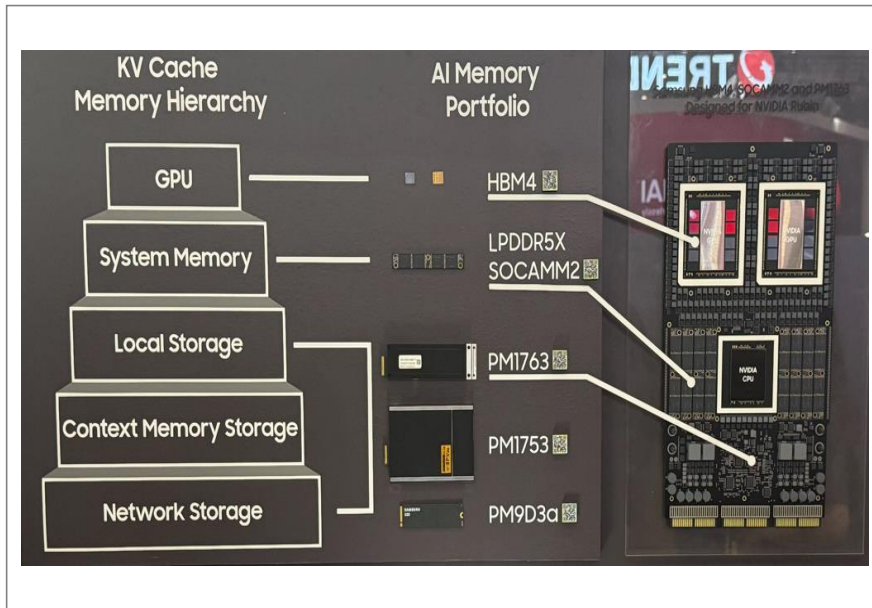


GLOBALITY

# SOCAMM2 · LPDDR · Memory Module PCB 기획 확대

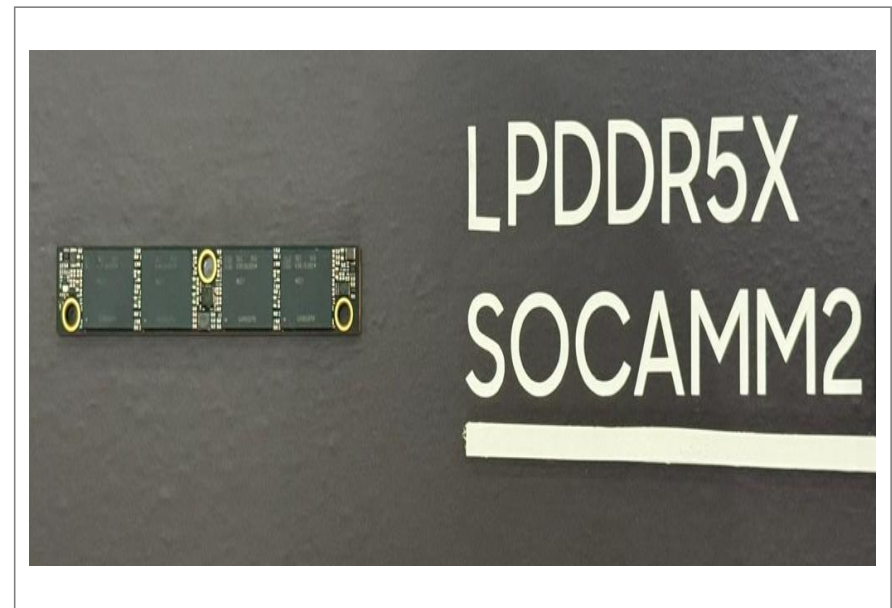
- NVIDIA RTX Spark와 Intel Crescent Island는 모두 LPDDR5X 기반 고용량 메모리 구조를 강조, AI 추론에서 HBM 외 대안 메모리 사용 확대를 시사
- RTX Spark는 Arm CPU · Blackwell GPU · 128GB LPDDR5X Unified Memory 기반 AI PC/Compact Desktop 플랫폼으로 제시
- Intel Crescent Island는 데이터센터 추론용 GPU에서 LPDDR5X를 사용, Reference 모델 160GB 및 최대 480GB 용량 가능성을 언급
- SOCAMM2/LPDDR Module PCB, 고속 메모리 모듈 기판, AI PC용 고밀도 HDI · Sub-board 수요 확대 가능

NVIDIA Vera Rubin과 Memory 구조



자료: 삼성전자(Computex 2026), 현대차증권

Vera Rubin에 탑재되는 LPDDR5x 기반 SOCAMM2

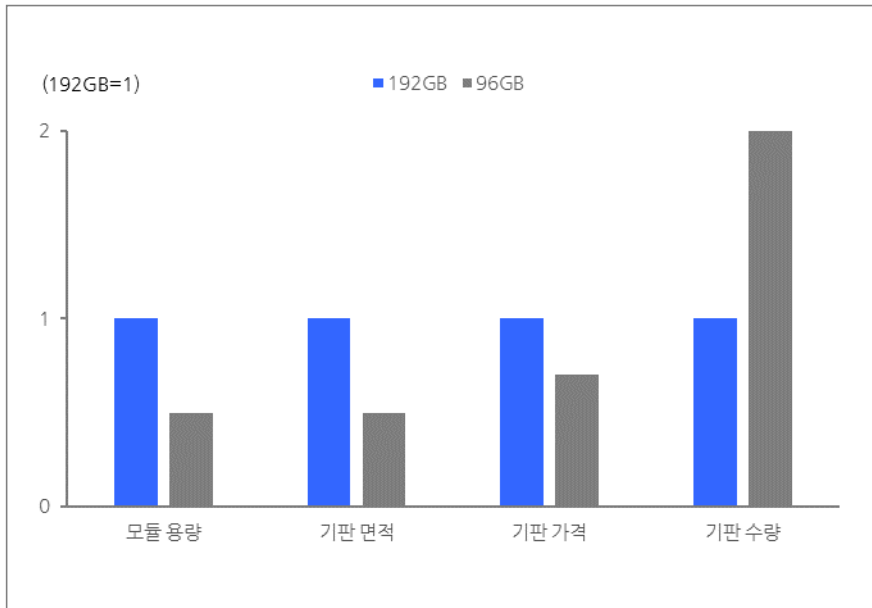


자료: 삼성전자(Computex 2026), 현대차증권

# Module PCB: SOCAMM2의 용량 축소가 Q 성장을 견인

- Vera CPU에 탑재될 SOCAMM2의 Module 용량이 기존 192GB에서 96GB로 축소되었으나, 총 수요는 변함이 없을 것
- 즉, Memory Shortage 속 SOCAMM2 단일 모듈 하나가 흡수하는 Memory 수요로 인해 SOCAMM2의 전체 출하 개수가 제한적인 상황. 이로 인해 용량 축소를 통해 재분배를 진행
- 이로 인해 Module PCB 스펙 변화 일부 있을 것으로 예상됨. 만약 Die 용량 축소로 인해 기판 면적이 축소된다면 P 역시 하락할 수밖에 없음. 다만 Memory 총 수요가 유지된다는 가정 하에 SOCAMM2향 Module PCB Unit 수는 늘어날 수밖에 없는 상황
- 이론적으로 가정하면 용량이 1/2로 축소되었으나 총 수요가 동일하다는 것은 Module PCB의 개수가 2배 필요하다는 것. 이에 따라 최근 PCB업체들의 수요가 실질적으로 증가하고 있는 것으로 파악됨

SOCAMM2 모듈 용량 변화에 따른 Module PCB 영향



자료: 현대차증권

SOCAMM2 Module PCB 공급사

고객사	SOCAMM2 Module PCB 공급사
삼성전자	심텍, Tripod
SK하이닉스	심텍, 코리아써키트, 티엘비, Tripod
Micron	심텍, 코리아써키트, 티엘비

자료: 현대차증권



---

# Chapter 4.

## 반도체 후공정 산업



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

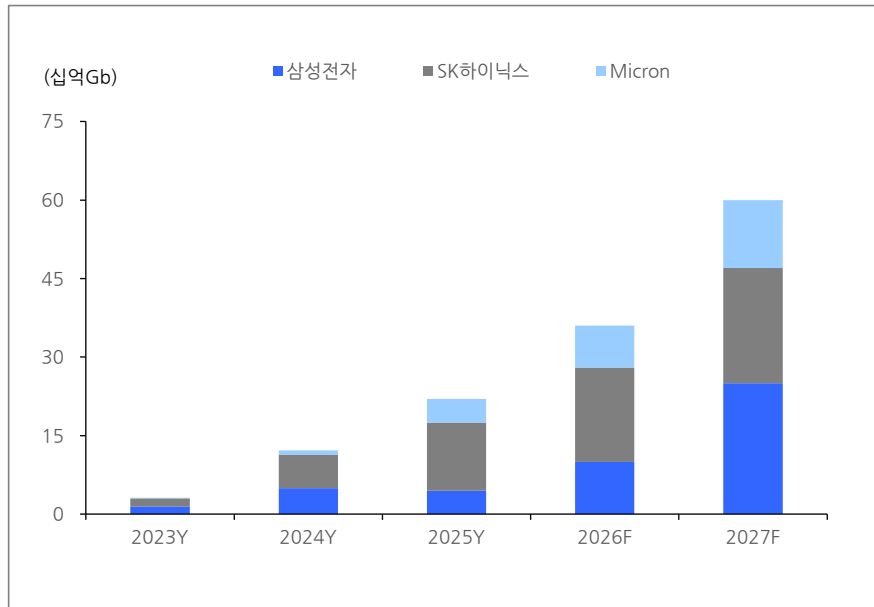


GLOBALITY

# 2027년 HBM ASP 상승 → Capa 확대 동인

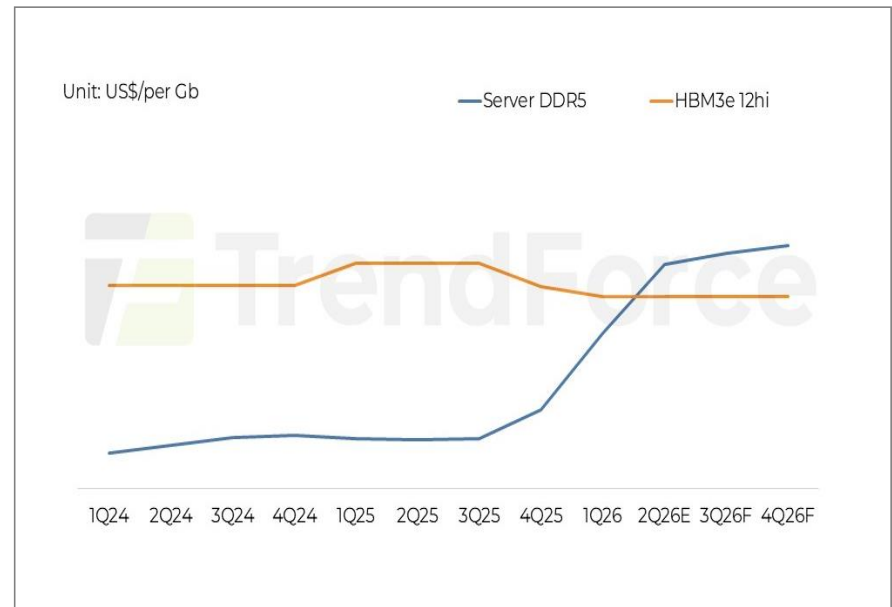
- HBM 수요: 2025년 148억Gb → 2026년 285억 Gb(YoY +91.9%), 2027년에도 YoY +45.0% 이상 성장 전망
  - HBM 공급: Bit 기준 +63.6% 성장한 360Gb, 출하액은 604억달러로 YoY +60.2% 성장 전망
  - 전체 DRAM Wafer 中 HBM에 투입되는 비중은 2024년 12.3% → 2025년 17.1% → 2026년 20.8%로 성장 전망되나 전체 DRAM 시장 내 HBM 시장이 차지하는 비중은 범용 DRAM 가파른 가격 상승으로 2025년 20% 초반에서 2026년 10% 중반 하락 전망
  - 다만 높아진 범용 DRAM 가격은 메모리 제조사들의 HBM 가격 협상력 강화시켜, 2027년 HBM ASP 상승 압력 키울 것으로 전망
- 2027년 HBM ASP 상승(3.0 – 3.5USD/Gb)에 따라 Capa 확대 기조 가속 예상

