

성호전자(043260.KQ)

매수(신규)
TP 70,000



AI 광통신 소부장 대장입니다

통신/소프트웨어 정원석

T.02)2004-9092

jeong.won-seok@shinyoung.com

AI 데이터센터 확산에 따른 고속 광모듈 시장 성장은 액티브 정렬 장비 시장의 확대에 이어져 성호전자의 핵심 자회사 ADS 테크의 구조적 수혜가 예상된다. 특히 CPO 는 데이터센터 내 광통신 침투율을 확대시키는 동시에 광모듈(광엔진) 제조 난이도를 높여 고정밀 액티브 정렬 장비 수요를 강화하는 요인이다. 물론 최근 CPO 출하 지연 및 낮은 수율에 대한 우려가 제기되며 국내외 광통신 관련주가 동반 조정을 받기도 하였으나, 엔비디아의 CPO 양산 일정은 지연되지 않은 것으로 파악되며, 수율 이슈는 오히려 CPO 제조 과정에서 액티브 정렬의 중요성을 강화하는 계기라고 판단한다. 유사한 규모의 경쟁사 ficonTEC 을 인수한 중국 상장사 Robotechnik 대비 시가총액이 약 6배 낮은 저평가 상태이며, 다양한 신규 CPO 고객을 확보함에 따라 저평가 요인은 점차 축소될 것으로 기대한다. SOTP 방식으로 산정한 성호전자의 목표주가는 70,000 원이며, 전일 종가 대비 상승여력은 133%로 투자 의견 매수를 제시한다. ADS 테크 사업가치는 Robotechnik 의 2028 년 기준 P/E 배수를 50% 할인한 목표 멀티플 50 배와 2028 년 예상 NOPLAT(세후영업이익) 1,515 억원을 기준으로 산정하였다.



Content

I. 기업개요	4
II. 투자포인트	7
1. 고속 광모듈 시장의 성장	7
2. CPO의 등장	12
III. 리스크포인트	19
1. SemiAnalysis가 제시한 의혹	19
2. 잠재적 리스크요인	22
IV. 실적추정 및 밸류에이션	23
1. ADS테크 실적 추정	23
2. 투자의견 매수 및 목표주가 70,000 원 제시	26

분석의 기본 가정

- Rubin Ultra부터 데이터센터의 Scale-up 네트워크 시장에 CPO와 광통신이 본격적으로 침투할 것으로 가정

성호전자(043260.KQ)

매수(신규)

• CPO 확산은 구조적 수혜

AI 데이터센터 확산에 따라 고속 광모듈 시장이 성장하면서, 광모듈 제조를 위한 액티브 정렬의 필요성이 증가하고 있음. 특히 2026 년 하반기부터 엔비디아 서버에 본격 도입되는 CPO 는 데이터센터 내 광통신의 침투율을 확대시키고, 광엔진의 제조 난이도를 높이는 구조적 변화임. 결국 CPO 확산은 고정밀 액티브 정렬 장비를 보유한 성호전자의 구조적 수혜 가능성을 강화하는 핵심 요인으로 판단함.

• CPO 수출 이슈는 고정밀 정렬에 대한 중요성을 확인한 계기

최근 CPO 출하 지연 가능성이 제기되면서 국내외 광통신 관련주의 주가가 동반 조정을 받음. 그러나 실제 엔비디아의 CPO 양산 일정은 지연되지 않았으며, 수출에 대한 우려는 역설적으로 광정렬 공정의 전략적 중요성을 부각시킴. 따라서 이번 주가 조정은 고정밀 액티브 정렬 관련 기술력을 보유한 성호전자에 대한 투자 기회라고 판단함

• Roboteknik 대비 극도의 저평가

중국 상장사 Roboteknik 는 광정렬 장비기업 ficonTEC 인수 후 광통신 관련 사업 가치가 조명되며 기업가치를 재평가 받았다는 점에서 성호전자와 매우 유사함. 그러나 핵심자회사인 ADS 테크와 ficonTEC 의 2028 년 기준 예상 영업이익의 규모는 유사할 것으로 예상되는데 반해, 시가총액은 약 6 배의 저평가 상태임. 성호전자 인수 후 다양한 신규 고객사를 확보함에 따라 기존 저평가 요인은 점차 축소될 것으로 기대함

• 투자이건 매수 및 목표주가 70,000원 제시

핵심 자회사 ADS 테크와 기존 사업부문을 분리하여 SOTP 방식으로 밸류에이션을 진행함. ADS 테크의 사업가치는 경쟁사 FiconTEC 을 인수한 중국 상장사 Roboteknik P/E 배수를 50% 할인한 목표 멀티플 50 배에 2028 년 예상 NOPLAT 1,515 억원을 기준으로 산정한 7.6 조원. 목표주가는 BW, CB 를 감안한 희석주식수를 기준으로 산출한 70,000 원. 전일 종가 대비 상승여력은 133%

결산기(12 월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	207	232	330	492	700
영업이익(십억원)	6	8	46	109	208
세전순익(십억원)	13	117	442	69	150
지배순이익(십억원)	8	91	344	60	118
EPS(원)	138	1,341	4,853	841	1,663
증감률(%)	-58.4	874.1	261.9	-82.7	97.8
ROE(%)	6.5	46.3	81.3	9.5	16.5
PER(배)	8.1	6.9	5.9	34.2	17.3
PBR(배)	0.5	2.6	4.4	4.0	3.4
EV/EBITDA(배)	4.5	39.1	44.2	20.7	11.0

현재주가(6/26) 28,900 원
 목표주가(12M) 70,000 원

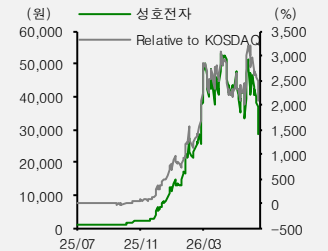
Key Data (기준일: 2026. 6. 26)

KOSPI(pt)	8411.21
KOSDAQ(pt)	851.37
액면가(원)	500
시가총액(억원)	20,497
발행주식수(천주)	70,923
평균거래량(3M, 주)	2,935,591
평균거래대금(3M, 백만원)	128,562
52 주 최고/최저	53,200 / 1,027
52 주 일간Beta	1.2
배당수익률(26F, %)	0.0
외국인지분율(%)	2.8
주요주주 지분율(%)	
서호전자 외 12 인	55.2 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-29.4	-39.1	268.2	2,398
KOSDAQ 대비 상대수익률	-2.8	-18.7	297.7	2,211

Company vs KOSDAQ composite



I. 기업 개요

ADS테크를 인수해 광통신·AI 인프라 장비 기업으로 변모

AI 데이터센터 수요 증가로 광통신 핵심 공정장비 업체로 부상

성호전자는 1973년 5월 설립되어 2001년 코스닥 시장에 상장한 전자부품 제조업체다. 기존 주력 사업은 전원공급장치와 필름콘덴서로, 전자·전기 제품의 전력 변환과 회로 안정화에 필요한 핵심 부품을 생산해왔다. 전통적으로 가전, 산업기기, 전력전자, 조명, 전장 등 전력 변환이 필요한 응용처를 중심으로 사업을 영위했으나, 최근 ADS테크 인수를 통해 광통신 공정장비 및 AI 데이터센터 인프라 관련 장비 영역으로 사업 포트폴리오를 확장하고 있다.

성호전자의 ADS테크 인수는 2025년 12월 8일 공시를 통해 시장에 처음 공개되었다. ADS테크는 광모듈(광트랜시버)와 CPO 광엔진 생산에 필요한 액티브 광정렬 장비를 제조하는 광통신 공정장비 기업으로, 레이저, 렌즈, 광섬유, PIC 등 광학 부품의 위치를 실시간 광출력과 결합 효율을 기준으로 정렬하는 장비를 공급한다. AI 데이터센터에서 고속 광모듈과 CPO 기반 광엔진 수요가 증가하면서, ADS테크는 고속 광통신 밸류체인 내 핵심 공정 장비 업체로 부각되고 있다.

도표 1. ADS테크 주요 연혁

시점	주요 내용
2000.01	ADS Technologies 설립
2013.03	100G TOSA 레이저 웰더 개발
2013.09	다채널 LD-PD AOC 정렬 시스템 개발
2013.12	ADS Tech Co., Ltd로 사명 변경
2014.01	LR4 TOSA 렌즈 정렬 시스템 개발
2014.03	COC 정렬 시스템 개발
2014.06	100G ROSA 레이저 웰더 개발
2015.03	레이저 슬더링 장비 개발
2015.06	가변형 TOSA 렌즈-미러 정렬 시스템 개발
2016.06	LR4 ROSA 렌즈 정렬 시스템 및 가변형 TOSA 볼렌즈 정렬 시스템 개발
2016.12	자동 COC 테스터 개발
2017.03	LR4 TOSA 볼렌즈 정렬 시스템 및 PLC ROSA 정렬 시스템 개발
2018.01	400G 레이저 웰딩 시스템 개발
2018.05	모듈레이터 프리즘-렌즈 정렬 시스템 개발
2018.05	400G 렌즈 정렬 시스템 개발
2018.07	5G 통신용 가변형 TOSA 장비 개발
2019.01	동탄 신공장 증설
2019.12	완전 자동 파이버 정렬 장비 개발
2020.05	고출력 레이저 모듈 정렬 장비 개발
2022.05	VCSEL 및 실리콘 포토닉스 칩 테스터 개발
2023.01	CPO V-Groove to PIC 정렬 시스템 개발
2024.01	800G DR8, 2xFR4 렌즈·파이버 어레이 정렬 시스템 개발
2024.01	1.6T DR8, 2xFR4 렌즈·파이버 어레이 정렬 시스템 개발
2025.01	CPO 리셉터클 정렬 시스템 개발

자료: 성호전자

광부품의 위치와 각도를
조정해 빛 효율을 맞추는 작업

정렬 공정은 광모듈 안에서 빛이 나오는 부품, 빛이 지나가는 렌즈·필터·도파로, 빛이 들어가는 광섬유와 수광부를 서로 가장 잘 맞추는 작업이다. 광모듈(광트랜시버)은 전기 신호를 빛 신호로 바꾸어 광섬유를 통해 보내고, 다시 들어온 빛 신호를 전기 신호로 변환하는 통신 부품으로, 내부에 레이저 다이오드, 렌즈, 아이솔레이터, 필터, 포토다이오드, 광섬유, 실리콘포토닉스 PIC 등 여러 광부품이 빛의 경로 위에 배치된다. 정렬 공정은 이 부품들의 위치를 x축, y축, z축뿐 아니라 기울기와 회전까지 조정해 광결합 효율을 최대화하는 과정이다.

전송 속도가 빨라질수록
액티브 정렬의 중요성도 커짐

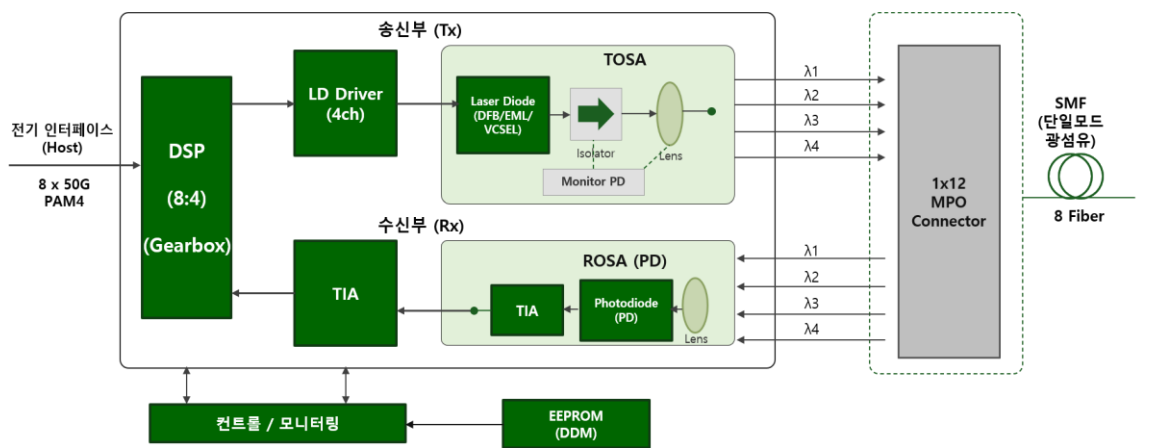
광모듈은 부품 위치가 조금만 틀어져도 빛이 새거나 손실이 커지기 때문에 생산 과정에서 정렬 공정이 필수적이다. 송신부인 TOSA에서는 레이저에서 나온 빛이 렌즈와 필터를 거쳐 광섬유로 정확히 들어가야 하며, 수신부인 ROSA에서는 광섬유에서 나온 빛이 포토다이오드에 안정적으로 도달해야 한다. 데이터 전송 속도가 높아질수록 작은 정렬 오차도 수율에 미치는 영향이 커지기 때문에 정렬 장비의 중요성은 점차 높아지고 있다.