HBM 출하량 전망



자료: TrendForce, 현대차증권

Server DDR5 vs HBM3E ASP



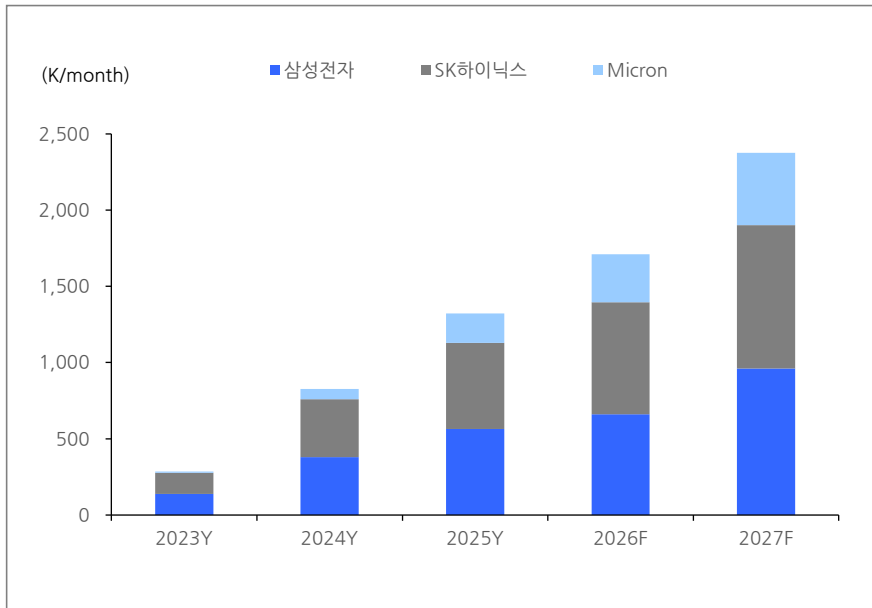
자료: TrendForce, 현대차증권



# HBM 투자 회복되나 수율 확보가 관건

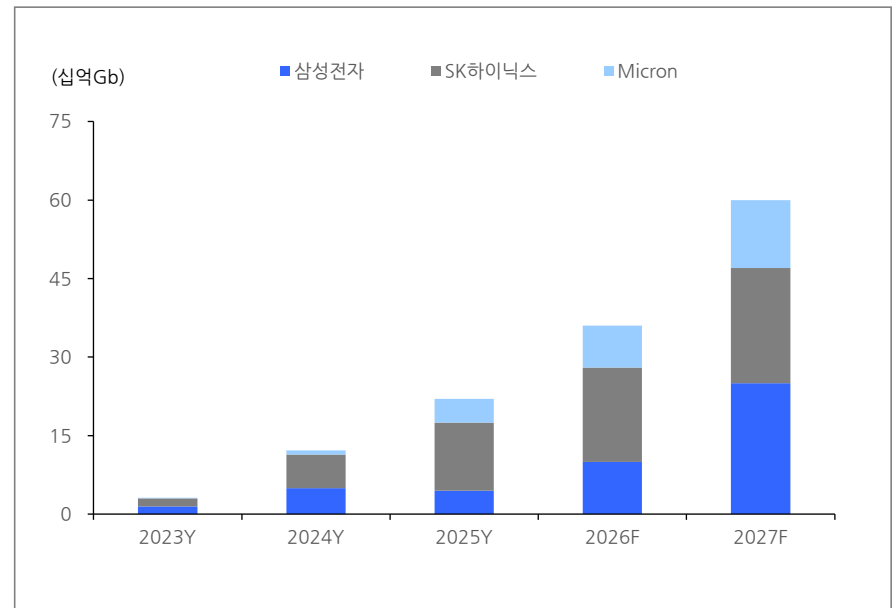
- 1) AI 가속기 수요 증가 + 2) HBM4 전환 확대 + 3) 각 AI 가속기 탑재되는 HBM 용량 증가 → HBM 수요 2026년 YoY +91.9%
- TSV Capa는 삼성전자/SK하이닉스/Micron이 각 24Y 120K/m, 120K/m, 25K/m(합산 265K/m, YoY +152K/m) → 25Y 150K/m, 150K/m, 55K/m(합산 355K/m, YoY +90K/m) → 26Y 180K/m, 200K/m, 90K/m(합산 470K/m, YoY +115K/m) → 27Y 270K/m, 250K/m, 130K/m(합산 650K/m, YoY +180K/m)으로 2026년 하반기 이후 회복 전망
- 1) HBM4에서는 TSV 수가 HBM3E 대비 3배 이상 증가 2) 물질의 강성 감소는 두께 감소의 세제공 → TSV는 구리로 채워지는데, 구리와 실리콘의 열팽창계수 차이는 3배 이상으로 가열과 냉각 반복 시 응력 발생하여 얇아진 Die에 부담 → **Warping 문제 대두**

메모리 제조사 TSV Capa 추이



자료: TrendForce, 현대차증권

메모리 제조사 HBM 생산량 추이



자료: TrendForce, 현대차증권



# Intel의 EMIB Packaging

- Google TPU v9 설계사인 MediaTek이 Intel의 EMIB-T Packaging 사용 예정
- Intel EMIB-T의 수율은 80% 수준으로 파악. CoWoS-L의 95%보다는 낮으나 18A 등 Foundry 부문보다는 안정적 수율 확보
- Intel은 美 오리건 Fab과 베트남에서 EMIB Capa를 확장하고 있는 것으로 파악되며 2026년 年 220K → 2027년 年 300K로 확대 예상
- Intel의 EMIB-T는 Reticle Size와 가격 측면에서 CoWoS 대비 강점 보유하고 있으나 아직 양산 경험이 없어 주요 AI 가속기 업체들의 완전한 신뢰를 얻기는 시간이 필요할 것으로 판단

## Intel EMIB vs TSMC CoWoS

	Intel		TSMC		
	EMIB-M	EMIB-T	CoWoS-S	CoWoS-R	CoWoS-L
<b>Interposer</b>	X	X	Silicon	RDL	RDL
<b>Silicon Bridge</b>	Embedded in substrate with MiM capacitor	Embedded in substrate with TSV	X	X	LSI embedded in interposer
<b>Reticle Size</b>	6x	12x (2026 – 2027)	3.3x	9x (2027)	9x (2027) ~ 12x
<b>Price (USD)</b>	5,000	6,000 – 8,000	12,000	11,000	15,000
<b>Current Product</b>	Sapphire Rapids, Emerald Rapids, Granite Rapids	-	Hopper, TPU, MTIA, Maia ...etc	Trainium	Blackwell (3.5x) Rubin (5.5x)
<b>Difference</b>	Cost Effective Bigger Reticle Size Lower Bandwidth		Higher Price Size Limitation Higher Bandwidth, Speed, Density		

자료: TrendForce, 현대차증권

## Intel의 EMIB-T

### EMIB-T (TSV) Advanced Packaging Technology – EMIB’s Next Evolution

- EMIB-T builds upon the proven technology of EMIB by incorporating TSVs to enhance several key performance aspects:
  - Package power delivery efficiency
  - Ultra-high speed UCIe die-to-die communications
  - Enables HBM4 Integration on Package
- EMIB-T presents a cost effective, reliable and scalable solution for heterogenous integration. Mix and match of heterogenous die on package possible with EMIB.
- Enables ultra large form factor packaging for AI systems
  - Package sizes > 120 mm x 180mm
  - Practically no limit to number of bridges – now enabling > 38 bridges
  - Die to die interconnection pitch scaling to well below < 45 um
  - >12x reticle content of silicon packaged



Session 7: High performance computing: design challenges & solutions  
Wed, May 27th 4:03 PM  
EMIB-TSV Advanced Packaging Technology - EMIB™s Next Evolution

**intel foundry** 5

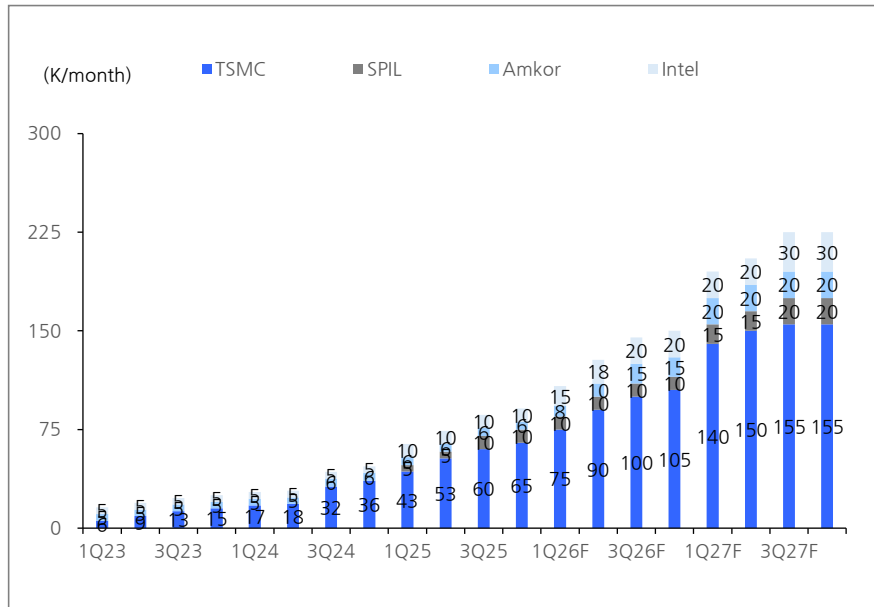
자료: Intel, 현대차증권



# TSMC CoWoS Capa 2027년 1,800K 전망

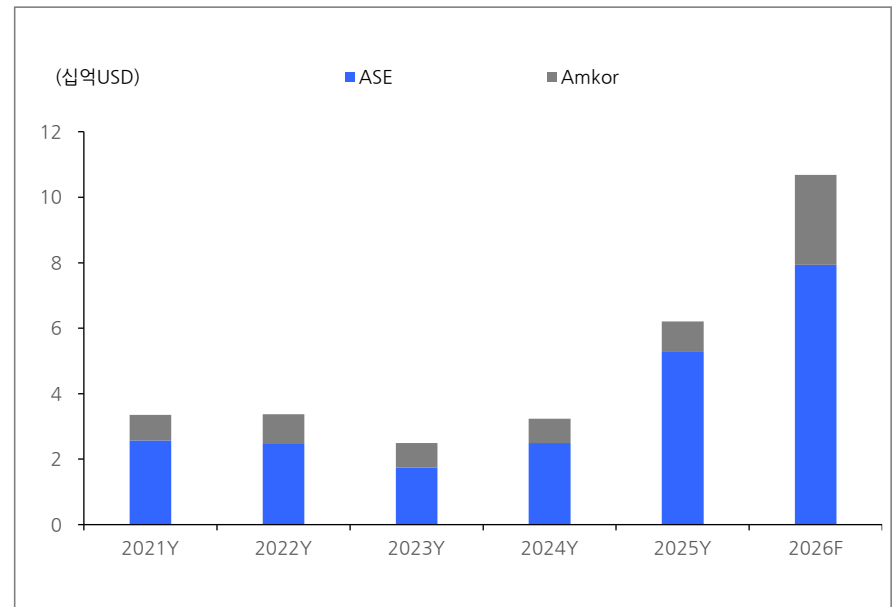
- AI 가속기의 생산에서 최종적으로 GPU와 HBM이 Packaging되는 공정은 TSMC의 CoWoS 공정. 다만 AI 가속기 수요 증가로 수요(4Q26 384K) 대비 TSMC의 공급(4Q26 315K)가 부족한 상황. 이를 해결하기 위해
  - 1) TSMC는 CapEx 대폭 확대. 2026년 가이던스(520 – 560억달러) 상단, 2027년은 컨센서스(600억달러 중반) 상회하는 800억달러에 이를 가능성도 제기. 이에 CoWoS Capa는 4Q25 65K/m(年 663K) → 4Q26 105K/m(年 1,110K) → 4Q27 155K/m(年 1,800K) 전망
  - 2) OSAT들도 CoWoS 증설 가속. SPIL은 4Q25 10K/m(年 30K) → 4Q26 10K/m(年 40K) → 4Q27 20K/m(年 70K) Amkor는 25Y 6K/m(年 24K) → 26Y 15K/m(年 48K) → 27Y 20K/m(年 80K) 전망
- SPIL(ASE 자회사)도 InnoLUX의 디스플레이 Fab 인수하여 패키징 Fab(AMD向)으로 전환 계획

글로벌 CoWoS-Like Packaging Capacity



자료: TrendForce, 현대차증권

주요 OSAT CapEx 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 현대차증권

---

# Chapter 5.

## 기업 분석



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



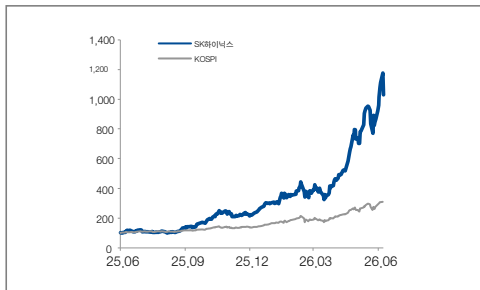
GLOBALITY

## 현대차증권 리서치센터

### 반도체 | 노근창

현재주가(6/23)	2,555,000원		
상승여력	29.2%		
시가총액	1,820,955십억원		
발행주식수	712,702천주		
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	2,919,000원/245,000원		
일평균 거래대금(60일)	8,911십억원		
외국인지분율	51.15%		
주요주주	에스케이스퀘어 외 8인 20.50%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	31.6	173.8	337.5
상대주가(%p)	25.9	80.4	119.6

### 상대주가 (25.06.16=100)



자료: FnGuide, 현대차증권

## 2분기 영업이익은 기존 추정치와 유사한 63조원 예상 / 28년까지 메모리 반도체 공급부족 지속될 전망

- SK하이닉스의 6개월 목표주가를 2,650,000원 (26년 예상 P/E 7.6배와 26년 예상 P/B 3.5배 산술 평균)에서 3,300,000원 (26년 예상 P/E 8.5배와 26년 예상 P/B 4.6배 산술 평균, Target P/B는 Micron의 FY27 P/B에 10% 할인)으로 상향하며 투자 의견 Buy 유지
- SK하이닉스의 2분기 매출액과 영업이익은 메모리 가격 상승 폭이 기존 추정치를 상회할 것으로 예상되며 원화 약세까지 심화되면서 예상 대비 각각 2.6%, 2.1% 상회하는 90.4조원과 63.4조원을 기록할 것으로 전망
- 동사는 M15X를 중심으로 Wafer Capa를 증설 중이지만 올해 연말 DRAM Wafer Capa는 1분기말 대비 8.0% 증가에 그칠 것으로 예상. 내년 용인 공장이 가동되더라도 DRAM Wafer Output은 수요에 미치지 못할 것으로 보임
- NAND의 경우 산업 전반적인 Wafer Capa 증설이 제한적인 반면, KV Cache를 SSD에 저장하는 수요 증가세를 감안할 때 내년말까지 공급 부족은 지속될 것으로 예상
- Data Center 수요처들의 자금 확충과 2028년부터 본격적으로 개화할 Rubin Ultra의 HBM Content 증가를 감안할 때 2028년에도 공급 부족 현상은 지속 예상 / Harness Engineering 강화 속에 Agentic AI의 침투율이 시장 기대보다 확대될 경우 Data Center 메모리 반도체 공급 부족 현상은 더욱 심화될 것으로 보임 / Buy & Hold 전략 유효

## 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	66,193	23,467	19,789	36,049	27,182	흑전	6.4	1.7	3.8	31.1	1.3
2025	97,147	47,206	42,919	61,136	58,955	116.9	11.0	3.9	7.6	44.2	0.5
2026F	376,590	266,145	239,360	289,645	335,070	468.3	8.2	5.5	6.0	99.4	0.1
2027F	489,444	345,283	298,188	376,043	418,390	24.9	6.6	3.0	3.9	58.6	0.1
2028F	636,117	448,755	390,628	484,441	548,095	31.0	5.0	1.9	2.3	45.9	0.1



# 성과급 반영에도 70%대 영업이익률 유지 전망

<표1>실적 추정 변경사항

(단위 : 십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F	2027F	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F	2027F
DRAM	Bit Growth	0.1%	9.4%	6.8%	-1.3%	23.1%	23.1%	0.1%	9.4%	6.8%	9.7%	26.6%	26.6%
	ASP변화(QoQ)	65.5%	38.8%	20.5%	9.0%	196.9%	196.9%	65.5%	36.0%	20.5%	10.4%	194.9%	194.9%
NAND	Bit Growth	-10.0%	15.0%	7.0%	-5.0%	19.9%	19.9%	-10.0%	15.0%	7.0%	3.0%	22.5%	22.5%
	ASP변화(QoQ)	75.0%	65.0%	20.0%	10.0%	321.0%	321.0%	75.0%	65.0%	25.0%	15.0%	342.2%	342.2%
매출액		52,576	90,453	113,793	119,768	376,590	489,444	52,576	88,144	112,037	132,764	385,521	502,188
영업이익		37,610	63,420	80,447	84,667	266,145	345,283	37,610	62,111	74,134	84,963	258,818	337,221
영업이익률		71.5%	70.1%	70.7%	70.7%	70.7%	70.5%	71.5%	70.5%	66.2%	64.0%	67.1%	67.2%
세전이익		51,617	66,681	85,058	89,047	292,404	362,862	51,617	62,392	75,748	86,365	276,121	343,140
지배주주순이익		40,330	54,975	70,609	73,446	239,360	298,188	40,277	51,371	62,796	71,139	225,583	281,609

자료 : SK하이닉스, 현대차증권



# 26년 영업이익은 YoY로 463.8% 증가한 266조원 예상

<표2>분기별 실적 추정

(단위 : 십억원)

	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
매출액 (A+B+C)	66,193	17,639	22,232	24,449	32,827	97,147	52,576	90,453	113,793	119,768	376,590
영업이익	23,467	7,441	9,213	11,383	19,170	47,206	37,610	63,420	80,447	84,667	266,145
영업이익률	35.5%	42.2%	41.4%	46.6%	58.4%	48.6%	71.5%	70.1%	70.7%	70.7%	70.7%
EBITDA	36,049	10,786	12,645	14,943	22,740	61,114	41,339	69,575	86,885	91,845	289,645
EBITDA Margin	54.5%	61.1%	56.9%	61.1%	69.3%	62.9%	78.6%	76.9%	76.4%	76.7%	76.9%
DRAM 부문											
매출액 (A)	45,174	13,582	17,119	19,070	24,948	74,719	41,010	63,323	79,747	84,688	268,767
Bit Growth (QoQ, YoY)	16.0%	-7.9%	25.1%	8.6%	2.6%	23.9%	0.1%	9.4%	6.8%	-1.3%	23.1%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	79.0%	0.0%	1.1%	5.6%	26.0%	31.9%	65.5%	38.8%	20.5%	9.0%	196.9%
영업이익	22,859	7,543	9,143	10,756	16,644	44,086	32,286	47,489	61,551	65,193	206,519
영업이익률	50.6%	55.5%	53.4%	56.4%	66.7%	59.0%	78.7%	75.0%	77.2%	77.0%	76.8%
NAND 부문											
매출액 (B)	19,106	3,246	4,669	4,890	7,550	20,354	11,041	26,677	33,501	34,533	105,752
Bit Growth (QoQ, YoY)	-0.4%	-17.5%	71.0%	-5.0%	10.5%	11.1%	-10.0%	15.0%	7.0%	-5.0%	19.9%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	92.2%	-20.0%	-8.0%	10.5%	31.0%	-8.7%	75.0%	65.0%	20.0%	10.0%	321.0%
영업이익	1,254	5	127	706	2,510	3,349	5,372	15,990	18,962	19,545	59,869
영업이익률	6.6%	0.2%	2.7%	14.4%	33.2%	16.5%	48.7%	59.9%	56.6%	56.6%	56.6%
Others (C)											
매출액	1,912	812	445	489	328	2,073	526	453	544	548	2,071
영업이익	-645	-108	-57	-78	15	-229	-48	-59	-65	-71	-243
영업이익률	-33.7%	-13.3%	-12.9%	-16.0%	4.6%	-11.0%	-9.1%	-13.0%	-12.0%	-13.0%	-11.8%
세전 계속사업이익	23,885	9,299	8,723	14,790	17,653	50,466	51,617	66,681	85,058	89,047	292,404
법인세	4,088	1,191	1,726	2,193	2,407	7,518	11,271	11,684	14,422	15,572	52,950
지배주주 순이익	19,789	8,107	6,997	12,595	15,220	42,919	40,330	54,975	70,609	73,446	239,360

자료 : 현대차증권, SK하이닉스



# 주요 재무제표

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	<b>66,193</b>	<b>97,147</b>	<b>376,590</b>	<b>489,444</b>	<b>636,117</b>
증가율 (%)	102.0	46.8	287.7	30.0	30.0
<b>매출원가</b>	<b>34,365</b>	<b>38,456</b>	<b>79,839</b>	<b>103,360</b>	<b>134,335</b>
매출원가율 (%)	51.9	39.6	21.2	21.1	21.1
<b>매출총이익</b>	<b>31,828</b>	<b>58,691</b>	<b>296,751</b>	<b>386,084</b>	<b>501,783</b>
매출이익률 (%)	48.1	60.4	78.8	78.9	78.9
증가율 (%)	흑전	84.4	405.6	30.1	30.0
<b>판매관리비</b>	<b>8,361</b>	<b>11,484</b>	<b>30,607</b>	<b>40,801</b>	<b>53,027</b>
판매비율 (%)	12.6	11.8	8.1	8.3	8.3
<b>EBITDA</b>	<b>36,049</b>	<b>61,136</b>	<b>289,645</b>	<b>376,043</b>	<b>484,441</b>
EBITDA 이익률 (%)	54.5	62.9	76.9	76.8	76.2
증가율 (%)	506.5	69.6	373.8	29.8	28.8
<b>영업이익</b>	<b>23,467</b>	<b>47,206</b>	<b>266,145</b>	<b>345,283</b>	<b>448,755</b>
영업이익률 (%)	35.5	48.6	70.7	70.5	70.5
증가율 (%)	흑전	101.2	463.8	29.7	30.0
<b>영업외손익</b>	<b>456</b>	<b>3,824</b>	<b>26,286</b>	<b>17,579</b>	<b>26,480</b>
금융수익	4,855	16,373	33,027	22,089	27,448
금융비용	5,708	12,505	6,526	4,266	968
기타영업외손익	1,309	-45	-215	-244	0
총속/관계기업관련손익	-38	-565	-27	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>23,885</b>	<b>50,466</b>	<b>292,404</b>	<b>362,862</b>	<b>475,236</b>
세전계속사업이익률 (%)	36.1	51.9	77.6	74.1	74.7
증가율 (%)	흑전	111.3	479.4	24.1	31.0
법인세비용	4,088	7,518	52,950	64,558	84,455
계속사업이익	19,797	42,948	239,454	298,304	390,781
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>19,797</b>	<b>42,948</b>	<b>239,454</b>	<b>298,304</b>	<b>390,781</b>
당기순이익률 (%)	29.9	44.2	63.6	60.9	61.4
증가율 (%)	흑전	116.9	457.5	24.6	31.0
지배주주지분 순이익	19,789	42,919	239,360	298,188	390,628
비지배주주지분 순이익	8	29	93	116	152
기타포괄이익	1,248	69	1,024	0	0
총포괄이익	21,044	43,017	240,478	298,304	390,781

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>29,796</b>	<b>53,373</b>	<b>261,633</b>	<b>329,627</b>	<b>426,937</b>
당기순이익	19,797	42,948	239,454	298,304	390,781
유형자산 상각비	11,985	13,099	22,550	29,980	35,089
무형자산 상각비	596	831	950	780	596
외환손익	352	509	-879	0	0
운전자본의감소(증가)	-5,600	-2,881	-41	363	471
기타	2,665	-1,133	-401	200	0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>-18,005</b>	<b>-48,054</b>	<b>-96,984</b>	<b>-68,372</b>	<b>-78,835</b>
투자자산의 감소(증가)	-568	-10,676	-12,995	-2,870	-3,730
유형자산의 감소	47	145	15	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-15,946	-27,519	-44,464	-48,910	-53,801
기타	-1,539	-10,004	-39,540	-16,592	-21,305
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>-8,704</b>	<b>-1,445</b>	<b>12,748</b>	<b>3,466</b>	<b>5,169</b>
차입금의 증가(감소)	-7,739	2,098	14,385	5,971	7,760
사채의증가(감소)	2,919	-1,203	-456	0	0
자본의증가	115	4,467	-443	0	0
배당금	-826	-1,681	-2,102	-2,505	-2,591
기타	-3,172	-5,125	1,363	0	0
<b>기타현금흐름</b>	<b>530</b>	<b>-155</b>	<b>499</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>3,618</b>	<b>3,719</b>	<b>177,896</b>	<b>264,721</b>	<b>353,272</b>
기초현금	7,587	11,205	14,924	192,819	457,541
기말현금	11,205	14,924	192,819	457,541	810,812

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>42,279</b>	<b>69,458</b>	<b>362,423</b>	<b>673,493</b>	<b>1,087,001</b>
현금성자산	11,205	14,924	192,819	457,541	810,812
단기투자자산	2,441	14,993	54,700	71,093	92,397
매출채권	13,019	18,199	59,236	76,987	100,058
재고자산	13,314	14,289	34,470	44,800	58,225
기타유동자산	1,731	1,715	6,255	8,130	10,566
<b>비유동자산</b>	<b>77,576</b>	<b>106,650</b>	<b>139,377</b>	<b>160,396</b>	<b>182,241</b>
유형자산	60,157	77,503	99,827	118,756	137,468
무형자산	4,019	4,049	3,311	2,531	1,935
투자자산	6,522	17,172	30,234	33,103	36,833
기타비유동자산	6,878	7,926	6,005	6,005	6,005
<b>기타금융영업자산</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자산총계</b>	<b>119,855</b>	<b>176,108</b>	<b>501,800</b>	<b>833,889</b>	<b>1,269,242</b>
<b>유동부채</b>	<b>24,965</b>	<b>37,379</b>	<b>112,490</b>	<b>144,435</b>	<b>185,953</b>
단기차입금	1,283	2,396	2,522	2,522	2,522
매입채무	2,277	2,848	10,393	13,507	17,555
유동성장기부채	3,969	5,766	3,369	3,369	3,369
기타유동부채	17,436	26,369	96,207	125,037	162,507
<b>비유동부채</b>	<b>20,974</b>	<b>18,062</b>	<b>27,924</b>	<b>32,268</b>	<b>37,914</b>
사채	12,409	11,206	10,751	10,751	10,751
장기차입금	5,022	2,880	2,676	2,676	2,676
장기금융부채 (리스포함)	6	2	1	1	1
기타비유동부채	3,537	3,973	14,496	18,841	24,487
<b>기타금융영업부채</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>부채총계</b>	<b>45,940</b>	<b>55,441</b>	<b>140,414</b>	<b>176,703</b>	<b>223,867</b>
지배주주지분	73,903	120,516	361,220	656,903	1,044,940
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,487	8,954	8,510	8,510	8,510
자본조정 등	-2,192	-1,349	-368	-368	-368
기타포괄이익누계액	2,532	2,677	3,745	3,745	3,745
이익잉여금	65,418	106,577	345,675	641,358	1,029,395
<b>비지배주주지분</b>	<b>12</b>	<b>151</b>	<b>166</b>	<b>283</b>	<b>435</b>
<b>자본총계</b>	<b>73,916</b>	<b>120,667</b>	<b>361,386</b>	<b>657,185</b>	<b>1,045,375</b>

(단위:원, 백, %)

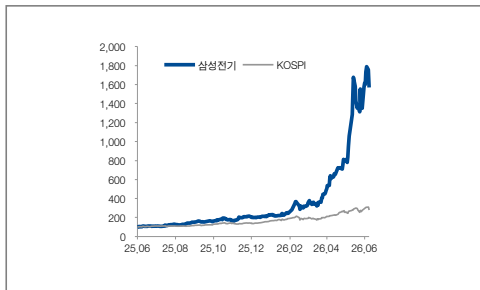
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	27,193	58,994	335,201	418,554	548,308
EPS(지배순이익 기준)	27,182	58,955	335,070	418,390	548,095
BPS(자본총계 기준)	101,532	165,750	507,064	922,104	1,466,777
BPS(지배지분 기준)	101,515	165,544	506,831	921,707	1,466,166
DPS	2,204	3,000	3,625	3,750	3,750
P/E(당기순이익 기준)	6.4	11.0	8.2	6.6	5.0
P/E(지배순이익 기준)	6.4	11.0	8.2	6.6	5.0
P/B(자본총계 기준)	1.7	3.9	5.5	3.0	1.9
P/B(지배지분 기준)	1.7	3.9	5.5	3.0	1.9
EV/EBITDA	3.8	7.6	6.0	3.9	2.3
배당수익률	1.3	0.5	0.1	0.1	0.1
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준) 증가율	흑전	116.9	468.2	24.9	31.0
EPS(지배순이익 기준) 증가율	흑전	116.9	468.3	24.9	31.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	31.1	44.1	99.3	58.6	45.9
ROE(지배순이익 기준)	31.1	44.2	99.4	58.6	45.9
ROA	18.0	29.0	70.6	44.7	37.2
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	62.2	45.9	38.9	26.9	21.4
순차입금비율	14.6	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	17.4	51.1	348.5	398.7	463.5