도표 2. 광트랜시버 주요 부품 위치 및 역할

부품	위치	핵심 역할
DSP	송신부와 수신부	고속 전기 신호를 보정·복원·재구성하는 디지털 신호처리 칩
LD Driver	송신부	DSP에서 나온 전기 신호를 레이저 다이오드가 낼 수 있는 구동 전류로 변환·증폭
Laser Diode	송신부	전기 신호를 빛으로 변환
Photo Diode	수신부	들어온 빛을 전류로 변환
TIA	수신부	포토다이오드가 만든 미세 전류를 전압 신호로 변환·증폭

자료 : Marvell, RP Photonics, FiberOptics 신영증권 리서치센터

도표 3. 광트랜시버 구조



자료 : 신영증권 리서치센터

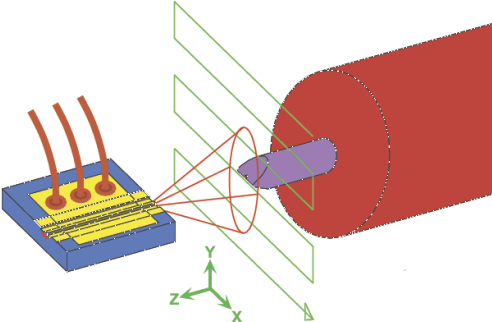
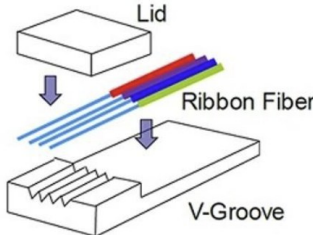
패시브는 빠르고 저렴하지만
오차 누적 시 품질 저하 위험

광모듈의 정렬 공정은 크게 액티브 정렬과 패시브 정렬로 나뉜다. 액티브 정렬은 레이저를 발광시킨 후 광신호의 상태를 확인하면서 광출력, 결합 효율, 감쇠율 등이 가장 좋은 위치를 찾는 방식이다. 반면 패시브 정렬은 V-groove(광섬유나 광부품을 일정한 위치에 올려놓기 위해 기판에 V자 형태로 만든 미세 홈), 정렬 마크 등 사전에 설계된 구조에 맞춰 부품을 고정하는 방식이다. 패시브 정렬은 공정이 빠르고 원가를 낮추기 쉽지만, 부품의 오차가 누적될 경우 광모듈 품질이 크게 저하될 수 있다는 단점이 있다.

800G·1.6T·CPO 확산으로
액티브 장비 중요성 부각

성호전자가 인수한 ADS테크는 이 중 액티브 정렬 장비에 집중하고 있다. 광모듈의 성능이 고도화될수록, 레이저, 포토다이오드, 렌즈, 광섬유, 등을 매우 정밀하게 맞춰야 하며, 특히 싱글모드 광섬유, 실리콘 포토닉스, CPO 광엔진처럼 정렬 오차 허용 범위가 작은 제품에서는 액티브 정렬의 필요성이 커진다. 데이터센터의 데이터 전송량이 높아짐에 따라 800G, 1.6T급 고속 광트랜시버와 CPO가 도입되면서, 액티브 정렬 자동화 장비가 생산 수율과 신뢰성을 좌우하는 핵심 공정 장비로 부각되고 있다.

도표 4. 능동 정렬과 수동 정렬 비교

구분	액티브 광정렬 (Active Alignment)	패시브 광정렬 (Passive Alignment)
그림		
정렬 기준	실시간 광출력, 결합 효율, 감쇠율, 비트 오류율 등을 보면서 최적 지점 탐색	V-groove, 기준 마크, 정렬 마크, 기계적 스톱퍼, 고정 지그 등 사전에 설계된 기준
조립 방식	광원, PIC, 수광부를 켜 상태에서 좌우·상하·앞뒤 방향 및 각도 방향으로 움직이며 최대 결합 지점 탐색	부품 형상, 홈, 마크, 스톱퍼에 맞춰 위치를 기계적으로 고정
장점	낮은 삽입손실, 높은 정렬 정확도, 공차 보정 능력, 고성능 SiPh/PIC에 유리	공정 단순화, 조립 속도 개선, 대량생산 시 원가 절감 가능
단점	장비 투자비와 공정 시간 부담, 조립 복잡도 증가	부품 공차가 누적되면 삽입손실, 채널별 편차, 불량률 증가 가능
적합한 제품	SiPh, SMF 기반 모듈, 옛지 커플러, 고속 EML/DFB/SiPh 광엔진, CPO 광엔진의 검사·패키징	MMF/VCSEL 모듈, 공차 허용 범위가 큰 광학 구조, V-groove와 고정 지그가 잘 설계된 대량생산 구조
투자 포인트	CPO, SiPh, 고속 광엔진 확산 시 정밀 이동 장비, 능동 광정렬 장비, 광학 검사 장비 수요 증가	대량생산 단계에서는 수동 정렬 구조 설계가 원가 경쟁력의 핵심. 단, 초기 설계와 공차 관리 난도가 높음

자료 : PI USA, imec, 신영증권 리서치센터

II. 투자포인트

1. 고속 광모듈 시장의 성장

투자포인트

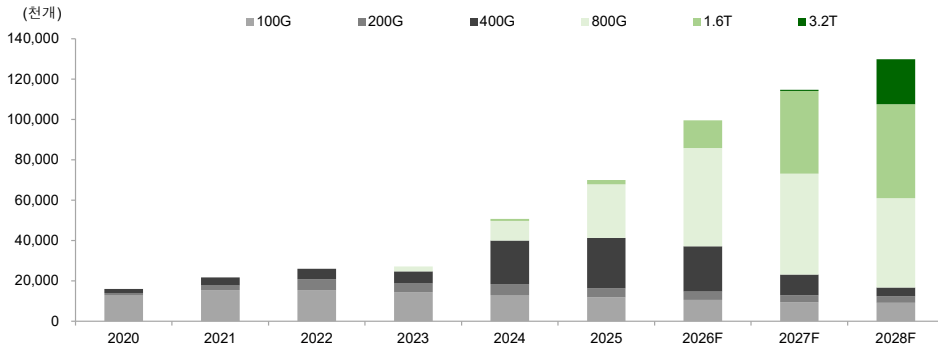
- ① AI 데이터센터 확산으로 광모듈 시장 확대,
- ② 광모듈 고도화로 액티브 정렬의 비중·횟수 증가

CPO 등장은 두 투자포인트를 극대화시키는 변화

성호전자의 투자포인트는 크게 두 가지다. 첫 번째는 AI 데이터센터 확산에 따라 광모듈 시장의 규모가 커진다는 점이며, 두 번째는 광모듈 고도화로, 광모듈 제조를 위한 액티브 정렬의 비중과 횟수가 증가한다는 점이다. 400G, 800G, 1.6T로 전송 속도가 높아질수록 광모듈에 필요한 레이저, 렌즈, 광섬유, 포토다이오드 등 광 경로가 늘어나고, 이에 따라 정렬 공정의 횟수와 비중도 높아진다.

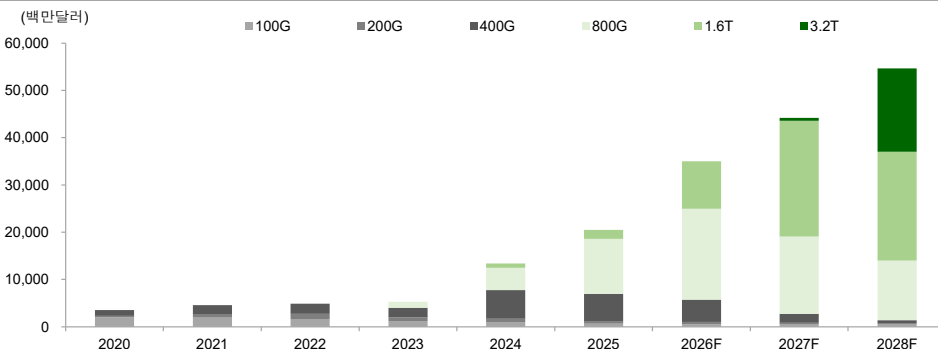
한편 CPO의 등장은 이 두 가지 투자포인트를 더욱 극대화하는 변수로 작용한다. 광엔진이 스위치 ASIC 또는 가속기 칩 인근에 직접 패키징되면서 광통신 적용 범위가 기존 플러거블 광모듈을 넘어 반도체 패키징 영역으로 확장되고, 다채널 광엔진의 제조 난이도도 동시에 상승하기 때문이다. 결국 CPO는 광모듈 시장의 성장성을 확대하는 동시에 액티브 정렬 장비의 필요성을 한층 높이는 구조적 변화로 판단된다.

도표 5. 광트랜시버 시장 전망 (출아량 기준)



자료 : Trendforce, 신영증권 리서치센터

도표 6. 광트랜시버 시장 전망 (달러 기준)



자료 : Trendforce, 신영증권 리서치센터

광모듈 속도 증가는
부품수 증가로 이어짐

광트랜시버의 속도가 높아질수록 정렬 횟수가 증가하는 이유는 전송해야 하는 광신호의 수가 늘어나기 때문이다. 광신호가 증가하면 레이저, 변조기, 렌즈, 포토다이오드 등 광 경로를 구성하는 부품의 수도 함께 증가해 필요한 정렬장비의 수가 늘어난다.

액티브 정렬 장비 수요는
구조적으로 확대됨

예를 들어 무선통신에서 주로 사용되는 25G 트랜시버는 25G 라인 1개로 구성되는 반면, 800G 트랜시버는 200G 라인 4개 또는 100G 라인 8개로 구성된다. 라인 수가 8배로 늘어날 경우 정렬해야 하는 광 경로도 그만큼 증가하게 된다. 특히 한 개 라인의 정렬 품질이 낮아도 전체 모듈이 불량 처리될 수 있기 때문에, 고속화될수록 정렬 실패에 따른 비용 부담은 커지고 허용 가능한 오차 범위는 더욱 축소된다. 결국 광모듈의 고속화는 액티브 정렬 장비 수요를 구조적으로 확대시키는 요인으로 작용한다.

도표 7. 광모듈 속도별 라인 구성

속도	광 라인 구성	대표 구조
10G	10G × 1	10G SR/LR/ER/ZR, 단일 VCSEL 또는 DFB
25G	25G × 1	25G SR/LR, 단일 VCSEL 또는 DFB/EML
50G	50G × 1, 25G × 2	50G SR/FR/LR, 50G PAM4 단일 램다 또는 25G NRZ 2라인 계열
100G	100G × 1, 50G × 2, 25G × 4, 10G × 10	DR/FR/LR 단일 램다, BiDi/SR1.2, SR4/CWDM4/LR4/PSM4, 구형 SR10
200G	200G × 1, 100G × 2, 50G × 4	200G 단일 램다, SR2/DR2, SR4/FR4/LR4
400G	400G × 1, 100G × 4, 50G × 8, 25G × 16	400ZR 단일 파장, DR4/FR4/LR4/VSR4, SR8/FR8/LR8/SR4.2/2FR4, 구형 SR16
800G	400G × 2, 200G × 4, 100G × 8	800ZR 단일 파장, 2×400G FR4/DR4 계열, 4×200G DR4/FR4, 8×100G DR8/FR8/2FR4/2LR4/SR8
1.6T	400G × 4, 200G × 8, 100G × 16	4×400G 실증형 DR4, 8×200G DR8/FR8/LR8, 16×100G OSFP-XD 계열
3.2T	400G × 8, 200G × 16	4×800G, 8×400G DR8/FR8, 16×200G OSFP-XD 계열, 연구/초기 단계

자료 : FiberMall, 신영증권 리서치센터

1-1. GPU 서버 통신 대역폭 증가

GPU 성능 향상으로
서버 간 대역폭이 급증

AI 서버의 연산 성능이 높아지면서 서버 간 데이터 전송속도도 함께 빨라지고 있다. 엔비디아 서버 기준으로 2024년 3월 공개된 B200은 GPU당 스케일아웃 대역폭이 400Gbps였으나, 2025년 3월 공개된 B300에서는 800Gbps로 2배 증가하였다. 이후 베라 루빈에서는 스케일아웃 대역폭이 1.6Tbps로 다시 2배 확대되었다. 이는 AI 연산 규모가 커질수록 개별 GPU의 처리 성능뿐만 아니라, GPU와 서버, 랙 간 데이터를 주고받는 네트워크 성능이 병목으로 작용하기 때문이다.