## 현대차증권 리서치센터

전기전자/디스플레이 | 김중배

현재주가(6/23)	1,990,000원
상승여력	40.7%
시가총액	148,640십억원
발행주식수	74,694천주
자본금/액면가	388십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	2,270,000원/ 130,300원
일평균 거래대금(60일)	1,458십억원
외국인지분율	39.28%
주요주주	삼성전자 외 4인 23.78%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	48.5 365.5 691.3
상대주가(%p)	42.1 206.7 297.1

### 상대주가 (25.06.16=100)



자료: FnGuide, 현대차증권

## Global Peer 대비 Premium을 적용받아야 할 때

- 삼성전기에 대한 투자의견 BUY, 목표주가는 280만원으로 상향(기존 목표주가는 27F EPS 34,129원에 Target Multiple 67.4배(Ibiden 27F P/E)를 적용한 230만원으로 산출)
- Global FC-BGA, MLCC 대비 Premium을 적용받을 수 있는 근거는 크게 두 가지임
- **1) 차세대 기판에 대해 가장 빠른 진행 속도:** 향후 기판 기술적인 방향성에 대해서 크게 언급되는 것은 Embedded PCB 및 Glass Core Substrate 등임. 이에 대해 동사는 이미 관련 매출이 발생하고 있거나 기술 개발에 대해서도 가장 현실적이고 앞서가고 있다고 판단됨. Ibiden은 Embedded PCB 매출 발생 시점을 27년 말-28년 수준으로 언급하였으나, 동사는 이미 글로벌 고객사향 관련 일부 매출이 발생하고 있고 하반기에 본격적으로 확대될 것으로 보임. 특히 Si Capacitor에 대한 대규모 수주와 더불어 Reference를 확보한 상황 속 향후 Embedded PCB+Si Capacitor의 Synergy 기대. Glass Core Substrate 역시 아직까지 글로벌 Peer들이 TGV에 대한 낮은 수율 및 기술적인 장벽을 주장하고 있는 가운데 동사는 이미 협력업체들과 구체적인 논의를 기반으로 로드맵 진행 중. Pilot 라인은 '25년 샘플 양산부터 해서 '27년부터 양산을 Target 하고 이후 MP까지 확대될 것으로 보임. '30년을 타겟하고 있는 대부분의 글로벌 업체 대비 빠른 속도로 진행 중
- 이외에도 FC-BGA에서도 증설을 통해 빠르게 확대되는 고객사에 대한 대응 준비 중. 내년까지는 20-30% 수준의 증설에서 내후년부터 신공장 라인 가동으로 인해 Capa는 빠르게 확대될 것으로 예상. 성장 기울기는 지속해서 가파를 것
- **2) Si Capacitor에 대한 First-mover:** Si Capacitor를 확보하여 Capacitor에 대한 가장 유의미한 확장 속도를 내고 있음. 글로벌 고객사로부터 대규모 수주를 받았다는 것은 글로벌 Peer 대비 가장 먼저 Reference를 확보했다는 것이고, 이는 곧 동사의 경쟁력을 의미. 이를 기반으로 추가적인 고객사의 수요가 지속적으로 확대될 것이고 동사는 MLCC Shortage와 더불어 신사업에서도 유의미한 성과를 보이며 향후에도 지속적으로 앞서갈 수 있을 것으로 예상. Si Capacitor는 MLCC와 다른 역할 수행을 통해 향후 시장 규모가 동시에 확대될 것으로 예상되고 상호간의 Cannibalization은 없을 것으로 보임
- 목표주가는 27F EPS 37,259원에 Target Multiple 74.5배(Ibiden 대비 Premium 10% 적용)를 적용한 280만원 제시

## 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	10,294	735	679	1,575	9,022	60.6	13.7	1.1	5.8	8.2	1.5
2025	11,314	913	706	1,838	9,362	3.8	27.2	2.1	10.4	7.7	0.9
2026F	14,077	1,639	1,317	2,759	17,546	87.4	127.0	16.2	45.2	13.0	0.1
2027F	19,964	3,513	2,790	5,018	37,259	112.3	59.8	13.0	24.9	23.2	0.1
2028F	30,030	5,769	4,622	7,584	61,784	65.8	36.1	9.7	16.2	29.7	0.1



# 실적 Table

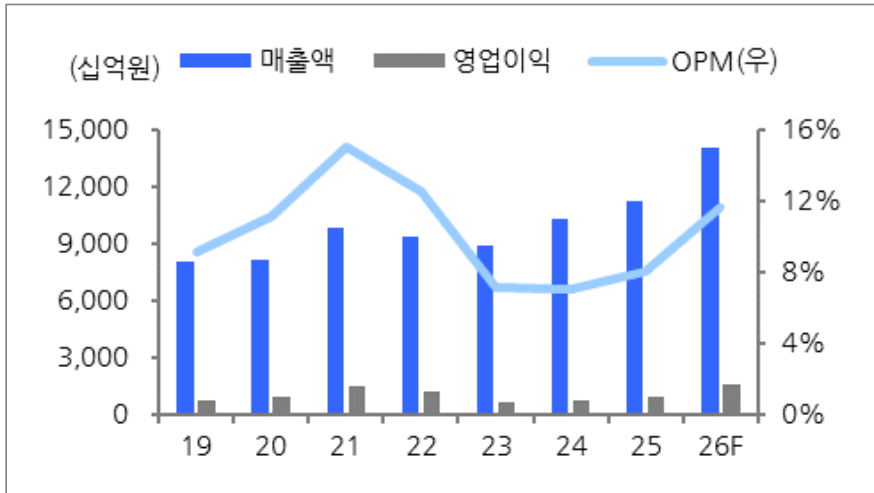
<표1> 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
전사	매출액	2,739	2,785	2,889	2,902	3,209	3,443	3,601	3,823	11,314	14,077	19,964
	YoY	4.4%	8.2%	10.5%	16.4%	17.2%	23.7%	24.7%	31.7%	9.8%	24.4%	41.8%
	영업이익	201	213	260	239	281	404	488	467	913	1,639	3,513
	OPM	7.3%	7.6%	9.0%	8.3%	8.7%	11.7%	13.5%	12.2%	8.1%	11.6%	17.6%
컴포넌트	매출액	1,216	1,281	1,381	1,320	1,409	1,651	1,786	1,931	5,198	6,776	9,313
	YoY	18.9%	10.4%	15.4%	22.0%	15.8%	28.9%	29.3%	46.2%	16.5%	30.3%	37.4%
	영업이익	134	157	181	138	165	263	332	309	609	1,068	2,129
	OPM	11.0%	12.2%	13.1%	10.5%	11.7%	15.9%	18.6%	16.0%	11.7%	15.8%	22.9%
광학통신솔루션	매출액	1,023	939	915	937	1,076	958	924	956	3,814	3,913	3,992
	YoY	-12.8%	2.9%	6.3%	8.8%	5.1%	2.0%	1.0%	2.0%	0.2%	2.6%	8.0%
	영업이익	44	32	40	53	60	34	34	25	169	153	205
	OPM	4.3%	3.4%	4.3%	5.7%	5.6%	3.5%	3.7%	2.6%	4.4%	3.9%	5.1%
패키지솔루션	매출액	499	565	593	645	725	834	892	937	2,302	3,388	6,659
	YoY	16.7%	13.1%	6.3%	17.3%	45.2%	47.7%	50.4%	45.3%	13.1%	47.2%	96.6%
	영업이익	23	25	40	48	55	108	121	133	135	418	1,179
	OPM	4.6%	4.4%	6.7%	7.4%	7.6%	13.0%	13.6%	14.2%	5.9%	12.3%	17.7%



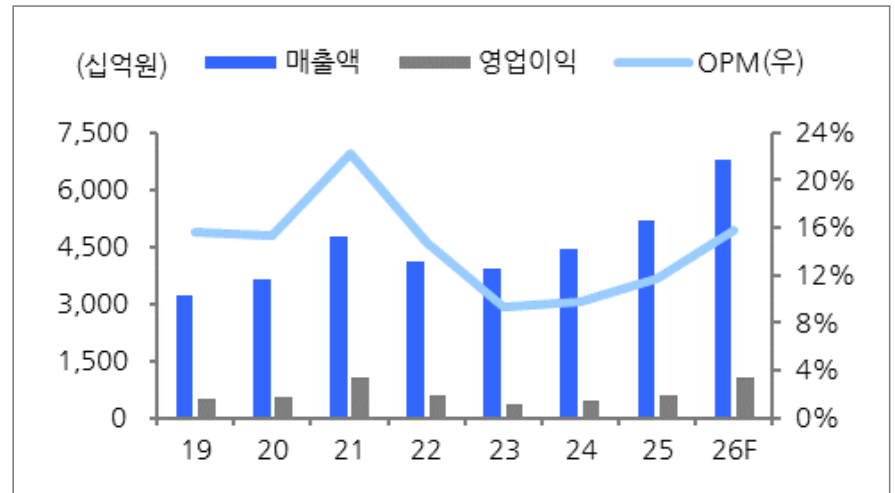
# 삼성전기 Key Chart

삼성전기 연간 실적 추이



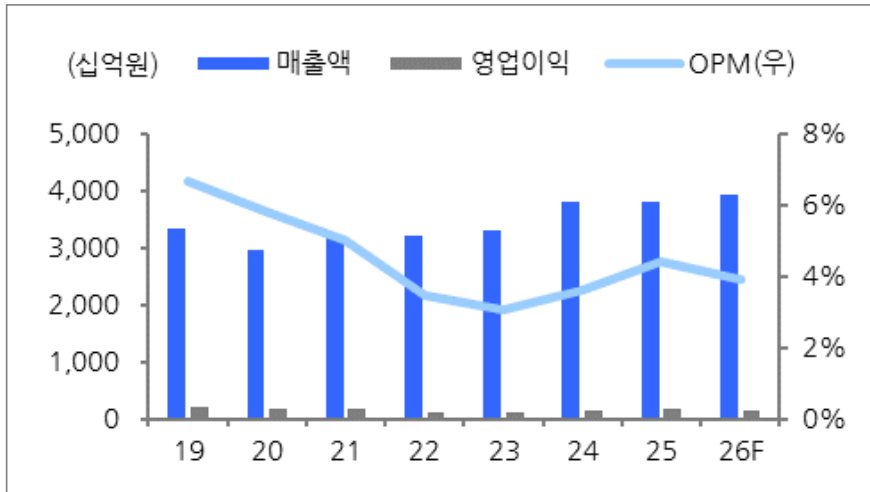
자료: 삼성전기, 현대차증권

컴포넌트사업부 연간 실적 추이



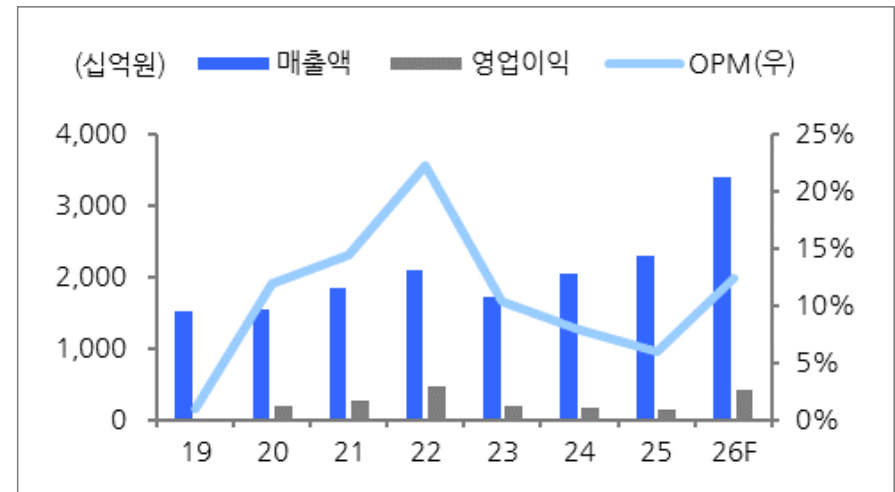
자료: 삼성전기, 현대차증권

광학통신솔루션사업부 연간 실적 추이



자료: 삼성전기, 현대차증권

패키지솔루션사업부 연간 실적 추이



자료: 삼성전기, 현대차증권



# 주요 재무제표

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	10,294	11,314	14,077	19,964	30,030
증가율 (%)	15.8	9.9	24.4	41.8	50.4
<b>매출원가</b>	8,335	9,037	10,848	14,415	21,198
매출원가율 (%)	81.0	79.9	77.1	72.2	70.6
<b>매출총이익</b>	1,959	2,277	3,229	5,549	8,832
매출이익률 (%)	19.0	20.1	22.9	27.8	29.4
증가율 (%)	14.0	16.2	41.8	71.8	59.2
<b>판매관리비</b>	1,224	1,364	1,590	2,036	3,063
판매비율 (%)	11.9	12.1	11.3	10.2	10.2
<b>EBITDA</b>	1,575	1,838	2,759	5,018	7,584
EBITDA 이익률 (%)	15.3	16.2	19.6	25.1	25.3
증가율 (%)	5.2	16.7	50.1	81.9	51.1
<b>영업이익</b>	735	913	1,639	3,513	5,769
영업이익률 (%)	7.1	8.1	11.6	17.6	19.2
증가율 (%)	11.2	24.2	79.5	114.3	64.2
<b>영업외손익</b>	63	-18	9	-62	-53
금융수익	72	72	85	66	75
금융비용	73	76	125	128	128
기타영업외손익	64	-14	49	0	0
총속/관계기업관련손익	-1	1	-3	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	797	896	1,644	3,450	5,716
세전계속사업이익률 (%)	7.7	7.9	11.7	17.3	19.0
증가율 (%)	41.6	12.4	83.5	109.9	65.7
법인세비용	132	164	308	621	1,029
계속사업이익	665	732	1,336	2,829	4,687
중단사업이익	38	-1	0	0	0
<b>당기순이익</b>	703	731	1,336	2,829	4,687
당기순이익률 (%)	6.8	6.5	9.5	14.2	15.6
증가율 (%)	56.2	4.0	82.8	111.8	65.7
지배주주지분 순이익	679	706	1,317	2,790	4,622
비지배주주지분 순이익	24	25	19	39	65
기타포괄이익	371	188	219	0	0
총포괄이익	1,074	919	1,555	2,829	4,687

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	1,430	1,490	2,298	3,407	5,042
당기순이익	703	731	1,336	2,829	4,687
유형자산 상각비	790	884	1,080	1,474	1,791
무형자산 상각비	50	41	39	31	23
외환손익	-141	49	-42	0	0
운전자본의감소(증가)	-319	-707	-382	-1,055	-1,587
기타	347	492	267	128	128
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-806	-1,223	-3,317	-3,609	-2,664
투자자산의 감소(증가)	-72	-54	-49	-93	-140
유형자산의 감소	4	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-776	-1,192	-3,255	-3,500	-2,500
기타	38	22	-13	-16	-24
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	-309	418	36	-306	-306
차입금의 증가(감소)	-217	188	10	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-89	-138	-178	-178	-178
기타	-3	368	204	-128	-128
<b>기타현금흐름</b>	29	3	17	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	344	688	-967	-507	2,073
기초현금	1,669	2,013	2,701	1,735	1,227
기말현금	2,013	2,701	1,735	1,227	3,300

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	5,892	7,098	7,189	9,447	15,682
현금성자산	2,013	2,701	1,735	1,227	3,300
단기투자자산	14	24	32	48	72
매출채권	1,391	1,793	2,248	3,387	5,102
재고자산	2,251	2,413	2,955	4,454	6,709
기타유동자산	223	167	220	331	498
<b>비유동자산</b>	6,901	7,498	9,824	11,911	12,736
유형자산	5,933	6,222	8,619	10,645	11,354
무형자산	146	152	127	96	73
투자자산	418	643	700	793	933
기타비유동자산	404	481	378	377	376
<b>기타금융업자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	12,792	14,596	17,013	21,359	28,418
<b>유동부채</b>	3,057	3,819	4,776	5,942	7,697
단기차입금	1,314	2,003	2,447	2,447	2,447
매입채무	502	641	785	1,183	1,782
유동성장기부채	266	25	28	28	28
기타유동부채	975	1,150	1,516	2,284	3,440
<b>비유동부채</b>	720	979	1,240	1,768	2,563
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	188	199	199	199
장기금융부채(리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	720	791	1,041	1,569	2,364
<b>기타금융업부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	3,777	4,799	6,016	7,710	10,260
지배주주지분	8,789	9,541	10,705	13,317	17,762
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054	1,054
자본조정 등	-147	-147	-147	-147	-147
기타포괄이익누계액	1,004	1,182	1,383	1,383	1,383
이익잉여금	6,490	7,065	8,027	10,639	15,083
<b>비지배주주지분</b>	227	256	292	331	396
<b>자본총계</b>	9,016	9,797	10,997	13,648	18,158

(단위:원, 배, %)

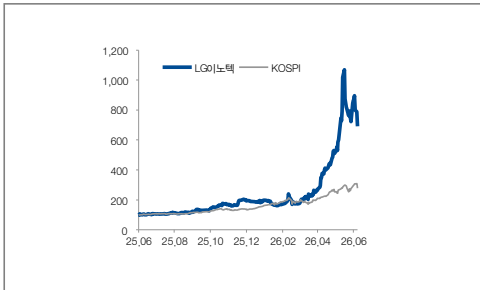
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	9,344	9,695	17,796	37,787	62,658
EPS(지배순이익 기준)	9,022	9,362	17,546	37,259	61,784
BPS(자본총계 기준)	116,183	126,253	141,710	175,880	233,990
BPS(지배자본 기준)	113,261	122,960	137,951	171,613	228,881
DPS	1,800	2,350	2,350	2,350	2,350
P/E(당기순이익 기준)	13.2	26.3	125.2	59.0	35.6
P/E(지배순이익 기준)	13.7	27.2	127.0	59.8	36.1
P/B(자본총계 기준)	1.1	2.0	15.7	12.7	9.5
P/B(지배자본 기준)	1.1	2.1	16.2	13.0	9.7
EV/EBITDA	5.8	10.4	45.2	24.9	16.2
배당수익률	1.5	0.9	0.1	0.1	0.1
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준) 증가율	56.1	3.8	83.6	112.3	65.8
EPS(지배순이익 기준) 증가율	60.6	3.8	87.4	112.3	65.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	8.3	7.8	12.9	23.0	29.5
ROE(지배순이익 기준)	8.2	7.7	13.0	23.2	29.7
ROA	5.8	5.3	8.5	14.7	18.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	41.9	49.0	54.7	56.5	56.5
순차입금비율	순현금	순현금	8.3	10.2	순현금
이자보상배율	10.1	12.0	13.1	27.4	45.0

현대차증권 리서치센터

전기전자/디스플레이 | 김중배

현재주가(6/23)	991,000원		
상승여력	46.3%		
시가총액	23,454십억원		
발행주식수	23,667천주		
자본금/액면가	118십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	1,530,000원/146,000원		
일평균 거래대금(60일)	400십억원		
외국인지분율	22.44%		
주요주주	LG전자 외 1인 40.79%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	14.7	241.7	261.0
상대주가(%p)	9.7	125.2	81.2

상대주가 (25.06.16=100)



자료: FnGuide, 현대차증권

기술력과 자본력을 기반으로 지속적인 도약

- LG이노텍에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가는 145만원 유지
- 후발 주자임에도 불구하고 빠른 글로벌 Top-tier 고객사 확보 및 Capa 확장에 대해서 해석해볼 필요가 있음
- 이는 패키지 기판에 대한 오랜 기술력 및 자본의 여유를 바탕으로 향후 고객사에 대한 대응이 가능한 구조에 기인
- MLC(Multi Layer Core)은 Core Layer 자체에 여러 절연층을 적층해 PCB Backbone 강화, Core Warpage 억제, Fine pattern 구현 및 신호 효율 제고에 대한 역량을 기반으로 FC-BGA 입지 강화. 이는 FC-BGA의 고다층화 및 대면적화 Trend에 대응하기 위한 기술. 뿐만 아니라 RF-SiP/AiP, FC-CSP 양산을 통해 미세 L/S 구현, Micro Via 형성 등에 대한 기술적인 경험 및 근간은 FC-BGA 양산에 있어 충분히 역량을 발휘할 수 있는 부분. 즉, FC-BGA에 대해서 양산 경험이 부족하다고 보는 것보다는 다른 패키지 기판에 대한 오랜 경험을 통해 Reference 및 기술력을 확보하고 있다고 보는 것이 타당
- 이러한 상황은 이미 고객사와의 납품 논의를 통해서 증명되고 있음. 다른 패키지 기판에서의 양산 경험이 곧 FC-BGA에서 선두주자와의 경쟁 구도 속에 바로 진입할 수 있다는 것은 아님. 다만, PC 외 Server향 Network/Switch에 대해 글로벌 고객사와 공급 계획 및 논의한다는 것은 결국 동사의 빠른 성장 속도를 의미함. 이에 더해 광학솔루션 사업부를 통한 대규모 이익 창출력은 결국 고객사의 요구에 대응하여 자본 집행을 할 수 있는 동사의 경쟁력
- 글로벌 고객사들은 동사에 강한 수요에 대한 의지를 보이고 있으며, 일부 업체와는 LTA까지 논의 중에 있음. Server Switch향 공급은 내년부터 본격적으로 확대되며 Capa가 확보되는 대로 공급은 즉시 늘어날 것으로 예상. 현재는 10L 중반 수준의 제품을 메인 타겟으로 하나 20L 이상의 스펙에 대해서는 내년말부터 공급할 것으로 보임. 빠른 기술력 확보에 주목
- 목표주가는 26F EPS 44,302원에 Target Multiple 33배(국내 Peer FC-BGA 26F 평균 P/E)를 적용하여 145만원 산출

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	21,201	706	449	1,986	18,983	-20.5	8.5	0.7	2.6	8.9	1.3
2025	21,897	665	341	1,815	14,419	-24.0	18.8	1.1	4.0	6.1	0.7
2026F	25,515	1,270	1,048	2,370	44,302	207.2	25.5	3.9	11.2	16.6	0.2
2027F	27,369	1,492	1,259	2,748	53,201	20.1	21.2	3.3	9.4	16.9	0.2
2028F	29,851	1,694	1,453	3,031	61,375	15.4	18.4	2.8	8.2	16.6	0.2

# 실적 Table

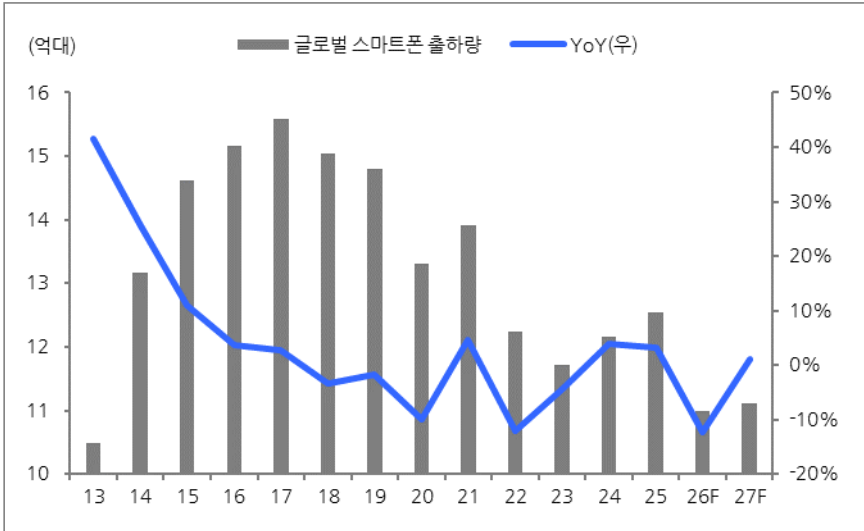
〈표1〉 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
전사	매출액	4,983	3,935	5,370	7,610	5,535	5,355	6,020	8,605	21,201	21,897	25,515
	YoY	15.0%	-13.6%	-5.6%	14.8%	11.1%	36.1%	12.1%	13.1%	2.9%	3.3%	16.5%
	영업이익	125	12	203	325	295	195	272	508	706	665	1,270
	OPM	2.5%	0.3%	3.8%	4.3%	5.3%	3.6%	4.5%	5.9%	3.3%	3.0%	5.0%
광학솔루션	매출액	4,138	3,053	4,481	6,646	4,611	4,378	4,948	7,511	17,800	18,319	21,448
	YoY	17.8%	-17.1%	-7.4%	15.2%	11.4%	43.4%	10.4%	13.0%	2.9%	2.9%	17.1%
	영업이익	73	34	162	281	242	131	193	413	597	482	980
	OPM	1.8%	-1.1%	3.6%	4.2%	5.3%	3.0%	3.9%	5.5%	3.4%	2.6%	4.6%
패키지솔루션	매출액	377	416	438	489	437	479	566	577	1,460	1,720	2,060
	YoY	14.8%	10.0%	18.2%	27.6%	16.0%	15.2%	29.3%	18.0%	10.4%	17.8%	19.7%
	영업이익	29	23	29	49	38	49	63	77	71	129	226
	OPM	7.6%	5.4%	6.6%	10.0%	8.6%	10.2%	11.1%	13.3%	4.8%	7.5%	11.0%
모빌리티솔루션	매출액	468	466	451	474	487	497	507	517	1,941	1,858	2,008
	YoY	-4.8%	-6.2%	-5.7%	-0.1%	4.2%	6.7%	12.5%	9.0%	-2.4%	-4.3%	8.0%
	영업이익	23	23	13	5	15	14	17	18	39	54	65
	OPM	4.9%	4.9%	2.8%	-1.0%	3.1%	2.9%	3.3%	3.5%	2.0%	2.9%	3.2%