대역폭 증가는 정렬 부품 수를
늘리고 허용 오차를 줄임

이러한 스케일아웃 (한 대의 서버로 부족한 연산을 여러 서버와 랙으로 나누어 처리하고, 이들이 하나의 거대한 컴퓨터처럼 작동하도록 서로 연결하는 통신) 대역폭 증가는 광모듈 수요 증가와 고도화로 이어진다. 전송해야 하는 데이터가 많아질수록 더 많은 광신호 경로가 필요하고, 이에 따라 레이저, 렌즈, 광섬유, 포토다이오드 등 정렬해야 하는 부품의 수도 증가한다. 특히 고속 광모듈에서는 한 레인의 정렬 오차가 전체 모듈의 삽입손실과 수율에 영향을 미칠 수 있기 때문에, 정렬 허용 오차는 점차 축소될 수밖에 없다. 결국 AI 서버의 스케일아웃 대역폭 확대는 광모듈 고도화와 액티브 정렬 수요 증가로 연결되는 것이다.

도표 8. 엔비디아 GPU 사양 변화

구분	B200	B300	Rubin R200 / Vera Rubin
대표 플랫폼	HGX/DGX B200	HGX/DGX B300	Vera Rubin NVL72 / Rubin R200
발표 시점	2024년 3월 GTC	2025년 3월 GTC	2026년 1월 CES
공급/상용화 시점	2024년 말부터 파트너 공급	2025년 말부터 파트너 공급, 2026년 현재 출하 중	2026년 하반기 파트너 공급 예정
NIC / SuperNIC	ConnectX-7	ConnectX-8	ConnectX-9
InfiniBand 세대	NDR	XDR / Quantum-X800 계열	Quantum-X800 / Spectrum-X 계열
GPU 1개당 스케일아웃 대역폭	400Gbps	800Gbps	1.6Tbps
SerDes / 레인 속도	100G PAM4	200G PAM4	200G PAM4
사용 트랜시버 속도	400G 또는 2x400G OSFP	800G OSFP 중심	800Gx2 또는 1.6T급 구조
광모듈	400G NDR 중심	800G XDR 중심	1.6T 네트워크, CPO/1.6T 광모듈 수요까지 연결

자료 : Nvidia, 신영증권 리서치센터

싱글모드 광섬유와 EML 레이저는 결합조건 엄격

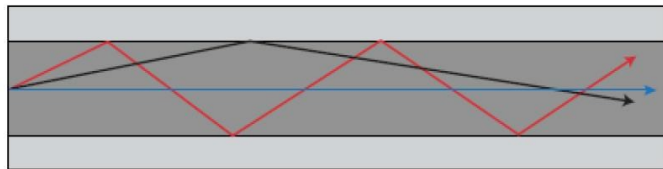
싱글모드 광섬유 코어는 멀티모드 대비 5배 이상 작음

1-2. 싱글모드 광섬유와 DFB레이저 채택 증가

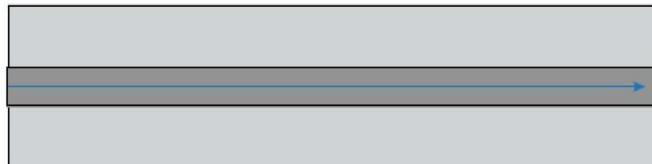
고속 광모듈에서는 기존 데이터센터 단거리 통신에 주로 사용되던 멀티모드 광섬유와 VCSEL 조합보다, 싱글모드 광섬유와 DFB 레이저 (Distributed Feedback Laser, 특정 파장의 빛을 안정적으로 내보내도록 설계된 레이저), 혹은 EML 레이저(Electro - absorption Modulated Laser, DFB 레이저에 고속 변조기를 결합해 빛에 데이터를 실어 보냄)의 중요성이 커지고 있다. 전송 속도가 400G, 800G, 1.6T로 높아질수록 신호 품질을 안정적으로 유지하는 것이 중요해지기 때문이다. 다만 이러한 조합은 기존 방식 대비 광학 부품 간 결합 조건이 까다롭기 때문에 제조 공정의 난이도도 함께 상승한다.

싱글모드 광섬유와 멀티모드 광섬유의 차이는 코어의 크기와 빛의 이동 방식에서 발생한다. 멀티모드 광섬유는 코어 지름이 주로 $50\mu\text{m} \sim 62.5\mu\text{m}$ 수준으로 커서 빛을 넣기 쉽다. 그러나 빛이 여러 경로로 이동하기 때문에 전송 속도와 거리가 늘어날수록 모달 분산(빛이 광섬유 안에서 여러 길로 나뉘어 이동하면서 도착 시간이 달라지고, 이로 인해 원래 또렷했던 신호가 퍼지는 현상)이 커질 수 있다. 반면 싱글모드 광섬유는 코어 지름이 약 $8\sim 10\mu\text{m}$ 수준으로 작고 빛이 하나의 경로에 가깝게 이동하기 때문에 고속 전송에서 신호 품질을 안정적으로 유지하는 데 유리하다. 대신 작은 코어 안으로 빛을 정확히 결합해야 하므로 광정렬의 정밀도가 더욱 중요해진다.

도표 9. 멀티모드 광섬유와 싱글모드 광섬유의 차이



Modal dispersion in multimode fiber- different modes take different paths through the fiber.



Single-mode fibers carry one mode of light and have no modal dispersion.

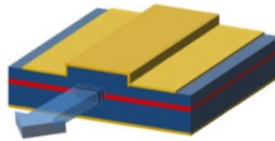
자료 : Lightera

DFB/EML 확대는 액티브 정렬장비 수요 증가로 이어짐

광원 측면에서는 VCSEL과 DFB·EML의 구조 차이가 정렬 난이도를 높이는 요인이다. VCSEL은 칩 표면에서 수직 방향으로 빛을 방출하는 레이저로, 멀티모드 광섬유와 결합하기 쉽고 출력하는 빛의 단면이 넓다. 반면 DFB와 EML은 칩 내부의 좁은 도파로를 따라 빛을 진행시킨 뒤 측면에서 방출하는 구조를 가진다. 이들은 파장 안정성과 고속 변조 성능우수해 싱글모드 기반 고속 광통신에 적합하지만, 출력되는 빛의 공간적 단면이 작고 정밀해 렌즈와 광섬유 사이의 위치 오차에 민감하다. 따라서 DFB·EML 채택 확대는 액티브 정렬 장비 수요 증가로 이어지게 된다.

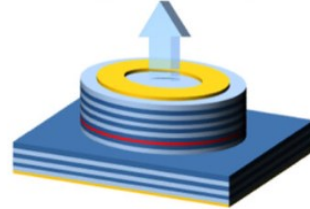
도표 10. VCSEL 레이저와 DFB 레이저의 차이

Distributed FeedBack (DFB)
Edge-Emitting Laser (EEL)



- Single-mode design complex
- Operating current ~ 100 mA
- Current tuning range < 2 nm

Vertical-Cavity Surface-Emitting
Laser (VCSEL)



- Inherently single-mode
- < 20 mA
- > 3 nm

자료 : Novel InP- and GaSb-based light sources for the near to far infrared

2. CPO의 등장

2-1. 스케일아웃에서 스케일업까지 침투하는 광통신

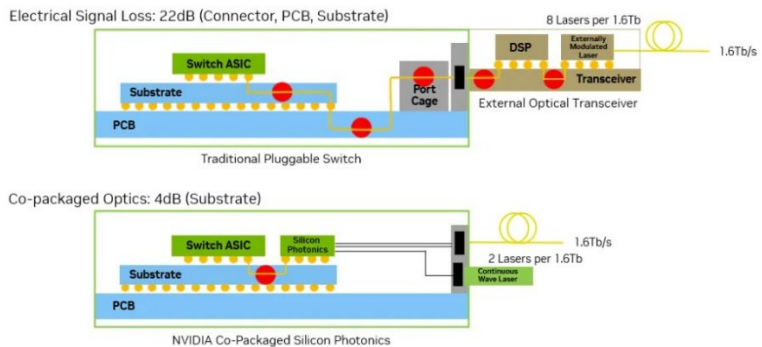
CPO는 광엔진을 스위치·가속
기 칩 인근에 직접 배치

한편 CPO에서는 앞서 언급한 성호전자의 투자포인트가 더욱 극대화된다. CPO는 Co-Packaged Optics의 약자로, 기존 광모듈의 역할을 대신하는 광엔진을 스위치 ASIC 또는 가속기 칩 인근에 직접 배치해 전기 신호의 이동 거리를 줄이는 패키징 구조다. AI 서버의 네트워크 대역폭이 800G, 1.6T로 높아질수록 전기 신호를 PCB를 통해 스위치 칩까지 보내는 과정에서 손실, 발열, 전력 소모가 커지기 때문에 광전환 지점을 칩 가까이로 옮기려는 것이다. 특히 Vera Rubin 세대부터 CPO 도입이 본격화될 것으로 예상되며, VR200 NVL72 랙은 2026년 하반기 파트너 공급이 예정되어 있다.

Rubin 세대부터 Scale
out 침투율이 최대 100%

CPO 도입이 성호전자에게 중요한 이유는 크게 3가지이다. 첫 번째는 스케일아웃 네트워킹에서 광통신 침투율을 높인다는 점이다. 과거 AI 서버 랙 간 연결에서는 구리 케이블과 광케이블이 함께 사용되었으나, Rubin GPU 세대부터는 광통신 기반 CPO 스위치 구조가 채택되어, VR200 NVL72 서버에서 광통신의 침투율이 최대 100%로 확대되었다. 이에 따라 200G SerDes 기준으로 B300에서는 GPU당 4개의 광섬유가 필요했다면 (스케일아웃 대역폭 800Gbps, 광통신 침투율 50% 가정), Rubin에서는 GPU당 필요한 광섬유의 수가 16개로 늘어나게 된다 (스케일아웃 대역폭 1.6Tbps, 광통신 침투율 100% 가정) 결국 Rubin 세대에서는 네트워크 대역폭이 증가할 뿐만 아니라 광통신 침투율이 상승하면서 성장률이 2배가 된다. 필요한 광섬유의 숫자가 늘어나면, 그만큼 정렬 수요가 늘어나고, 액티브 정렬장비의 수요도 늘어나는 구조이다.

도표 11. 플러거블 트랜시버와 CPO의 구조 차이



자료 : Nvidia

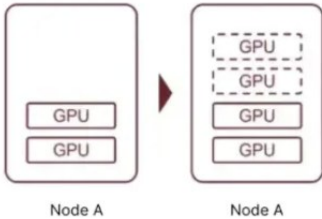
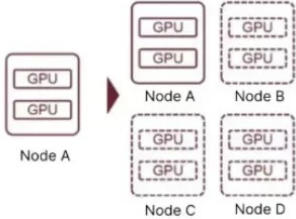
2028년부터 본격
스케일업 침투 가능

CPO 도입이 성호전자에게 중요한 두 번째 이유는 CPO가 향후 (2027년 이후) 스케일업 네트워킹 시장으로 침투가 가능하다는 것이다. 이는 광통신 시장 규모와 액티브 정렬장비의 수요를 비약적으로 확대하는 요인이다.