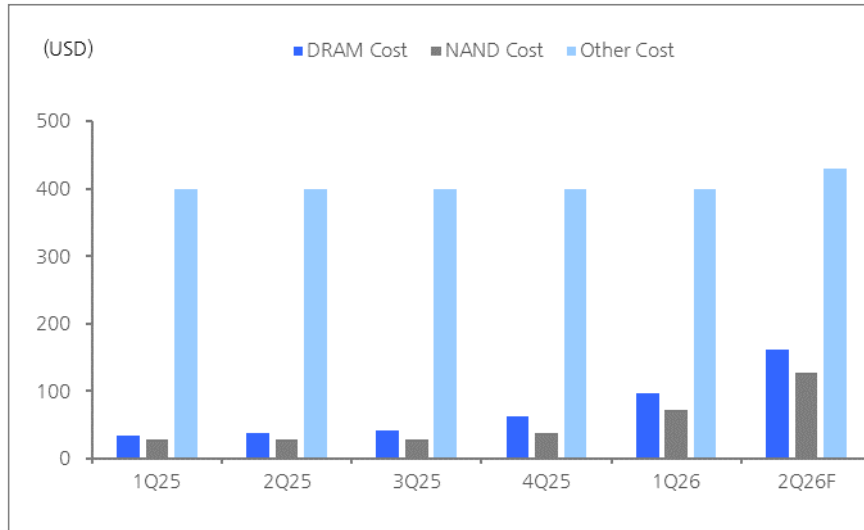
# LG이노텍 Key Chart

## 글로벌 Smartphone 출하량



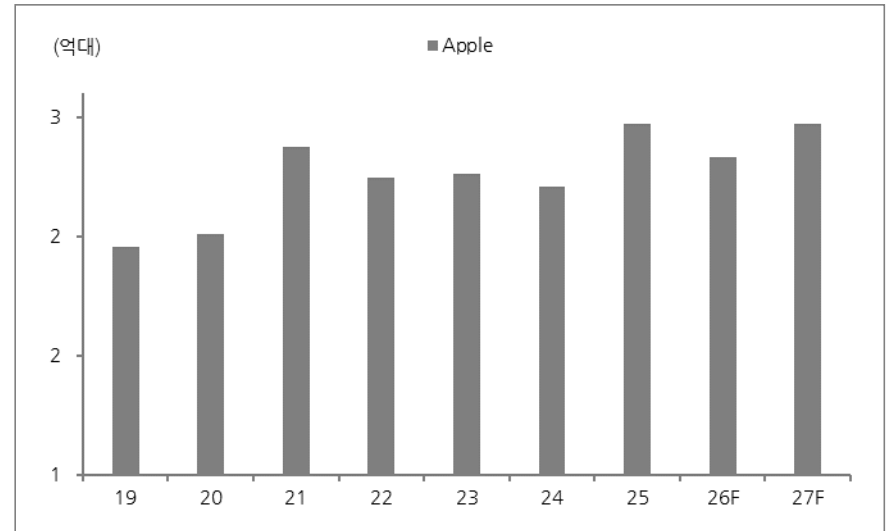
자료: Counterpoint, 현대차증권

## Premium Smartphone(>\$800) BoM Cost 분기별 추이



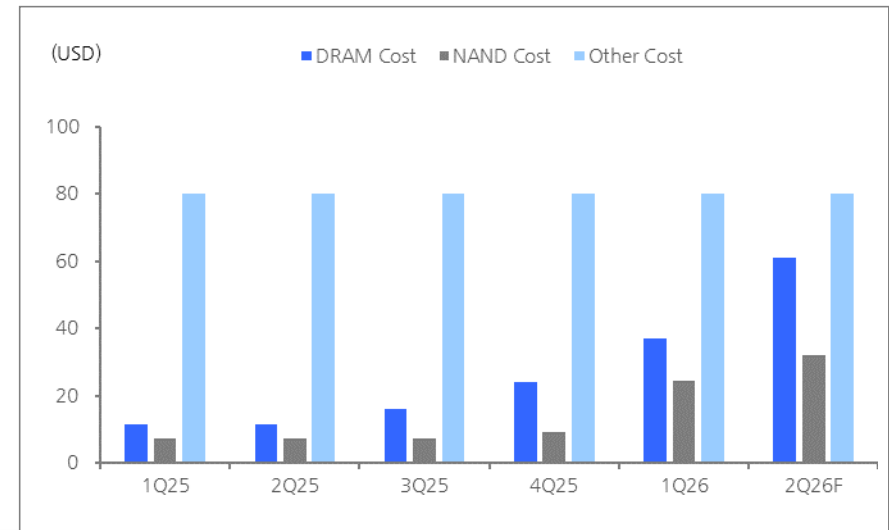
자료: Counterpoint, 현대차증권

## iPhone 출하량



자료: Counterpoint, 현대차증권

## Low-End Smartphone(<\$200) BoM Cost 분기별 추이



자료: Counterpoint, 현대차증권

# 주요 재무제표

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	21,201	21,897	25,515	27,369	29,851
증가율 (%)	2.9	3.3	16.5	7.3	9.1
매출원가	19,457	20,147	23,090	24,669	26,819
매출원가율 (%)	91.8	92.0	90.5	90.1	89.8
매출총이익	1,744	1,750	2,425	2,699	3,032
매출이익률 (%)	8.2	8.0	9.5	9.9	10.2
증가율 (%)	-6.4	0.3	38.6	11.3	12.3
판매관리비	1,038	1,085	1,154	1,208	1,338
판매비율 (%)	4.9	5.0	4.5	4.4	4.5
EBITDA	1,986	1,815	2,370	2,748	3,031
EBITDA 이익률 (%)	9.4	8.3	9.3	10.0	10.2
증가율 (%)	5.8	-8.6	30.6	15.9	10.3
영업이익	706	665	1,270	1,492	1,694
영업이익률 (%)	3.3	3.0	5.0	5.5	5.7
증가율 (%)	-15.0	-5.8	91.0	17.5	13.5
영업외손익	-118	-256	-42	-30	-8
금융수익	122	109	85	56	78
금융비용	213	189	103	86	86
기타영업외손익	-27	-176	-24	0	0
총속/관개기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	589	409	1,228	1,461	1,685
세전계속사업이익률 (%)	2.8	1.9	4.8	5.3	5.6
증가율 (%)	-7.8	-30.6	200.2	19.0	15.3
법인세비용	140	67	179	202	232
계속사업이익	449	341	1,048	1,259	1,453
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	449	341	1,048	1,259	1,453
당기순이익률 (%)	2.1	1.6	4.1	4.6	4.9
증가율 (%)	-20.5	-24.1	207.3	20.1	15.4
지배주주지분 순이익	449	341	1,048	1,259	1,453
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	252	117	133	0	0
총포괄이익	701	459	1,182	1,259	1,453

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	1,110	1,331	854	2,291	2,511
당기순이익	449	341	1,048	1,259	1,453
유형자산 상각비	1,229	1,101	1,052	1,216	1,303
무형자산 상각비	51	50	47	41	35
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-816	-410	-1,367	-225	-279
기타	197	249	74	0	-1
투자활동으로인한현금흐름	-969	-796	-1,729	-1,713	-1,216
투자자산의 감소(증가)	-37	-89	-24	-11	-14
유형자산의 감소	7	1	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-879	-611	-1,689	-1,700	-1,200
기타	-60	-97	-17	-2	-2
재무활동으로인한현금흐름	-220	-453	-177	-44	-43
차입금의 증가(감소)	-295	-169	35	0	0
사채의증가(감소)	89	-252	-240	0	0
자본의 증가	0	0	-1,134	0	0
배당금	-62	-49	-44	-44	-44
기타	48	17	1,206	0	1
기타현금흐름	19	-5	15	0	0
현금의증가(감소)	-60	77	-1,037	534	1,251
기초현금	1,390	1,329	1,406	369	903
기말현금	1,329	1,406	369	903	2,155

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,853	6,778	8,696	9,880	11,938
현금성자산	1,329	1,406	369	903	2,155
단기투자자산	11	25	28	30	33
매출채권	2,784	3,398	4,837	5,215	5,683
재고자산	1,575	1,789	3,173	3,421	3,729
기타유동자산	154	160	288	311	339
비유동자산	5,525	5,153	5,770	6,225	6,101
유형자산	4,480	3,724	4,362	4,847	4,744
무형자산	219	296	274	233	198
투자자산	182	376	401	412	425
기타비유동자산	644	757	733	733	734
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	11,378	11,931	14,466	16,105	18,039
유동부채	3,955	4,507	6,142	6,559	7,075
단기차입금	73	155	184	184	184
매입채무	2,241	2,642	4,039	4,354	4,745
유동성장기부채	611	567	627	627	627
기타유동부채	1,030	1,143	1,292	1,394	1,519
비유동부채	2,069	1,661	1,468	1,476	1,486
사채	781	529	289	289	289
장기차입금	1,186	1,011	1,066	1,066	1,066
장기금융부채(리스포함)	25	31	12	12	12
기타비유동부채	77	90	101	109	119
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	6,024	6,168	7,610	8,035	8,561
지배주주지분	5,354	5,763	6,856	8,070	9,478
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	0	0	0
자본조정 등	-0	-0	1,133	1,133	1,133
기타포괄이익누계액	234	320	430	430	430
이익잉여금	3,868	4,191	5,174	6,388	7,796
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,354	5,763	6,856	8,070	9,478

(단위:원, 배, %)

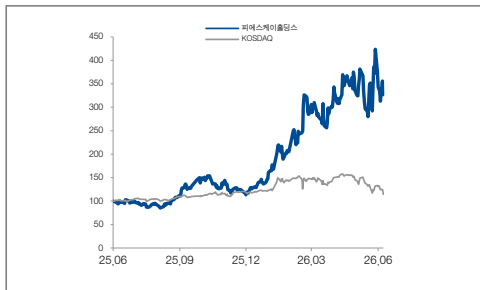
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	18,983	14,419	44,302	53,201	61,375
EPS(지배순이익 기준)	18,983	14,419	44,302	53,201	61,375
BPS(자본총계 기준)	226,215	243,505	289,674	340,995	400,490
BPS(지배지분 기준)	226,215	243,505	289,674	340,995	400,490
DPS	2,090	1,880	1,880	1,880	1,880
P/E(당기순이익 기준)	8.5	18.8	25.5	21.2	18.4
P/E(지배순이익 기준)	8.5	18.8	25.5	21.2	18.4
P/B(자본총계 기준)	0.7	1.1	3.9	3.3	2.8
P/B(지배지분 기준)	0.7	1.1	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	2.6	4.0	11.2	9.4	8.2
배당수익률	1.3	0.7	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준) 증가율	-20.5	-24.0	207.2	20.1	15.4
EPS(지배순이익 기준) 증가율	-20.5	-24.0	207.2	20.1	15.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.9	6.1	16.6	16.9	16.6
ROE(지배순이익 기준)	8.9	6.1	16.6	16.9	16.6
ROA	4.0	2.9	7.9	8.2	8.5
안정성 (%)					
부채비율	112.5	107.0	111.0	99.6	90.3
순차입금비율	25.1	15.2	26.2	15.6	0.1
이자보상배율	6.2	7.6	14.6	17.3	19.6

현대차증권 리서치센터

AI/로보틱스 | 윤동욱

현재주가(6/23)	117,500원		
상승여력	48.9%		
시가총액	2,534십억원		
발행주식수	21,562천주		
자본금/액면가	11십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	152,300원/ 30,600원		
일평균 거래대금(60일)	30십억원		
외국인지분율	6.82%		
주요주주	박경수 외 20인 65.48%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-14.3	12.4	153.2
상대주가(%p)	11.6	38.3	161.2

상대주가 (25.06.16=100)



자료: FnGuide, 현대차증권

첨단 패키징 투자 본격 확대, 대표 수혜주는 피에스케이홀딩스

- 피에스케이홀딩스 1분기 실적은 매출액 280억원(YoY -10.2%, QoQ -45.6%), 영업이익 92억원(YoY -3.9%, QoQ -35.3%, OPM 32.8%)로 기존 예상치와 컨센서스를 하회
- 1분기 실적 하회의 원인은 1) 고객사들의 올해 HBM 투자가 하반기에 집중되어 1분기 HBM향 장비 매출이 예상치를 하회했으며, 2) CoWoS 주요 고객사들이 집중된 대만의 춘절이 2월에 있어 해당 기간 전후 장비 공급이 제한되었기 때문
- 다만 1분기 실적의 핵심은 낮은 매출액이 아닌 높은 GPM에 있다고 판단. 1Q26 피에스케이홀딩스의 GPM은 68.9%를 기록하였는데, 장비 매출의 상당 부분이 Reflow 장비였다는 부분을 감안 시 Reflow 장비의 높은 마진을 확인해주는 분기였다고 생각
- 2분기 피에스케이홀딩스 실적은 매출액 662억원(YoY +91.1%, QoQ +136.6%), 영업이익 257억원(YoY +204.6%, QoQ +180.6%, OPM 38.9%)로 추정하며 올해 4분기로 갈수록 큰 폭의 실적 성장이 나타날 것으로 전망
- 금번 일본 출장에서 TEL과 Advantest 모두 대만 Foundry社의 투자 확대가 체감된다고 밝혔으며, 특히 TEL은 자사 첨단 패키징 장비 매출액이 올해 YoY +60% 성장하며 전자 장비 성장률을 크게 상회할 것이라고 예상
- 첨단 패키징 선두 업체를 포함하여 Reflow 장비 내 독점적인 지위를 보유하고 있는 동사는 주요 고객사와 첨단 패키징 시장 전반의 투자 확대에 따라 올해 하반기부터 급격한 실적 성장을 보일 것으로 기대
- 피에스케이홀딩스에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 175,000원 유지(12MF 연결기준 지배주주순이익에 피에스케이의 지분법 손익을 제외한 1,023억원에 국내외 Advanced Packaging 주요 반도체 장비 기업 12MF P/E 평균 29.6배 적용하여 피에스케이홀딩스 본업 가치를 구하고 피에스케이 지분가치 4조 6,260억원을 50% 할인하여 더한 3조 7,886억원을 유통 주식 수로 나누어 목표주가 175,000원 산출)

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	216	88	96	95	4,444	124.4	8.6	1.9	7.0	24.8	1.8
2025	208	73	92	80	4,252	-4.3	10.9	2.0	10.0	19.6	2.3
2026F	272	108	140	115	6,492	52.7	19.7	4.5	23.0	25.1	0.9
2027F	375	151	189	160	8,764	35.0	14.6	3.6	15.7	27.5	1.1
2028F	457	188	230	199	10,682	21.9	12.0	2.8	11.8	26.5	1.1