스케일업은 여러 GPU를
하나의 노드처럼 연결

AI 서버 네트워크는 크게 스케일업(Scale-Up)과 스케일아웃(Scale-Out)으로 구분된다. 스케일업은 여러 GPU를 하나의 서버 또는 하나의 NVLink 도메인 안에서 매우 빠르게 묶어, 여러 개의 GPU가 하나의 거대한 연산 장치처럼 동작하도록 만드는 방식이다. 예를 들어 GB200 NVL72 랙처럼 72개의 GPU가 하나의 모델을 나눠 계산할 경우, 각 GPU가 계산한 중간값을 계속 주고받아야 하는데, 이때 사용되는 내부 고속 연결망이 스케일업 네트워크다. 반면 스케일아웃은 하나의 서버나 랙 안에 있는 GPU만으로는 연산 규모가 부족할 때, 여러 서버·랙·클러스터를 연결해 데이터센터 전체를 하나의 거대한 AI 연산 인프라처럼 확장하는 방식이다. 수많은 서버가 각각 다른 학습 데이터를 처리한 뒤, 일정 시점마다 계산 결과를 서로 맞춰야 하는데, 이때 서버와 랙 사이에서 오가는 데이터가 스케일아웃 네트워크를 통해 이동한다.

도표 12. 스케일업 네트워크와 스케일아웃 네트워크의 차이

구분	스케일업 네트워크	스케일아웃 네트워크
그림		
기본 개념	여러 GPU를 하나의 시스템 또는 랙 내부에서 긴밀하게 연결해 단일 대형 연산 자원처럼 사용하는 구조	여러 서버, 랙, 클러스터를 네트워크로 연결해 데이터센터 단위로 연산 자원을 확장하는 구조
연결 범위	서버 내부, 노드 내부, 또는 랙 내부 GPU 간 연결	서버 간, 랙 간, 클러스터 간 연결
대표 기술	NVIDIA NVLink, NVSwitch, NVLink Switch	InfiniBand, Ethernet, RoCE, Quantum, Spectrum-X
주요 목적	GPU 간 초고속 데이터 교환, 메모리 공유에 가까운 저지연 통신, 모델 병렬 처리 효율 개선	대규모 분산 학습, 데이터 병렬 처리, 서버·랙 단위 확장, 클러스터 전체 자원 연결
적용 사례	GB200 NVL72, Vera Rubin NVL72와 같은 랙스케일 GPU 시스템	DGX/HGX 서버 클러스터, 하이퍼스케일 GPU 클러스터
통신 특성	매우 낮은 지연시간과 높은 대역폭이 중요. GPU 간 빈번한 동기화와 파라미터 교환에 적합	대규모 노드 수 확장성, 혼잡 제어, 네트워크 안정성, 장애 복원력, 효율적인 집단 통신이 중요
광통신 적용 위치	기존에는 주로 전기적 연결이 중심이었으나, 랙스케일 대역폭 증가로 향후 광 I/O 및 스케일업 CPO 적용 가능성이 확대	이미 광트랜시버가 핵심 인프라로 사용되며, 400G·800G·1.6T 전환과 함께 광모듈 수요 증가가 직접적으로 발생
CPO	장기적으로 GPU 또는 NVLink 스위치 주변의 광 I/O 도입 가능성이 있으나, 기술 난이도와 신뢰성 검증 부담이 큼	우선 적용 가능성이 높은 영역. 스위치 ASIC 주변에서 전력 효율과 대역폭 밀도 개선 효과가 크기 때문

자료 : Nvidia, 신영증권 리서치센터

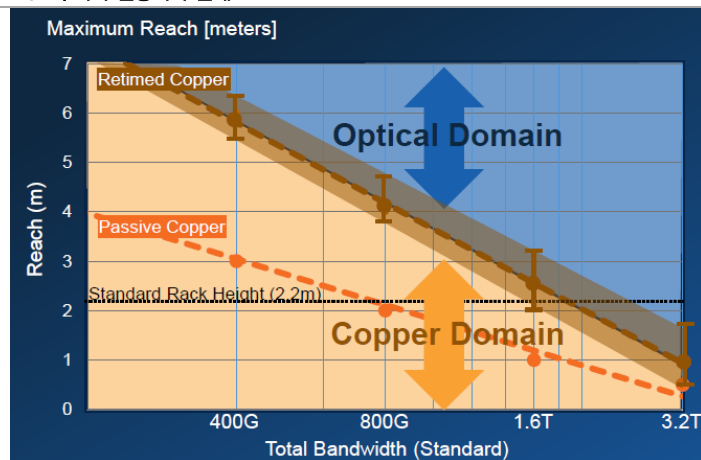
레인당 400G 이상 속도
에서는 구리의 한계 명확

기존 데이터센터의 광통신 수요는 주로 Scale-Out 네트워크를 중심으로 확대되어 왔다. 기존 스케일업은 하나의 랙 안에 있는 다수의 GPU를 최대한 빠르게 묶어 단일 연산 자원처럼 활용하는데, 거리가 가까워 구리 배선이 주로 활용되었다. 하지만 AI GPU의 통신 속도가 향상됨에 따라 스케일업 네트워킹에서도 광통신 침투 가능성이 커지고 있다. 특히 200G/lane 수준에서는 일부 구리 배선이 유효할 수 있으나, 연결 거리가 길어지거나 400G/lane 이상으로 속도가 상승할 경우 구리는 1M이상의 거리에서 전력, 지연시간, 신뢰성 등 한계에 직면하게 된다.

스케일업 침투 시 CPO
시장은 최대 10배 확대 가능

미국의 레이저 및 광트랜시버 제조기업 루멘텀은 광통신의 스케일업 침투가 단계적으로 진행될 것으로 보고 있다. 현재부터 2027년까지는 Scale-Out 구간에서 CPO 적용이 먼저 확대될 것이며, 2027년 하반기 ~ 2029년에는 Scale-Up 네트워크가 랙 내부를 넘어 복수 랙으로 확장되면서 CPO 수요가 한 단계 크게 증가할 것으로 전망했다. 루멘텀은 이 경우 초기 Scale-Out CPO 대비 CPO 시장 규모가 3~4배 규모까지 확대될 수 있다고 내다봤다. 2030년 전후부터는 광통신이 랙 내부 연결까지 확산될 것으로 예상했으며, Scale-Out CPO 대비 시장 규모가 10배로 확대될 수 있다고 주장했다. 10배까지 확대되는 이유는 GPU의 스케일업 대역폭이 스케일아웃 대역폭보다 높기 때문이다. Rubin GPU 기준 스케일아웃 대역폭이 1.6Tbps지만 스케일업 대역폭은 16Tbps다. 2028년 출시가 예상되는 엔비디아의 Feynman GPU가, CPO가 본격적으로 Scale-up 시장으로 침투하는 첫 신호탄이 될 것으로 예상된다.

도표 13. 구리의 전송거리 한계



자료 : Lumentum

2-2. CPO 광엔진 제조 난이도 심화

CPO는 광모듈의 제조 난이도를 심화

세 번째로 CPO는 광모듈의 제조 난이도를 급격하게 심화시킨다. 레이저, 렌즈, 파이버 어레이 등 광 부품을 도파로가 훨씬 작은 실리콘 포토닉스 반도체와 정렬해서 붙여야 하기 때문에 정렬의 중요성과 난이도가 높아질 수밖에 없는 것이다. 이 두 가지 요인은 결국 액티브 정렬의 시장 규모를 확대하고, 고정밀 광정렬 장비를 보유한 성호전자의 구조적 수혜 가능성을 높이는 핵심 변수로 작용한다.

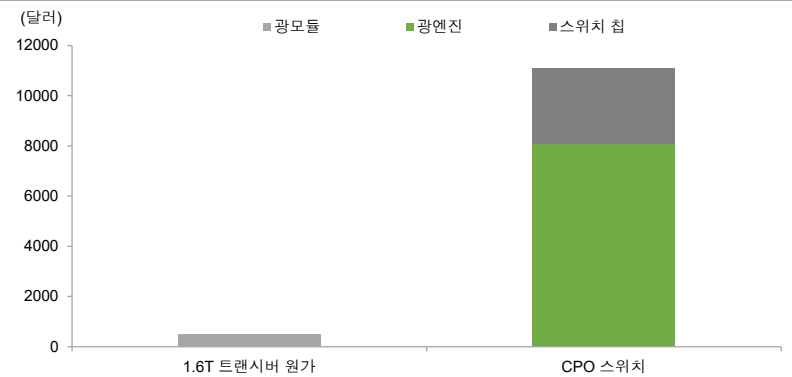
실리콘포토닉스칩 도파로는 광섬유보다 월등히 좁음

실리콘 포토닉스는 정렬 허용오차가 더욱 작다. 이유는 실리콘 도파로의 크기가 매우 작기 때문이다. 싱글모드 광섬유의 코어는 대략 9~10 μ m 수준인 반면, 실리콘 포토닉스 칩 내부의 도파로는 수백 nm 폭에 불과하다. 두 구조 사이에는 빛이 지나가는 공간의 크기와 모양에 큰 차이가 있기 때문에, 광섬유에서 나온 빛을 실리콘 도파로에 그대로 넣으면 상당 부분이 손실될 수밖에 없다. 이 때문에 실리콘 포토닉스 기반 광모듈에서는 광섬유, 렌즈, 파이버 어레이, PIC를 매우 정밀하게 맞추는 공정이 필수적이다.

CPO 불량 시 손실이 기존 광모듈 대비 22배로 추정

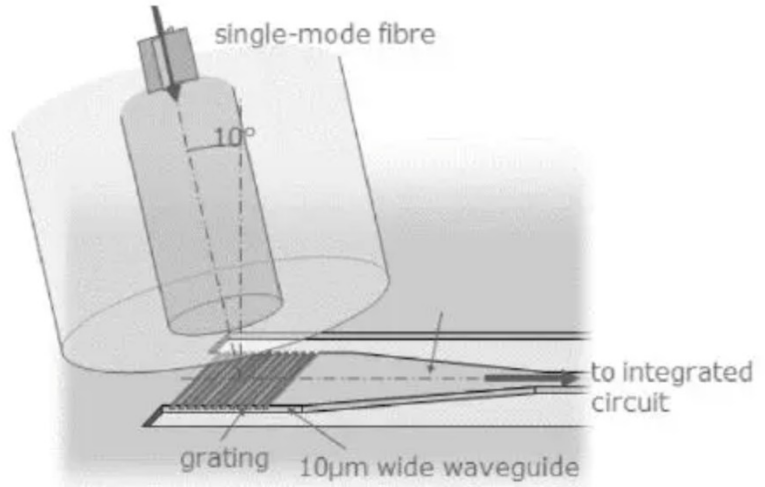
한편 CPO의 경우, 불량이 발생했을때의 손실도 기존 광트랜시버 대비 높다. 하나의 CPO 시스템은 기존 광트랜시버 수십 개와 스위치 칩을 하나로 묶은 종합 패키지과 같다. Quantum-X 스위치 칩 1개를 포함한 전체 시스템에 불량이 발생할 경우, 그 손실은 기존 광모듈 대비 22배 이상으로 추정된다. 결국 CPO는 불량에 매우 민감할 수밖에 없으며, 따라서 더욱 낮은 정렬오차를 위한 액티브 정렬의 도입 니즈는 높을 수밖에 없다.

도표 14. 1.6T 광모듈과 CPO 스위치(Quantum-X 스위치 기준)의 원가 차이



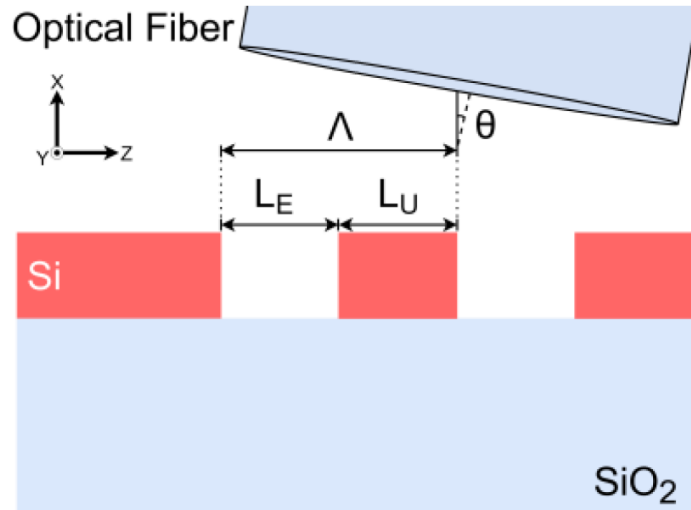
자료 : 업계 자료, 신영증권 리서치센터

도표 15. 싱글모드 광섬유와 실리콘 포토닉스 사이의 정렬



자료 : imec

도표 16. 싱글모드 광섬유와 실리콘 포토닉스 사이의 정렬



자료 : Grating Coupler Design for Low-Cost Fabrication in Amorphous Silicon Photonic Integrated Circuits

2-3. 고객사가 확대될 수 있는 기회

CPO는 반도체 기업의 광
반도체 진입을 촉진

CPO 도입은 성호전자의 고객사 확대 가능성을 높이는 요인이기도 하다. 기존 광모듈 시장은 주로 광트랜시버 생산 업체와 네트워크 장비 업체를 중심으로 형성되어 있었으나, CPO는 광엔진을 스위치 ASIC이나 가속기 칩 인근에 직접 통합하는 구조이기 때문에 반도체 기업들의 광반도체 시장 진입을 촉진하고 있다. 이 과정에서 광반도체와 광케이블을 정밀하게 연결하는 패키징 공정이 필요하며, 정렬 장비의 중요성도 함께 높아진다. 따라서 성호전자는 기존 엔비디아 중심의 고객 기반을 넘어, 광통신 기능을 반도체 패키지 안으로 통합하려는 신규 반도체 기업들까지 잠재 고객사로 확보할 수 있는 기회를 얻게 된다. 실제로 2026년 엔비디아, 삼성전자, 마벨, 브로드컴 등과 계약을 체결하며 CPO 확산에 따른 고객사 다변화 가능성을 입증하고 있기도 하다.

AMD, Intel 등 반도체
기업들 고객사로 확보 가능

마벨과 AMD는 각각 Celestial AI와 Enosemi 인수를 통해 CPO와 광 I/O 칩렛 시장으로 진출하였다. 광 I/O 칩렛은 CPO와 마찬가지로 전기 신호가 이동하는 거리를 줄이기 위해 광모듈의 기능을 반도체 칩 가까이로 가져오는 기술이다. 다만 주로 스위치 ASIC 주변에 광엔진을 배치하는 CPO와는 다르게, 광 I/O 칩렛은 GPU나 AI ASIC 같은 연산칩 패키지 내부에서 데이터 입출력 기능 자체를 광 기반으로 바꾸는 칩렛(패키징으로 연결된 작은 칩)이다. 광 I/O 칩렛도 레이저 모듈(ELS)을 제조하거나, 광케이블과 칩렛을 연결하는 과정에서 액티브 정렬이 필요하다. 따라서 마벨, Ayar Labs를 고객사로 확보하게 되었으며, 해당 제품을 개발 중인 AMD, Intel 또한 잠재적 고객사로 확보할 수 있다.

도표 17. 성호전자 고객사 및 협력사 보도 내용

시 점	대상 고객사	구 분	내 용
2026년 4월	Broadcom	CPO 장비 제작 의뢰	ADSTEK가 브로드컴으로부터 액티브 얼라인먼트 기능이 포함된 CPO 칩 테스트 장비 제작 의뢰를 처음 수주. 브로드컴이 ADSTEK에 CPO 장비 제작을 요청한 첫 사례
2026년 5월	Corning	고객사 확보	ADSTEK가 엔비디아, 브로드컴에 이어 코닝을 고객사로 확보
2026년 6월	Samsung Electronics	공동개발 계약	ADSTEK가 삼성전자와 실리콘 포토닉스 시스템 공동 개발 계약 체결. 계약 핵심은 CPO 얼라인먼트 시스템 공동 개발.
2026년 6월	NVIDIA	대규모 CPO 장비 수주	ADSTEK가 엔비디아로부터 95억원 규모 CPO 장비 신규 수주. 전체 수주량의 약 70%는 신규 CPO 장비 제조, 약 30%는 기존 장비 개조 물량으로 보도.
2026년 6월	Marvell	CPO 장비 제작 의뢰	ADSTEK가 마벨로부터 약 5억원 규모 CPO 장비 제작 의뢰를 받은 것으로 보도.
2026년 6월	LG이노텍	MOU	성호전자가 LG이노텍과 미래사업 분야 협력을 위한 양해각서(MOU)를 체결. 협력 핵심은 광 커넥션 기술이며, 반도체 칩과 광학 부품 사이를 패키지로 직접 연결해 데이터 전송 효율을 높이는 기술로 설명됨.

자료 : 언론 보도, 신영증권 리서치센터

도표 18. CPO 및 광 I/O 칩셋 시장으로 진출하는 반도체 기업들

기업	내용
NVIDIA	Mellanox 인수를 통해 확보한 네트워킹 자산을 기반으로 스위치 ASIC 인접 영역에 SiPh/CPO 기술을 결합 현재는 GPU 광 I/O 칩셋보다는 스위치 ASIC CPO 제품화에 우선순위 부여 기존 플러거블 트랜시버를 ASIC과 동일 패키지 수준의 실리콘 포토닉스 구조로 대체하려는 방향성 제시
삼성전자	Ayar Labs와 같은 광 I/O 칩셋 제품 업체라기보다는 CPO 및 광 I/O용 PIC 제조를 지원하는 파운드리·패키징 플랫폼에 가까운 포지션 SiPh 파운드리 서비스와 파일럿 생산을 통해 실리콘 포토닉스 제조 영역 진입 중장기적으로 optical engine, hybrid copper bonding, turnkey CPO 서비스로 확장하려는 로드맵 제시
Broadcom	Tomahawk 계열 스위치 ASIC과 광 DSP·SerDes·광부품 역량을 기반으로 CPO를 제품화 200G/lane 3세대 CPO 기술을 발표했으며, AI scale-up 및 scale-out 네트워크의 전력·대역폭 병목 완화를 목표로 제품 로드맵 전개 스위치 ASIC CPO뿐 아니라 3.5D XPU, optical scale-up interconnect, OCI MSA 등으로 확장하며 차세대 AI 클러스터의 광연결 표준화와 생태계 주도권 확보 추진
Marvell	Inphi 인수 이후 보유한 광 DSP 및 고속 인터커넥트 역량에 Celestial AI의 Photonic Fabric 칩셋 기술을 추가 확보 커스텀 AI ASIC 및 XPU scale-up 인터커넥트에 광 I/O 구조를 결합하려는 전략 전기·광 부품을 소형 폼팩터에 통합해 XPU 간 고대역폭 연결을 구현하는 방향성
TSMC	광부품 판매사가 아니라 광 I/O 및 CPO 구현을 위한 제조·패키징 플랫폼 제공자 COUPE 플랫폼을 통해 Ayar Labs, Alchip 등 고객사가 인 패키지 optical I/O 구조를 구현할 수 있는 기반 제공
AMD	Enosemi 인수를 통해 포토닉스 및 CPO 개발 역량을 내재화 기존 CPU/GPU 중심 반도체 포트폴리오에서 차세대 AI 시스템용 광연결 기술로 확장
Qualcomm	자체 PIC 업체라기보다는 광 I/O 구조에 필요한 전기 SerDes 칩셋 공급자 포지션으로 진출 Lightmatter의 Passage 포토닉 엔진과 Qualcomm의 112G PAM4 optical SerDes 칩셋을 결합한 데모를 공개
Alchip	자체 PIC 또는 광부품 업체가 아니라 고객 ASIC에 Ayar Labs의 TeraPHY 광 I/O 기술을 통합하는 설계 채널 역할 TSMC COUPE 기반 인 패키지 optical I/O 솔루션 공개를 통해 AI 가속기 패키지 내 광연결 설계 지원
GUC	자체 PIC 업체가 아니라 ASIC 설계 및 advanced packaging workflow에 광 I/O 기술을 통합하는 역할 Ayar Labs와의 협력을 통해 TeraPHY optical engine을 GUC의 ASIC 설계 서비스에 결합
Ayar Labs	GPU, AI ASIC, XPU 패키지 내부 또는 인접 영역에 광 I/O 칩셋을 통합해 기존 전기 I/O와 플러거블 광모듈 구조를 대체하려는 포지션 TeraPHY optical I/O 칩셋과 SuperNova 외부광원을 결합해 XPU 간 scale-up 네트워크, AI accelerator 간 고대역폭·저전력 광연결 구현을 목표로 함

자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터

III. 리스크포인트

1. SemiAnalysis가 제시한 의혹

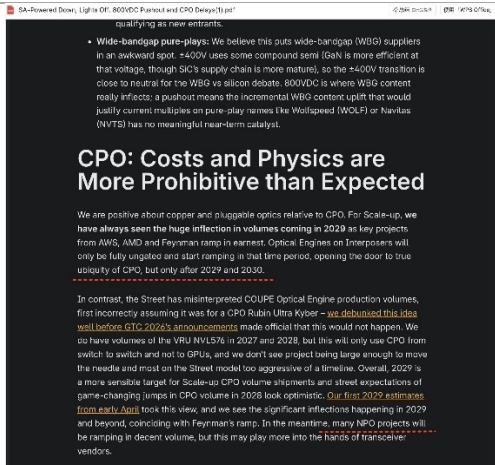
6월 9일 CPO 지연 우려 제기됨에 따라 광통신주 하락

6월 9일 SemiAnalysis가 CPO 지연 우려를 제기함에 따라, 루멘텀, 코히런트, 마벨, 시에나, AAOI 등 광통신 관련주의 주가가 급락하였으며, 성호전자, RF머트리얼즈 등 국내 광통신 관련주들도 마찬가지로 움직임을 보였다. SemiAnalysis가 주장한 핵심 내용은 세 가지로 요약된다. 첫째로 2027년 스케일아웃 네트워크용 CPO 출하량이 기존 시장 기대치를 크게 하회할 수 있다는 점이며, 두 번째로 CPO의 본격적인 대량 양산 시점이 2028년 또는 2029년으로 지연될 수 있다는 점, 세 번째로 전체 CPO 시스템 수율을 19% 수준으로 추정하며 CPO의 양산 난이도가 예상보다 높을 수 있다는 점이다.

낮아진 기대치는 오히려 정렬·테스트 장비 기업 매출 기회

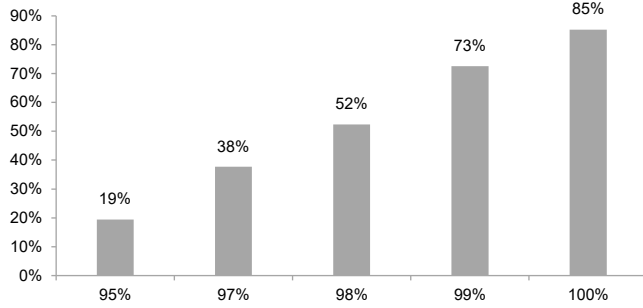
그러나 광통신에 대한 기대치가 낮아지고 우려가 높아진 현 상황은 오히려 광모듈 정렬 및 테스트 장비 기업에 대한 투자 기회로 해석할 수 있다. CPO 시스템 수율이 낮게 추정되는 이유는 개별 광엔진의 수율이 95% 수준이더라도, 이를 32개 결합한 전체 CPO 시스템의 수율은 약 19% 수준까지 낮아지는 것은 당연하다. 이때 광엔진 1개의 수율이 개선될 경우 전체 시스템 수율도 비선형적으로 상승하게 된다. 따라서 CPO 양산 난이도 상승은 테스트 및 정렬 공정의 중요도 확대로 이어지며, 특히 액티브 정렬 공정에 특화된 성호전자 장비의 수요 확대 요인으로 작용할 수 있다. 결국 SemiAnalysis의 문제 제기는 CPO 시장에 대한 부정적 이슈인 동시에, 광 정렬 및 테스트 장비의 전략적 중요성이 높아지고 있음을 보여주는 신호로 해석할 수 있다.

도표 19. CPO 양산 지연 가능성을 제기한 SemiAnalysis 메모



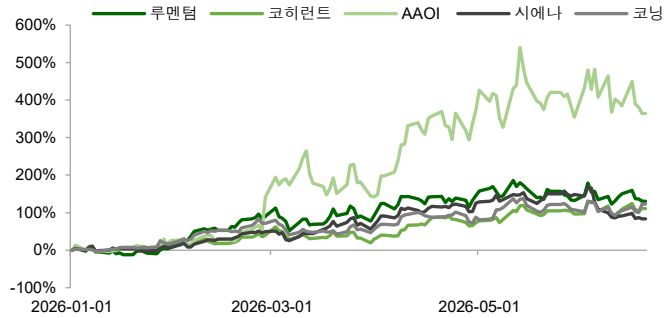
자료 : X.com, SemiAnalysis

도표 20. 개별 광엔진 수율에 따른 전체 시스템 수율변화



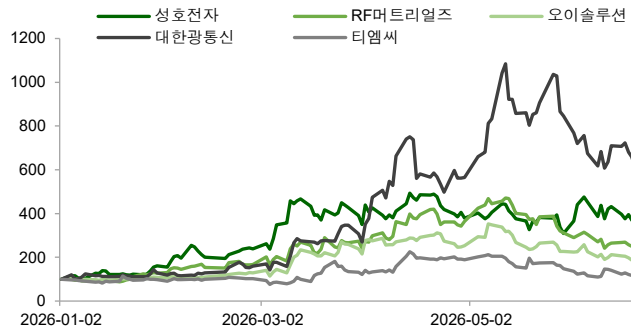
자료 : 신영증권 리서치센터
참고 : 광엔진 32개를 패키징한 CPO 시스템을 가정

도표 21. 해외 광통신 관련 기업들의 주가 수익률 (2026년 1월 1일 기준 절대수익률)



자료 : Bloomberg

도표 22. 국내 광통신 관련 기업들의 주가 수익률 (2026년 1월 1일 기준 절대수익률)

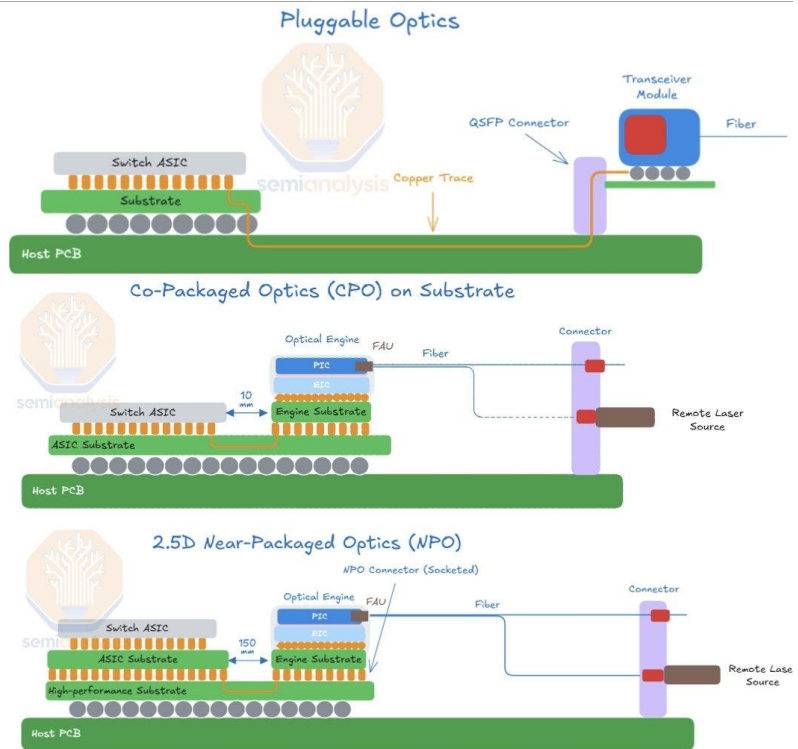


자료 : Bloomberg

대안으로 제시한 NPO도
액티브 정렬은 여전히 필요

또한 SemiAnalysis는 CPO의 대안으로 NPO 도입이 빨라질 수 있다고 언급하였다. CPO와 NPO는 광엔진이 스위치 칩에서 얼마나 가까운 위치에 배치되는지의 차이일 뿐, 광케이블과 실리콘 포토닉스 칩을 정렬하는 공정 자체는 여전히 필요하다. 따라서 성호전자 관점에서 CPO 도입 지연은 반드시 부정적인 변수로만 보기 어렵다. 스케일아웃 네트워킹용 CPO 출하량이 스케일업 대비 제한적일 수 있다는 점은 이미 시장에서 인지하고 있던 내용이며, 2028년 이후에는 스케일업 네트워크 칩투의 추가 성장 기회가 여전히 존재한다. 결국 CPO와 NPO의 도입 경로가 일부 달라지더라도, 광정렬 공정의 중요성은 유지될 가능성이 높고, 이는 성호전자에게 중장기적인 수혜 요인으로 작용할 수 있다.

도표 23. CPO와 NPO의 차이



자료 : SemiAnalysis

2. 잠재적 리스크요인

신규 경쟁사 등장 가능성

향후 성호전자의 잠재적인 리스크 요인은 첫 번째로 신규 경쟁사의 등장이다. 현재 성호전자와 직접적인 경쟁관계로 확인되고, 엔비디아와 같은 고객사를 확보한 것으로 파악되는 기업은 중국 Robotechnik의 자회사 ficonTEC이다. 그러나 시장이 확대되는 과정에서 MRSI(미국), AIXEMTEC(독일), All Ring Tech(대만)와 같은 경쟁사들도 기회를 받을 수 있다는 점은 유의할 필요가 있다.

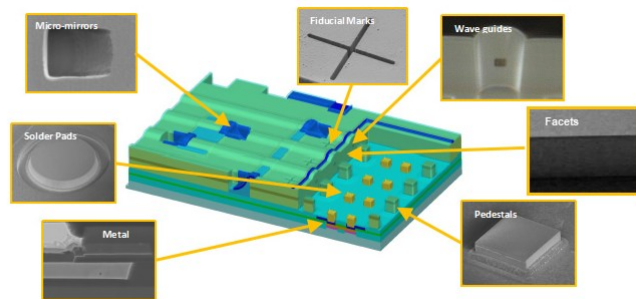
액티브 정렬이 불필요한 신
기술 등장

성호전자의 두 번째 리스크 요인은 액티브 정렬이 불필요한 새로운 기술의 등장이다. 액티브 광정렬은 패시브 정렬 대비 생산속도가 느리다는 단점이 있다. 이를 해결하기 위한 시도가 이어지고 있는데, 대표적으로는 POET Technology가 개발하는 광 인터포저가 있다. 레이저, 변조기, 포토 다이오드, 도파로 등을 실리콘 인터포저 위에 통합해 액티브 정렬 과정을 생략할 수 있다. 아직까지는 양산 가능성이 검증되지 않았고, 엔비디아와 같은 CPO 고객사의 공급망에 들어가지 않은 것으로 보여, 현재까지는 제한적인 리스크라고 판단한다.

기존 고객사의 기술
로드맵 지연

성호전자의 세 번째 잠재적 리스크 요인은 기존 고객사의 기술 로드맵 지연이다. 현재는 CPO 구현의 기술적 난이도에도 불구하고 주요 반도체 기업들이 CPO 도입 로드맵을 유지하고 있어, 오히려 광정렬 및 테스트 장비 업체의 중요성이 부각되는 환경이다. 그러나 고객사가 기술적 부담, 수출 문제, 비용 부담 등을 이유로 CPO 도입 시점을 연기하거나 광통신 확대를 늦출 경우, 이는 성호전자의 장비 수요에도 부정적인 변수로 작용할 수 있다. 엔비디아 GPU 기준으로 보면, 아직 세부 표준과 공급망 구조가 완전히 확정되지 않은 Rubin Ultra 세대부터는 이러한 로드맵 지연 리스크가 존재한다고 판단한다.

도표 24. POET Technologies의 옵티컬 인터포저



자료 : POET Technologies

IV. 실적 추정 및 밸류에이션

1. ADSTEK 실적 추정

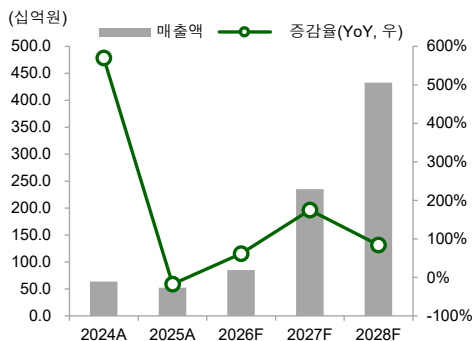
2028년 예상 매출액
4,326억원, 예상 영업이익은
1,942억원으로 추정

현재 성호전자의 기업가치 상승을 이끌고 있는 자회사 ADSTEK의 실적을 별도로 추정하였다. 기존 광트랜시버 출하량 증가와 제품 고도화, 기존 고객사향 CPO 장비 매출 본격화를 반영한 ADSTEK의 2026년 예상 매출액은 전년 대비 62% 증가한 854억원, 예상 영업이익은 전년 대비 65% 증가한 343억원으로 추정한다. 2027년은 CPO향 장비 매출이 온기 반영되는 첫해이며, 2028년에는 3.2T 광트랜시버 출하 본격화와 CPO의 스케일업 네트워크 침투에 따른 추가 외형 성장 기회가 존재한다. 이를 반영한 2028년 예상 매출액은 4,326억원, 예상 영업이익은 1,942억원으로 추정하였다.

광트랜시버는 광섬유당 정렬
포인트 1개, CPO는 2개 가정

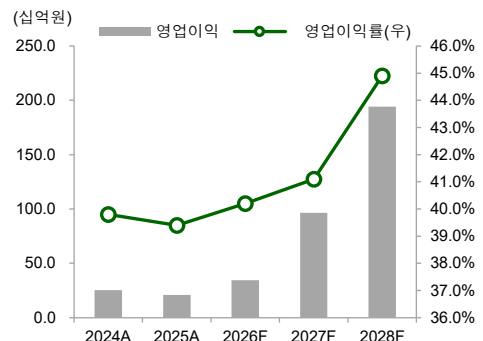
광트랜시버향 매출액은 제품별·속도별 출하량 전망치를 바탕으로 필요한 액티브 정렬 장비 증설 규모를 추정하였다. 트랜시버 1개당 16개의 광섬유가 필요하다고 가정하였으며, 이는 트랜시버 레인 8개와 레인당 광섬유 2개를 전제로 한 수치이다. 또한 광섬유 1개당 1개의 정렬 포인트, 즉 광섬유와 레이저를 정렬하는 공정이 발생한다고 가정하였다. CPO향 매출액은 기존 고객사의 GPU 출하량 전망치를 기반으로 필요한 액티브 정렬 장비 증설 규모를 추정하였다. GPU 1개당 CPO 연결을 위해 8개의 광섬유가 필요하고, 광섬유 1개당 2개의 정렬 포인트, 즉 광섬유와 커넥터의 정렬 및 커넥터와 실리콘 포토닉스 칩의 정렬이 필요하다고 가정하였다. CPO용 외부 레이저 소스인 ELS 광모듈 관련 매출은 별도로 추정하였다.

도표 25. ADSTEK 매출액 추이 및 전망



자료 : ADSTEK, 신영증권 리서치센터

도표 26. ADSTEK 영업이익 추이 및 전망



자료 : ADSTEK, 신영증권 리서치센터

도표 27. 성호전자 매출 추정 및 로직

구분	2026F	2027F	2028F
1. 광트랜시버 매출 추정			
1-1. 광트랜시버 Q 증설 추정			
광트랜시버 증설(트랜시버, 백만 개)	33	29	37
800G	22	1	0
1.6T	10	27	16
3.2T	0	1	22
400G 이상 증설	33	29	37
전체 증설 (Fiber 기준)	521	468	598
1-2. 주요 가정			
조업일수(일)	300	300	300
일별 생산시간(시간)	24	24	24
액티브 정렬 비중	36%	39%	42%
1-3. 성호전자 매출 추정			
액티브 정렬장비 시장규모(대수)	869	845	1,163
광트랜시버향 매출액(십억원)	55.9	70.1	99.8
2.CPO 매출 추정			
2-1. 대역폭 산정			
Rubin 출하량 (백만장)	1.2	6.1	2.4
스케일아웃 대역폭(백만 TB)	1.9	9.8	3.8
Rubin Ultra 출하량 (백만장)		1.0	7.4
스케일아웃 대역폭(백만 TB)		1.6	11.8
스케일업 대역폭(백만 TB)		2.2	16.0
총 CPO 대역폭(백만 TB)	1.9	13.5	31.7
2-2. CPO 정렬포인트 산정			
CPO 침투율 (VR200 NVL72)	50%	70%	80%
SerDes(Gbps)	200	200	200
필요 Fiber	9,600	94,640	253,312
CPO 증설물량 (Fiber 기준)	9,600	85,040	158,672
Fiber당 정렬포인트	2	2	2
2-3. 주요 가정			
조업일수(일)	300	300	300
일별 생산시간(시간)	24	24	24
CPO 액티브 정렬 비중	100%	100%	100%
2-4. 성호전자 CPO 매출액 추정			
CPO 액티브 정렬장비 시장규모(대)	88.9	738.2	1,296.3
CPO향 매출액(십억원)	15.2	129.5	233.1

구분	2026F	2027F	2028F
3.CPO용 레이저모듈(ELS) 매출 추정			
3-1. 대역폭 산정			
Rubin	1.2	6.1	2.4
스케일아웃 대역폭(백만 TB)	1.9	9.8	3.8
Rubin Ultra		1.0	7.4
스케일아웃 대역폭(백만 TB)		1.6	11.8
스케일업 대역폭(백만 TB)		2.2	16.0
총 CPO 대역폭(백만 TB)	1.9	13.5	31.7
3-2. ELS 정렬포인트 산정			
ELS Fiber 용량	800	800	800
ELS 필요 Fiber	1,200	11,830	31,664
CPO 증설물량 (Fiber 기준)	1,200.0	10,630.0	19,834.0
Fiber당 정렬포인트	1	1	1
3-3. 주요 가정			
조업일수	300	300	300
일별 생산시간	24	24	24
ELS 액티브 정렬 비중	100%	100%	100%
3-4. 성호전자 매출액 추정			
ELS 액티브 정렬장비 시장규모(대)	11.1	92.3	162.0
매출액(십억원)	0.9	7.6	48.7

구분	2026F	2027F	2028F
4.전체 매출 추정			
광트랜시버향 매출액	55.9	70.1	99.8
기존 고객사향 CPO 매출액	15.2	129.5	233.1
기존 고객사향 ELS 매출액	0.9	7.6	48.7
기타 고객사향 CPO 매출액	3.2	16.6	38.6
기타 매출액 (광모듈 외)	10.2	11.1	12.4
전체 매출액	85.4	234.9	432.6
증감율(YoY, 우)	62%	175%	84%

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 28. ADS테크 연간 실적 추이

구분	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	63.6	52.7	85.4	234.9	432.6
증감율(YoY, 우)	569%	-17%	62%	175%	84%
영업이익	25.3	20.8	34.3	96.5	194.2
증감율(YoY, 우)	26545.1%	-18.0%	65.4%	181.1%	101.2%
영업이익률(우)	39.8%	39.4%	40.2%	41.1%	44.9%
당기순이익	25.7	18.4	28.8	77.2	155.4
증감율(YoY, 우)	2354.6%	-28.4%	56.8%	167.7%	101.2%
순이익률(우)	40.4%	34.9%	33.8%	32.9%	35.9%

자료 : ADS테크, 신영증권 리서치센터

2. 투자 의견 매수 및 목표주가 70,000원을 제시

ADSTEK 사업가치를 별도로 분리해 밸류에이션

성호전자의 실적에서 가장 중요한 포인트는 CPO 시장 확대에 따른 핵심 자회사 ADSTEK의 영업이익 성장이다. 이에 ADSTEK의 사업가치를 기존 사업가치와 별도로 분리하여 밸류에이션을 진행하였다. 앞서 추정된 영업이익을 기반으로 산출한 2028년 세후 영업이익에 목표 P/E 배수 50배를 적용해, ADSTEK의 사업가치를 7.6조원으로 산정하였다. 목표 P/E 배수는 광모듈·광반도체 정렬 및 테스트 장비 기업 ficonTEC을 자회사로 보유한 Robotechnik(중국)의 2028년 P/E 배수를 50% 할인하여 적용했다.

CB, BW를 고려한 희석주식수를 목표주가에 반영

성호전자는 다수의 전환사채와 신주인수권부사채를 발행한 이력이 있어 향후 발행주식수에 희석 가능성을 반영할 필요가 있다. 이에 현재 전환 또는 행사 가능한 주식수 4,950만주 가운데 매도청구권이 행사되지 않은 4,030만주를 기존 발행주식수 7,092만주에 더해 반영하였다. 이를 기준으로 산정한 목표 시가총액은 7.6조원이며, 목표주가는 70,000원이다.

도표 29. 성호전자 목표주가 산정

구분	가치	비고
(1) ADSTEK 사업가치	7,575.5	
NOPLAT (FY28)	151.5	28년 세후 영업이익
Target 배수(x)	50	Robotechnik 2028년 기준 P/E 50% 할인 적용
(2) 기존 사업 가치	46	
NOPLAT (FY26)	9.3	
Target 배수(x)	5.0	
(3) 목표 시가총액	7,622	(3)=(1)+(2)
발행주식수(백만주)	111	CB, BW에 의한 희석가능 주식수로 반영
적정주가(원)	68,525	
목표주가(원)	70,000	
현재주가(원)	28,900	
상승여력	142.2%	

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 30. 성호전자 전환사채 및 신주인수권부사채

회사	권면액 / 전환·행사가액	전환·행사가가능주식수	매도청구권 존재/행사 여부
18회 CB	500억원 / 2,895원	17,271,157	회사 측 매도 청구권 없음
19회 BW	300억원 / 2,895원	10,362,694	회사 측 매도 청구권 없음
16회 CB	120억원 / 1,150원	10,434,782	매도청구권 존재
17회 CB	50억원 / 1,150원	4,347,826	2026년 6월 9일 매도청구권 행사
14회 BW	110억원 / 1,659원	6,630,500	2025년 10월 매도청구권 행사, 2026년 6월 37.1억원 재매각
13회 CB	5.75억원 / 1,282원	448,748	2024년 8월 8일 매도청구권 행사
합계		49,495,707	
매도청구 물량 제외		40,304,633	

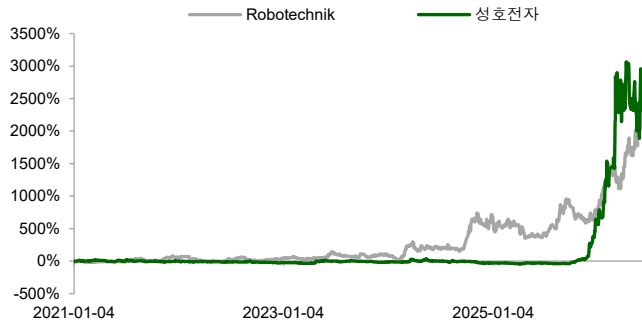
자료 : ADSTEK, 신영증권 리서치센터

Robotechnik은 성호전자와 유사한 사례

Robotechnik은 광정렬 및 테스트 장비 기업 인수를 계기로 기업가치가 크게 상승했다는 점에서 성호전자와 유사한 기업으로 볼 수 있다. Robotechnik의 본업은 태양광 전지 제조용 장비 공급으로, 과거에는 중국 태양광 설비투자 업황에 따라 흑자와 적자를 반복하던 기업이었다. 그러나 2023년 8월 독일 광정렬 및 테스트 장비 기업 ficonTEC 인수를 발표하면서 부터 ficonTEC 관련 소식이 나올 때마다 주가가 급등하는 모습을 보였다. 이후 2026년 CPO가 본격적으로 부각되면서 Robotechnik의 시가총액은 1,000억위안을 돌파하였다.

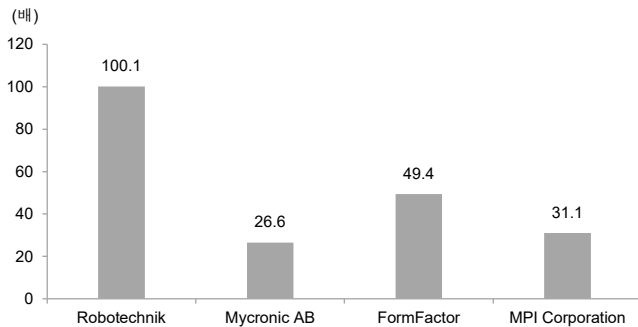
CB-BW 회석 반영해도 성호전자가 6배 저평가

도표 31. 성호전자와 Robotechnik 주가 수익률 비교 (2021년 1월 1일 기준)



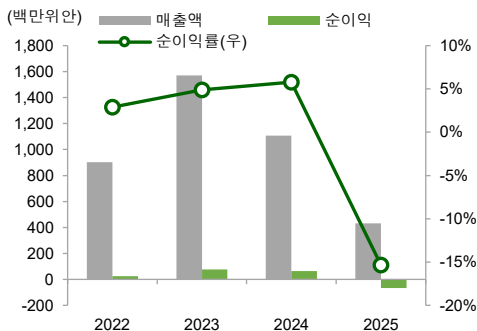
자료 : Bloomberg

도표 32. 광모듈/광반도체 정렬 및 테스트 장비 기업들 P/E 멀티플(FY2028 기준)



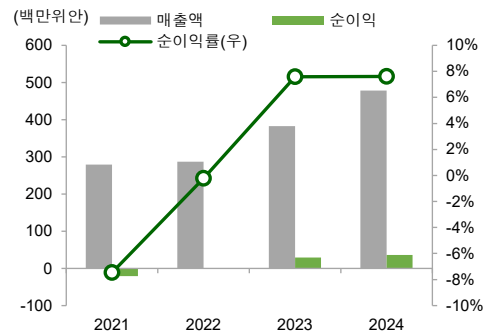
자료 : Bloomberg

도표 33. Robotechnik 실적 추이 (ficonTEC 제외)



자료 : Robotechnik / 참고: 2024년은 고정환율 기반 추정

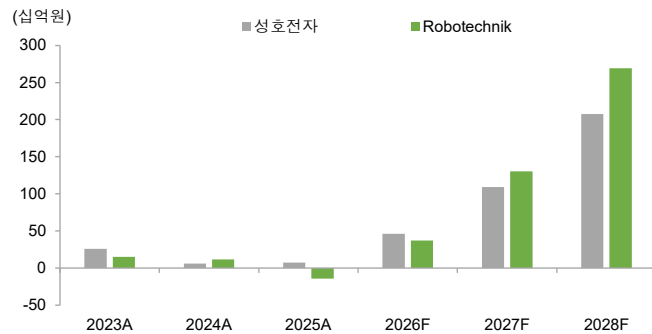
도표 34. ficonTEC 실적 추이



자료 : Robotechnik / 참고: 2024년은 고정환율 기반 추정

Robotechnik의 ficonTEC 인수 전 시가총액은 약 40억위안에 불과했으며, 성호전자 역시 ADS테크 인수 전 시가총액이 약 2,000억원 수준에 머물렀다. 이는 두 기업의 기업가치에서 광정렬 및 테스트 장비 사업이 차지하는 비중이 핵심적이라는 점을 시사한다. 특히 광정렬 및 테스트 장비 사업의 예상 실적 규모는 유사한 반면, 현재 성호전자의 시가총액은 Robotechnik 대비 약 10분의 1 수준에 불과하다. 전환사채와 신주인수권 부사채에 의한 발행주식수 희석을 반영하더라도 6배 이상 낮은 수준에서 거래되고 있어, 성호전자의 밸류에이션 매력은 여전히 크다고 판단한다.

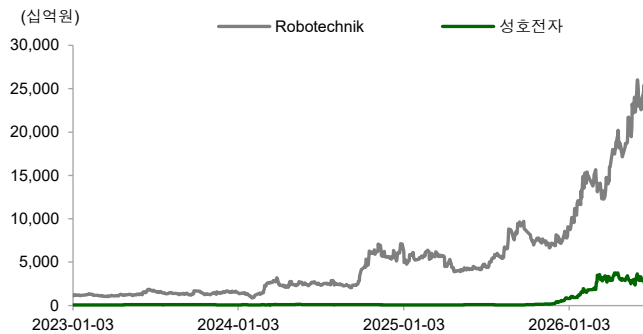
도표 35. 성호전자 vs Robotechnik 영업이익 규모 비교



자료 : Bloomberg

참고: 성호전자는 당사 추정치, ficonTEC은 블룸버그 컨센서스와 비교

도표 36. 성호전자 vs Robotechnik 시가총액 규모 비교



자료 : Bloomberg

저평가의 첫번째 이유는
부족한 수주 레퍼런스

현재 성호전자가 Robotechnik 대비 저평가받는 첫 번째 이유는 수주 레퍼런스의 차이라고 판단한다. Robotechnik의 자회사 ficonTEC은 인텔, 시스코, 브로드컴, 엔비디아, 시에나, 코히런트, 루멘텀, 화웨이 등 다양한 고객사를 대상으로 광정렬 패키징 및 테스트 장비를 납품해왔다. 또한 2026년에는 광반도체 관련 수주잔고가 11억위안에 달한다고 발표하며 외형 성장 가시성을 입증하였다. 반면 ADS테크는 과거 특정 고객사향 매출 의존도가 높았고, 상장회사 편입 이후 시장과의 소통 기간도 아직 짧아 관련 사업 역량과 고객사 레퍼런스가 충분히 알려지지 않은 상황이다.

저평가의 두번째 이유는
제한적인 제품 라인업

두 번째 이유는 상대적으로 넓은 ficonTEC의 장비 포트폴리오다. ficonTEC은 광정렬 장비뿐만 아니라, 정렬 기술을 기반으로 패키징 및 테스트 장비 라인업을 다양하게 확장하였다. 특히 반도체 테스트 장비 시장의 선두권 기업인 Teradyne과 협력해 웨이퍼 테스트 장비를 공동 개발한 이력도 있다. ADS테크 역시 광정렬 기술을 기반으로 패키징 및 테스트 장비를 보유하고 있으나, 현재까지 확인되는 제품 포트폴리오의 범위는 ficonTEC 대비 제한적인 것으로 판단된다.

현재의 낮은 인지도를
투자 기회로 해석

다만 성호전자는 ADS테크 인수와 CPO 시장 개화를 계기로 신규 고객사 확보 기회가 늘어나고 있다. 이에 따라 수주 레퍼런스는 ficonTEC의 사례와 마찬가지로 시간이 지날수록 축적될 가능성이 높으며, 장비 라인업 역시 자연스럽게 넓어지고 있다. 따라서 현재 시장의 낮은 인지도와 검증 부족에 따른 할인은 오히려 성호전자에 대한 투자 기회로 해석할 수 있다. ficonTEC 대비 50% 할인된 목표 배수를 적용하더라도, 현 주가 대비 133%의 상승여력이 존재하는 바, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다.

도표 37. 성호전자 목표주가 산정

종목명		성호전자	RoboTechni k Intelligent	Aehr Test Systems	FormFactor	MPI	Santec Holdings	All Ring Tech
시가총액(십억원)		2,039	24,589	4,620	17,008	32,775	3,204	5,221
매출액 (십억달러)	2024	0.15	0.15	0.07	0.76	0.32	0.16	0.17
	2025	0.16	0.13	0.06	0.78	0.43	0.21	0.17
	2026F	0.22	0.20	0.05	0.97	0.67	0.21	0.26
	2027F	0.28	0.45	0.09	1.13	1.20	0.24	0.43
	2028F	0.49	0.86	0.12	1.11	2.00	0.30	0.57
영업이익 (십억달러)	2024	0.005	0.01	0.01	0.06	0.08	0.05	0.04
	2025	0.01	-0.01	-0.01	0.06	0.12	0.07	0.05
	2026F	0.03	0.02	-0.01	0.22	0.23	0.07	0.08
	2027F	0.06	0.09	0.01	0.29	0.46	0.08	0.15
	2028F	0.17	0.18	0.02	0.26	0.84	0.11	0.20
당기순이익 (십억달러)	2024	0.006	0.01	0.03	0.07	0.07	0.03	0.04
	2025	0.06	-0.01	0.00	0.05	0.10	0.05	0.05
	2026F	0.23	0.01	0.00	0.20	0.20	0.05	0.07
	2027F	0.04	0.04	0.00	0.26	0.38	0.06	0.12
	2028F	0.11	0.08	0.01	—	0.70	0.08	0.17
PER (배)	2024	7.63	549.56	10.24	63.75	37.84	11.27	27.59
	2025	6.88	—	—	69.59	67.11	25.22	23.54
	2026F	5.87	924.29	—	57.42	107.32	42.34	42.70
	2027F	35.17	231.90	634.67	44.35	55.14	36.86	27.82
	2028F	14.01	107.48	232.20	48.93	29.98	26.44	19.76
PBR (배)	2024	0.48	34.64	2.99	3.74	9.38	2.66	5.92
	2025	2.61	23.37	2.32	4.35	15.12	6.95	4.80
	2026F	2.62	—	—	—	35.05	10.36	13.02
	2027F	2.88	—	—	—	21.04	8.64	10.08
	2028F	2.39	—	—	—	14.01	6.24	7.94
EV/EBITDA (배)	2024	14.03	338.67	23.00	30.34	28.28	5.86	23.82
	2025	49.82	365.48	20.06	41.32	47.75	16.20	18.67
	2026F	35.30	—	—	—	84.56	—	38.03
	2027F	19.39	—	—	—	43.97	—	21.79
	2028F	7.84	—	—	—	23.08	—	—
ROE (%)	2024	6.65	6.42	35.42	7.50	27.21	25.88	29.15
	2025	46.32	-4.96	-3.34	5.48	26.60	31.13	21.51
	2026F	67.70	—	—	15.41	38.75	24.90	27.30
	2027F	8.55	—	—	18.66	50.76	22.20	38.84
	2028F	18.60	—	—	—	56.91	—	35.59
EPS (달러)	2024	0.11	0.06	1.15	0.90	0.76	2.83	0.45
	2025	0.95	-0.06	-0.13	0.70	1.08	4.33	0.50
	2026F	3.19	0.10	-0.10	2.46	2.03	4.14	0.82
	2027F	0.53	0.41	0.15	3.19	3.94	4.76	1.26
	2028F	1.34	0.89	0.41	2.89	7.27	6.63	1.78
EPS 성장률	2024	-59.6%	-18.0%	121.2%	-15.1%	74.6%	31.6%	763.4%
	2025	813.6%	—	—	-22.2%	37.0%	51.3%	6.1%
	2026F	264.6%	270.7%	-163.3%	89.5%	92.1%	1.8%	67.4%
	2027F	-83.3%	298.6%	257.9%	29.5%	94.6%	14.9%	53.5%
	2028F	151.0%	115.8%	173.3%	-9.4%	83.9%	39.4%	40.8%

참고: 달력연도 기준

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

성호전자(043260.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,073	2,316	3,304	4,916	6,997
증가율(%)	-0.4	11.7	42.7	48.8	42.3
매출원가	1,714	1,873	2,364	3,184	4,096
원가율(%)	82.7	80.9	71.5	64.8	58.5
매출총이익	360	443	939	1,732	2,901
매출총이익률(%)	17.4	19.1	28.4	35.2	41.5
판매비와 관리비 등	297	367	477	641	826
영업이익	63	76	463	1,092	2,075
증가율(%)	-75.7	20.6	509.2	135.9	90.0
영업이익률(%)	3.0	3.3	14.0	22.2	29.7
EBITDA	133	168	550	1,166	2,139
EBITDA 마진(%)	6.4	7.3	16.6	23.7	30.6
순금융손익	-73	1,134	4,001	-338	-483
이자손익	-53	-52	-62	-82	-91
외화관련손익	7	-26	-17	-17	-17
기타영업외손익	100	-37	-46	-65	-93
종속및관계기업 관련손익	41	1	0	-1	-1
법인세차감전계속사업이익	131	1,173	4,417	687	1,498
계속사업손익법인세비용	50	263	972	134	334
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	81	910	3,445	553	1,165
증가율(%)	-54.0	1,023.5	278.6	-83.9	110.7
순이익률(%)	3.9	39.3	104.3	11.2	16.6
지배주주지분 당기순이익	80	910	3,442	596	1,179
증가율(%)	-54.8	1,037.5	278.2	-82.7	97.8
기타포괄이익	80	38	7	7	7
총포괄이익	161	948	3,452	560	1,172

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	252	201	3,295	238	744
당기순이익	81	910	3,445	553	1,165
현금유출이없는비용및수익	106	-739	1,137	307	505
유형자산감가상각비	65	81	76	66	57
무형자산상각비	4	12	12	9	7
영업활동관련자산부채변동	236	79	-253	-406	-501
매출채권의감소(증가)	174	121	-267	-372	-482
재고자산의감소(증가)	9	26	-204	-327	-423
매입채무의증가(감소)	126	-30	193	289	400
투자활동으로인한현금흐름	-968	-894	1,382	1,109	1,000
투자자산의 감소(증가)	-85	-1,294	-82	-82	-82
유형자산의 감소	9	27	0	0	0
CAPEX	-363	-45	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-70	-594	455	182	73
재무활동으로인한현금흐름	607	617	1,998	1,248	1,248
장기차입금의증가(감소)	232	-39	0	0	0
사채의증가(감소)	165	52	0	0	0
자본의 증가(감소)	120	100	0	0	0
기타현금흐름	2	3	-667	-1,167	-1,167
현금의 증가	-107	-73	6,008	1,428	1,825
기초현금	476	369	296	6,304	7,732
기말현금	369	296	6,304	7,732	9,556

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,898	2,183	8,182	10,123	12,778
현금및현금성자산	369	296	6,304	7,732	9,556
매출채권 및 기타채권	629	537	804	1,176	1,658
재고자산	473	465	669	996	1,418
비유동자산	1,776	3,628	3,624	3,632	3,651
유형자산	1,044	1,078	1,002	936	879
무형자산	95	307	296	287	280
투자자산	320	1,616	1,699	1,782	1,866
기타 금융투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,673	5,811	11,805	13,755	16,429
유동부채	1,678	2,503	5,046	6,435	7,938
단기차입금	1,099	1,686	2,536	3,036	3,536
매입채무및기타채무	348	380	572	862	1,265
유동성장기부채	49	84	284	384	484
비유동부채	560	768	768	768	768
사채	49	135	135	135	135
장기차입금	322	128	128	128	128
기타 금융투자부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,239	3,271	5,813	7,203	8,705
지배주주지분	1,424	2,508	5,957	6,560	7,746
자본금	305	355	355	355	355
자본잉여금	327	410	410	410	410
기타포괄이익누계액	293	332	339	347	354
이익잉여금	499	1,411	4,853	5,449	6,628
비지배주주지분	11	32	35	-8	-22
자본총계	1,435	2,540	5,992	6,552	7,724
총차입금	1,797	2,451	4,801	5,901	7,001
순차입금	-101	-14	-1,904	-2,050	-2,701

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	138	1,341	4,853	841	1,663
BPS	2,334	3,536	8,399	9,249	10,922
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	8.1	6.9	5.9	34.2	17.3
PBR	0.5	2.6	4.4	4.0	3.4
EV/EBITDA	4.5	39.1	44.2	20.7	11.0
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-58.4%	874.1%	261.9%	-82.7%	97.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	-57.2%	26.3%	227.4%	112.0%	83.4%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	6.6%	45.8%	80.8%	8.8%	16.3%
ROE(지배순이익 기준)	6.5%	46.3%	81.3%	9.5%	16.5%
ROIC	3.2%	14.1%	15.4%	33.8%	54.1%
WACC	4.5%	8.5%	9.3%	9.1%	8.9%
안전성(%)					
부채비율	156.0%	128.8%	97.0%	109.9%	112.7%
순차입금비용	-7.0%	-0.6%	-31.8%	-31.3%	-35.0%
이자보상배율	0.9	0.7	2.2	4.3	6.8

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

- 산업** **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20260331)	매수 : 88.13%	중립 : 10.63%	매도 : 1.25%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
성호전자	-	-	-	-	-	-	-	-

성호전자 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2026-06-29	매수	70000		