# 피에스케이홀딩스: 실적 전망

〈표1〉 분기별 실적 추이

(단위 : 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	31.2	34.7	90.6	51.4	28.0	66.2	76.9	100.5	207.8	271.6	374.9
YoY(%)	-18.2	-14.5	131.9	-47.5	-10.2	91.1	-15.1	95.5	-3.6	30.7	38.0
반도체 장비	26.2	28.6	84.9	44.3	21.0	59.1	69.8	93.4	184.1	243.3	339.0
Descum	8.7	9.4	28.0	14.6	2.7	20.1	26.2	29.9	60.8	78.9	103.2
Reflow	16.3	17.7	52.6	27.5	16.0	36.5	40.8	61.0	114.1	154.3	225.5
기타	1.3	1.4	4.2	2.2	2.3	2.5	2.8	2.5	9.2	10.2	10.3
부품 및 기타	4.9	6.0	5.7	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	23.7	28.4	35.9
매출총이익	20.3	20.7	57.3	32.3	19.3	42.1	48.6	64.3	130.6	174.2	239.9
GPM(%)	65.1	59.7	63.3	62.9	68.9	63.5	63.2	64.0	62.9	64.2	64.0
YoY(%)	-9.7	-16.7	154.5	-51.0	-4.8	103.1	-15.1	98.9	-3.8	33.4	37.7
영업이익	9.5	8.5	41.2	14.2	9.2	25.7	30.7	41.9	73.4	107.5	151.1
OPM(%)	30.6	24.4	45.5	27.6	32.8	38.9	39.9	41.7	35.3	39.6	40.3
YoY(%)	-38.1	-45.7	188.8	-67.2	-3.9	204.6	-25.6	195.9	-17.0	46.5	40.5
지배주주순이익	15.6	17.4	38.9	19.8	20.1	34.7	39.5	45.8	91.7	140.0	189.0
지배주주순이익률(%)	50.2	50.2	43.0	38.4	71.7	52.4	51.3	45.6	44.1	51.5	50.4
YoY(%)	-17.6	14.6	96.2	-52.8	28.3	99.5	1.4	131.7	-4.3	52.7	35.0

자료: 피에스케이홀딩스, 현대차증권



# 주요 재무제표

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	216	208	271.6	374.9	457
증가율 (%)	127.5	-3.6	30.7	38.0	21.9
매출원가	80	77	97	135	164
매출원가율 (%)	37.0	37.1	35.8	36.0	35.9
매출총이익	136	131	174	240	293
매출이익률 (%)	63.0	62.9	64.2	64.0	64.1
증가율 (%)	134.7	-3.8	33.4	37.7	22.2
판매관리비	47	57	67	89	105
판매비율 (%)	22.0	27.5	24.6	23.7	22.9
EBITDA	95	80	115	160	199
EBITDA 이익률 (%)	43.8	38.6	42.3	42.7	43.4
증가율 (%)	198.9	-15.1	43.3	39.4	23.9
영업이익	88	73	108	151	188
영업이익률 (%)	41.1	35.3	39.6	40.3	41.2
증가율 (%)	228.1	-17.0	46.5	40.5	24.5
영업외손익	3	8	4	6	8
금융수익	12	16	10	6	8
금융비용	9	7	5	0	0
기타영업외손익	0	-1	0	0	0
총속/관계기업관련손익	26	26	56	71	82
세전계속사업이익	117	107	168	228	278
세전계속사업이익률 (%)	54.2	51.6	61.7	60.7	60.7
증가율 (%)	138.9	-8.2	56.2	35.9	21.9
법인세비용	21	16	28	39	47
계속사업이익	96	92	140	189	230
중단사업이익	집	0	0	0	0
당기순이익	96	92	140	189	230
당기순이익률 (%)	44.5	44.1	51.5	50.4	50.4
증가율 (%)	124.4	-4.3	52.7	35.0	21.9
지배주주지분 순이익	96	92	140	189	230
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	7	-2	7	0	0
총포괄이익	103	90	147	189	230

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	67	81	82	128	161
당기순이익	96	92	140	189	230
유형자산 상각비	4	5	6	8	9
무형자산 상각비	2	2	2	2	1
외환손익	-1	0	-1	0	0
운전자본의감소(증가)	-20	6	-5	0	1
기타	-14	-23	-60	-71	-81
투자활동으로인한현금흐름	-24	-1	-175	38	21
투자자산의 감소(증가)	-21	-49	-130	64	42
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-17	-2	-26	-25	-18
기타	14	49	-19	0	-3
재무활동으로인한현금흐름	-17	-18	-24	-26	-29
차입금의 증가(감소)	0	-2	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-13	-15	-23	-26	-29
기타	-4	0	0	0	0
기타현금흐름	8	-2	6	0	0
현금의증가(감소)	34	61	-111	140	153
기초현금	88	121	183	72	212
기말현금	121	183	72	212	365

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	241	269	239	382	551
현금성자산	121	183	72	212	365
단기투자자산	30	12	24	24	27
매출채권	38	27	52	53	59
재고자산	29	27	52	53	59
기타유동자산	2	6	11	11	13
비유동자산	272	316	508	531	578
유형자산	72	69	89	106	115
무형자산	11	10	9	7	6
투자자산	177	225	398	405	445
기타비유동자산	13	12	12	12	12
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	514	585	747	913	1,129
유동부채	52	48	92	94	105
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	11	9	19	19	21
유동성장기부채	2	2	2	2	2
기타유동부채	38	37	72	73	81
비유동부채	30	30	48	49	53
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	13	11	10	10	10
장기금융부채(리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	17	19	37	38	43
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	82	79	140	143	158
지배주주지분	431	506	607	770	971
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	65	65	65	65	65
자본조정 등	-15	-15	-15	-15	-15
기타포괄이익누계액	18	16	23	23	23
이익잉여금	353	429	523	686	887
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	431	506	607	770	971

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	4,444	4,252	6,492	8,764	10,682
EPS(지배순이익 기준)	4,444	4,252	6,492	8,764	10,682
BPS(자본총계 기준)	20,010	23,484	28,141	35,704	45,036
BPS(지배지분 기준)	20,010	23,484	28,141	35,704	45,036
DPS	700	1,080	1,200	1,350	1,350
P/E(당기순이익 기준)	8.6	10.9	19.7	14.6	12.0
P/E(지배순이익 기준)	8.6	10.9	19.7	14.6	12.0
P/B(자본총계 기준)	1.9	2.0	4.5	3.6	2.8
P/B(지배지분 기준)	1.9	2.0	4.5	3.6	2.8
EV/EBITDA	7.0	10.0	23.0	15.7	11.8
배당수익률	1.8	2.3	0.9	1.1	1.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준) 증가율	124.4	-4.3	52.7	35.0	21.9
EPS(지배순이익 기준) 증가율	124.4	-4.3	52.7	35.0	21.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	24.8	19.6	25.1	27.5	26.5
ROE(지배순이익 기준)	24.8	19.6	25.1	27.5	26.5
ROA	20.9	16.7	21.0	22.8	22.6
안정성 (%)					
부채비율	19.0	15.5	23.1	18.6	16.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	250.6	177.9	296.5	413.2	508.0

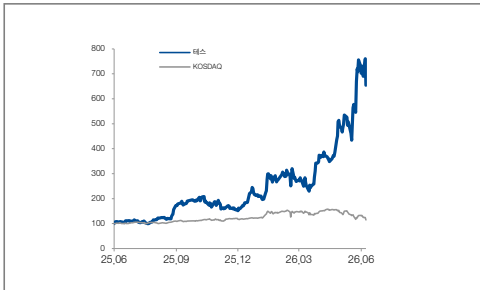


현대차증권 리서치센터

AI/로보틱스 | 윤동욱

현재주가(6/23)	157,700원		
상승여력	48.4%		
시가총액	3,053십억원		
발행주식수	19,360천주		
자본금/액면가	10십억원/500원		
52주 최고가/최저가	183,400원/ 23,900원		
일평균 거래대금(60일)	54십억원		
외국인지분율	11.67%		
주요주주	주승일 외 8인 40.79%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	22.2	162.4	279.5
상대주가(%p)	59.2	222.8	291.5

상대주가 (25.06.16=100)



자료: FnGuide, 현대차증권

장비 Mix 개선으로 마진 상승 본격화

- 테스 1분기 실적은 매출액 972억원(YoY +15.1%, QoQ -16.9%), 영업이익 222억원(YoY +36.5%, QoQ 73.7%, OPM 22.8%)로 기존 예상치를 상회
- 1분기 OPM 22.8%로 예상치(19.6%)를 상회했는데, 이는 1) 고객사들이 DRAM은 1b/1c 신규 투자, NAND는 V8/V9 전환 투자 등 선단 공정向 위주의 투자를 진행한 가운데 동사의 하드마스크 증착 장비(ACL) 내 고온 ACL 장비의 비중이 상승하였으며, 2) 매출액 증가에 따른 영업 레버리지 효과가 본격화되었기 때문으로 판단
- 특히 중국向 비중 확대에 따라 마진 개선이 나타났던 2Q25(OPM 24.8%)와 달리, 이번 1Q26에는 국내 메모리 양사로 만 장비 공급 이루어진 가운데 높은 마진을 기록한 것은 동사 장비의 Mix가 개선되고 있는 것으로 보임
- 2분기 테스 실적은 매출액 1,032억원(YoY +25.7%, QoQ +6.1%), 영업이익 240억원(YoY +18.0%, QoQ +8.2%, OPM 23.3%) 기록할 것으로 추정. 매출액 증가와 중국向 장비 매출 발생으로 1분기 대비 추가적인 마진 개선 예상
- 하반기부터는 국내 메모리 2개사 NAND向, 1개사 HBM向으로 BSD(Backside Deposition) 장비 공급할 것으로 기대. NAND가 200단 이상으로 고단화되며 BSD 장비의 필요성이 높아지고, HBM4에서 Warpage에 따른 수율 이슈 지속됨에 따라 BSD 장비의 공급 물량은 기존예상을 상회할 것으로 보임. 신규 장비 공급이 제한적이었던 1분기에도 높은 OPM을 기록한 테스가 하반기 신규 장비 공급이 본격화된다면 매출액 성장과 함께 추가적인 마진 개선이 나타날 것으로 전망
- 테스에 대해 투자 의견 BUY 유지하며, 목표주가 234,000원으로 상향(12MF EPS 7,414원에 국내 주요 전공정 장비사들의 12MF P/E 평균 31.3배 적용. 기존 목표주가 156,000원은 2026F EPS 3,967원에 국내 주요 전공정 장비사 2026F P/E 평균 39.4배 적용하여 산출)

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	240	38	43	44	2,158	2,623.8	7.2	0.9	5.2	13.6	3.9
2025	351	58	57	66	2,885	33.7	15.4	2.2	12.2	15.8	1.9
2026F	467	112	131	123	6,770	134.6	23.3	6.1	23.7	29.3	0.6
2027F	590	144	164	156	8,484	25.3	18.6	4.7	17.9	28.6	0.8
2028F	723	182	197	194	10,150	19.6	15.5	3.7	13.7	26.7	0.8



# 테스: 실적 전망

<표1> 분기별 실적 추이

(단위 : 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	84.5	82.1	67.6	117.0	97.2	103.2	129.7	136.7	351.1	466.7	589.9
YoY(%)	100.4	35.6	33.0	35.1	15.1	25.7	91.9	16.8	46.3	32.9	26.4
반도체/디스플레이 장비	73.6	69.8	55.8	101.1	81.5	89.0	115.0	122.0	300.3	407.5	532.0
부품 및 기타	10.9	12.3	11.8	15.9	14.0	14.2	14.7	14.7	50.8	57.5	57.9
매출총이익	22.8	27.2	15.5	26.5	29.7	34.1	44.4	46.7	92.1	154.9	201.5
YoY(%)	192.9	71.5	50.4	-13.2	30.0	25.4	186.2	75.9	42.6	68.2	30.1
GPM(%)	27.0	33.1	23.0	22.7	30.5	33.1	34.3	34.2	26.2	33.2	34.2
영업이익	16.3	20.4	8.4	12.8	22.2	24.0	32.2	33.2	57.8	111.6	144.1
YoY(%)	582.6	103.5	107.1	-41.9	36.5	18.0	282.2	160.1	50.3	93.0	29.1
OPM(%)	19.3	24.8	12.5	10.9	22.8	23.3	24.8	24.3	16.5	23.9	24.4
지배주주순이익	15.9	18.9	12.1	10.1	24.6	31.4	37.5	37.6	56.9	131.1	164.3
YoY(%)	129.9	46.3	385.9	-50.6	54.9	66.2	209.8	273.7	33.4	130.3	25.3
지배주주순이익률(%)	18.8	23.0	17.9	8.6	25.3	30.4	28.9	27.5	16.2	28.1	27.8

자료: 테스, 현대차증권



# 주요 재무제표

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	240	351	467	590	723
증가율 (%)	63.4	46.3	32.9	26.4	22.6
매출원가	176	259	312	388	473
매출원가율 (%)	73.1	73.8	66.8	65.8	65.5
매출총이익	65	92	155	201	249
매출이익률 (%)	26.9	26.2	33.2	34.2	34.5
증가율 (%)	404.2	42.6	68.2	30.1	23.8
판매관리비	26	34	43	57	68
판매비율 (%)	10.9	9.8	9.3	9.7	9.3
EBITDA	44	66	123	156	194
EBITDA 이익률 (%)	18.4	18.7	26.2	26.4	26.9
증가율 (%)	흑전	48.5	86.6	27.3	24.7
영업이익	38	58	112	144	182
영업이익률 (%)	16.0	16.5	23.9	24.4	25.2
증가율 (%)	흑전	50.3	93.0	29.1	26.3
영업외손익	11	8	50	59	62
금융수익	17	19	62	61	63
금융비용	4	9	14	2	2
기타영업외손익	-1	-2	2	0	0
총속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	50	66	161	203	244
세전계속사업이익률 (%)	20.8	18.7	34.6	34.5	33.7
증가율 (%)	2,096.9	32.0	145.5	26.0	19.9
법인세비용	7	9	30	39	47
계속사업이익	43	57	131	164	197
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	43	57	131	164	197
당기순이익률 (%)	17.8	16.2	28.1	27.8	27.2
증가율 (%)	2,623.8	33.4	130.3	25.3	19.6
지배주주지분 순이익	43	57	131.1	164	197
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	3	2	0	0
총포괄이익	40	60	133	164	197

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	31	82	123	169	199
당기순이익	43	57	131	164	197
유형자산 상각비	5	7	10	11	12
무형자산 상각비	1	0	0	0	0
외환손익	-1	1	-1	0	0
운전자본의감소(증가)	-25	-4	-24	-7	-10
기타	8	21	6	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-50	-118	-65	-57	-72
투자자산의 감소(증가)	-22	-43	-18	-17	-24
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-55	-33	-22	-20	-20
기타	27	-42	-25	-20	-28
재무활동으로인한현금흐름	10	36	-16	-18	-21
차입금의 증가(감소)	16	-5	0	0	0
사채의증가(감소)	0	41	-7	0	0
자본의 증가	0	7	3	0	0
배당금	-9	-11	-15	-18	-21
기타	3	4	3	0	0
기타현금흐름	0	0	1	0	0
현금의증가(감소)	-9	0	42	94	106
기초현금	21	12	12	55	149
기말현금	12	12	55	149	255

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	183	215	290	418	572
현금성자산	12	12	55	149	255
단기투자자산	52	106	124	144	172
매출채권	35	26	30	35	42
재고자산	41	43	50	58	69
기타유동자산	13	9	10	12	14
비유동자산	198	272	306	331	363
유형자산	110	136	149	158	166
무형자산	5	5	5	5	4
투자자산	71	117	135	152	176
기타비유동자산	13	14	16	16	16
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	381	487	596	750	935
유동부채	37	48	53	59	69
단기차입금	6	6	6	6	6
매입채무	13	1	1	1	1
유동성장기부채	0	5	4	4	4
기타유동부채	18	36	42	49	58
비유동부채	13	48	42	42	43
사채	0	41	34	34	34
장기차입금	10	5	5	5	5
장기금융부채(리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	2	3	3	4
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	51	96	94	102	112
지배주주지분	331	392	501	648	823
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	57	64	67	67	67
자본조정 등	-57	-42	-38	-38	-38
기타포괄이익누계액	0	3	-2	-2	-2
이익잉여금	320	356	464	610	786
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	331	392	501	648	823

(단위:원, 배.%)

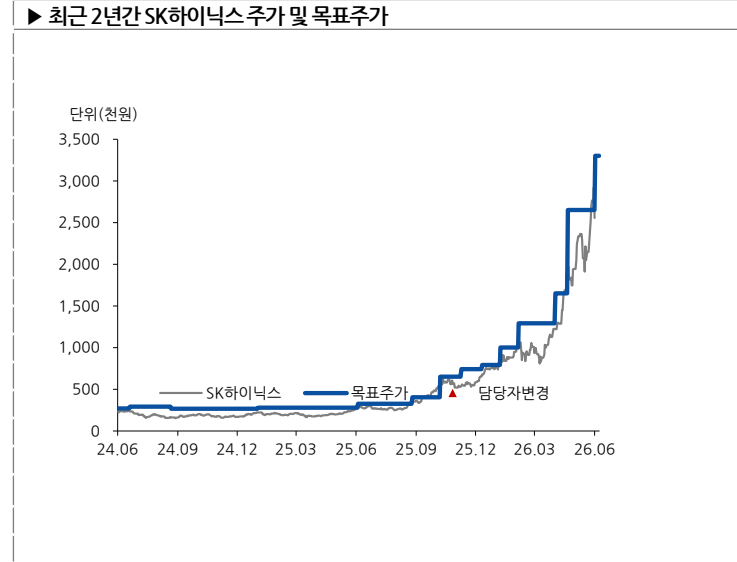
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	2,158	2,885	6,770	8,484	10,150
EPS(지배순이익 기준)	2,158	2,885	6,770	8,484	10,150
BPS(자본총계 기준)	16,721	20,235	25,901	33,469	42,520
BPS(지배지분 기준)	16,721	20,235	25,901	33,469	42,520
DPS	600	850	1,000	1,200	1,200
P/E(당기순이익 기준)	7.2	15.4	23.3	18.6	15.5
P/E(지배순이익 기준)	7.2	15.4	23.3	18.6	15.5
P/B(자본총계 기준)	0.9	2.2	6.1	4.7	3.7
P/B(지배지분 기준)	0.9	2.2	6.1	4.7	3.7
EV/EBITDA	5.2	12.2	23.7	17.9	13.7
배당수익률	3.9	1.9	0.6	0.8	0.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준) 증가율	2,623.8	33.7	134.6	25.3	19.6
EPS(지배순이익 기준) 증가율	2,623.8	33.7	134.6	25.3	19.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	13.6	15.8	29.3	28.6	26.7
ROE(지배순이익 기준)	13.6	15.8	29.3	28.6	26.7
ROA	12.1	13.1	24.2	24.4	23.3
안정성 (%)					
부채비율	15.3	24.4	18.8	15.7	13.6
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	490.4	91.2	69.2	90.9	114.4



# Compliance Notice

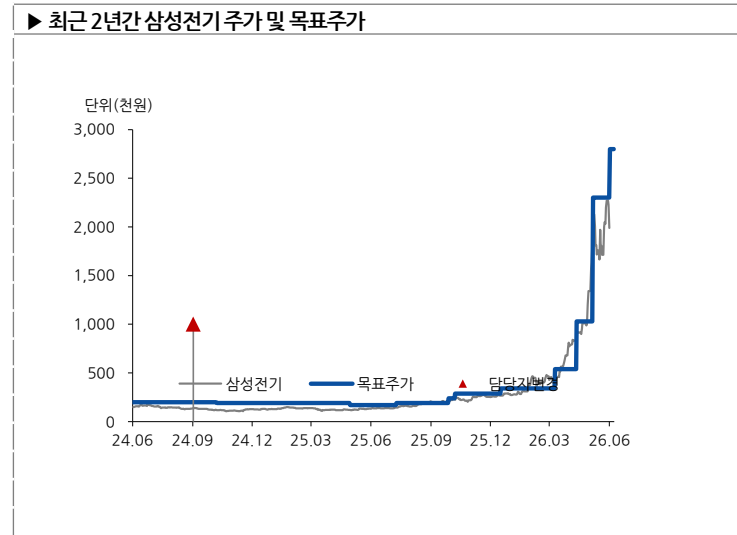
▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.06.14	BUY	270,000	-13.41	-10.74
2024.07.12	BUY	290,000	-36.55	-19.66
2024.09.13	BUY	265,000	-30.88	-14.91
2025.01.24	BUY	280,000	-27.44	2.14
2025.06.26	BUY	325,000	-15.23	7.08
2025.09.17	BUY	405,000	4.34	37.78
2025.10.30	BUY	650,000	-12.10	-4.62
2025.12.01	BUY	740,000	-22.72	-12.03
2026.01.02	BUY	790,000	-4.03	8.99
2026.01.30	BUY	1,000,000	-8.59	9.90
2026.02.27	BUY	1,290,000	-23.40	-5.04
2026.04.24	BUY	1,650,000	-7.43	13.94
2026.05.13	BUY	2,650,000	-16.78	10.15
2026.06.24	BUY	3,300,000		



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

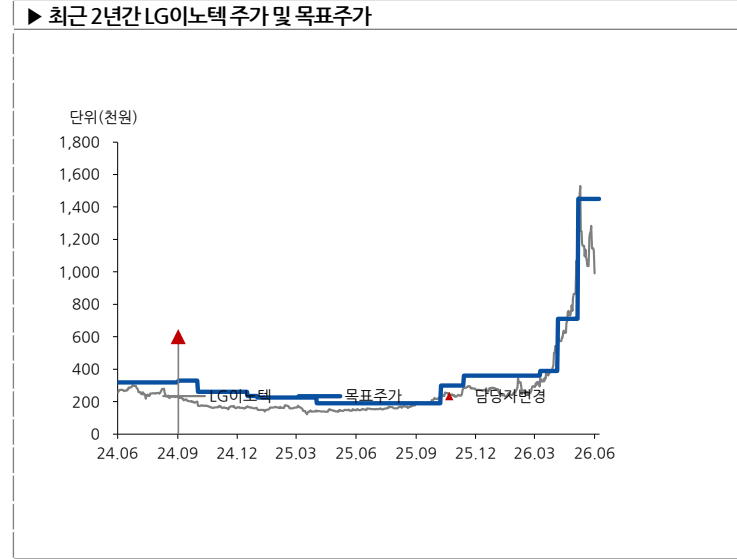
일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.05.21	BUY	200,000	-24.77	-13.65
2024.09.24	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2024.10.30	BUY	190,000	-34.12	-22.00
2025.03.05	BUY	190,004	-28.76	-27.74
2025.03.13	BUY	190,000	-34.23	-26.42
2025.05.22	BUY	170,000	-21.53	-10.65
2025.08.01	BUY	190,000	-5.95	10.79
2025.10.20	BUY	240,000	-6.88	-3.33
2025.10.30	BUY	288,000	-14.35	-5.56
2026.01.08	BUY	340,000	5.62	41.03
2026.04.01	BUY	540,000	19.83	55.37
2026.05.04	BUY	1,030,000	11.27	79.51
2026.05.29	BUY	2,300,000	-15.72	-1.30
2026.06.24	BUY	2,800,000		



# Compliance Notice

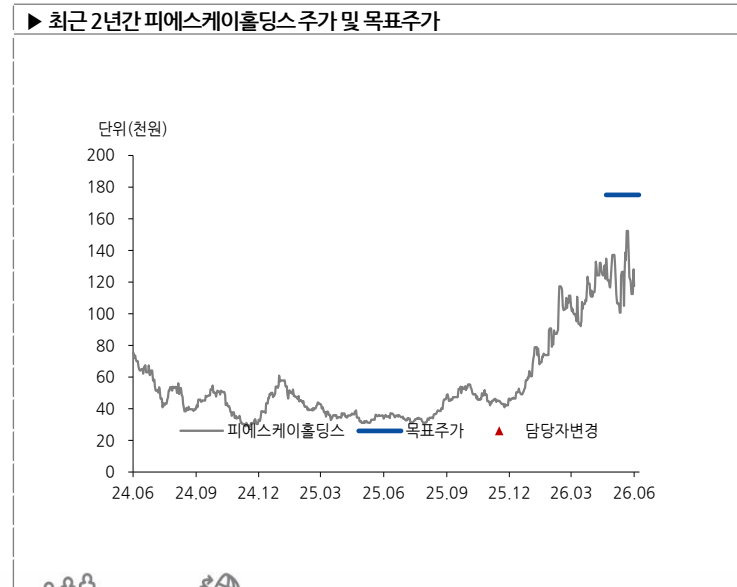
▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.02.21	BUY	318,000	-26.74	-5.03
2024.08.21	AFTER 6M	318,000	-22.92	-11.95
2024.09.24	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2024.09.24	BUY	330,000	-37.25	-30.45
2024.10.24	BUY	260,000	-35.73	-31.69
2025.01.08	BUY	235,000	-30.95	-28.51
2025.01.23	BUY	225,000	-30.94	-21.11
2025.04.24	BUY	190,000	-15.07	17.11
2025.10.24	AFTER 6M	190,000	19.01	16.05
2025.10.31	BUY	300,000	-18.35	-5.67
2025.12.05	BUY	360,000	-24.16	-4.17
2026.04.01	BUY	390,000	2.33	38.97
2026.04.28	BUY	710,000	7.81	59.72
2026.05.29	BUY	1,450,000	-19.02	-31.66
2026.06.24	BUY	1,450,000		



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

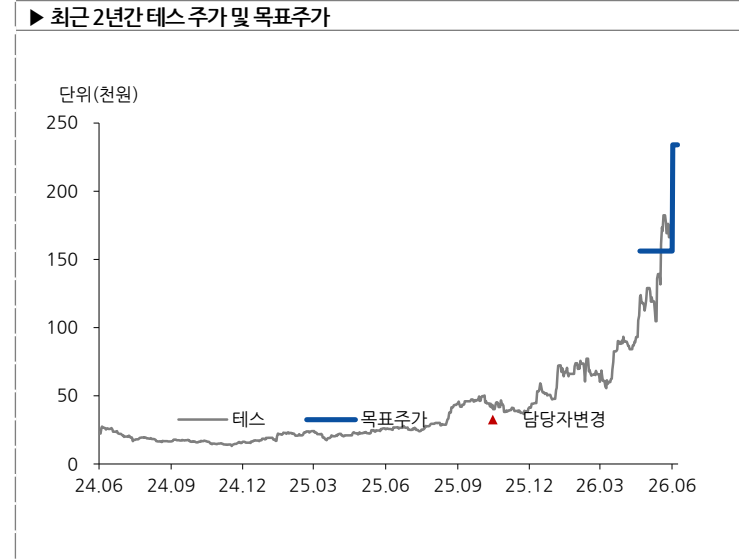
일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.05.13	BUY	175,000	-29.79	-12.97
2026.06.24	BUY	175,000		



# Compliance Notice

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.05.13	BUY	156,000	-9.01	17.56
2026.06.24	BUY	234,000		



# Compliance Notice

## ▶ 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 노근창, 김중배, 윤동욱의 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 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

## ▶ 투자등급 통계 (2025.04.01~2026.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181건	93.8%
보유	12건	6.2%
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.



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY