

2026년 07월 08일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 전기전자/디스플레이 Overweight(Reinitiate)

# Revaluation

## : 가치는 실리콘 밖으로 이동한다

전기전자/디스플레이 Analyst 권민규



## Contents



## Revaluation

: 가치는 실리콘 밖으로 이동한다 02

## 1. AI Cycle, 하드웨어의 수혜가 커진다 03

> Agentic AI 도래, 실리콘보다 중요해지는 '시스템' 03

## 2. Revaluation본질은 구조적 비커머디티화 29

> Revaluation은 이미 진행 중, New Normal 시대 29

## 3. 쇼티지 부품군에 주목하라 36

> FC-BGA: 생각보다 더 많이 필요하다 36

> MLCC, 계속 부족할 예정, 계속 가격이 상승할 예정 42

## 4. 투자전략 45

## 기업분석

> 삼성전기 (009150)	49
> 두산 (000150)	56
> LG이노텍 (011070)	61
> LG전자 (066570)	66
> 이수페타시스 (007660)	70
> 기가바스 (420770)	77
> 심텍 (222800)	81
> 대덕전자 (353200)	85
> 해성디에스 (195870)	89

## Compliance Notice

- 당사는 07월 08일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- "애플" 종목은 07월 06일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## Revaluation

## : 가치는 실리콘 밖으로 이동한다

## &gt;&gt;&gt; AI Cycle, 하드웨어의 수혜가 커진다

Agentic AI의 도래와 Workload의 증가로 막대한 컴퓨팅 자원이 요구되고, 토큰 효율화(토큰노믹스) 기조 아래 시스템 단위의 투자가 확대된다. 시스템 단위의 투자는 Non-GPU 부품군의 수요 증가를 뜻하며, 이는 하드웨어 산업의 거대한 성장 트리거로 작용 중이다. Hyperscaler들의 CAPEX 축소 우려는 기우다. 컴퓨팅 수요는 여전히 공급능력을 초과한다. 또한 Non-Hyperscaler 고객군 (Enterprise, Sovereign, Cloud)의 성장세가 가파르다. 해당 고객군은 시스템 단위 투자가 강제되므로 하드웨어 업체들의 장기 성장성에 근거를 마련해준다. Agentic AI도입으로 인해 점차 중요해질 Edge Device 영역도 주목할 필요가 있다.

## &gt;&gt;&gt; Revaluation의 핵심은 비커머디티화

AI 투자 지속에 따른 하드웨어의 비커머디티화(De-commoditization)가 진행 중이다. 병목이 일어나는 부품군은 장기적이고 안정적으로 수혜를 받을 수 있는 구조적 성장시기에 돌입했다고 판단된다. 기존 전기전자 산업은 높은 커머디티(범용) 비중을 보였다. 높은 세트 수요 의존도와, 수요 증가로 인한 실적 개선시 경쟁사들이 증설에 나서면서 공급과잉이 발생하는 흐름이 반복됐다. 또한 고객사의 높은 가격 협상력으로 인한 저조한 이익률을 기록했다. 이에 반해 성능과 안정성이 중요해진 AI Cycle에서 비커머디티 부품군은 지난 흐름을 벗어나 Revaluation이 필수적이다. 관련 부품군으로 고다층 FC-BGA, MLCC, MLB, CCL을 제시한다.

## &gt;&gt;&gt; Top Picks - 각 부품군의 주도주

현재 기대감이 반영되어 높아진 멀티플의 하락을 방어할 논리를 만들어 내기 위해서는 견고한 EPS의 상승이 필요하다. 현재 현황에서 견고한 EPS는 결국 쇼티지의 정도와 수혜 강도의 지속 여부가 중요하다. 따라서 부품군 별 대표적인 주도주가 핵심이다. AI로 인한 비커머디티화는 글로벌 플레이어들의 숫자를 한정되게 만든다. 주도주는 그만큼 쇼티지 영향 아래서 가장 큰 이익을 볼수 있는 업체이며, 해당 기업의 수혜 강도는 높아질 수밖에 없다. 삼성전기, 두산, 이수페타시스, 심텍을 제시한다.

# 1. AI Cycle, 하드웨어의 수혜가 커진다

## >>> Agentic AI 도래, 실리콘보다 중요해지는 '시스템'

### 1-1. Agentic AI: 한 번의 명령이 수십 번의 연산이 되는 시대, 시스템이 핵심

AI의 발전 방향이 Generative AI → Agentic AI로 진행됨에 따라 시스템 하드웨어의 수요가 폭발하고 있다. Generative AI가 GPU와 HBM 중심의 '1차 AI 투자 사이클'이었다면, Agentic AI는 CPU, DRAM, SSD, 네트워크, 기판, 수동부품, 전력 및 냉각 인프라로 병목을 확산시키는 시스템 단위의 '2차 AI 투자 사이클'을 촉발하고 있다. AI의 발전 방향성이 하드웨어 산업의 호황 지속 가시성을 높인다.

#### AI의 발전 방향

	1. Perception AI (2012~2021년)	2. Generative AI (2022~2025년)	3. Agentic AI (2025년~현재)	4. Physical AI (2027년~)
<b>주요 특징</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>데이터 인식·분류·예측 중심</li> <li>이미지·음성·텍스트 인식 기술 발전</li> <li>단일 과업 최적화 중심</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>텍스트·이미지·코드·영상 생성</li> <li>대규모 사전학습 기반 모델의 급성장</li> <li>Copilot형 생산성 혁신</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>목표 기반 Plan-Act-Observe 루프</li> <li>도구 사용·API 호출·외부 시스템 연동</li> <li>메모리·오케스트레이션·멀티에이전트</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>물리 세계에서 인지·판단·행동</li> <li>로봇·자율주행·제조 자동화 확장</li> <li>AI와 하드웨어·제어의 깊은 통합</li> </ul>
<b>핵심 요소</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CNN / Vision Model</li> <li>음성 인식 / 초기 NLP</li> <li>센서 데이터·라벨 데이터셋</li> <li>GPU 학습 가속</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>LLM / 멀티모달 모델</li> <li>대규모 사전학습</li> <li>RLHF / 프롬프트 엔지니어링</li> <li>HBM + GPU 클러스터</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reasoning Model</li> <li>Tool Use / API / Workflow</li> <li>RAG / 장기 메모리</li> <li>Orchestration / 멀티에이전트</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Robotics / Edge AI</li> <li>Vision + Motion Control</li> <li>World Model / Simulation</li> <li>Digital Twin / 강화학습</li> </ul>
<b>대표 사례</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>이미지 분류</li> <li>객체 탐지</li> <li>음성 인식</li> <li>OCR / 얼굴 인식</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>LLM</li> <li>멀티모달 생성</li> <li>코드 생성</li> <li>텍스트-이미지 / 영상 생성</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Coding Agent</li> <li>Research Agent</li> <li>Customer Service Agent</li> <li>Workflow Automation Agent</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>자율주행</li> <li>휴머노이드 로봇</li> <li>스마트 팩토리 로봇</li> <li>드론·물류 자동화</li> </ul>
<b>주요 인프라 확장 방식</b>	<p><b>제한적 Scale-up</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>단일 서버·단일 모델 중심</li> <li>학습 가속 중심의 초기 GPU 확장</li> </ul>	<p><b>Scale-up 중심</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>랙 내 다수 GPU를 초고속 연결</li> <li>대형 학습 단계에서 Scale-out 병행</li> </ul>	<p><b>Scale-out 중심</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>다수 서버·랙 간 분산 추론과 에이전트 호출 처리</li> <li>서비스 확장 단계에서는 Scale-across 초기 도입</li> </ul>	<p><b>Scale-across 확대</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>여러 현장·로봇·차량을 연결하는 분산 AI 인프라</li> <li>Edge + Cloud + Data Center 통합 운영</li> </ul>

자료: 키움증권

AI의 가치는 이제 '좋은 답변을 생성하는 능력'이 아닌, '사용자가 원하는 결과를 만들어내는 능력'으로 이동하고 있다. Generative AI는 인간의 입력에 의존하여 인간의 판단을 보조하는 역할을 수행한다. 하지만 이 구조(입력-정보 생성)에서는 AI가 아무리 똑똑해져도 결국 업무 실행의 병목은 여전히 인간에게 남는다는 문제점이 있다. 즉, 생산성 개선에는 한계가 명확하다.

Agentic AI는 단순한 도구가 아닌, 실제 업무를 수행하는 디지털 노동력으로 환산되며 경제적 가치를 창출한다. Agentic AI는 일시적 유행이 아닌, Generative AI가 소프트웨어와 노동시장에 실제로 침투하기 위해 필요한 실행되는 형태로, 필연적으로 거쳐가야하는 AI의 발전 방향이다. 따라서 AI 산업의 발전 추세와 맞물린 하드웨어 산업의 발전 지속을 예상할 수 있다.

Agentic AI는 기존 Generative AI와 다르게 답변만 하는 소프트웨어에서 스스로 작업을 수행하는 컴퓨팅 주체로 바뀐다. Agentic AI는 목표를 해석, 작업을 분해, 필요한 정보를 찾고, 외부 도구 실행, 결과를 검증한 뒤 실패하면 다시 계획하는 루프 구조를 실행한다. 인간의 한번의 명령이 수차례 또는 수십 차례의 모델 호출, 메모리 접근, 네트워크 통신, 소프트웨어 실행까지 확장되는 구조이다.

Agentic AI에서 시스템(Scale-out) 중요성이 부각되는 이유는 총 연산량 수의 비선형적 증가다.

- 1) 사람이 요청하지 않아도 Agent가 백그라운드에서 상시 작동하면서 작업 수가 증가
- 2) 계획, 검색, 실행, 검증, 재시도로 인해 작업당 호출 횟수 증가
- 3) 과거 행동, 사용자 정보, 도구 실행 결과를 계속 유지하면서 호출당 Context와 Token수가 증가

기하급수적으로 증가하는 연산량(Agentic Workload)을 GPU로 모두 총당하는 것은 지나치게 비싸고 효율적이지 않다. 작업 특성에 따라 여러 프로세서에 분배하는 Disaggregated Computing으로 GPU를 고난도 추론에 집중시키고, 비핵심 작업을 보완재 역할 수행하는 CPU와 작업별 전용 프로세서(LPU, DPU, NIC)로 분산시키는 것이 비용 효율적임과 동시에 성능향상 및 전력 절약으로 이어진다. 이에 따라 업무의 적절한 분배 및 취합을 담당하는 '시스템'의 역할이 더욱 부각될 수밖에 없는 환경이다.

### Generative AI vs Agentic AI 변화

Gen AI vs Agentic AI	Generative AI (Gen AI)	Agentic AI																																								
연산 과정 (작업 구조)		<p style="text-align: center;">반복적 실행 루프 (다단계 추론 + 외부 연동)</p>																																								
핵심 병목	모델 추론 연산 (GPU 컴퓨팅) 메모리 대역폭 (DRAM)	반복 추론 누적 (GPU) 메모리 + 저장장치 (컨텍스트/상태 유지), 네트워크, 시스템 오케스트레이션																																								
총 연산량 특징	단일 요청 중심, 일회성 추론 연산량이 비교적 제한적	다단계·다회 반복으로 연산량이 기하급수적으로 증가 (긴 컨텍스트, 다중 도구 호출, 병렬 에이전트 확장 등)																																								
시스템이 중요해지는 이유	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 단일 모델 추론 중심</li> <li>• 연산/메모리 중심의 인프라 투자로 대응 가능</li> <li>• 비교적 단순한 스케일링 (GPU 확장 위주)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 다단계·다회 반복 + 외부 시스템 연동이 기본 구조</li> <li>• 연산량 폭증으로 컴퓨터, 메모리, 저장, 네트워크 전반의 동시 확장 필요</li> <li>• 안정적 운영을 위한 오케스트레이션, 모니터링, 보안, 비용 관리 등 시스템 단위 투자 필수</li> </ul>																																								
추가되는 핵심 과정																																										
주요 하드웨어 중요성 비교	<table border="1"> <thead> <tr> <th>항목</th> <th>Generative AI</th> <th>Agentic AI</th> <th>필요량 변화</th> <th>달라지는 점 / 중요 포인트</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1. GPU</td> <td>★★★★☆</td> <td>★★★★★</td> <td>압도적 증가</td> <td>반복 추론 누적으로 GPU 시간(A100/H100 등) 요구량 급증</td> </tr> <tr> <td>2. CPU</td> <td>★★★☆☆</td> <td>★★★★★</td> <td>압도적 증가</td> <td>오케스트레이션, 스케줄링, 도구 실행, 데이터 전처리 등 비중 확대</td> </tr> <tr> <td>3. 작업별 전용 프로세서</td> <td>★★★☆☆</td> <td>★★★★☆</td> <td>크게 증가</td> <td>검색, 보안, 암호/암호화, 벡터 DB 연산 등 가속기 수요 확대</td> </tr> <tr> <td>4. DRAM</td> <td>★★★★☆</td> <td>★★★★★</td> <td>압도적 증가</td> <td>긴 컨텍스트, 다중 에이전트 상태/메모리 유지로 용량·대역폭 모두 증가</td> </tr> <tr> <td>5. NAND (저장장치)</td> <td>★★★☆☆</td> <td>★★★★☆</td> <td>크게 증가</td> <td>장기 메모리, 로그, 캐시, 벡터 DB 등 지속적 저장 수요 증가</td> </tr> <tr> <td>6. 네트워크 수요</td> <td>★★★★☆</td> <td>★★★★★</td> <td>압도적 증가</td> <td>도구/외부 서비스 호출, 분산 에이전트 간 통신으로 트래픽 급증 (동-서 트래픽 포함)</td> </tr> <tr> <td>7. 시스템</td> <td>★★★☆☆</td> <td>★★★★★</td> <td>압도적 증가</td> <td>클러스터 관리, 오케스트레이션, 관찰성, 보안, 비용 최적화 등 시스템 단위 투자 필수</td> </tr> </tbody> </table>	항목	Generative AI	Agentic AI	필요량 변화	달라지는 점 / 중요 포인트	1. GPU	★★★★☆	★★★★★	압도적 증가	반복 추론 누적으로 GPU 시간(A100/H100 등) 요구량 급증	2. CPU	★★★☆☆	★★★★★	압도적 증가	오케스트레이션, 스케줄링, 도구 실행, 데이터 전처리 등 비중 확대	3. 작업별 전용 프로세서	★★★☆☆	★★★★☆	크게 증가	검색, 보안, 암호/암호화, 벡터 DB 연산 등 가속기 수요 확대	4. DRAM	★★★★☆	★★★★★	압도적 증가	긴 컨텍스트, 다중 에이전트 상태/메모리 유지로 용량·대역폭 모두 증가	5. NAND (저장장치)	★★★☆☆	★★★★☆	크게 증가	장기 메모리, 로그, 캐시, 벡터 DB 등 지속적 저장 수요 증가	6. 네트워크 수요	★★★★☆	★★★★★	압도적 증가	도구/외부 서비스 호출, 분산 에이전트 간 통신으로 트래픽 급증 (동-서 트래픽 포함)	7. 시스템	★★★☆☆	★★★★★	압도적 증가	클러스터 관리, 오케스트레이션, 관찰성, 보안, 비용 최적화 등 시스템 단위 투자 필수	
항목	Generative AI	Agentic AI	필요량 변화	달라지는 점 / 중요 포인트																																						
1. GPU	★★★★☆	★★★★★	압도적 증가	반복 추론 누적으로 GPU 시간(A100/H100 등) 요구량 급증																																						
2. CPU	★★★☆☆	★★★★★	압도적 증가	오케스트레이션, 스케줄링, 도구 실행, 데이터 전처리 등 비중 확대																																						
3. 작업별 전용 프로세서	★★★☆☆	★★★★☆	크게 증가	검색, 보안, 암호/암호화, 벡터 DB 연산 등 가속기 수요 확대																																						
4. DRAM	★★★★☆	★★★★★	압도적 증가	긴 컨텍스트, 다중 에이전트 상태/메모리 유지로 용량·대역폭 모두 증가																																						
5. NAND (저장장치)	★★★☆☆	★★★★☆	크게 증가	장기 메모리, 로그, 캐시, 벡터 DB 등 지속적 저장 수요 증가																																						
6. 네트워크 수요	★★★★☆	★★★★★	압도적 증가	도구/외부 서비스 호출, 분산 에이전트 간 통신으로 트래픽 급증 (동-서 트래픽 포함)																																						
7. 시스템	★★★☆☆	★★★★★	압도적 증가	클러스터 관리, 오케스트레이션, 관찰성, 보안, 비용 최적화 등 시스템 단위 투자 필수																																						

※ 중요도: ★ (낮음) ~ ★★★★★ (매우 높음)

자료: 키움증권

## 1-2. 경쟁의 단위는 시스템으로 확장: 토크노믹스(Tokenomics)의 대두

Agentic AI 시대에서는 폭발적으로 증가하는 토크를 최대한 1) 효율적이고, 2) 빠르고, 3) 많이 생성할수록 매출과 이익이 극대화된다. 높은 수익성을 달성하기 위해서 시스템의 역량과 역할이 더욱 중요해진다. GPU가 토크를 계산한다면, 시스템은 토크의 원가를 결정한다.

토크노믹스(Tokenomics, Token + economics)는 토크가 AI 생산성을 대변하고, 경제적 가치가 되는 경제구조를 의미한다. LLM은 사용자의 입력을 토크 단위로 읽고, 추론 결과도 토크 단위로 생성한다. AI 서비스 사업자는 고객에게 처리한 토크 수나 사용한 컴퓨팅 자원을 기준으로 비용을 청구하고, 인프라 사업자는 동일 전력과 설비에서 더 많은 토크를 생산할수록 더 많은 매출을 창출할 수 있다. 즉, 토크가 제조업의 완성품, 반도체의 웨이퍼 투입량, 발전산업의 kWh 역할을 수행하는 셈이다. 그리고 AI 데이터센터는 토크를 생산하는 공장, 즉 AI Factory가 된다.

토크노믹스는 AI 산업 중심이 학습에서 추론 서비스로 전환되면서 중요성이 부각된다. 학습은 일정 기간 대규모 자본을 투입한 뒤 종료되는 프로젝트 성격이 강하지만, 추론은 사용자의 질의가 발생할 때마다 반복된다. AI 서비스가 확산될수록 컴퓨팅 설비의 가동시간이 직접 매출로 연결되는 구조다.

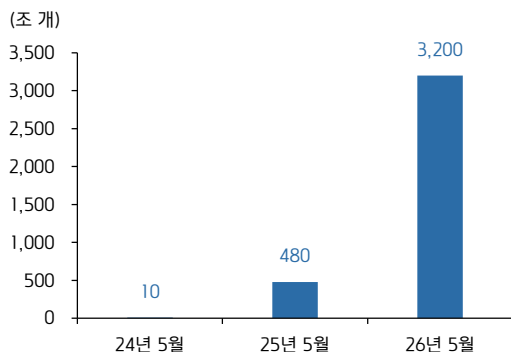
Agentic AI는 토크노믹스를 한 단계 더 강화시킨다. 생성형 AI가 사용자의 질문에 한 차례 답변하는 구조였다면 Agentic AI는 계획 수립, 정보 검색, 외부 도구 실행, 결과 평가와 재시도를 반복한다. 하나의 사용자 명령이 다수의 모델 호출로 확장되고, 각 호출에서 이전 작업 결과가 Context에 추가된다. 따라서 Agentic AI에서는 사용자 수가 동일하더라도 작업당 처리 토크와 GPU-CPU-메모리 사용량이 크게 증가하게 된다.

### Agentic AI 환경에서 토크 사용량 증가

작업 유형	일반 챗봇 대비 작업당 토크 증가	사용 사례
단순 검색/예약 Agent	약 10~20배	계획, 검색, Tool call
복수 단계 기업 Workflow	약 20~50배	데이터 조회, 검증, 재시도 포함
장시간 코딩/Research Agent	약 200~1000배	긴 Context, 반복/수정/테스트
Multi-Agent 구조	위 수치보다 추가 확대	여러 Agent 호출, 관리자 Agent

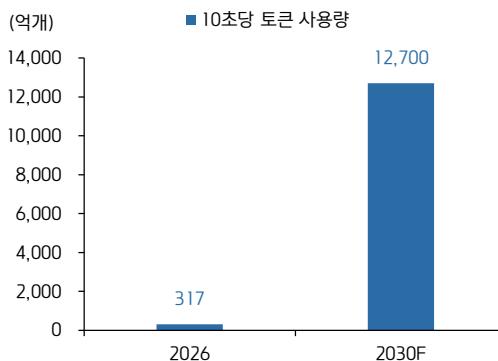
자료: 산업 자료, 키움증권

### 토크 수요 폭증: Google 월별 토크 처리량



자료: Google I/O 2026, 키움증권

### Qualcomm 미래 토크 처리량 전망



자료: OpenAI DevDay 2026, 키움증권

토크노믹스 핵심은 '경제성 있는 토큰'이다. 늘어나는 토큰을 감당할 수 있는 원가구조를 만드는 것이 중요하다. 시스템은 폭증하는 Agentic AI 연산을 가장 저렴한 자원에 분배하고, GPU의 유희시간과 중복 연산, 전력·Network 손실을 줄여 토큰을 경제성을 끌어올리기 때문에 중요하다.

GPU는 AI 데이터센터에서 가장 비싼 자원이기 때문에 GPU 사용률을 높이는 것만으로도 전체 인프라의 경제성이 크게 달라질 수 있다. 결국 중요한 것은 GPU가 고부가가치 추론 작업에 최대한 집중할 수 있도록 나머지 시스템이 작업을 준비하고 공급하는 것이다.(Och 또한 시스템의 통합으로 이뤄지는 전력/냉각 최적화는 동일 전력으로 더 많은 AI설비 설치가 가능하므로 토큰 생산능력을 증대시킬 수 있다.

시스템의 적용을 통한 토큰 비용 효율화는 인프라 기업들의 최신 제품에서도 엿볼 수 있다. 엔비디아는 Vera Rubin에서 개별 GPU가 아닌 6개 칩을 하나의 플랫폼으로 설계했다. Vera CPU, Rubin GPU, NVLink 6 Switch, ConnectX-9 SuperNIC, BlueField-4 DPU와 Spectrum-6 Ethernet Switch가 함께 작동하며, NVIDIA는 이를 통해 Blackwell 대비 추론 토큰 비용을 최대 10분의 1로 낮출 수 있다고 언급한다.

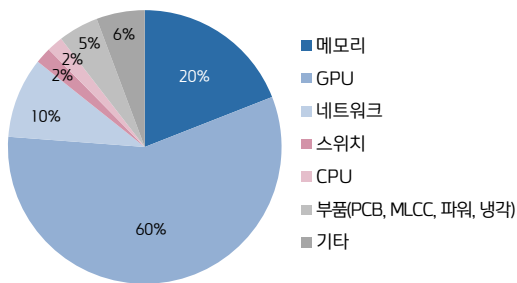
Google도 TPU를 칩 하나가 아니라 Interconnect와 Software를 포함한 AI Hypercomputer로 제공하고 있다. Google은 TPU 8i가 직전 Ironwood 세대보다 저지연 대형 MoE 추론에서 성능당 비용을 최대 80% 개선하고, 성능당 전력은 최대 2배 높인다고 제시한다. 이를 통해 동일 비용에서 약 1.8배, 동일 전력에서 최대 2배의 추론 처리능력을 확보할 수 있다.

### 토크노믹스 핵심 지표

지표	지표 설명	의미
Tokens/Watt	전력효율	같은 전력 대비 얼마나 많은 토큰을 생성해낼 수 있는가?
Tokens/Second	생산량	일정 시간 내 얼마나 많은 토큰을 처리할 수 있는가?
TTFT(Time to First Token)	가동 시점	AI장비 설치 이후 훈련이나 추론 뒤에 얼마나 빨리 첫번째 Production 토큰이 생성되는가?
MTBI(Mean Time Between Interruptions)	안정성	얼마나 오랫동안 오류/중단 없이 AI학습/추론을 진행할 수 있는가?
GPU Utilization	설비효율	GPU가 실제로 연산에 얼마나 활용되는가?
Useful Life	설비효율	얼마나 오랫동안 실효성이 있는가?(내구도, 아키텍처 유연성 등)

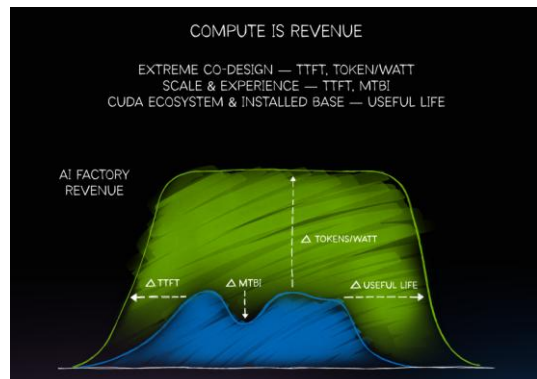
자료: 키움증권

### 서버 랙 내 GPU 가격 비중: GPU 효율화 중요



자료: 키움증권

### Computex 2026 GTC: Nvidia의 Tokenomics



자료: Nvidia, 키움증권

Qualcomm은 26년 6월 24일 데이터센터 사업을 발표에서 다음과 같이 언급했다.

1. Agentic AI에서는 질의 당 토큰 수가 1,000배 이상 증가하고, 데이터센터 평가 기준이 FLOPS중심에서 Tokens per watt중심으로 이동할 것이라고 언급했다. 또한 GPU 연산을 오케스트레이션하는 CPU와 메모리, 인터커넥트의 중요성이 높아질 것

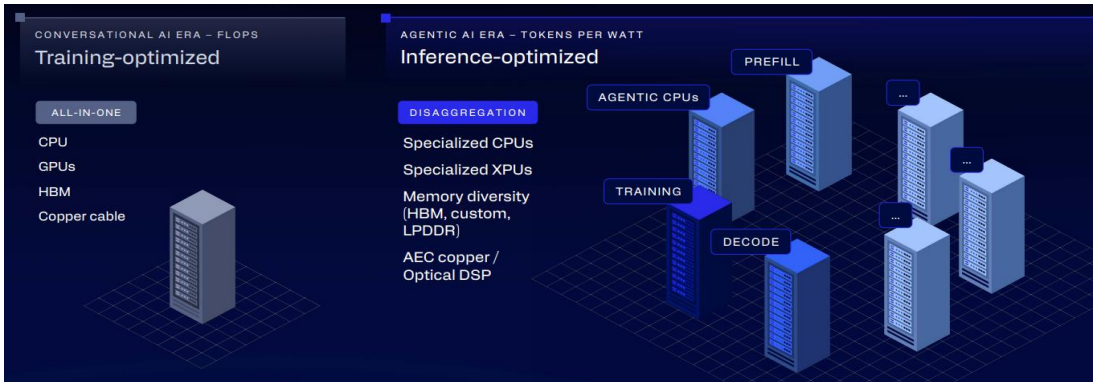
1. Agentic AI 시대의 돌입과 토큰 소비 확대, CPU의 중요성 부각



자료: Qualcomm investor Day 2026, 키움증권

2. Agentic AI가 데이터센터 추론 수요를 크게 증가시킬 것이고, 여러 종류의 컴퓨팅을 분산 인프라 전반에서 오케스트레이션하는 것이 중요

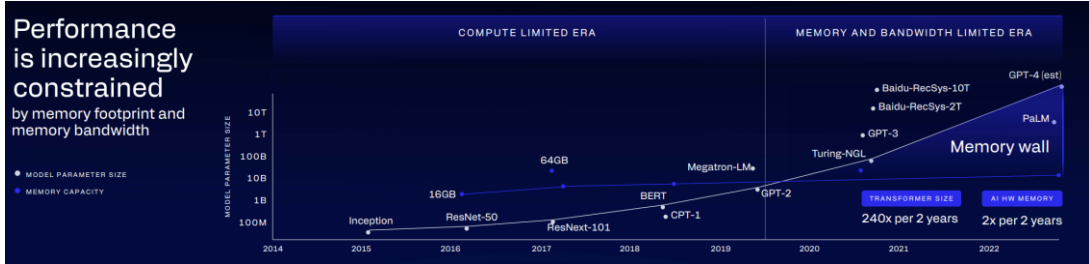
2. Agentic AI에서는 분산 컴퓨팅을 오케스트레이션 하는 것이 중요



자료: Qualcomm investor Day 2026, 키움증권

3. AI 성능의 병목이 과거에는 연산량(Compute)였지만, 대형 모델 시대로 갈수록 메모리 용량과 메모리 대역폭으로 이동하고 있음. 모델 규모 확대가 하드웨어 메모리 용량보다 훨씬 빠르게 증가함. 따라서 HBM, CPU, 스토리지, NVLink 및 Scale-out 네트워크를 포함한 시스템 단위 최적화로 확장 중

3. AI 성능 병목이 Compute에서 Memory, Bandwidth로 이동 중

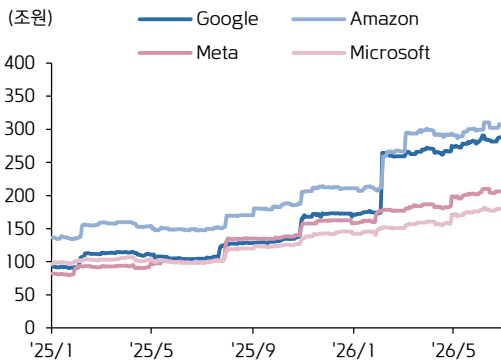


자료: Qualcomm investor Day 2026, 키움증권

1-3. AI CAPEX 확대는 계속 진행 중: AI 연산능력은 계속 부족

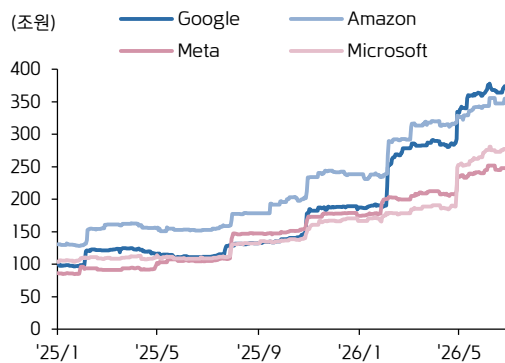
CSP들의 26년, 27년 CAPEX는 추가적으로 확대될 가능성이 높다. 27년 CAPEX YoY 성장률이 26년 대비 대폭 축소(25년 +72% YoY, 26년 +94% YoY, 27년 +35% YoY예상)될 것으로 전망되며 주가 충격이 있었으나, 현재 27년 AI 데이터센터 프로젝트의 증가와 예상 CAPEX 지속 상향으로 우려가 완화되고 있는 추세다. 해당 추세는 과거에도 반복됐다. 연초 예상치 대비 컴퓨팅 수요가 급증하며 추가적인 AI 데이터센터 프로젝트가 착수된 결과다. 4개사 합산 CAPEX는 24년 연초 예상 대비 34% 증가했고, 25년에도 연초 예상 대비 34% 상승했다. 이는 26년, 27년에도 반복될 것으로 전망된다. AI CAPEX 지속 추세로 하드웨어 섹터 호황 장기화를 예상할 수 있다.

26년 CSP CAPEX 컨센서스 지속 상향 중



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권

27년 CSP CAPEX 컨센서스 또한 지속 상향 중



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권

CSP CAPEX 상향 추이

연도	(단위: 조 원)	Google	Amazon	META	Microsoft
2024년	2024-01-02 기준 예상치	47	77	43	53
	2024년 실제값	72	113	51	59
	<b>연초 추정 대비 상승폭</b>	<b>53%</b>	<b>47%</b>	<b>19%</b>	<b>11%</b>
2025년	2025-01-02 기준 예상치	88	125	74	89
	2025년 실제값	130	187	99	90
	<b>연초 추정 대비 상승폭</b>	<b>48%</b>	<b>50%</b>	<b>33%</b>	<b>1%</b>
2026년 예상치	2026-01-02 기준 예상치	171	211	158	142
	2026-06-30 기준 예상치	288	307	206	180
2027년 예상치	2026-01-02 기준 예상치	187	238	175	167
	2026-06-30 기준 예상치	394	351	273	308
YoY 상승률	2025	81%	66%	95%	52%
	2026F	121%	64%	108%	99%
	<b>2027F: 추가 상향 여지 다</b>	<b>37%</b>	<b>14%</b>	<b>32%</b>	<b>71%</b>

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권

AI 컴퓨팅 수요는 여전히 공급능력을 초과하고 있다. Agentic AI와 추론 수요 증가로 요구되는 컴퓨팅용량은 빠르게 급증하고 있다. 대규모 데이터센터를 보유한 Hyperscaler도 예외는 아니다. 각 기업의 실적발표와 코멘트에서 현재 AI 컴퓨팅 부족에 대한 실마리를 찾을 수 있다. 현재 AI 인프라 사이클은 수요를 예상해 무작정 설비를 건설하는 전형적인 공급주도형 과잉투자보다, 이미 발생한 수요를 뒤늦게 따라가는 후행 증설에 가깝다. 과잉투자 여부를 판단하려면 CAPEX의 절대규모보다 신규 용량의 가동률, 클라우드 성장률, 수주잔고 취소, 컴퓨팅 가격 및 고객의 장기 약정 이행 여부를 봐야 한다. 현재까지 공개된 기업 데이터는 유희설비 확대보다 매출 증가, 공급 제약, 외부 용량 확보와 수주잔고 증가를 가리키고 있다.

① Google

Google은 CY 1Q26 실적발표에서 직접 단기 Compute constraint를 인정했고, 용량이 충분했다면 Cloud 매출이 더 높았을 것이라고 밝혔다. Google은 사상 첫 분기단위 Cloud 매출 200억 달러(YoY +63%)를 돌파했고, Cloud Backlog는 분기 매출의 23배인 약4,620억 달러(QoQ +93%)를 기록했다. 또한 Google은 TPU와 대규모 AI 데이터센터 시설을 보유하고도 Space X에 약 11만개의 Nvidia GPU 관련 컴퓨팅 자원을 임차하는 계약을 체결했다(월 9.2억달러(한화 1.4조원), 계약기간 26.10~29.06). 한편, Meta는 콘텐츠 모더레이션과 고객지원에서 Google의 Gemini를 활용했고, 컴퓨팅 수요 증가로 추가 컴퓨팅 용량을 Google의 요청했으나 Google이 제공할수 있는 컴퓨팅 용량을 초과하면서 추가 용량을 제공받지 못했다.

② Microsoft

Microsoft는 CY 1Q26실적발표에서 최근 12개월 내 2GW 이상의 신규 용량을 투입했으나, 워크로드 전반의 수요가 가용 용량을 초과했다고 밝혔다. Azure 및 Cloud 매출은 환율효과 제외시 YoY +40% 증가했다. 신규 용량이 매출 성장에 즉시 기여하고 있는 흐름을 보여준다.

### ③ Amazon

AWS CY 1Q26 매출은 YoY +28% 증가했으며, 최근 15개 분기 중 가장 높은 YoY 성장률을 기록했다. Bedrock에서는 1Q26 한 분기에 처리한 토큰이 이전 모든 연도의 누적 처리량을 초과했다. 고객 지출은 170% QoQ 증가했고, AI 코딩 도구 Kiro의 개발자 수는 전분기 대비 두 배 이상, 기업 사용량은 약 10배 증가했다. 또한 OpenAI로부터 2GW Trainium, Anthropic으로부터 최대 5GW Trainium 등의 장기 수요도 확보했다. 신규 증설이 수요처 없이 건설되는 투기적 Capa가 아님을 증명했다.

### ④ 네오클라우드 업체들

CoreWeave의 CY 1Q26 매출은 YoY +112%, QoQ +32% 증가했고 수주잔고는 QoQ +49% 증가한 994억달러를 기록했다. 1Q26에 400MW이상의 계약 전력 추가, Meta, Anthropic, Jane Street 등 대규모 계약이 신규 Backlog를 구성했다. Nebius의 매출은 YoY +684%, QoQ 75% 증가했으며, 가용 컴퓨팅 용량은 전량 판매됐음을 언급했다. Crusoe는 6월 기준 4.9GW의 AI 인프라 계약을 확보했다. 이는 Hyperscaler가 직접 공급하지 못한 수요가 네오클라우드로 확산되고 있음을 보여준다.

#### 1-3-1. 컴퓨팅 공급은 여전히 부족하다: Meta 사태 반론, 중국 오픈소스 모델이 열쇠

Meta는 'Meta Compute'라고 불리는 클라우드 사업을 검토하고 있다. Meta의 Cloud 임대 사업 검토는 AI CAPEX 과잉 투자가 아닌, 컴퓨터 자산의 활용률을 높이고 투자 회수 경로를 다변화하는 전략이라 판단한다. Meta는 현재도 Google, AWS, Crusoe등에서 외부 컴퓨팅을 추가 조달하고 있으며, Google조차 Meta의 내부 수요를 충족하지 못했다. 즉 컴퓨팅 수요는 여전히 충분하다. 오히려 위 사례들을 참고했을 때, Meta의 Cloud 사업 진출은 Cloud 업황이 그만큼 좋다는 것을 반증한다.

Meta의 전략은 Space X와 유사하다. Space X는 Colossus 1 용량(300MW)을 Anthropic에 월 \$1.25bn에 제공했고, Google에도 Nvidia GPU 11만개 분량의 컴퓨팅 용량을 제공했다. 일론 머스크는 향후 자체 컴퓨팅 수요가 다시 타이트해지면 용량을 회수할 수 있다고 언급했다. 컴퓨팅 자산의 가동률 관리와 투자비 조기 회수를 위한 전략에 대한 힌트를 Space X를 통해 얻었다고 판단할 수 있다.

현재 AI 컴퓨팅 수요의 새로운 확산축은 중국의 오픈소스 모델이다. 중국 AI 모델의 경쟁력은 더 이상 저가에만 머물지 않는다. Stanford HAI에 따르면, 26.03 기준 미국과 중국의 최고 모델 간 성능 격차는 약 2.7%까지 좁혀졌다. 성능 격차가 축소된 상황에서 Qwen과 DeepSeek는 모델 가중치를 공개하고 낮은 가격에 서비스를 제공함으로써 기업과 개발자의 AI 도입 장벽을 낮추고 있다.

중국 모델은 이미 글로벌 오픈모델 생태계의 중심으로 이동했다. 최근 1년간 중국 모델은 Hugging Face 다운로드의 약 41%를 차지했고, Alibaba의 Qwen은 누적 다운로드 10억회를 넘어섰다. Qwen 기반 파생 모델도 10만개 이상으로 증가했다. 모델 다운로드가 곧바로 컴퓨팅 수요를 의미하지는 않지만, 파생 모델의 확대는 수많은 기업과 개발자가 모델을 파인튜닝하고 평가하며 자체 서비스에 배포하기 시작했다는 의미다.

오픈소스 모델은 사전 학습에 대한 컴퓨팅 비용을 낮춘다. 그러나 비용 하락은 AI 수요를 줄이는 것이 아닌, 업무의 범위를 넓힌다. 기업은 처음부터 모델을 학습하지 않고 Qwen과 DeepSeek를 파인튜닝해 고객지원, 코딩, 광고, 제조, 금융과 소비자 서비스에 배포할 수 있다. 사전학습의 수요는 줄어들 수 있지만, 모델을 배포하는 기업 수와 사용자 수, 반복 추론 및 Agent 호출량이 더 빠르게 증가하면 전체 컴퓨팅 수요는 확대된다. 실제로 중국의 일일 AI 토큰 사용량은 2024년 초 약 1,000억개에서 2025년 말 30조개 이상으로 약 300배 증가했다.

앞으로의 컴퓨팅 수요는 소수의 프론티어 Model 학습보다 수많은 오픈웨이트 모델의 파인튜닝, 추론, Agent 실행과 산업별 서비스에서 반복적으로 발생할 가능성이 높다. 수요의 주체도 미국 Hyperscaler와 AI Lab에서 중국의 Cloud 업체, 인터넷 플랫폼, 제조기업과 개별 기업의 자체 데이터센터로 확산된다.

Meta Compute와 중국 오픈소스 AI가 공통적으로 보여주는 것은 컴퓨팅 수요의 축소가 아니라 수요처의 다변화다. 컴퓨팅은 특정 기업 내부에서만 사용하는 고정자산에서 외부 고객에게 판매할 수 있는 서비스 자산으로 변화하고 있으며, AI 모델은 소수의 폐쇄형 서비스에서 수많은 기업이 직접 배포하는 범용 생산요소로 확산되고 있다. 현 단계의 AI 인프라 투자는 수요의 정점을 반영한 과잉설비라기 보다는, 새로운 수요처를 받아들이기 위한 플랫폼 구축에 가깝다고 판단한다.

## 글로벌 주요 AI 데이터센터 프로젝트 현황(1): 단계적 가동 제외 대부분 28년 이후 Fully 가동

발표일	프로젝트명	주도기업/운영사	현황	용량(MW)	가동시점
25/01	Microsoft FY2025 Global AI DC	Microsoft	건설중	미공개	2027~
25/01	AWS Georgia AI-Cloud infra 확장	AWS	계획	미공개	미공개
25/01	Microsoft India Cloud-AI infra 투자	Microsoft	건설중	미공개	2027
25/01	The Stargate Project(America)	OpenAI·SoftBank·Oracle·MGX	건설중	10,000(중복)	2029
25/02	Brookfield France AI infra Program	Brookfield Asset Management	건설중	미공개	2030
25/03	Nebius New Jersey AI DC	Nebius	단계적	미공개	2026
25/03	IREN Sweetwater 2	IREN	건설중	600	2027
25/03	CURRENC Johor 500MW AI DC	CURRENC Group	계획	500	미공개
25/03	Stargate 1 Abilene 1.2GW 확장	Crusoe·Lancium	단계적	1,200	일부 2026
25/05	AWS Chile Region/DC infra	AWS	계획	미공개	2027
25/05	AWS-HUMAIN AI Zone	AWS-HUMAIN	계획	미공개	일부 2026
25/05	HUMAIN-NVIDIA AI Factories	HUMAIN	건설중	500	2030
25/05	HUMAIN-AMD Global AI infra	HUMAIN-AMD	건설중	500	2030
25/05	UAE-US AI Campus	G42	계획	5,000	미공개
25/05	Stargate UAE	G42-OpenAI	건설중	1,000	200MW 2026
25/05	Bell AI Fabric	Bell Canada	건설중	500	2026
25/06	AWS Richmond County AI DC Campus	AWS	건설중	미공개	미공개
25/06	AWS Pennsylvania AI Innovation Campus	AWS	계획	미공개	미공개
25/06	AWS Australia DC 확장	AWS	건설중	미공개	2025~2029 단계적
25/07	CoreWeave Lancaster AI DC	CoreWeave	건설중	100	초기 2026년 목표
25/07	OpenAI-Oracle 추가 Stargate 4.5GW	OpenAI-Oracle	건설중	4,500	단계적
25/07	Stargate Norway	Nscale·Aker	건설중	230	2027
25/08	Galaxy Helios-CoreWeave	Galaxy Digital	건설중	800	일부 2026
25/08	Vantage Frontier	Vantage Data Centers	건설중	1,400	일부 2027
25/09	Microsoft UK AI-Cloud infra	Microsoft	건설중	미공개	2028
25/09	Stargate UK	OpenAI-Nscale	건설중	미공개	일부 2027
25/09	Microsoft Wisconsin Fairwater 2	Microsoft	건설중	미공개	2030
25/09	OpenAI-NVIDIA 10GW AI 시스템 파트너십	OpenAI-NVIDIA	계획	10,000	일부 2026
25/09	Stargate Abilene 추가 확장옵션	Oracle-OpenAI	계획	600	미공개
25/09	Stargate Doña Ana County Site	Oracle	건설중	미공개	미공개
25/09	Stargate Lordstown Site	SoftBank-OpenAI	건설중	미공개	2028
25/09	Stargate Milam County Site	SoftBank-OpenAI	건설중	미공개	2028
25/09	Stargate Shackelford County Site	Oracle-Vantage	건설중	미공개	2028
25/09	Stargate SoftBank 2-site combined capacity	SoftBank-OpenAI	건설중	1,500	2028
25/09	Stargate Wisconsin Site	Oracle-Vantage	건설중	미공개	미공개
25/10	Google Arkansas AI-Cloud infra	Google	건설중	미공개	2027
25/10	Google Visakhapatnam AI Hub 공식계획	Google	건설중	1,000	2030
25/10	Meta El Paso AI 최적화 DC	Meta	건설중	미공개	2028
25/10	TeraWulf-Fluidstack Abernathy JV	TeraWulf-Fluidstack	건설중	168	미공개
25/10	Stargate Michigan	Related Digital	건설중	1,000	미공개
25/10	Equinix Hertfordshire AI Campus	Equinix	계획	250	2030
25/11	Microsoft UAE 2026~2029 AI infra CAPEX	Microsoft	건설중	미공개	2029
25/11	Google Germany AI-Cloud infra	Google	건설중	미공개	2029
25/11	Anthropic-Fluidstack 미국 AI DC 네트워크	Anthropic-Fluidstack	건설중	미공개	초기 2026
25/11	Google Texas AI DC 투자	Google	건설중	미공개	2027
25/11	AWS Warren County Mississippi DC	AWS	계획	미공개	미공개
25/11	TCS-TPG HyperVault	TCS-TPG	계획	1,000	미공개
25/11	AWS Northern Indiana AI 캠퍼스	AWS	계획	2,400	미공개
25/11	AWS U.S. Government AI/HPC infra	AWS	계획	1,300	미공개

자료: 각 사, 언론자료, 키움증권

글로벌 주요 AI 데이터센터 프로젝트 현황(2): 단계적 가동 제외 대부분 28년 이후 Fully 가동

발표일	프로젝트명	주도기업/운영사	현황	용량(MW)	가동시점
25/05	Bell AI Fabric	Bell Canada	건설중	500	2026
25/06	AWS Richmond County AI DC Campus	AWS	건설중	미공개	미공개
25/06	AWS Pennsylvania AI Innovation Campus	AWS	계획	미공개	미공개
25/06	AWS Australia DC 확장	AWS	건설중	미공개	2025~2029 단계적
25/07	CoreWeave Lancaster AI DC	CoreWeave	건설중	100	초기 2026년 목표
25/07	OpenAI-Oracle 추가 Stargate 4.5GW	OpenAI-Oracle	건설중	4,500	단계적
25/07	Stargate Norway	Nscale-Aker	건설중	230	2027
25/08	Galaxy Helios-CoreWeave	Galaxy Digital	건설중	800	일부 2026
25/08	Vantage Frontier	Vantage Data Centers	건설중	1,400	일부 2027
25/09	Microsoft UK AI-Cloud infra	Microsoft	건설중	미공개	2028
25/09	Stargate UK	OpenAI-Nscale	건설중	미공개	일부 2027
25/09	Microsoft Wisconsin Fairwater 2	Microsoft	건설중	미공개	2030
25/09	OpenAI-NVIDIA 10GW AI 시스템 파트너십	OpenAI-NVIDIA	계획	10,000	일부 2026
25/09	Stargate Abilene 추가 확장옵션	Oracle-OpenAI	계획	600	미공개
25/09	Stargate Doña Ana County Site	Oracle	건설중	미공개	미공개
25/09	Stargate Lordstown Site	SoftBank-OpenAI	건설중	미공개	2028
25/09	Stargate Milam County Site	SoftBank-OpenAI	건설중	미공개	2028
25/09	Stargate Shackelford County Site	Oracle-Vantage	건설중	미공개	2028
25/09	Stargate SoftBank 2-site combined capacity	SoftBank-OpenAI	건설중	1,500	2028
25/09	Stargate Wisconsin Site	Oracle-Vantage	건설중	미공개	미공개
25/10	Google Arkansas AI-Cloud infra	Google	건설중	미공개	2027
25/10	Google Visakhapatnam AI Hub 공식계획	Google	건설중	1,000	2030
25/10	Meta El Paso AI 최적화 DC	Meta	건설중	미공개	2028
25/10	TeraWulf-Fluidstack Abernathy JV	TeraWulf-Fluidstack	건설중	168	미공개
25/10	Stargate Michigan	Related Digital	건설중	1,000	미공개
25/10	Equinix Hertfordshire AI Campus	Equinix	계획	250	2030
25/11	Microsoft UAE 2026~2029 AI infra CAPEX	Microsoft	건설중	미공개	2029
25/11	Google Germany AI-Cloud infra	Google	건설중	미공개	2029
25/11	Anthropic-Fluidstack 미국 AI DC 네트워크	Anthropic-Fluidstack	건설중	미공개	초기 2026
25/11	Google Texas AI DC 투자	Google	건설중	미공개	2027
25/11	AWS Warren County Mississippi DC	AWS	계획	미공개	미공개
25/11	TCS-TPG HyperVault	TCS-TPG	계획	1,000	미공개
25/11	AWS Northern Indiana AI 캠퍼스	AWS	계획	2,400	미공개
25/11	AWS U.S. Government AI/HPC infra	AWS	계획	1,300	미공개
25/12	Microsoft India 2026~2029 AI infra 확대	Microsoft	건설중	미공개	미공개
25/12	Microsoft Canada AI-Cloud infra	Microsoft	건설중	미공개	2026
25/12	Hut 8 River Bend	Hut 8	계획	245	미공개
26/05	Nscale Sines Ruben AI Expansion	Nscale-Start Campus	건설중	200	미공개
26/06	Meta-Reliance Jamnagar AI Data Center	Reliance Industries	건설중	168	2028
26/06	Data4 Escaudain AI Campus	Data4	계획	미공개	미공개

자료: 각 사, 언론자료, 키움증권

#### 1-4. Non-Hyperscaler의 성장세는 하드웨어 업체에 수혜

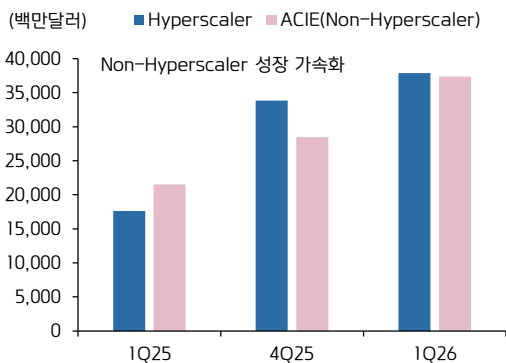
최근 엔비디아, Dell, HPE의 CY 2026 실적발표에서 주목할만한 포인트는, Non-Hyperscaler의 성장이었다. Non-Hyperscaler인 Cloud, Enterprise, Sovereign고객군에서 AI 성장이 가속화되고 있다. Hyperscaler는 대규모로 표준화된 서버를 직접 설계하고 ODM을 통해 생산한다. 또한 자체 ASIC을 개발해 구조를 효율화한다. 반면 Non-Hyperscaler는 서버 및 인프라를 설계할 여력이 부족하다. 이에 따라 서버 한 대가 아닌 완성된 시스템을 구매한다. Compute뿐 아니라 네트워크, 스토리지, 보안, 소프트웨어와 유지보수가 함께 필요해진다. Dell과 HPE, Supermicro, Gigabyte와 같은 OEM, 솔루션 업체의 역할이 확대되는 환경이다. Non-Hyperscaler의 성장은 Pod 단위 시스템 판매에 호조이며, 이어져 하드웨어 부품군의 수혜로 직결된다.

Non-Hyperscaler의 성장은 AI CAPEX의 지속성을 높인다. Hyperscaler의 투자 증가율은 언젠가 둔화될 수 있으나, Enterprise와 정부의 투자가 이어지면 수요는 꾸준히 지속될 수 있다. 수요가 소수 기업의 연간 CAPEX 결정에만 의존하지 않게 된다. 결론적으로 AI 시장은 Hyperscaler 단일 축에서 세 개의 축으로 확장된다. Hyperscaler는 프론티어 Model과 Public Cloud를 위한 대규모 투자를 지속한다. Enterprise는 내부 데이터와 업무 Agent를 위해 Private AI를 구축한다. Sovereign은 데이터와 모델 접근권을 통제하기 위해 국가 단위의 Compute Capacity를 확보한다. 다품종 고사양 제품에 대응할 수 있는 하드웨어 부품사의 역할도 확대될 것으로 전망된다.

세 고객군은 서로를 대체하지 않는다. 서로 다른 이유로 AI 인프라를 구축한다. 수요처가 늘어날수록 특정 Hyperscaler의 CAPEX 조정이 전체 시장에 미치는 영향은 낮아진다. Rack과 네트워크, 스토리지, 기판과 전력부품의 수요 가시성은 길어진다. AI 하드웨어 산업이 단기적인 Hyperscaler CAPEX 파생산업에서 독립적인 장기 성장산업으로 이동하는 근거가 된다.

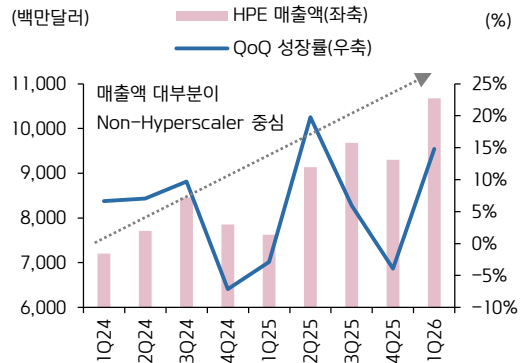
수요의 다변화는 AI Hardware 사이클의 기간도 늘린다. Hyperscaler의 투자 시점과 Enterprise의 투자 시점은 일치하지 않는다. Hyperscaler가 먼저 대규모 인프라를 구축하고, 기업은 Application과 경제성이 확인된 이후 도입한다. 정부는 산업정책과 안보 필요성에 따라 별도의 투자계획을 집행한다. 세 고객군의 사이클이 순차적으로 이어질 수 있을 것으로 전망된다.

#### NVIDIA Non-Hyperscaler(ACIE) 매출 추이



자료: NVIDIA, 키움증권

#### HPE 실적 추이



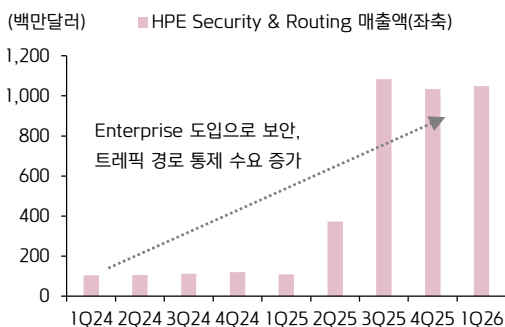
자료: HPE, 키움증권

초기 AI 투자는 Microsoft, Amazon, Google, Meta 등 소수 기업이 주도했다. 대형 모델을 학습하고 Cloud Service를 제공하려면 막대한 자본과 전력이 필요했기 때문이다. 그러나 AI가 실제 업무와 공공서비스에 적용되면서 기업과 국가도 자체적인 Compute Capacity를 확보하기 시작했다.

Enterprise가 자체 AI 인프라를 구축하는 이유는 비용의 효율화뿐 아니라 보안과 제약 때문이다. 기업 내부의 데이터는 외부 Cloud로 이전하기 어렵다. 금융과 의료, 제조, 국방 데이터는 규제와 보안의 제약을 받는다. 모델을 Cloud에서 호출할 경우 데이터가 어디에 저장되고 처리되는지 통제하기 어렵다. 사용량이 커질수록 API 비용도 증가한다. 핵심 업무에 AI를 적용하려는 기업일수록 On-premise와 Private Cloud, Hybrid Cloud를 선호할 가능성이 높다.

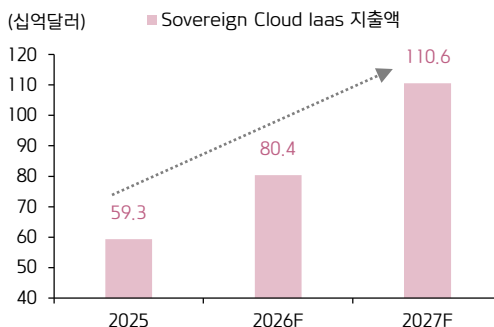
Agentic AI는 이러한 흐름을 더 강화한다. Agent는 기업의 이메일과 ERP, 고객정보, 생산 데이터에 접근해야 한다. 단순한 공개정보 검색과 다르다. 기업의 핵심 시스템에 연결된 Agent를 외부의 Public Cloud에만 의존하는 것은 부담이 크다. 기업은 모델 자체보다 데이터 접근권한과 실행환경을 통제해야 한다. Enterprise AI가 서버와 스토리지, 네트워크, 보안을 함께 요구하는 이유다.

### HPE Security & Routing 매출액 증가



자료: HPE, 키움증권

### Sovereign Cloud IaaS 지출액



자료: Gartner, 키움증권

### 주요 인프라 업체 Enterprise & Sovereign AI 관련 언급 내용 정리

기업명	언급내용
<b>HPE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- AI 백로그는 FY 2Q26에 YoY +97% 증가한 \$6.3bn 기록</li> <li>- Enterprise &amp; Sovereign가 누적 주문의 60% 이상을 차지했음</li> <li>- Sovereign 관련 사업기회가 QoQ +250% 증가</li> </ul>
<b>Dell</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- FY 2Q26~FY 1Q27사이 AI 백로그 4.4배 확대(\$51.3bn)</li> <li>- 향후 5개 분기 AI 파이프라인이 현재 백로그의 수 배 이상, Neocloud, Sovereign, Enterprise 세 고객군 모두에서 증가 중</li> <li>- Enterprise 주문, 구매자 증가와 전체 고객 수 5,000개 돌파</li> </ul>
<b>Cisco</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- FY 2Q26 기준 Neocloud, Sovereign, Enterprise향 주문 별도로 표기 시작</li> <li>- AI 수주의 14.5% 수준으로 확대(QoQ 2.5배 이상 증가)</li> <li>- Enterprise와 Sovereign 고객이 AI 파일럿을 진행하는 단계를 넘어 데이터센터 네트워크를 실제로 증설하기 시작했다고 언급</li> </ul>
<b>NVIDIA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- FY1Q27부터 Data Center 매출을 Hyperscaler와 Non-Hyperscaler(ACIE)를 분리</li> <li>- ACIE 매출은 Data Center 매출액의 49.7%를 차지</li> <li>- ACIE매출은 QoQ +31% 증가, Hyperscaler 12%보다 빠르게 성장</li> </ul>
<b>IBM</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기업들이 AI를 단순한 챗봇이나 실험에서 업무 프로세스, 데이터 관리, 자동화, 메인프레임, 하이브리드 클라우드와 연결하는 단계로 이동하고 있음</li> </ul>

자료: 각 사, 키움증권

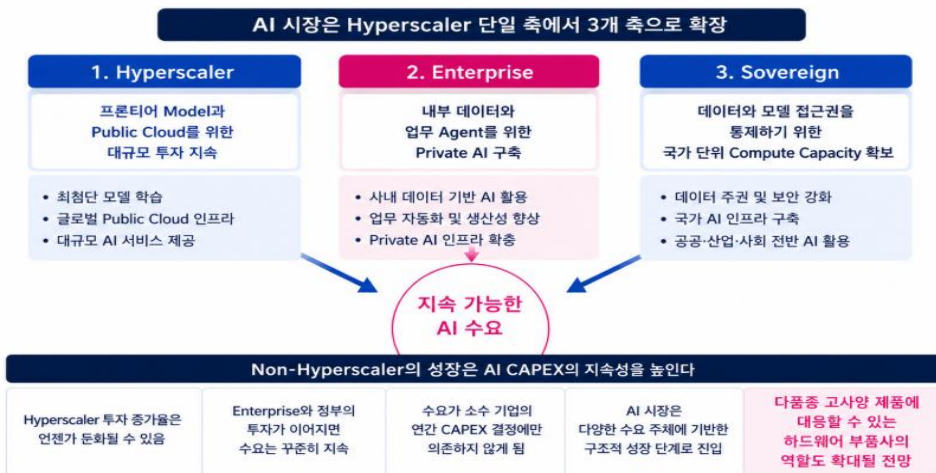
최근 Anthropic의 Fable 5와 Mythos 5 접근 제한 Sovereign AI투자에 대한 필요성을 일깨웠다. 미국 정부는 국가안보와 사이버보안 우려로 두 모델에 대한 외국인의 접근을 중단시켰다. 이를 통해 AI도 정치적, 외교적 이슈에 따른 정부의 결정으로 특정 국가와 기업의 사용이 즉시 중단될 수 있다는 전략 자산이라는 점이 확인됐다. 소프트웨어도 반도체와 마찬가지로 수출통제 대상이 될 수 있다는 인식이 확산됐고, 미국 AI 인프라에만 의존하는 것이 리스크가 될 수 있다는 사실을 각인시켰다.

한국과 일본, 유럽 등 미국의 동맹국도 예외가 아니었다는 점은 중요하다. 기업 입장에서는 정치적 관계가 우호적이라는 이유만으로 핵심 업무를 해외의 AI 서비스에 전적으로 의존하기 어려워졌다. 규제와 외교정책이 바뀌면 서비스 접근과 모델 업데이트가 중단될 수 있다. 정부와 기업이 최소한의 자체적인 AI 인프라라도 보험처럼 확보하려는 유인이 커졌다.

Enterprise와 정부가 각자의 AI 인프라를 확보하려는 움직임은 경제적 효율성만 보면 과잉투자로 보일 수 있다. 여러 국가와 기업이 같은 기능의 데이터센터와 모델을 중복 구축하면 전체 가동률은 낮아질 수 있다. 그러나 전략 자산은 최저 비용만으로 결정되지 않는다. 전력망과 통신망, 국방시스템처럼 필요한 순간에 사용할 수 있는지가 중요하다. Sovereign AI 투자는 경제성보다 통제권을 우선하는 투자라고 판단할 수 있다. 이런 투자 추세는 Hardware 수요에는 긍정적이다. Hyperscaler의 데이터센터 한 곳에서 전 세계 수요를 처리하는 구조보다 각 국가와 기업이 별도의 Compute Capa를 보유하는 구조가 더 많은 장비를 필요로 한다. 자원의 중복은 사회 전체의 효율성을 낮출 수 있지만 Hardware TAM은 확대한다. 지역별 데이터센터와 On-premise 클러스터, Edge AI를 위한 인프라가 동시에 필요해진다.

Sovereign AI는 단순한 정책 구호를 넘어 실물 컴퓨팅 인프라 투자로 전환되고 있다. 글로벌 Sovereign Cloud IaaS 지출은 2025년 \$59.3bn에서 2027년 \$110.6bn으로 증가할 전망이다, EU는 최대 5개의 10만 프로세서급 AI Gigafactory, 영국은 국가 AI 컴퓨팅 성능의 20배 확대, 사우디아라비아는 최대 500MW와 수십만개 GPU, UAE는 5GW 규모의 AI 캠퍼스 구축을 추진하고 있다. 국가 차원의 데이터 주권과 전략적 컴퓨팅 확보 경쟁은 GPU뿐 아니라 네트워크, 스토리지, 전력, 냉각 등 시스템 전반의 투자 확대를 유발할 전망이다.

### Non-Hyperscaler(Enterprise, Sovereign) 성장으로 인한 지속 가능한 AI 수요 기대



자료: 키움증권

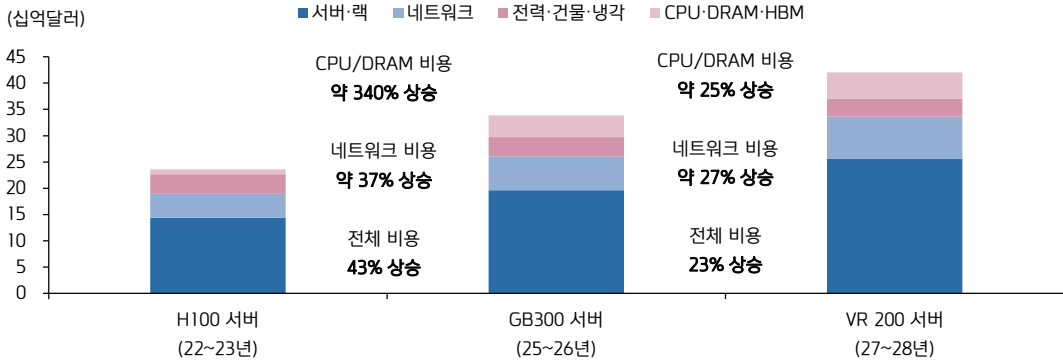
1-5. AI CapEx 구성의 변화: 시스템의 확산, 하드웨어 산업의 중장기적 성장성 확보

워크로드가 Generative AI에서 추론 및 Agentic AI로 진화하면서 AI CAPEX는 GPU 중심에서 시스템 중심으로 구성이 변화하며 확대되고 있다. AI 데이터센터 총투자액이 빠르게 증가하는 과정에서 네트워크, CPU, 메모리, 전력, 냉각에 투입되는 절대금액도 크게 상승 중이며, TCO를 고려한 시스템 투자가 확대되고 있다. 이 과정에서 시스템에 다양한 부품을 공급하는 하드웨어 산업은 Contents의 증가(Q), 성능 향상 및 쇼티지 상황에 따른 가격 상승(P)으로 수혜 강도가 투자 금액 증가에 비례해서 확대될 것으로 전망된다. 변화는 2가지 측면에서 확인할 수 있다.

① AI 데이터센터 CAPEX내 시스템 투자 금액의 증가: GPU(서버·랙)외 금액 크기가 가파르게 상승 중

성능 증가 및 쇼티지 상황에 따른 부품 원가의 가격(P)상승, 컴퓨팅 Contents상승(GPU, DRAM, CPU, MLCC 등)으로 1GW당 데이터센터 CAPEX가 상승 중이다. 초창기 훈련용 H100 서버와 Agentic AI 공급이 시작된 GB300 서버 금액 기준으로 GPU(서버·랙) 금액은 36% 상승한 반면, GPU 외 투자 금액은 54% 증가한 것으로 추정된다. 랙 내의 GPU Content 변화도 크지만, CPU대수의 증가(H100 1:4 → GB300 1:2) 및 탑재 메모리 용량 확대, 네트워크, 전력, 냉각 등의 시스템 투자 증가로 확대되는 모습을 보인다.

데이터센터 1GW당 CAPEX 금액의 증가: GB300부터 시작된 Agentic AI, GPU 외 금액의 급증



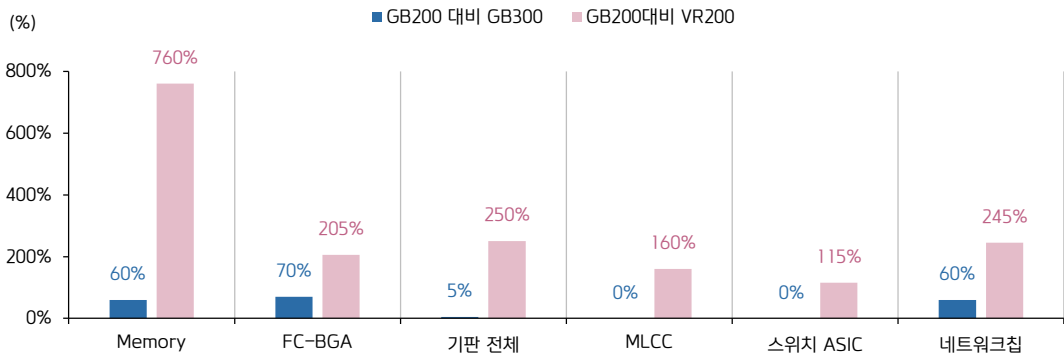
자료: 산업 자료, 키움증권

## ② 엔비디아 랙 BoM Cost 변화: Contents 증가에 따른 쇼티지, 성능 상승으로 하드웨어 수혜

랙 내에서 BoM Cost 비중의 변화를 확인하면 더 확실하게 하드웨어의 성장 추세가 보인다. NVL72랙 기준 GB200의 경우 가격 내 GPU비중이 약 65% 수준이지만, VR200의 경우 약 50%까지 비중이 하락한다. 랙 가격이 지속해서 상향되고 있는 가운데 GPU 비중의 하락은 다른 하드웨어 부품들의 Contents(Q) 상승과 가격(P)상승을 의미한다. 시스템의 확산과 함께 수혜는 GPU, 메모리뿐 아니라 다른 하드웨어 부품으로 확산되는 구조다.

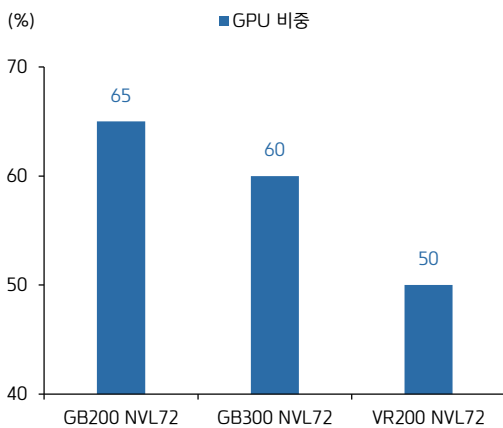
대규모 LLM 및 MoE, Agentic 워크플로우를 처리하기위해 GPU 광대역 통신을 위한 NVL72 랙 아키텍처의 등장(GB200부터) 이후 하드웨어의 중요성은 더욱 부각된다. 랙 스케일 아키텍처 확산은 PCB, 기판, MLCC, 네트워크, 전력 및 냉각 부품의 구조적인 Contents(탑재량) 상승, 사양 고도화를 만든다. 여기에 주요 부품의 생산능력과 인증 공급사가 제한된 상황이 판가 상승을 더하고 있다. Contents 증가와 사양 고도화가 중장기 성장의 기반을 형성하고, 공급 부족에 따른 판가 상승은 단기 실적의 기울기를 더욱 가파르게 만들 전망이다. 수혜는 고사양 제품의 인증과 공급능력을 확보한 업체에 집중될 것이다.

### GB200 NVL72 vs GB300 /VR200 NVL72 부품 원가 증가율: 급증하는 하드웨어의 가치



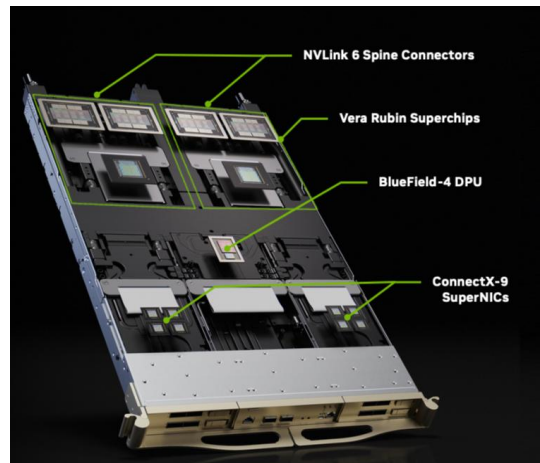
자료: 산업 자료, 키움증권 추정

### 랙 BoM Cost 내 GPU 비중 변화



자료: 산업 자료, 키움증권 추정

### VR200 NVL72 Compute Tray



자료: Nvidia, 키움증권

엔비디아 랙 세대별 Contents 변화

구분	GB200 NVL72	GB300 NVL72	VR200 NVL72
GPU	Blackwell B200	Blackwell Ultra B300	Rubin R200
CPU	Grace	Grace	Vera
GPU 수	72개	72개	72개
CPU 수	36개	36개	36개
NVSwitch ASIC 수	18개	18개	<b>36개</b>
GPU 메모리	HBM3E	HBM3E	<b>HBM4</b>
랙당 GPU 메모리	13.4TB	20TB	20.7TB
GPU 메모리 대역폭	576TB/s	576TB/s	<b>1,580TB/s</b>
랙당 CPU 메모리	17TB LPDDR5X	17TB LPDDR5X	<b>54TB LPDDR5X</b>
CPU 코어 수	2,592개	2,592개	<b>3,168개</b>
CPU당 코어	72개	72개	<b>88개</b>
NVLink 세대	NVLink 5	NVLink 5	NVLink 6
GPU당 NVLink 대역폭	1.8TB/s	1.8TB/s	<b>3.6TB/s</b>
랙 전체 NVLink 대역폭	130TB/s	130TB/s	<b>260TB/s</b>
Scale-out NIC	ConnectX-7	ConnectX-8	ConnectX-9
GPU당 네트워크 대역폭	400Gb/s	800Gb/s	<b>1.6Tb/s</b>
BlueField	BlueField-3	BlueField-3	BlueField-4
랙 전력	약 120kW	약 120kW 이상	<b>약 150~200kW 이상</b>
MLCC	44만개	44~7만개	<b>50~60만개</b>
GPU FC-BGA 기판 크기	73×81mm	73×81mm	<b>83×97mm</b>
GPU FC-BGA 면적	5,913mm <sup>2</sup>	5,913mm <sup>2</sup>	<b>8,051mm<sup>2</sup></b>
GPU FC-BGA 층수	14L	14L	<b>18L</b>
Compute PCB 수	36	36	36
Compute PCB 크기	305.5×222mm	305.5×222mm	305.5×222mm
Compute PCB 층수	22L HDI	22L HDI	<b>26L HDI</b>
Compute PCB CCL	M8+M4	M8+M4	M8+M4
Switch PCB 수	9	9	9
Switch PCB 층수	24L	24L	<b>32L</b>
Switch PCB CCL	M8	M8	M8
Midplane PCB	없음	없음	<b>18개</b>
Midplane PCB 층수	없음	없음	<b>44L</b>
Midplane CCL	없음	없음	<b>M9</b>
ConnectX Module PCB	없음	없음	<b>72개</b>
BlueField Module PCB	없음	없음	<b>18개</b>
ConnectX/BF Module 층수	없음	없음	<b>20L</b>
랙 ASP 추정	\$3m	\$4m	<b>\$7.8m</b>

자료: 산업 자료, 키움증권 추정

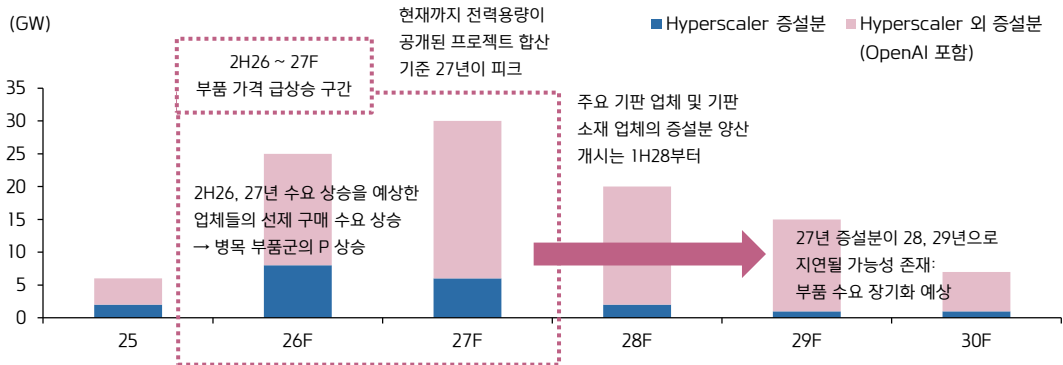
### 1-6. 병목(쇼티지)의 확장: 시스템 수요의 증가 → 쇼티지 부품군의 증가

시스템 수요가 급증하며 쇼티지 부품군이 확대되고 있다. AI 서버는 다수의 고사양 부품들을 요구한다. 이 부품 중 하나라도 빠지면 서버가 완성되지 않는다. 즉, 최저 생산량을 가진 부품이 전체 생산량을 좌우한다. 전방위적으로 요구되는 부품 수요 속 모든 부품군의 Capa는 동일하게 넉넉하지 않다.

AI프론티어 업체를 비롯한 Hyperscaler, Cloud, 국가들은 경쟁적으로 AI DC를 확장 중이며, 토크노믹스 실현을 위한 시스템 도입도 병행되고 있다. 가격보단 성능에 치중된 투자로 AI DC향 고부가 제품 위주의 쇼티지가 발생 중이며, 해당 쇼티지가 AI DC 확장의 병목이 되고 있다. 시스템 하드웨어의 병목은 해결되며 다음 하드웨어로 이동하는 것이 아닌, 연계적으로 확장되며 동시다발적으로 진행된다. 많은 부품군에서 쇼티지가 발생할수록 P와 Q 상승으로 인한 하드웨어 업종의 실적 성장이 가속화되는 구조다.

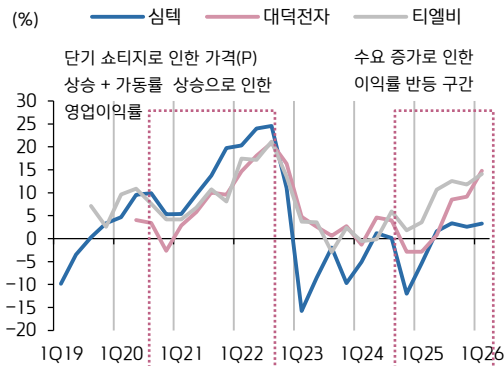
해당 추세 속에서 쇼티지 부품 공급 업체들의 증설 발표가 이어지고 있으나, 공장 건설 기간, 제품 인증 기간 감안시 28년 이후부터 쇼티지가 조금씩 완화될 것으로 예상된다. 다만 AI DC의 통상적인 건설 기간이 2년 이상이고, 대부분의 프로젝트가 '25~27년중 건설이 시작됨을 감안하면 증설이 진행되더라도 쇼티지 상황은 쉽게 해소되지 않을 것이라 판단된다. 이미 메모리에서 확인했듯 쇼티지 상황은 가격(P)의 폭발적인 증가를 의미한다. 쇼티지 부품 공급업체들의 실적 우상향은 이제부터 시작이다.

#### AI 데이터센터 증설 프로젝트 분석: P상승 사이클은 이제 시작, 수요 장기화 가능성 충분



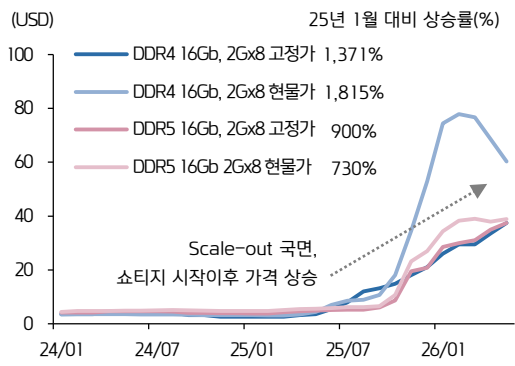
주: 전력용량 미공개 프로젝트는 제외  
자료: 키움증권

#### 20~22년 쇼티지 당시 기관업체 영업이익 상승



자료: 키움증권

#### 메모리 월별 가격: 쇼티지로 인한 P상승 사례



자료: Trendforce, 키움증권

병목은 GPU → 메모리 → CPU → 고부가 패키징(CoWoS, EMIB), 기판(FC-BGA, MLB, 업스트림 소재(CCL, 동박, 유리섬유, 드릴비트 등)) → MLCC, 전력반도체 → 상기 부품들의 업스트림 장비 순으로 확장되고 있다. 추가적으로 확장이 예상되는 병목은 CPO(광통신), 반도체 장비, 저궤도 위성이다.

AI 데이터센터의 공급 병목은 가속기(GPU)에서 메모리(HBM, LPPDR, NAND)에서 Agentic AI확산에 따라 서버 CPU로 확장되며, CoWoS·EMIB 등 고부가 패키징과 기판(FC-BGA, MLCC)까지 병목을 초래하고 있다. 기판의 고다층·대면적화는 다시 저손실 CCL, HVLP 동박, T-glass 및 초미세 드릴비트의 수요를 끌어올렸으며, 랙 전력밀도 상승은 고용량 MLCC와 고효율 전력반도체의 공급 부담으로 연결되고 있다. 현재 병목을 해소하기 위한 동시다발적 증설은 패키징·기판·검사 장비의 수요를 확대하고 있으며, 향후에는 AI 클러스터의 대역폭과 전력 효율을 결정하는 1.6T 광통신·CPO와 첨단 패키징 장비가 새로운 공급 제약으로 부상할 가능성이 높다.

병목의 확산

병목 순서	주요 품목	병목 발생 이유	현재 업황 ('26년 기준)	
1	GPU	<ul style="list-style-type: none"> <li>생성형 AI 투자 폭증으로 수요 급증</li> <li>최첨단 공정·HBM·패키징을 동시에 확보할 수 있는 공급자 제한</li> <li>랙 단위 시스템으로 공급 복잡성 증가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>GPU 다이 부족은 완화</li> <li>병목은 HBM·패키징·전력·네트워크를 포함한 시스템 공급 능력으로 이동</li> </ul>	
2	메모리 (HBM/DRAM)	<ul style="list-style-type: none"> <li>HBM 탑재량·스택 수 급증</li> <li>HBM은 일반 DRAM 대비 웨이퍼 소모 ↑</li> <li>서버 DRAM 우선 배정으로 범용 메모리 공급까지 압박</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>HBM과 서버 DRAM 모두 공급 부족 지속</li> <li>2026년 내 생산능력 확대 제한적</li> </ul>	
3	CPU (서버용)	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI 추론·에이전트 확산으로 CPU 수요 급증</li> <li>GPU 오펜스트레이션, 데이터 처리 증가</li> <li>첨단 공정·패키징 용량이 GPU에 우선 배정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>납기 연장: Intel (최대 6개월), AMD (8~10주) 등</li> <li>서버 CPU가 새로운 병목으로 부상</li> </ul>	
4	고부가 패키징 (CoWoS, EMIB)	<ul style="list-style-type: none"> <li>대면적 GPU + 다수 HBM 연결 필요</li> <li>인터포저 크기 증가로 실질 생산량 감소</li> <li>2.5D/3D 패키징 증설 속도 &lt; 수요 증가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CoWoS 공급 부족 지속 (~10% 부족 전망)</li> <li>EMIB는 차기 병목 후보</li> </ul>	
5	기판 (FC-BGA, MLB)	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI 칩 대면적화·I/O 증가 → 고다층·대면적 요구</li> <li>제품당 공정 시간·패널 점유율 증가</li> <li>고다층 MLB는 공정 횟수 증가로 생산성 ↓</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI용 FC-BGA 공급 타이트 지속</li> <li>고다층 MLB 납기 연장(수주 폭주)</li> </ul>	
6	업스트림 소재 (CCL, 동박, 유리섬유, 드릴비트 등)	<ul style="list-style-type: none"> <li>고속·저손실 요구로 고사양 소재 필요</li> <li>T-glass, HVLP 동박 등 핵심 소재는 공급사 제한</li> <li>미세 드릴비트 수요 급증</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>T-glass: 구조적 병목('27년 중반까지 타이트 전망)</li> <li>HVLP 동박 가격 인상, 공급 타이트</li> <li>드릴비트 고사양 제품 부족</li> </ul>	
7	MLCC	<ul style="list-style-type: none"> <li>GPU/CPU 전력 밀도 상승 → MLCC 수량·용량 증가</li> <li>고용량·고신뢰성 제품 요구 ↑</li> <li>대응 가능한 업체 제한</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI 서버용 고사양 MLCC 공급 타이트</li> <li>일부 제품 가격 인상·납기 연장</li> </ul>	
8	전력반도체 (Power IC, MOSFET, SiC/GaN 등)	<ul style="list-style-type: none"> <li>랙 전력 수심 ~ 수백 kW로 증가</li> <li>48V → 800V 전환으로 부품 수·사양 상승</li> <li>고효율 제품 수요 급증</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>범용 제품은 여유 있으나 AI 데이터센터용 고효율 제품 타이트</li> <li>주요 업체 증설 중</li> </ul>	
9	업스트림 장비 (패키징/기판/검사 장비)	<ul style="list-style-type: none"> <li>CoWoS·FC-BGA·MLB 동시 증설로 장비 수요 폭증</li> <li>본딩·도금·검사 등 고정밀 장비 납기 길고 인종 기간 발생</li> <li>장비 가동률 한계 도달</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>첨단 패키징·검사 장비 납기 연장</li> <li>장비 업체 수주잔고 최고 수준</li> </ul>	
★ 추가 확장 예상	10	CPO(광통신) (고속 광모듈, 실리콘 포토닉스 등)	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI 클러스터 규모 확대에 대역폭·전력 효율 요구 급증</li> <li>800G → 1.6T 전환, 전기 신호 한계</li> <li>CPO는 광연결·패키징 통합 난이도 높음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CPO 대량 양산 초기 단계</li> <li>1.6T 광모듈·레이저·DSP 등 업스트림 공급 타이트</li> </ul>
	11	반도체 장비 (전공정·후공정 장비)	<ul style="list-style-type: none"> <li>3nm 이하 로직, HBM, 범용 DRAM, eSSD 등 동시 증설 투자</li> <li>EUV·식각·증착·검사 장비 기술 장벽 높고 제작 기간 길다</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>WFE 시장 '25년 1,157억달러(+11%)</li> <li>첨단공정·HBM·범용 DRAM·eSSD 장비 리드타임 상승, 수주잔고 확대</li> </ul>

자료: 키움증권

글로벌 주요 부품업체 Valuation Table

중분류	소분류	기업명	시가총액 (백만달러)	2026F		2027F		2028F	
				PER	PBR	PER	PBR	PER	PBR
기판	FC-BGA	삼성전기	72,654	82.3	10.4	40.7	8.5	26.4	6.6
		LG이노텍	11,841	22.0	2.7	17.9	2.4	15.2	2.1
		대덕전자	3,475	27.2	5.0	19.2	4.1	14.8	3.2
		Unimicron	42,763	55.6	11.1	27.2	8.8	16.8	6.6
		Ibiden	33,170	99.2	9.3	77.0	8.8	51.8	7.6
		Kinsus	12,407	74.2	9.1	32.2	7.6	16.8	6.1
		Nanya PCB	22,268	73.5	13.2	32.1	10.8	16.4	7.1
		Toppan	9,503	22.0	1.2	21.3	1.1	17.6	1.1
		AT&S	7,574	-	7.6	23.2	5.0	20.1	4.0
	MLB	이수페타시스	4,234	22.9	6.4	15.8	4.5	12.4	3.4
		대덕전자	3,475	27.2	5.0	19.2	4.1	14.8	3.2
		Unimicron	42,763	55.6	11.1	27.2	8.8	16.8	6.6
		WUS (Kunshan)	36,294	42.1	12.3	26.3	8.7	16.6	6.1
		GCE	18,544	29.8	12.5	18.4	9.5	12.5	6.0
		TTM	14,963	35.6	7.8	27.1	6.6	22.3	4.8
		Shennan Circuit	40,317	52.3	12.5	35.9	9.3	26.3	7.1
		Victory Giant	39,349	28.9	7.5	16.2	5.5	11.3	4.0
	메모리 모듈	코리아써키트	1,023	13.4	3.2	9.2	2.5	6.8	1.9
		심텍	2,532	27.1	5.3	15.7	4.0	11.4	3.0
		티엘비	415	17.7	2.9	13.6	2.7	8.5	2.0
		해성디에스	555	10.3	1.3	7.9	1.1	6.2	1.0
		Tripod	7,737	16.9	4.0	13.0	3.5	10.7	2.7
	메인보드	Fastprint	10,104	155.4	12.4	88.0	11.1	56.7	9.6
		Avary Holding	31,125	40.0	5.7	28.5	5.0	20.3	4.2
		Kinwong	9,064	30.0	4.2	19.2	3.5	13.9	2.9
	기판장비	기가비스	1,203	76.3	8.0	30.3	6.6	23.8	5.3
		인텍플러스	343	70.2	9.7	18.0	6.5	11.9	4.5
		태성	704	-	-	-	-	-	-
		KLA	282,769	58.4	46.6	42.3	31.6	34.7	23.4
	드릴비트	네오티스	131	16.1	3.2	7.6	2.3	4.8	1.6
Union Tool		2,280	33.6	3.7	30.1	3.3	24.8	3.0	
Topoint		2,343	60.0	10.7	27.8	12.2	15.0	-	
Dtech		29,512	182.8	57.0	101.4	40.1	68.4	28.1	
Mitsui Mining		11,938	25.8	5.0	21.3	4.0	18.8	3.4	

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권

글로벌 주요 부품업체 Valuation Table

중분류	소분류	기업명	시가총액	2026F		2027F		2028F		
				PER	PBR	PER	PBR	PER	PBR	
기판소재	CCL	두산	13,360	41.1	10.5	24.2	7.6	16.5	5.7	
		EMC	59,394	55.5	26.0	28.5	16.2	19.5	11.3	
		TUC	14,815	51.0	19.2	26.9	13.9	14.5	9.0	
		MGC	6,012	-	1.4	17.6	1.3	15.0	1.3	
		ITEQ	4,462	46.4	6.2	27.3	5.7	26.1	5.1	
		Shengyi Tech	51,982	62.1	17.1	44.2	14.0	30.7	9.5	
	저유전소재	파마셀	444	12.0	3.7	9.1	2.6	-	-	
		코오롱인더	1,110	9.3	0.4	7.7	0.4	6.4	0.4	
		Resonac	17,473	28.3	3.6	20.1	3.2	16.6	2.7	
	동박	롯데에너지머티	1,108	-	1.0	42.1	1.0	17.8	1.0	
		솔루스첨단소재	348	-	1.0	13.8	1.0	7.4	0.9	
		Co-Tech	4,120	48.5	13.5	22.2	10.3	13.8	-	
		Mitsui Mining	11,938	25.8	5.0	21.3	4.0	18.8	3.4	
		Jiayuan	3,398	30.8	2.5	18.3	2.7	14.1	2.4	
	유리섬유	Nittobo	4,087	16.8	4.0	32.8	3.4	23.9	3.1	
		Co-Tech	4,120	48.5	13.5	22.2	10.3	13.8	-	
		Asahi Kasei	15,719	17.3	1.3	15.5	1.2	13.7	1.1	
		Taiwan Glass	5,986	39.8	-	18.9	-	-	-	
	소재	Ajinomoto	34,367	43.0	7.8	40.7	7.1	33.8	6.9	
		MEC	1,060	28.3	4.7	24.6	4.1	20.8	3.6	
	슬더볼	덕산하이메탈	235	22.7	1.6	10.7	1.4	8.0	1.2	
		엠케이전자	227	-	-	-	-	-	-	
	MLCC	MLCC	삼성전기	72,654	82.3	10.4	40.7	8.5	26.4	6.6
			아모텍	155	20.2	1.6	10.6	1.4	7.4	1.2
			삼화콘덴서	703	-	-	-	-	-	-
			Murata	109,234	75.2	6.3	49.4	5.7	35.8	5.1
Taiyo Yuden			12,022	133.3	5.8	69.4	5.2	39.1	4.7	
TDK			39,519	31.7	3.2	26.9	2.7	22.8	2.5	
Yageo			57,560	47.5	8.8	30.9	5.6	20.6	5.7	
Fenghua			10,332	148.0	5.5	112.4	5.3	-	-	
Three-Circle			38,144	67.9	10.2	52.8	8.9	43.5	7.6	
Holy Stone			4,930	85.0	15.2	42.2	10.6	-	-	
Walsin			7,173	63.2	-	-	-	-	-	
두산			13,360	41.1	10.5	24.2	7.6	16.5	5.7	

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권

## 1-7. Edge Device: 3차 AI 사이클의 서막(Feat. On-device AI)

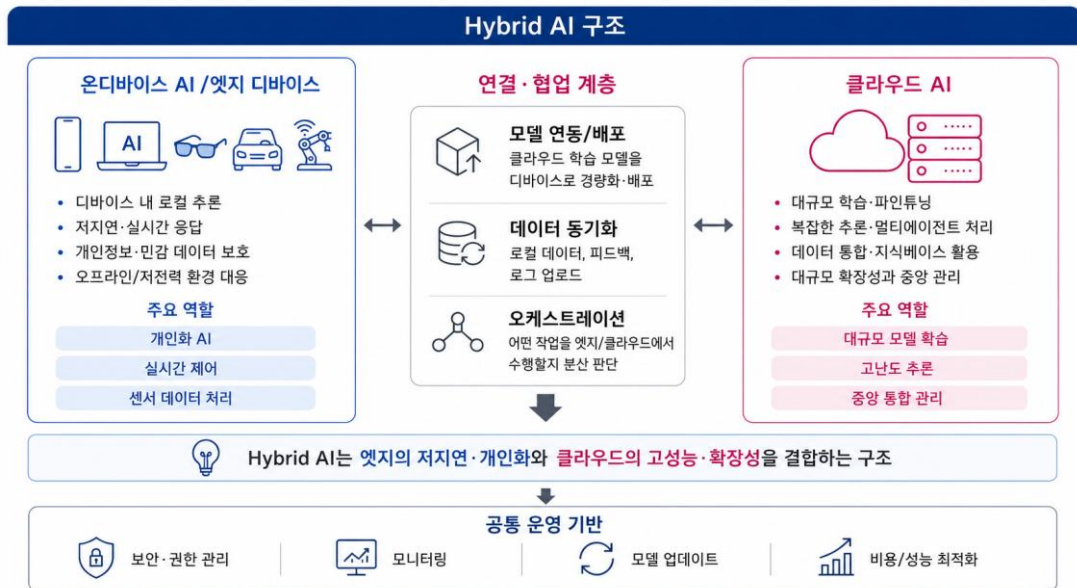
1차 AI 투자 사이클(학습과 Scale-up 중심)과 2차 AI 투자 사이클(추론·Agentic AI와 Scale-out 중심)을 'AI Factory(데이터센터)'가 주도했다면, 다음 성장 동력은 'On-device AI'와 'Edge Device'가 주도할 가능성이 높다. Agentic AI의 구동을 위해서는 On-device AI가 구현 가능한 개인의 Edge Device가 필수적이고, On-device AI를 구현하기 위한 하드웨어 스펙 상향은 하드웨어 산업의 부가가치를 더욱 높일 것으로 전망한다. 엔비디아는 Computex 2026 GTX에서 AI PC시장 진입을 공표했으며, 이를 통해 Agentic AI를 Edge로 보급하기 위한 발판을 마련했다.

Generative AI에서 On-device AI가 응답속도와 편의성을 높이는 선택사항이었다면, Agentic AI에서는 개인정보-상시성-지연시간-추론비용을 동시에 해결하기 위한 필수 인프라에 가까워진다. Generative AI는 사용자가 질문할 때만 Cloud 모델을 호출하면 됐다. 반면 Agentic AI는 이메일, 일정, 문서, 카메라, 음성, 위치 등 개인 Context를 지속적으로 확인하고, 백그라운드에서 작업을 반복해야 한다. 모든 데이터를 매번 Cloud로 전송하면 입력 Token과 Network 비용이 누적되고, 개인정보와 응답지연 문제도 커진다.

특히 Personal Agent는 사용자의 일정과 파일을 확인하고, 메시지를 보내며, 예약-결제-문서수정까지 수행할 수 있다. 이는 Agent의 신원과 접근 권한, 민감정보의 외부 전송 여부를 개인 기기에서 통제해야 한다는 의미다. 또한 스마트글라스, 자동차, 로봇처럼 현실세계와 상호작용하는 Agent는 네트워크 상태와 관계없이 즉각적으로 반응해야 한다.

따라서 반복적이고 민감하며 지연에 민감한 작업은 On-device AI로 처리하고, 복잡한 Reasoning과 최신 외부정보가 필요한 작업만 Cloud로 보내는 Hybrid AI가 가장 합리적인 구조다. Agentic AI가 발전할수록 Edge는 단순 접속 단말이 아니라, 개인의 Memory와 권한을 보유하고 Cloud 사용량을 조절하는 분산형 AI 연산노드가 된다.

### Hybrid AI 구조: Agentic AI에서는 On-device AI와 Cloud AI 모두 필요



자료: 키움증권

엔비디아는 Computex 2026 GTC에서 AI PC시장 진입을 공표했다. RTX Spark 발표는 단순하게 기존 노트북에 NPU를 추가하는 단계를 넘어 개인용 Agent를 구동하는 독립적인 컴퓨팅 플랫폼으로 진화하고 있음을 보여줬다. 일반적인 Copilot PC가 NPU를 활용해 경량 AI 기능을 처리하는 데 초점을 맞췄다면 RTX Spark는 로컬에서 대형 모델과 Agent를 지속적으로 구동하는 플랫폼을 지향한다.

NVIDIA는 이를 단순한 GPU 신제품이 아니라 PC Architecture의 변화로 제시했다. 일반 AI PC는 CPU DRAM과 GPU VRAM이 분리되어있으나, RTX Spark는 CPU와 GPU가 하나의 메모리 공간을 공유함으로써 최대 128GB의 통합 메모리를 공유하며, 대형 모델을 GPU Memory와 System Memory 사이에서 반복적으로 이동시키는 비효율을 줄인다. 이를 통해 기존 고성능 PC보다 큰 모델을 로컬에서 구동할 수 있게 한다.

RTX Spark가 의미하는 것은 PC의 경쟁기준이 바뀐다는 점이다. 기존 PC의 핵심 사양은 CPU 성능, GPU 성능, 저장용량과 배터리 사용시간이었다. Personal AI 시대에는 실행 가능한 모델의 크기, Memory Capacity, Token 처리속도, Agent의 지속 가동시간과 보안이 추가된다. NPU의 TOPS만으로 AI PC의 성능을 설명하기 부족해진 상황이다.

AI Factory가 랙당 Content를 높였다면 AI Edge는 기기당 Content를 높인다. 전체 PC 출하량이 크게 증가하지 않더라도 AI PC 침투율과 부품 사양이 상승하면하드웨어 시장은 성장할 수 있다. 전기전자 부품사의 실적은 세트 출하량보다 기기 한 대에 들어가는 부품가치에 더 민감해지고, 이는 결국 고사양 쇼티지 부품 공급사의 실적 성장으로 이어질 것으로 전망된다.

이미 Agentic AI의 보급이 하드웨어로 확산되는 흐름은 시작됐다. 애플의 Mac mini, Workstation의 판매량이 증가 중이며, AI PC 또한 판매량이 증가하는 추세다. 현재 서버향 부가가치에 더해 AI PC 연간 2억대, 스마트폰 연간 12억대 시장으로 Agentic AI보급이 확산된다면, 쇼티지 부품군의 확대와 더불어 하드웨어 산업의 흐름은 메모리 가격 안정화와 함께 중장기적으로 지속될 것으로 전망한다.

### 기존 AI PC vs NVIDIA RTX Spark

구분	기존 AI PC	NVIDIA RTX Spark
제품 성격	<ul style="list-style-type: none"> <li>일상 생산성과 AI 기능을 보조하는 범용 PC</li> <li>NPU, CPU, GPU를 활용해 AI 기능을 지원하는 일반 사용자 중심의 PC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>개인용 AI 에이전트와 크리에이터를 위한 AI 슈퍼컴퓨팅 PC</li> <li>대형 로컬 모델과 복잡한 AI 워크로드를 로컬에서 구동할 수 있는 차세대 PC</li> </ul>
주요 형태	<ul style="list-style-type: none"> <li>노트북, 데스크톱 (다양한 크기, 무게)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>초슬림 AI 노트북(최소 14mm, 3lb 내외) 및 소형 데스크톱(컴팩트 폼팩터)</li> </ul>
메모리 구조	CPU 메모리(DRAM)와 GPU 메모리(VRAM) 분리 CPU와 GPU가 서로 다른 메모리를 사용하여 대용량 모델 구동에 메모리 복사/병목 발생	<b>통합 메모리 아키텍처</b> Grace CPU와 Blackwell RTX GPU가 NVLink-C2C로 연결되어 최대 128GB를 공유, 데이터 이동 최소화
메모리 용량의 의미	용량이 클수록 VRAM 중심으로 모델 크기 제한 <ul style="list-style-type: none"> <li>VRAM 용량(보통 8~24GB 수준)이 대형 모델 실행 제약</li> <li>시스템 메모리는 GPU와 직접 공유되지 않아 활용 제한</li> </ul>	<b>128GB 통합 메모리로 대형 모델과 장문 컨텍스트 처리 가능</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>CPU-GPU가 동일 메모리를 공유해 100B급 모델도 구동</li> <li>최대 100만 토큰 컨텍스트 지원</li> </ul>
AI 성능	<b>제품별 편차 큼 (수십 ~ 수천 AI TOPS)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>NPU 기반 AI PC: 20 ~ 60 TOPS 수준</li> <li>외장 RTX GPU 탑재 시: 500 ~ 1,800+ AI TOPS</li> </ul>	<b>최대 1 PFLOP (FP4)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Blackwell RTX GPU 기반의 고성능 AI 연산 제공</li> </ul>
로컬 LLM 규모	<b>소형~중형 모델 중심</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>7B~33B급 모델 원활히 실행</li> <li>70B 이상 모델은 VRAM/메모리 부족으로 제약</li> </ul>	<b>최대 120B급 LLM 지원</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>FP4 기준 120B 모델 구동 가능</li> <li>100만 토큰 컨텍스트로 장문/복잡한 대화 처리</li> </ul>
주요 AI 활용	<b>AI 보조 기능 및 경량 워크로드 중심</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>AI 챗봇/요약/번역</li> <li>이미지 생성/편집</li> <li>화상회의 보조/음성인식</li> <li>코딩 보조/프로토타이핑</li> </ul>	<b>개인 AI 에이전트 + 고성능 크리에이터 워크로드</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>상시 AI 에이전트 실행</li> <li>대형 로컬 LLM 실행/파인튜닝</li> <li>12K 영상 편집/4K AI 영상 생성</li> <li>대형 3D/다자인 작업</li> <li>고사양 게임/실감형 콘텐츠</li> </ul>
시장 내 위치	<b>AI 기능을 강화한 기존 PC의 연장선</b> 대중화된 PC 시장의 주류로, 다양한 가격대와 사양으로 광범위하게 보급	<b>AI PC와 개인용 슈퍼컴퓨터를 연결하는 새로운 카테고리</b> 기존 게이밍/크리에이터 PC 대비 압도적 AI 성능과 통합 메모리 제공, DGX급 성능을 개인 환경으로 확장

자료: 키움증권

Edge Device 사이클에서 하드웨어의 수혜 흐름은 다음과 같을 것으로 예상된다:

Agentic AI의 Edge 확산 → NPU·CPU·GPU 연산 증가 → DRAM·NAND·LPCAMM2 확대 → 전력·열관리 고도화 → PCB·기판 고다층화 → 저손실 CCL, 동박 등 업스트림 소재 고급화

24년 초 온디바이스 AI 사이클에서는 콘텐츠의 부재로 인해 기대감만 주가에 선반영되었다. 간접 수혜가 예상되는 하드웨어 중심으로 LPDDR을 공급하는 '제주반도체', 테스트 소켓을 공급하는 '리노공업' 등이 주목받았다. 이번에는 Agentic AI라는 콘텐츠가 존재하는 상황에서, 직접적으로 스펙 상향에 따른 수혜가 예상되는 종목군의 장기 수혜를 기대할 수 있다. Edge Device의 보급 확대와 함께 부품 하드웨어 산업의 하나의 성장 축으로 작용할 수 있을 것으로 전망된다.

### Edge Device 공급으로 수혜 예상되는 하드웨어 부품군

구분	주요 부품·소재	Agentic AI에서 필요한 이유	예상 변화	수혜 강도
가속기	NPU, GPU, AI Accelerator	음성·영상 인식, 경량 LLM, Personal Agent를 로컬에서 실행	AI 연산기 신규 탑재, TOPS 상승, CPU·GPU·NPU 이중 연산 확대	★★★★★
CPU(AP)	PC CPU, Smartphone AP, MCU	작업 분배, 앱 실행, Tool Call, Agent Orchestration 담당	Core 수 및 멀티스레딩 성능, I/O 처리 능력 상승	★★★★★
DRAM	LPDDR5X·LPDDR6, DDR5, Unified Memory	Model Weight, KV Cache, 개인 Context와 멀티태스킹 저장	8GB→16GB 이상, 고사양 PC는 32~128GB 확대	★★★★★
메모리 패키징(PCB)	LPCAMM2, CAMM2, 납땜형 LPDDR	대용량·저전력·고대역폭 메모리를 제한된 공간에 구현	SO-DIMM 일부 대체, 고성능 AI PC 중심 LPCAMM2 확대	★★★★☆
패키징 기판	FC-BGA, FC-CSP, SiP 기판	AP·CPU·GPU·NPU·Memory의 고밀도 집적과 연결	대면적화, 고다층화, 미세회로화	★★★★☆
메인보드 기판	HDI, SLP, 고다층 PCB	연산칩·메모리·센서·통신칩 증가에 따른 회로 복잡성 확대	층수 상승, Via-in-Pad·Stacked Via 확대, 임피던스 제어 강화	★★★★☆
고속 인터페이스 PCB	PCIe, USB4, Thunderbolt, 고속 Memory Routing	CPU·GPU·NPU·SSD 간 데이터 이동량 증가	짧은 신호 경로, 저손실 Stack-up, Retimer 적용 확대	★★★★☆
MLCC	고용량·고주파 MLCC	CPU·GPU·NPU의 전원 안정화와 노이즈 제거	연산칩당 탑재 수 증가, 고용량·고신뢰성 Mix 상승	★★★★★
인덕터·저항	Power Inductor, Resistor, Capacitor	고전류 공급과 전원 필터링	소형·고전류 제품 확대, 전원 Rail 증가	★★★★☆
전력반도체	PMIC, MOSFET, DC-DC, Power Stage	CPU·GPU·NPU·Memory의 다중 전압 관리	고효율·고집적화, 전력부 수 증가	★★★★☆
냉각	베이퍼챔버, 히트파이프, TIM, Fan	지속적인 로컬 추론에 따른 발열 증가	방열면적 확대, 박형·고성능 냉각 채택	★★★★☆
무선통신	Wi-Fi 7·8, 5G·6G Modem, RF Front-end	Edge와 Cloud 간 모델·Context·Tool 결과 전송	대역폭·지지연·상시 연결성 강화	★★★★☆

자료: 키움증권

### 1-7-1. Edge Device, 결국 승자는 누구?

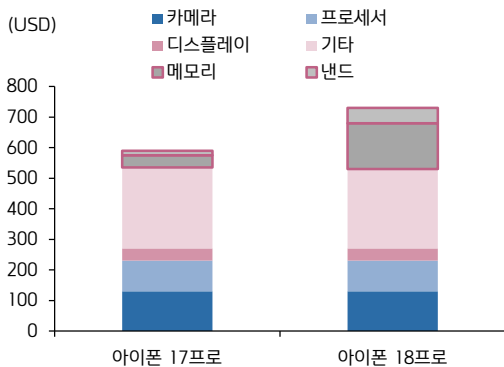
이 흐름에서 중요한 사실은 결국 Agentic AI는 '보급'이 핵심이라는 것이다. Agent의 활성화를 위해서는 결국 개개인이 Device를 가지고 있어야 하고, 그 Device를 중심으로 추론 수요가 확대되는 방향이다. 이러한 추세 속, Edge Device 씬에서 소프트웨어-하드웨어 풀스택을 보유하고있고, 자체 생태계를 갖고 있으며 가장 많은 Device를 공급하는 업체는 애플이 유일하다. 결국 시간은 애플의 편이 될 것이고, 애플 밸류체인에 주목해야 한다는 로직으로 이어진다.

물론 현재 애플은 AI 도입에서 뒤쳐진 기업으로 평가된다. 따라서 해당 모멘텀의 개화까지는 시간이 다소 소요될 것으로 보이지만, 기회의 시간은 생각보다 가까이에 있다는 판단이다. 아이폰은 연간 2.3억대의 출하량을 기록하는 명실상부 글로벌 1위 스마트폰이다. 스마트폰은 AI Agent와 각종 어플리케이션으로 AI보급을 가장 효과적이고 빠르게 진행할 수 있는 세트다. 스마트폰 시장에서 위치를 더 공고히 할 수 있다면 AI 씬에서의 싸움에서 한발자국 앞서 나갈 수 있다. 밸류체인 업체들의 의견을 종합하면 애플은 현재 25년 2.3억대, 26년 2.5억대, 27년 2.7억대 순으로 출하량을 늘리려는 목표를 갖고 있다. 자신감의 표출이다.

이번 메모리 가격 상승으로 촉발된 세트의 가격 상승은 글로벌 수요 우려를 키우고 있다. 스마트폰을 비롯한 PC, TV등 대부분의 세트가 YoY 출하량 감소를 예상하고 있다. 또한 중국 스마트폰 업체들은 높아지는 BoM Cost를 감당하지 못하거나, 쇼티지 상태인 메모리, MLCC 등 핵심 부품 수급 문제로 인해 제품 출시조차 하지 못하는 상황이다. 이런 상황 속 애플은 높은 기기 ASP와 마진으로 아직 원가 상승 흡수에 대한 여력이 크고, 애플 자체적으로도 Buy Power 파워 활용 및 CXMT, YMTC같은 제3의 부품 수급처를 확보하려는 움직임을 보이면서 원가를 낮추려는 움직임을 보이고 있다.

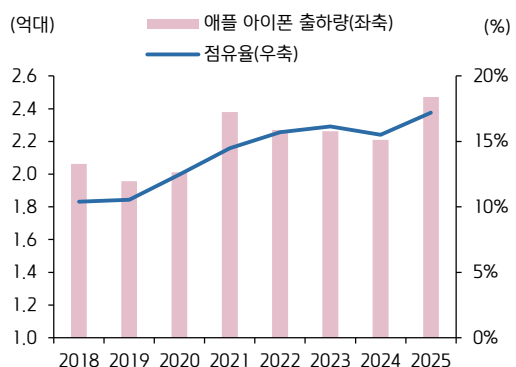
26년 9월, 아이폰 공개에서 애플이 아이폰 가격을 동결하거나 소폭 상승에 그친다면, 아이폰은 스마트폰 글로벌 점유율을 한단계 더 끌어올릴 수 있다. 스마트폰 시장이 부진하고 아이폰의 판매량만 견조하게 유지되는 가운데 가격 동결 카드로 점유율을 추가적으로 끌어올린다면, 애플에 대한 시선이 바뀔 수 있다고 판단한다.

메모리 가격 상승으로 인한 BoM Cost 증가 예상



자료: 키움증권

글로벌 스마트폰 시장내 애플 점유율



자료: Counterpoint, 키움증권

## 애플 국내업체 Valuation Table

기업명	담당 부품
LG이노텍	카메라 모듈, 3D센싱, RF-SiP
LG디스플레이	OLED Display 패널
비에이치	OLED Display 패널용 RF-PCB(삼성디스플레이향)
덕산네오룩스	OLED Display 패널용 OLED 소재(삼성디스플레이향)
이녹스첨단소재	OLED Display 패널용 Patterned film(삼성디스플레이향)
LX세미콘	OLED Display DDIC 팹리스(LG디스플레이, BOE향)
파인애플	폴더블 스마트폰용 내장 힌지(플레이트)(삼성디스플레이향)
자화전자	카메라 액추에이터

자료: 산업 자료, 키움증권

## 2. Revaluation본질은 구조적 비커머디티화

### >>> Revaluation은 이미 진행 중, New Normal 시대

#### 2-1. AI시대 돌입과 하드웨어의 비커머디티화 진행

AI 투자 지속에 따른 하드웨어의 비커머디티화(De-commoditization) 진행으로 병목이 일어나는 부품군은 높은 이익을 장기적이고 안정적으로 수혜를 받을 수 있는 구조적 성장시기에 돌입했다고 판단된다. 이에 따라 범용(커머디티)과 비커머디티 부품이 구분되고, 비커머디티 부품에 대한 Revaluation이 진행되고 있다. 해당 Revaluation으로 산업 멀티플의 일시적 Peak가 아닌, 장기적 지속을 전망한다.

비커머디티화(De-commoditization)란 제품이 단순히 가격과 생산량만으로 경쟁하는 커머디티(범용재)에서 벗어나 기술, 품질, 고객 인증, 공급 안정성 등으로 차별화되는 과정을 의미한다. 커머디티 제품은 공급업체 간 차이가 작기 때문에 고객이 쉽게 공급사를 변경할 수 있다. 이에 따라 가격(P)은 수급에 의해 결정되고, 공급이 늘어나면 판가(P)와 수익성이 빠르게 하락한다. 반면 비커머디티화된 제품은 공급업체 간 대체 가능성이 낮아 가격 결정력이 높고, 고객 관계와 수익성이 장기간 유지된다.

#### 커머디티 vs 비커머디티

커머디티(범용 부품군)	구분	비커머디티(고객 맞춤형 부품군)
가격 효율성, 많은 생산량	경쟁 요소	기술력, 품질, 인증, 적시 납기, 고객사 확보
용이	공급사 교체	어려움
높음(B2C)	제품 표준화	낮음(B2B, 고객별 커스터마이징)
고객, 시장	가격 결정권	공급업체와 고객이 공유
낮음, 변동성 큼	수익성	높음, 상대적으로 안정적
짧음	제품 수명(주기)	플랫폼 수명과 연동
높음 - 범용 장비로 즉시 생산 가능 - 중설 용이 - 고객사 인증 시간 짧음	공급 탄력성	낮음 - 장기간 고객 인증 필요 - 초기 수율 확보 어려움 - 공급업체 수 제약
낮음(경기 민감주)	밸류에이션	높음(기술주, 구조적 성장주)

자료: 키움증권

## 비커머티티 제품군

구분	고다층 FC-BGA	MLB	서버용 MLCC	하이엔드 CCL
경쟁 요소	기술력, 품질, 인증, 적시 납기, 핵심 고객사 확보			
공급사 교체	어려움, 통상 전용 라인	중간, But 공급사가 제한적	어려움, 공급사가 제한적	어려움, 공급사가 제한적
제품 표준화	낮음, 커스터마이징	낮음, 커스터마이징	중간	낮음, 커스터마이징
가격 결정권	공급업체와 고객이 공유 (고객사 수 > 공급사 수)	공급업체와 고객이 공유 (고객사 수 > 공급사 수)	공급업체가 높음 (고객사 수 > 공급사 수)	공급업체와 고객이 공유 (고객사 수 > 공급사 수)
수익성	높음(20~30%)	높음(15~25%)	높음(20%이상)	높음(40%이상)
제품 수명 (주기)	플랫폼 수명과 연동			
공급 탄력성	낮음 고객사 선수금, 투자 등 고객 지원 투자가 기본 베이스	낮음 공급 업체 수 제약 초기 수출 확보 어려움	낮음 공급 업체 수 제약	낮음 공급 업체 수 제약 장기간 고객 인증 필요
증설 여부	증설 2H26부터 본격 진행 해외 업체는 이미 증설 진행	증설 진행중 국내, 해외 모두 진행중	증설 진행중 국내, 해외 모두 진행중	증설 진행중
주요 업체	삼성전기 대덕전자 LG이노텍	이수페타시스 대덕전자	삼성전기	두산

자료: 키움증권

IT하드웨어 산업은 과거 총 4가지 이유로 낮은 밸류에이션을 받았다.

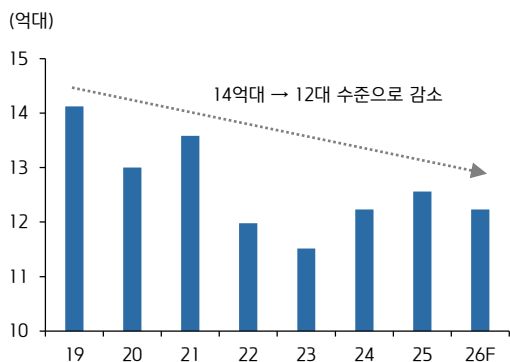
**1) 공급 증가가 초과수익을 빠르게 소멸시킴**

업체 실적 개선시 경쟁사들이 증설에 나서면서 공급 과잉 발생, 이후 가격과 가동률 하락 패턴이 발생했다. 이 구조에서는 높은 이익이 지속 가능한 이익이 아니라 사이클 정점의 일시적 초과이익을 평가된다. 대표적으로 스마트폰 호황 시기(2012~2016), MLCC호황 시기(2017~2018), 기판(2021~2022)이후가 이 사례에 해당된다. 해당 시기에도 실적 상승기에 주가가 선반영되고, 이후 지속해서 주가가 하락하는 흐름을 보였다.

**2) 높은 세트 출하량 의존도, 전방 시장의 Cap 존재**

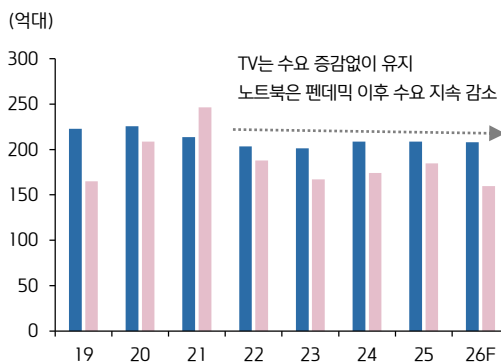
과거 하드웨어는 스마트폰, PC, TV등 레거시 세트 수요가 절대적인 실적의 지표였다. 즉, 제품 성능보다 출하량이 부품업체의 실적을 결정하는 경우가 대다수였다. 예를 들어 스마트폰 출하량이 정체되면 기술력에 부관하게 시장 전체의 성장률을 크게 뛰어넘기 어려웠다. 이에 따라 하드웨어 산업은 구조적 성장주가 아닌, 세트 사이클에 연동되는 경기 민감주로 평가됐다. 하드웨어 산업은 SI가 도래하기 전에는 레거시 세트의 출하 한계로 성장이 정체되어 있었다. 세트의 출하량 Cap은 스마트폰 2017년 14억대 이후 12억대로 감소했고, 노트북은 연간 2억대, TV 연간 2억대에서 큰 변동없이 유지되고 있었기 때문이다. AI CAPEX 확대에 의한 새로운 수요처 개화는 하드웨어 산업을 Revaluation하기에 충분한 요건이다. AI CAPEX는 최소 2030년까지 진행되므로, 기존 대비 훨씬 긴 Cycle이 될 것이다.

스마트폰 출하량 연간 정체



자료: Counterpoint, 키움증권

노트북, TV 연간 출하량 정체



자료: Counterpoint, 키움증권

### 3) 고객사의 높은 가격 협상력

스마트폰, PC 등 레거시 세트에서는 소수의 대형 고객이 부품 공급망을 통제했다. 고객은 멀티 벤더 체제를 통해 지속적인 가격 인하(CR) 압박을 가했다. 부품업체의 원가가 절감되더라도 상당부분이 고객사 판가 인하로 이어지면서 매출이 성장해도 영업이익을 개선은 제한적이었다.

최근 애플의 메모리 가격 부담으로 인한 제품 가격 인상 발표 이후 마이크론의 CEO는 애플의 해당 정책을 비판했다. “애플은 10년 넘게 우리의 칩을 5달러에 구매해 기기에 탑재한 뒤 소비자들에게 99달러짜리 업그레이드로 판매하면서 우리가 가격을 7달러로 올리려는 시도를 받아들이지 않았다”고 언급했다. AI 사이클 이전 소수의 대형 고객의 가격 협상력이 높았음을 보여주는 예시다

### 4) 기술 업그레이드의 경제적 가치가 제한적

스마트폰, PC 등 레거시 세트의 하드웨어 사양 개선은 상당히 점진적으로 이뤄졌다. 대부분 카메라 수 증가, PCB 층수 일부 증가, MLCC 탑재량 소폭 증가, 메모리 용량 증가, 디스플레이 확대 등 조금씩의 개선은 진행되었으나, 하드웨어 업체들의 사업 모델을 바꿀 만한 변화는 부재했다. 기술 변화가 있어도 기존 업체들이 증설을 통해 대응할 수 있었다. 이 문제 역시 전방시장이 레거시 세트에 한정되었기 때문에 발생했던 문제였다. 전방 시장이 성능 중심의 시라면 다른 얘기가 된다.

과거 하드웨어 산업이 낮은 밸류에이션을 받았던 이유



자료: 키움증권

### 2-1-1. 하드웨어 산업의 비커머디티화 진행

AI 인프라는 기존 레거시 세트와는 달리 시스템 전체의 성능과 안전성이 중요하다. 앞서 Part.1에서 언급한 토크노믹스 경제 논리에 따라, AI Factory에서는 부품의 가격보다 부품의 불량으로 인한 시스템 가동이 중단되거나 성능이 저하되면 손실 규모가 훨씬 커지는 구조다. 이에 따라 가격 경쟁력보다는 성능/수율/납기/신뢰성/공급 안정성이 중요해졌다. 이 변화가 하드웨어 비커머디티화의 출발점이다.

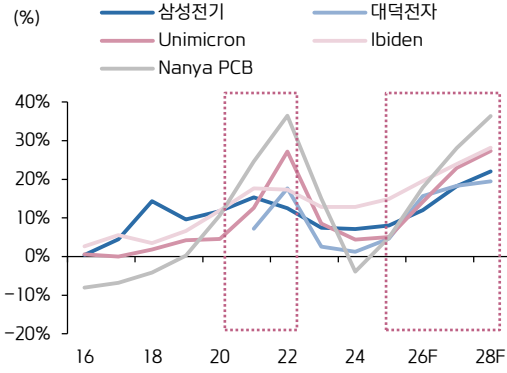
가장 높은 밸류에이션 프리미엄은 고객 맞춤형이면서 공급 탄력성이 낮은 비커머디티 부품군이다. 이에 대한 대표적인 부품군으로 기판(FC-BGA, MLB, 서버용 R-DIMM, SOCAMM 모듈), 기판 업스트림 소재(CCL, 동박, 유리섬유), 서버용 고사양 MLCC를 제시한다.

#### 비커머디티 부품군 정리

부품군	사양 변화	변화 상세	의미	관련 국내 기업
고다층 FC-BGA	대면적화 고다층화 적용 제품 증가	- 100바디 이상 제품군 출시 확대 (기존 50바디 미만 제품군 다수) - 층수 20L 이상 출시 확대 - LTA 및 선수금 등 FC-BGA 공장 투자 수요 증가 추세 - ASIC, NVSwitch, DPU, NIC 등 적용 품목 증가	- 패널당 생산량 감소로 인한 가동률 상승, Capa 부족 - 적용 ASIC, 칩 증가로 Q확대 - 투자 확대 국면에서 부품 공급사의 지위 강화	삼성전기 대덕전자 LG이노텍
고다층 MLB	고다층화 다중적층 공법 확대 적용 제품 증가	- 18L 이상 YoY 80% 이상 성장 - 다중적층 공정부하 3배(ASP는 기존 2~3배 책정) - NIC, DPU Board, Midplane 등 적용처 증가	- 패널당 생산량 감소로 인한 가동률 상승, Capa 부족 - 적용처 증가로 Q확대 - 중국 외 밸류체인 수혜 확대	이수퍼타이스 대덕전자
광모듈용 PCB	공법 변화 (HDI → mSAP)	- 리드타임 6주 → 6개월 - 선폭 40um까지 하락	- 양산 업체 제한 - Scale out으로 인한 수요폭증 - 공법 변화로 인한 공급사 진입장벽 상승	대덕전자 두산
고다층 메모리 모듈(R-DIMM, SOCAMM)	고다층화, 공정 병목 발생	- BVH 공법으로 인한 Capa Loss - SOCAMM은 기존 모듈 기판 대비 2~3배의 ASP 형성	- 양산 업체 제한 - 공급사 진입장벽 상승 - 패널당 생산량 감소로 인한 가동률 상승, Capa 부족	심텍 티엘비 코리아씨키트
CCL, 자유전술 소재	400G~800G 수요 확대 1.6T 수요 점진적 증가 네트워킹, 컴퓨팅 수요 증가에 따른 고부가 수요 확대	- M7 → M8, 9 고부가 수요 확대	- AI서버, 고속 스위치, 광통신, 저궤도 위성 등 인프라수요 확산 - 고부가 소재일수록 공급불균형 심화	두산 롯데에너지머티리얼 파미셀 코오롱인더
서버용 MLCC	저전압, 고용량, 소형화	- 탑재량 폭발적인 증가 - (일반서버 2,000개 → VR200 약 50~60만개)	- 공급 부족으로 인한 재고주기 지속 확대, P 본격 상승 압박 - 글로벌 공급사 제한적	삼성전기
AI서버 전력반도체	800V DC 고효율, 고주파, 고전압 수요 확대 PSU, Power Shelf, BBU 수요 증가	- 랙 전력밀도 확대에 따라 800VDC 도입 가속화 - GaN, SiC Mix 확대 - (기존 Si MOSFET)	- 800V는 변환단계 축소로 Q는 축소, 개별 소자의 효율은 크게 상승	DB하이텍

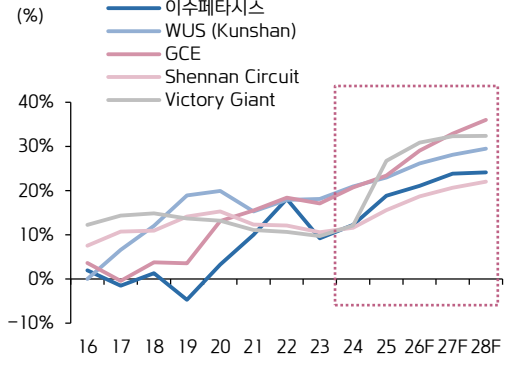
자료: 키움증권

### FC-BGA(ABF 기판) 업체 OP 추이 및 전망



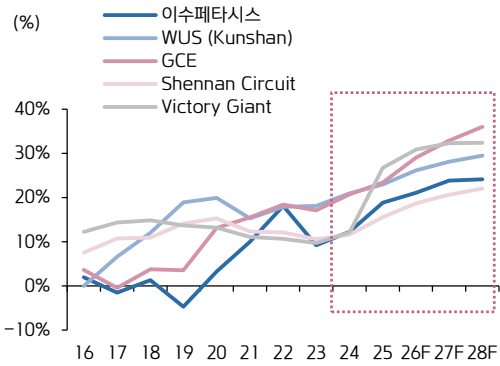
주: 붉은색은 쇼티지 구간, 전망치는 컨센서스  
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권

### MLCC 업체 OP 추이 및 전망



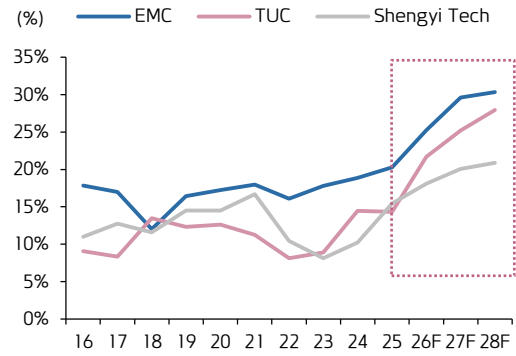
주: 붉은색은 쇼티지 구간, 전망치는 컨센서스  
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권

### MLB 업체 OP 추이 및 전망



주: 붉은색은 쇼티지 구간, 전망치는 컨센서스  
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권

### CCL업체 OP 추이 및 전망



주: 붉은색은 쇼티지 구간, 전망치는 컨센서스  
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권

## 2-2. Revaluation, 세가지 조건의 완성

빅데이터화가 쇼티지 부품군은 이미 Revaluation이 진행 중이다. Revaluation은 단순 수요 증가가 아닌, 구조적인 변화가 동반되어야 가능하다. 수요가 늘어도 공급이 빠르게 증가한다면 가격은 정상화된다. 공급이 부족해도 고객이 가격 인상을 받아들이지 않으면 이익은 개선되지 않는다. Revaluation은 ① Contents증가(Contents Growth) + ② 낮은 공급 탄력성(Scarcity) + ③ 장기 이익 가시성(Earning Visibility)이 동시에 확인되며, 실적으로 인한 재무구조 변화가 발생할 때 발생한다. 산업의 리레이팅은 쇼티지 자체에서 발생하지 않는다. 공급부족이 고객 락인과 장기계약, 가격 결정력으로 전환되고, 그 결과 정상 ROE가 과거보다 높아질 때 발생했다. 메모리, 전력기기, 대만 AI ODM 업체들이 해당된다.

### Revaluation의 조건

조건	산업에서 확인되는 변화	실적에 미치는 영향
① 전체 Contents, 제품당 Contents 증가 (Contents Growth)	- AI 데이터센터 프로젝트 ~30년까지 진행 - 랙 내 Non-GPU 비용 급증 - 빅데이터 부품군 빠른 가동률 상승 중	- 수량(Q)와 가격(P) 동시 증가, Mix 개선
② 낮은 공급 탄력성 (Scarcity)	- 긴 증설 타임라인 (~28년) - 고객사 쉐 기간 확대로 소수 공급사에 집중 - 낮은 수율 - Capa Loss로 인한 생산 병목 - 소재/장비 병목 확대	- 공급 부족 장기화, 가격(P)증가 - 가격 교섭력 증가로 실적 안정성 증대 - CR 우려에서 자유로움
③ 장기 이익 가시성 (Earning Visibility)	- LTA, 고객사의 Capa Booking, 선수금 등	- ASP 상승, 수혜 지속기간 확대
실적으로 인한 이익 구조 변화	- 원가 전가로 비용 구조 변화 - FCF 개선 → 재투자로 이어지는 선순환	- ROE 상승 이후 높은 수준에서 유지

자료: 키움증권

### 3. 쇼티지 부품군에 주목하라

#### >>> FC-BGA: 생각보다 더 많이 필요하다

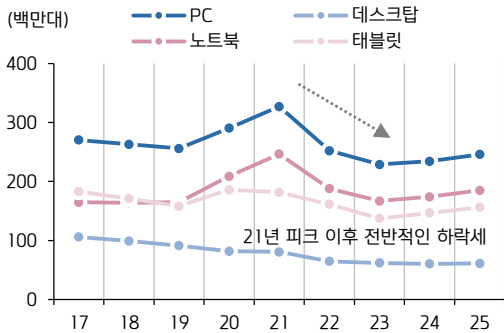
##### 3-1. 과거 사이클과는 다르다

과거 펜데믹시기(21~22년)에도 FC-BGA 쇼티지가 있었다. 기판 업체들은 기존 기판 대비 고부가인 FC-BGA산업에 뛰어들었고, 후발주자까지 증설 공사가 이어진 끝에 결국 공급과잉 우려가 부각되며 IT산업의 하락세와 함께 침체에 접어들었다. 이번 사이클은 다르다. 과거 1년 지속된 사이클과 다르게 구조적인 쇼티지와 안정적인 수요처의 등장으로 오래 지속될 사이클의 초입 단계에 와있다고 판단한다. 현재 대부분의 FC-BGA업체들이 증설을 시작했으나, 본격적인 램프업과 공급 확대는 1H28부터다. 쇼티지는 시간이 지날수록 심화될 전망이다.

##### (1) 증설이 사이클 종료의 시작인가?

과거 사이클의 종료는 FC-BGA 업체들의 증설로 공급 과잉 우려도 부각됐지만, 가장 핵심적으로 작용했던 것은 ① 전방 수요 시장이 PC등 세트와 일반 서버에 국한되어 있다는 점, ② 펜데믹 펜트업 수요 종료로 인한 세트 수요의 감소이다. 즉, 수요처의 부재가 하락 사이클을 만들었다. 이번 사이클은 새로운 거대한 수요처의 등장과, 수혜기간이 보다 길어지는 점을 주목해야한다. 즉 증설로 인한 공급과잉 우려보다는 증설 이후 실적 증가 기대감을 반영해야 한다.

##### 펜데믹 펜트업 수요의 끝



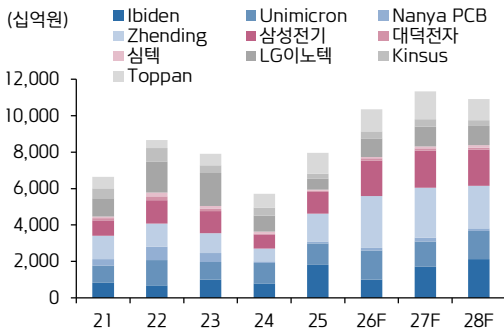
자료: 키움증권

##### FC-BGA 업체들의 시가총액 추이



자료: 키움증권

##### FC-BGA 업체들의 CAPEX 추이



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권

##### 주요 기대처였던 인텔의 서버 CPU

Sapphire Rapids - EMIB Implementation

Attribute	SPR XCC	SPR HBM
Top Die Count	4	4, + 4 HBM2E
Max Top Die Size	~400 mm <sup>2</sup>	~400 mm <sup>2</sup>
EMIB Pitch	55µm	55µm
Core Pitch (minimum)	100µm	100µm
Memory (HBM)	N/A	4x 8H HBM2E
Package size	78 x 57 mm	100 x 57 mm
EMIB count	10	14

자료: 인텔, 키움증권

## (2) 얼마나 필요한가?

FC-BGA TAM은 계속 커지고 있다. ① 수요처의 다변화, ② 대면적화, 고다층화가 메인 로직이다. 과거에는 PC CPU나 일반 서버용 CPU가 메인 수요처였다면, 현재는 GPU, ASIC, CPU, DPU, NVSwitch, NIC 등 수요처 다변화가 일어나고 있다. Part.1에서 언급했듯, Agentic AI 구현을 위해 시스템 단위의 연산이 중요해지면서 Non-GPU만의 기판 수요가 새롭게 개화하고 있다. 그중 CPU GPU의 가동률을 높이기 위한 필수 보완재로 인식되며 중요도가 상승하고 있다. Host CPU(GPU와 연결), 오케스트레이션용 CPU(Host CPU보조), 기존 클라우드용 CPU(일반 서버 CPU)로 세분화되며 가장 크게 TAM이 커지고 있는 부품이다.

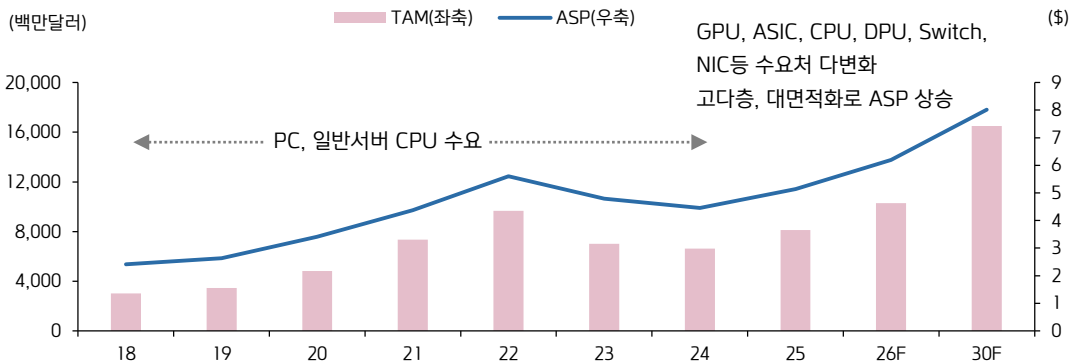
칩의 고사양화, 대면적화로 기판도 대면적, 고다층화가 진행 중이다. 같은 생산 Capa 내에서 생산할 수 있는 물량은 점차 줄어들지만 수요량은 점차 커지고 있다. 파운드리 패키징 Capa도 주요 요소다. 그동안 FC-BGA 산업의 Capa는 TSMC의 CoWoS가 대다수를 차지했다. 고다층 FC-BGA급 칩은 대부분 TSMC의 CoWoS에서 생산됐다. 하지만 이제 인텔이 EMIB-T를 통해 다수의 Hyperscaler 고객을 확보하면서, 고사양 반도체의 전체 생산능력이 확장되고 있다. TSMC의 CoWoS는 이미 생산능력만큼 Full Capa상태를 유지하고 있고, 인텔의 EMIB가 확산된다면 FC-BGA 산업은 또한 번의 성장을 거듭할 수 있을 것으로 전망된다.

### FC-BGA 시장이 커지는 이유

구분	기존 사이클	현재 AI 사이클	FC-BGA 영향
핵심 수요	PC CPU, 일반 서버 CPU	GPU, ASIC, CPU, DPU, NVSwitch, NIC, 전장, 인공지능 등	수요처 다변화(Q증가)
면적	PC CPU 중심, 상대적으로 소형 (50바다 미만)	AI GPU, ASIC, 서버 CPU, Switch 대면적화(50바다 이상)	같은 장비로 생산 가능한 패널 수 감소 (Capa loss)
층수	PC/일반 서버 중심	14L → 16L → 18L, 서버용 20L 이상	SAP-적층·검사 부하 증가
소재	일반 ABF/BT 중심	ABF, low-CTE T-glass, low-Dk CCL, HVLP 동박	소재 병목 심화
생산성	장비 capa 기준 설명 가능	공정 step, warpage, 수율, 검사시간이 핵심	명목 Capa 대비 실질 Capa가 줄어듦

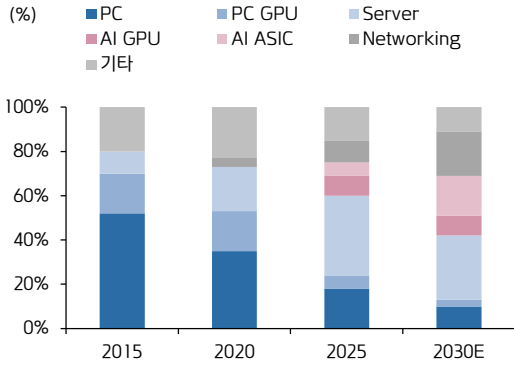
자료: 키움증권

### FC-BGA 시장규모 전망



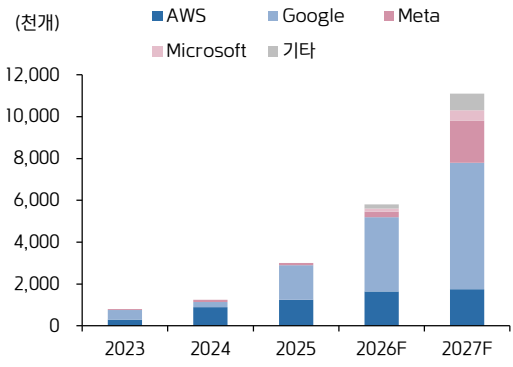
자료: 산업 자료, 키움증권

### FC-BGA 연도별 어플리케이션 비중



자료: 산업 자료, 키움증권

### 연도별 ASIC 출하량 전망



자료: 산업 자료, 키움증권

### Hyperscaler ASIC 출시일정

업체	제품명	공정/세대	주요 출시-램프 시기
Google	TPU v7 / Ironwood	3nm	2025~2026
	TPU 8t	3nm	2026
	TPU 8i	3nm	2026
	TPU v9	2nm 추정	2027~2028
Amazon	Trainium2	5nm	2025~2026
	Trainium3	3nm	2026
	Trainium4	2nm 추정	2027~2028
Meta	MTIA 300 / Athena	3~5nm 추정	2026
	MTIA 400/450	3nm	2026~2027
Microsoft	Maia 200	3nm	2026
	Maia 300/400	3nm 이후	2027~2028

자료: 각 사, 산업자료, 키움증권

## 엔비디아 가속기 세대별 FC-BGA 크기

공급사	칩 종류	출시연도	Body size 추정, mm × mm	Body size, mm <sup>2</sup>	Layer
Nvidia	Hopper	2022	56 × 57mm	3,190mm <sup>2</sup>	12
	Grace	2023	70 × 71mm	4,964mm <sup>2</sup>	12
	Blackwell	2024	77 × 77mm	5,913mm <sup>2</sup>	14
	Rubin	2026	90 × 90mm	8,051mm <sup>2</sup>	18
	Rubin Ultra	2027	127 × 127mm	16,102mm <sup>2</sup>	20
	NVLink 5	2024	63 × 63mm	3,969mm <sup>2</sup>	16
	NVLink 6	2026	67 × 67mm	4,500mm <sup>2</sup>	18
	NVLink 7	2027	74 × 74mm	5,500mm <sup>2</sup>	20
Google TPU	Trillium, v6	2024	56 × 56mm	3,100mm <sup>2</sup>	12
	Hellcat, v7 / Ironwood	2025	59 × 59mm	3,460mm <sup>2</sup>	12
	Sunfish, v8	2026	84 × 84mm	7,037mm <sup>2</sup>	18
	Pumafish, v9	2028	134 × 134mm	18,000mm <sup>2</sup>	24
AWS	Trainium 2	2024	74 × 75mm	5,514mm <sup>2</sup>	14
	Trainium 3	2026	80 × 79mm	6,344mm <sup>2</sup>	18
	Trainium 4	2027	120 × 120mm	14,400mm <sup>2</sup>	24

자료: 각 사, 산업자료, 키움증권

### 3-2. 메모리 호황도 반영할 수 있는 기판산업(LTA, SOCAMM)

AI CAEPX 증가와 메모리 증가는 병행된다. 메모리 업체들은 LTA 체결을 가속화하고 있으며, 해당 LTA 기반 더 타이트한 물량을 요구하고 있다. 메모리 업체들은 납기를 맞추기 위해 기판업체들에 더 많은 PO(Purchase Order) 중이며, 서버향 물량 확대에 따라 가동률 상승 + 믹스개선이 예상되는 상황이다. 이에 따라 하반기 메모리 기판 업체들의 실적은 추가적으로 상향될 가능성이 높다. 일부 업체에서는 메모리 기판의 LTA 계약도 체결 중인 것으로 파악된다. 업황이 강하다는 신호다.

메모리 업황의 또하나의 성장 재료는 SOCAMM이다. Agentic AI의 확산으로 CPU가 더 많이 필요하게 되면, 더 크게 확장될 수 있는 신규 수요처이다. SOCAMM의 26년 TAM은 3,014억원, 27년에는 6,630억원까지 YoY +120%의 성장률이 기록되는 신규 시장이다. SOCAMM 모듈은 기존 고부가 제품인 서버형 R-DIMM대비로도 2~3배의 ASP를 형성하는 초고부가 제품이다. NVIDIA가 Standalone CPU 매출만 26년 200억\$을 얘기한 만큼, 시장의 수요도 매우 활발한 상황이다. 모듈 뿐 아니라 패키징 업체도 수혜다. SOCAMM 모듈에는 4개의 LPDDR5X패키지가 탑재되며, Vera CPU당 8개의 SOCAMM 모듈이 탑재되므로 26년 기준 1,119억원, 27년 기준 2,592억원의 TAM이 형성될 것으로 전망된다.

해당 국면에서 메모리 기판 업체들에 대한 주목이 필요하다. 메모리 모듈 업체 심텍, 코리아씨키트, 티엘비와 메모리 패키징 업체인 대덕전자는 메모리 기판 강세로 인한 하반기 실적 상승 가능성이 매우 높은 상태라 판단한다. 연간 SOCAMM 매출 추정치도 계속해서 상승 중이다. 기업별 SOCAMM 매출 가이드스 심텍은 연초 1,000억원에서 1,500억원까지 상향됐다(모듈 1,000억원, 패키징기판(MCP) 500억원). 티엘비도 연간 200억원에서 500억원까지 상향조정, 코리아씨키트도 고객사의 강한 물량 오더가 진행되고 있다고 언급했다.

#### 26~27F SOCAMM 모듈 TAM 추정

내용	2026F	2027F	단위
NVL72 출하량 전망치(Pod 포함)	2,000	80,000	개
NVL72당 Vera CPU 개수	36	36	개
NVL 72 총 Vera CPU 개수	72,000	2,880,000	개
CPU당 SOCAMM 모듈 개수	8	8	개
NVL 72 판매 내 총 SOCAMM 모듈 개수	576,000	23,040,000	개
Standalone Vera CPU ASP 추정((Grace CPU와 동일 가정))	5,000	5,000	\$
Standalone Vera CPU TAM(실적발표 언급, 27년은 추정)	200	400	억 \$
Standalone Vera CPU 개수	4,000,000	8,000,000	개
CPU당 SOCAMM 모듈 개수	8	8	개
Standalone Vera CPU내 총 SOCAMM 모듈 개수	32,000,000	64,000,000	개
SOCAMM 모듈 1개당 판가	3.9	3.2	\$
SOCAMM 모듈 총 개수	32,576,000	87,040,000	개
SOCAMM 모듈 TAM	128,062,771	278,528,000	\$
환율	1,480	1,450	원
<b>SOCAMM 모듈 TAM</b>	<b>1,895</b>	<b>4,039</b>	<b>억원 (YoY +113%)</b>

자료: 키움증권

26~27F SOCAMM LPDDR 패키징 기판 TAM 추정

내용	2026F	2027F	단위
NVL72 출하량 전망치(Pod 포함)	2,000	80,000	개
NVL72당 Vera CPU 개수	36	36	개
NVL 72 총 Vera CPU 개수	72,000	2,880,000	개
CPU당 LPDDR 패키징 수	32	32	개
NVL 72 판매 내 총 LPDDR 패키징 수	2,304,000	92,160,000	개
Standalone Vera CPU ASP 추정((Grace CPU와 동일 가정))	5,000	5,000	\$
Standalone Vera CPU TAM(실적발표 언급, 27년은 추정)	200	400	억 \$
Standalone Vera CPU 개수	4,000,000	8,000,000	개
CPU당 LPDDR 패키징 수	32	32	개
Standalone Vera CPU내 총 SOCAMM 모듈 개수	128,000,000	256,000,000	개
SOCAMM 모듈 1개당 평가	0.6	0.5	\$
26년 SOCAMM 모듈 TAM	75,618,017	178,731,418	\$
환율	1,480	1,450	원
<b>SOCAMM LPDDR 패키징 TAM</b>	<b>1,119</b>	<b>2,592</b>	<b>억원 (YoY + 120%)</b>

자료: 키움증권

## >>> MLCC, 계속 부족할 예정, 계속 가격이 상승할 예정

### 3-2. 범용 MLCC가 아닌 AI 산업용 MLCC를 봐야한다

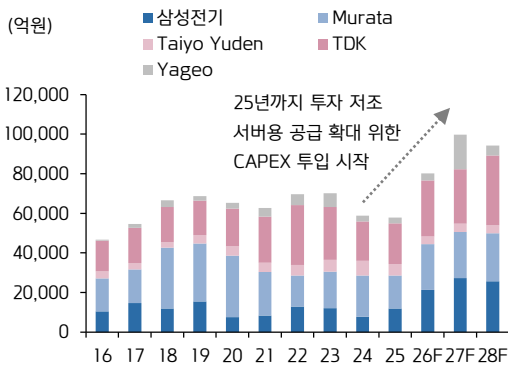
이번 MLCC 사이클의 핵심은 '생산능력'이 아닌 '유효 생산능력'이다.

AI서버용 MLCC는 고용량, 고전압, 저ESR, 저ESL, 고온, 고신뢰성을 요구하므로 생산시간, 적층 수, 소재 투입량, Side-Gap 등과 같은 신규 구조가 필요해진다. 이에 따라 일반 범용 MLCC 대비 3~6배까지 공정 부하가 생긴다. 문제는 공급업체의 제한이다. AI서버용 고부가 MLCC에서 Side gap을 안정적으로 제어해 대량 양산하고 고객 승인을 받을 수 있는 업체는 삼성전기와 Murata가 유일하다. 공급과 수요 간의 괴리는 ASP 상승을 촉발한다. ASP상승은 아직 시작되지 않았다. Yageo, TDK 등 B2B가 아닌 Spot 중심의 업체들은 가격 인상을 여러 차례 통보했으나, B2B 중심의 삼성전기는 아직 MLCC 가격 인상을 통보하지 않은 채 Mix개선의 ASP상승 효과만 보고 있다(IT 범용은 인상한바 있음). MLCC 가격 인상이 본격적으로 시작된다면 27년, 28년의 예상 EPS가 크게 상승할 수 있다.

MLCC 투자 판단도 기존과 달라져야 한다. 과거에는 가동률과 세트 수요가 전부였다면, 현재는 핵심 고객사 인증, LTA, 특정 스펙 제품 출시, high-end powder 확보 등이 중요하다. 즉 삼성전기와 Murata의 프리미엄은 단순 점유율이 아니라 플랫폼 락인 효과가 나올 수 있고, 장기적인 수혜를 전망할 수 있다. 최근 삼성전기의 북미 CSP향 LTA가 해당 근거를 뒷받침한다.

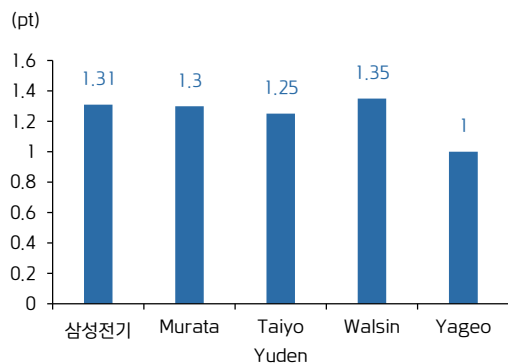
과거 2017년 사이클은 전기차의 전환, 스마트폰의 고사양화, 스마트폰의 보급 확대도 있었지만, Murata가 IT용 MLCC 사업을 철수하면서 초래한 공급쇼크가 컸다. IT용은 저부가 범용인 커머리티 부품군이기에 증설에 의해 쇼티지는 빠르게 종료됐다. 시계열이 짧은 사이클이었다. 2021~22년은 팬데믹 사이클로, 세트 펜트업 수요에 의한 일시적 수요 증가가 역시 쇼티지를 이끌었다. 이 사이클도 1년 단기 사이클이었다. 이번 사이클은 커머리티의 영역이 아닌 비커머리티의 영역이다. 공급할 수 있는 업체가 한정적이며, Capa 부하가 기존 범용 대비 3~6배에 달하기 때문에 Capa 확장에도 다소 시간이 걸릴 것으로 전망된다. 현재 1선 업체인 Murata, 삼성전기는 가동률에 여유가 없다. 22년 팬데믹 사이클 직후 Capex 규모를 축소해왔었기 때문이다. 급격한 수요의 팽창에 대응하기 위해 당분간 ASP 상승은 필수적으로 보인다. ASP가 상승으로 인한 MLCC 업체들의 실적 호조가 예상된다.

#### MLCC 주요 업체 CAPEX 추이



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권

#### MLCC BB Ratio



자료: 각 사, 키움증권

### MLCC 쇼티지 사이클 정리

진행 연도	수요 원인	특징	한계
2017~2018	- 스마트폰 고기능화, 전기차 보급 확대 - 자동차의 전장화 - Murata의 IT 범용 사업 철수	- MLCC 전반 쇼티지, 가격 상승	증설·수요 둔화 후 정상화 (짧음)
2020~2021	- 팬데믹 펜트업 수요 확대 - PC, 스마트폰, 가전 수요 급증 - 공급망 불안	- 범용 MLCC 가격 상승 - 고객 재고 축적	2022년 재조정으로 가격 하락 (짧음)
2024~2026	- AI 서버, 전력밀도, 고속 네트워크, 전장	- 고부가 MLCC 중심 타이트	- AI CAPEX 사이클과 동행 - Capa 할당 범용 대비 3~6배

자료: 키움증권

AI 서버에서 MLCC의 중요도는 단순한 서버 대수 증가보다 전력밀도 상승에서 발생한다. GPU, CPU, HBM, 스위치 ASIC은 낮은 전압에서 대전류를 사용하고, 부하 변화가 짧은 시간에 발생하기 때문에 칩 주변 전압 강하와 노이즈를 억제하는 디커플링 부품의 필요성이 커진다. 삼성전기에 따르면, AI 서버가 일반 서버 대비 10~15배 이상의 MLCC를 사용하고, AI 서버용 수요가 초고용량/고전압 MLCC로 확산되고 있다. 또한 GPU-CPU 주변에서는 0402 사이즈 47 $\mu$ F, 0603 사이즈 100 $\mu$ F급 고용량 MLCC와 embedded/landside MLCC가 필요해지고, 전원부에서는 48V, 800V HVDC, VPD 구조 확산에 따라 100V, 1~2kV급 고전압 MLCC 수요가 증가한다. 즉 AI 서버 세대 진화는 MLCC의 단순 수량 증가가 아니라 고용량, 고전압, 저ESL, 고신뢰성 제품으로의 믹스 전환을 동반하며, 이 점이 MLCC 산업의 ASP와 이익률을 과거 사이클과 다르게 만드는 핵심이다. 가격과 ASP가 상승하는 논리는 명확하다. 수량 부족이 아닌 '유효 생산능력'이 부족하기 때문이다. AI서버용 MLCC는 일반 범용 MLCC와 다른 생산능력을 요구한다.

### MLCC ASP 상승의 요인

가격 상승 요인	설명
고용량화	- 같은 면적에서 더 큰 용량 필요 - 0402 47 $\mu$ F, 0603 100 $\mu$ F급 제품 수요 증가
고전압화	- 48V, 400V, 800V 전원 구조 확산 - 100V, 450V+, 1~2kV급 MLCC 수요 증가
저ESR·저ESL	- GPU/CPU 주변 전압 강하와 고속 스위칭 노이즈를 줄이기 위해 필요
고신뢰성	- AI 서버는 상시 운용되며 고온, 고부하 환경 - 전장, 산업용에 준하는 신뢰성 요구
미세화	- 보드 면적당 Contents 및 레티클 사이즈 증가에 따라 공간 제한 - 반면 용량은 커지므로 소형·고용량 제품 수요 증가
실질 CAPA 제약	- 고용량 MLCC는 적층 수, 수율, 소재 균일성 요구가 높아 범용 CAPA와 대체성이 낮음 - AI서버용 MLCC는 일반 MLCC대비 3~6배까지 범용 Capa 대비 Loss가 발생

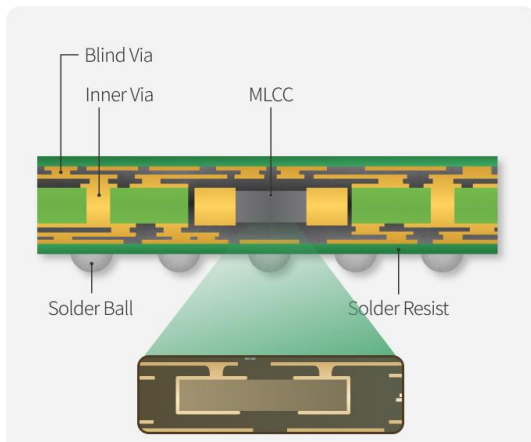
자료: 키움증권

### 랙 내 MLCC 변화 지점

위치	변화	필요한 MLCC 스펙
GPU/CPU 패키지 주변	저전압·대전류·순간 부하 변동 확대	- 고용량, 저ESR, 저ESL, 소형화
GPU baseboard / UBB	GPU 수 증가, 전력 레일 증가, 보드 고밀도화	- 0402·0603 고용량 MLCC - 고밀도 배치
VRM / POL	칩 근처 전력변환 중요도 상승	- 저ESR, 고신뢰성
PSU	랙당 출력 증가, 6~12kW급 이상 PSU 확대	- 고전압, 고온, 저손실 MLCC
48V / 800V 전력분배	전압 상승으로 전력 손실 절감	- 100V, 450V+, 1~2kV급 MLCC
VPD	전력 경로 단축, 수직 전력공급 구조	- embedded/landside, 초저ESL
Network Tray	800G/1.6T, 스위치 ASIC, 리타이머, 광모듈 증가	- 고주파 노이즈 억제 - 소형·고신뢰성 MLCC

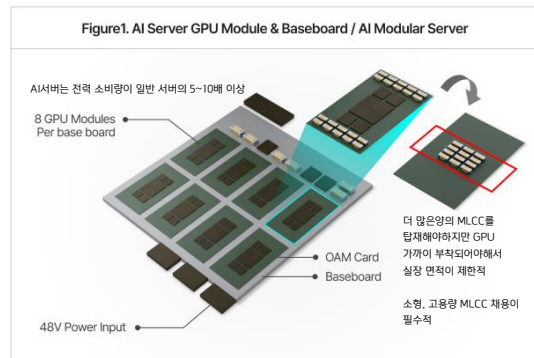
자료: 키움증권

### 임베디드 MLCC: 기판 내에 MLCC 내장



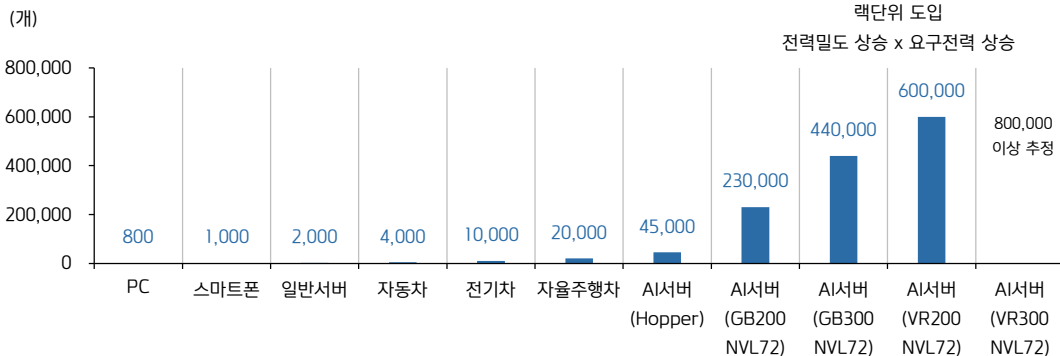
자료: 삼성전기, 키움증권

### 초소형, 고용량 MLCC의 필요성



자료: 삼성전기, 키움증권

### 어플리케이션별 MLCC 탑재량



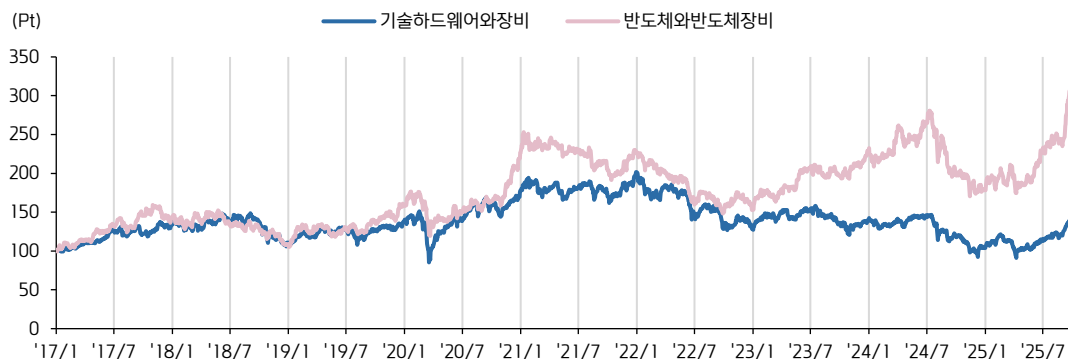
자료: 키움증권

## 4. 투자전략

### >>> 메모리와 전기전자 산업의 불편한 동행, 주가 디커플링의 가능성

국내 전기전자 산업은 메모리 산업과 동일하게 움직이면서 조금 더 알파를 만드는 흐름을 보였다. 메모리 기업들의 주가가 약세일 때 단독으로 주가 강세를 보인 적은 드물었다. 하지만 지금부터는 다른 흐름을 예상한다.

산업 지수 추이: 상승과 하락이 같은 방향, 반대로 움직인 적은 드물다



자료: FnGuide, 키움증권

최근 Vera Rubin에서 SOCAMM2의 모듈당 용량을 축소하는 일이 있었다. 메모리 쇼티지와 높은 가격으로 인한 조치로, 메모리가 얼마나 부족한지를 알려주는 사태였다. 랙당 메모리 탑재량은 줄어들었지만, 전체 랙 출하 목표량은 오히려 늘었다. 메모리는 줄어들었지만 랙 수 확대에 따른 하드웨어 부품 수는 기하급수적으로 늘어나는 추세다.

메모리와 전기전자(부품)은 역설적인 관계가 되었다. 메모리의 가격 하락은 하드웨어 산업의 부흥에 가깝다. AI 인프라, Hyperscaler, 세트 업체들에게 가장 부담스러운것은 메모리의 가격이기 때문이다. 메모리의 수요는 점차 더 많이 필요하고, 가격은 점점 더 상승한다. 메모리는 수요의 문제가 아닌 가격의 문제다. 공급의 확대만이 가격을 하락시킬 수 있다. 하지만 메모리 가격의 하락은 곧 주가 하락을 초래한다. 역사적으로 메모리 가격 상승률이 낮아질 때가 주가의 피크였고, LTA는 하방을 막아줄 뿐 높은 GPM 유지가 어려워지기 때문이다. 메모리 업체들의 주가 하락은 전기전자 주가의 하락을 부른다. 다만, 현재 진행되는 쇼티지 국면에서는 다른 양상을 보일 수 있다.

메모리의 가격은 선제적으로 올랐지만, 부품의 가격 상승은 이제부터 시작되기 때문이다. 아직 MLCC와 FC-BGA에서의 본격적인 쇼티지와 가격상승은 일어나지 않았다. AI 서버, 데이터센터는 고부가 부품의 집합체다. 다만, 고부가 부품이 수급되지 않는다면 완성품이 나오지 못한다. 결국 가장 낮은 Capa를 보유한 부품군에 생산량이 달려있을 수밖에 없다. 전기전자 산업은 22년 펜데믹 시기 세트 호황기를 지나고 산업이 악화되면서 투자가 저조했던 산업군이다. 특히 고부가 부품일수록 강도는 더 심해진다. 이에 따라 향후 메모리 산업 주가와 디커플링의 가능성을 전망한다.

## >>> Top Picks – 삼성전기, 두산, 이수페타시스, 심텍

### 결국 믿을 것은 EPS의 상승, 주도주가 핵심

현재 기대감이 반영되어 높아진 멀티플의 하락을 방어할 논리를 만들어 내기 위해서는 견고한 EPS의 상승이 필요하다. 현재 현황에서 견고한 EPS는 결국 쇼티지의 정도와 수혜 강도의 지속 여부가 중요하다. 따라서 부품군별 대표적인 주도주가 핵심이다. AI로 인한 비커머디티화는 글로벌 플레이어들의 숫자를 한정되게 만든다. 주도주는 그만큼 쇼티지 영향 아래서 가장 큰 이익을 볼수 있는 업체이며, 해당 기업의 수혜 강도는 높아질 수밖에 없다.

**Top picks**으로 삼성전기, 두산, 이수페타시스, 심텍을 제시한다.

**삼성전기**는 핵심 쇼티지 부품군인 FC-BGA와 MLCC를 보유하고 있다. 따라서 향후 쇼티지 국면에서 가격상승으로 인해 가장 가파른 EPS 상승여력을 보유한 업체다. MLCC와 FC-BGA간의 시너지도 경쟁력이 된다. MLCC를 기판에 내장하는 임베디드 기판이 확산될 조짐이 보이기 때문이다. FC-BGA에서도 20층 이상의 고다층 공급을 준비하고 있으며, 국내 가장 큰 규모의 증설을 준비 중이다.

**두산**은 고부가 CCL 산업에서의 주도주다. 글로벌 1위 AI 인프라 업체향 Compute Tray용 CCL을 독점하고 있으며, 해당 레퍼런스를 기반으로 추가적인 고객사 확보를 준비 중이다. 국내, 중국, 태국 세곳의 증설을 진행중이며, 고객사의 물량 주문에 근거한 증설이므로 실적 성장에 빠르게 기여할 가능성이 높다. 북미 고객향 신규 서버 랙의 램프업에 따라 하반기 실적 강세를 예상한다. 글로벌 경쟁사들 대비 낮은 멀티플도 매력적이라 판단한다.

**이수페타시스**는 MLB 산업에서의 주도주다. 글로벌 CSP향 AI 가속기 물량에서 높은 점유율을 보유하고 있으며, 추가적인 고객사를 계속해서 확보하고 있다. MLB 산업도 Scale-out 국면에서 쇼티지 강도가 높아지고 있으며, 고다층 다중적층 공법에 대응 가능한 소수의 업체중 하나이다. 하반기 추가적인 다중적층 Capa 확보 및 고객사 제품 선별수용으로 인한 Mix개선으로 실적 강세를 예상한다.

**심텍**은 가장 높은 SOCAMM 노출도를 보유하고 있다. Agentic AI 개화로 인한 CPU 수요 증가 수혜를 국내에서 가장 잘 반영할 수 있는 업체라 판단한다. 메모리 산업의 호황을 반영할 수 있는 점도 매력적이다.

### 추가 Capa를 활용하는 업체에 가산점

쇼티지 상황에서 중요한 점은 Capa의 효율화, 혹은 확장이다. 빠른 유효 Capa 확장을 통해 이익을 극대화하는 것이 중요하다. 해당 시점에서 추가적인 Capa를 활용할 수 있다는 점은 강점으로 작용할 수 있다. 관련 기업으로 삼성전기, 이수페타시스, 심텍, 해성디에스를 제시한다.

**1) 삼성전기** – 실리콘 캐패시터(Si-Cap)는 삼성전기의 MLCC Capa와 별도로 파운드리에서 외주생산된다. 인텔의 EMIB-T 적용 ASIC들의 확대나 CPU, GPU의 성능 향상, 랙 내 부품 밀도상승으로 인한 Si-Cap의 매출 확대는 삼성전기의 실적 상승에 크게 기여할 수 있다.

**2) 이수페타시스** – 태국 APEX사와의 JV설립(이수페타시스 지분 85%), 27년 본격 가동 예정으로 추가적인 Capa를 확보할 수 있다. 이수페타시스는 이미 1H27까지의 수주잔고가 가득 찬 상황이며, 지속해서 CAPEX 투자를 통해 병목공정을 해소해나가고 유효 Capa가 조금씩 확장되고 있지만 역부족이다. 이미 고부가 제품 위주의 선별 수주를 준비하고 있다. 태국 APEX와의 JV는 이런 흐름을 더 가속화할 수 있다. APEX JV의 빠른 고객사 승인 이후 저부가 제품을 APEX JV에 할당하고, 고부가 위주의 제품들을 본사 및 중국공장에서 생산한다면 본사 이익률의 추가 상승 및 추가 고객사 확보가 가능할 것으로 전망된다.

3) **심텍** - 심텍의 1Q26기준 사업보고서상 가동률은 79%수준이지만, 메모리 모듈 가동률은 90%를 초과한다. 심텍은 심텍홀딩스의 자회사(서스시오, 말레이시아)에 PC등 저부가 물량 이관을 통한 추가 Capa 확보 가능성을 보유하고 있다.

4) **해성디에스** - 신사업으로 추진중인 히트슬러그와 전력반도체에서 기회가 있다. 히트슬러그는 리드프레임과 유사한 공정으로 진행되며, 현재 해성디에스의 리드프레임 사업부는 Full 가동 상태에 있다. 따라서 히트슬러그를 외주 생산 진행 중이며, 800VDC 확산 및 고사양 전력반도체 공급 확대 시 히트슬러그 매출이 전사 실적 상승에 영향을 줄 수 있을 것이라 판단한다.



# 기업분석

삼성전기 (009150)	BUY(Reinitiate)/목표주가 2,800,000원 AI 사이클을 지탱하는 대장주
두산 (000150)	BUY(Reinitiate)/목표주가 2,200,000원 과도한 저평가 국면
LG이노텍 (011070)	BUY(Reinitiate)/목표주가 1,100,000원 경력직 신입, 후발주자의 가치
LG전자 (066570)	BUY(Reinitiate)/목표주가 230,000원 튼튼한 하방 증명, 신성장에 주목
이수페타시스 (007660)	BUY(Reinitiate)/목표주가 190,000원 오래 쉬었고, 재반등의 시간
기가비스 (420770)	BUY(initiate)/목표주가 190,000원 예상보다 더 더 더
심택 (222800)	BUY(Reinitiate)/목표주가 190,000원 저평가된 진가
대덕전자 (353200)	BUY(initiate)/목표주가 240,000원 업황을 알려거든 대덕을 보라
해성디에스 (195870)	BUY(initiate)/목표주가 120,000원 하반기부터 시작될 성장가도



BUY(Reinitiate)

목표주가 2,800,000원  
 추가(7/8): 1,479,000원

전기전자/디스플레이 Analyst 권민규

삼성전기에 대한 투자의견 'BUY' 목표주가 2,800,000원으로 신규 커버리지를 개시합니다. AI 투자 사이클이 초래한 하드웨어 쇼티지 부품 중 핵심인 MLCC, FC-BGA의 최대 수혜주이며, 본격 가격 상승 및 Si-Cap, 증설 등 여전히 업종 내 최상위 실적 업사이드를 보유하고 있습니다. 전기전자 섹터 내 Top-Pick으로 매수의견을 제시합니다.

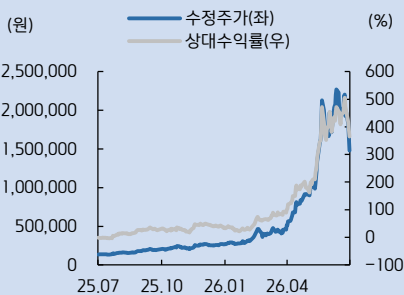
Stock Data

KOSPI (7/8)	7,246.79pt		
시가총액	1,104,720억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	2,270,000원	134,500원	
최고/최저가 대비 등락	-34.8%	999.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-11.1%	-8.2%
	6M	443.8%	241.6%
	1Y	981.9%	365.1%

Company Data

발행주식수	74,694천주
일평균 거래량(3M)	1,176천주
외국인 지분율	39.5%
배당수익률(2026E)	0.1%
BP(2026E)	141,904원
주요 주주	삼성전자 외 4인 23.8%

Price Trend



AI 사이클을 지탱하는 대장주

>>> MLCC, 가격 인상 시작도 안함

2Q26 예상 매출액 3조 3,253억원(YoY +19%, 이하), OP 4,111억원(+93%, OPM 12%) 추정, 컨센서스 OP 3,856을 상회할 것으로 예상된다.

최근 북미 CSP향 LTA 공시로 ① CSP에서 선제적인 LTA 제안을 할 정도로 수급이 타이트하다, ② AI 고객군은 일반 MLCC의 수배~수십배에 달하는 ASP에도 지불 의사가 충분하다, ③ 매출 내 고부가 AI서버향 매출이 예상보다 더 빠르게 확대되고 있다는 사실을 확인했다. 구조적인 쇼티지는 수요자보다 공급자가 적을 때 발생한다. 이번 LTA 업체 외에 타 CSP업체들도 고스펙 MLCC가 필요하지만, 공급자는 동사와 Murata로 제한된다. 추가적인 수주 가능성이 매우 높다. 1Q26기준 동사의 MLCC 가동률은 95% 이상이고, AI 서버용 MLCC는 일반 MLCC 생산 용량의 3배를 잠식한다. 동사는 MLCC향 연간 CAPEX를 전년 대비 2배 이상 확대해 20% 이상 CAPA 확장을 준비 중이나, IT제품군의 재고 Stocking 수요까지 이어지며 수급은 더욱 타이트해진다. Mix 개선으로만 ASP는 지속적으로 우상향이 예상되며, 쇼티지 상황으로 인한 가격 인상 통보는 아직 시작도 안했다.

>>> FC-BGA, 역시 본격 가격 인상 시작 안함

FC-BGA 가동률은 2Q26에 90%초반 수준까지 상승, 2H26에 Full Capa 도달이 예상된다. 글로벌 CSP, 인프라 업체들과 신규 공급 계약을 논의 중이며 2Q26~하반기로 갈수록 대면적 고다층 서버향 기판 양산이 시작된다. 글로벌 FC-BGA 업체들이 일제히 증설 진행중이나, Capa Loss 및 수요량 증가가 공급량을 크게 상회한다. 공급은 28년도가 되어서야 완화될 것으로 판단되며, 2H26부터 쇼티지에 따른 판가 인상이 본격적으로 진행될 것으로 보인다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,294.1	11,314.5	13,836.0	18,361.9	24,372.6
영업이익	735.0	913.3	1,729.6	3,323.7	5,441.6
EBITDA	1,575.2	1,838.0	2,722.4	4,764.4	7,499.7
세전이익	797.3	895.8	1,745.5	3,314.5	5,454.5
순이익	703.2	731.0	1,396.4	2,651.6	4,363.6
지배주주지분순이익	679.1	706.1	1,348.9	2,561.4	4,215.1
EPS(원)	8,752	9,099	17,382	33,007	54,317
증감률(% YoY)	60.6	4.0	91.0	89.9	64.6
PER(배)	14.1	28.0	94.8	49.9	30.3
PBR(배)	1.09	2.07	11.61	9.41	7.18
EV/EBITDA(배)	5.9	10.4	46.3	26.8	17.1
영업이익률(%)	7.1	8.1	12.5	18.1	22.3
ROE(%)	8.2	7.7	13.1	20.8	26.9
순차입금비율(%)	-4.3	-4.6	9.3	16.8	14.4

자료: 키움증권 리서치센터

## >>> Valuation: 28년 실적 기반 밸류에이션의 정당성 보유

목표주가 2,800,000 원, 투자이건 Buy 로 커버리지를 개시한다.

28년 예상 EPS 54,317 원에 Ibiden 의 28년 예상 멀티플 58 배를 적용했다. 28년 예상 EPS 적용 근거는 다음과 같다.

### 1) MLCC LTA 계약으로 인한 장기 이익 가시성 확보

이번 LTA 는 27년까지 해당되지만, ① CSP 에서의 선제 주문과 높은 ASP 수용력으로 판단했을 때 쇼티지가 매우 강하다는 점, ② AI CAPEX 가 지속 확대 중이고, 엔비디아나 Hyperscaler 의 신규 서버랙 및 ASIC 출시로 인한 추가적인 사양 상승(요구 전력용량 확대 및 전력 안정성의 중요성 확대)으로 고사양 MLCC 수요의 지속적인 우상향 추세가 지속될 것으로 예상되는 점(신규 수주 가능성 증대), ③ 마지막으로 서버용 MLCC 의 Capa 잠식으로 인한 Capa 확장 제한, 그에 따른 서버용에 더 많은 Capa 할당 → 범용 Capa 지속 축소에 따른 믹스 개선 장기 지속 예상으로 28년 예상 실적의 안정성을 더한다고 판단했다.

### 2) FC-BGA 의 수요처 확대와 28년 증설 이후 매출 대폭 상향

FC-BGA 는 CPU 수요 증가, Hyperscaler 들의 ASIC 출시로 인한 Q 증가 뿐 아니라, 고다층, 대면적화로 인한 Capa Loss, 제조 난이도 상승으로 인한 수율 저하까지 겹치며 본격적인 쇼티지 구간에 진입했다. 쇼티지 구간의 특징은 P 상승에 따른 이익 증가다. 27년까지는 P 상승으로 인한 수혜, 증설이 완료되는 28년부터는 P 는 안정화될 수 있으나, Q 의 증가로 인한 안정적인 이익 레벨 상승이 가능하다. 또한 FC-BGA 는 제품 특성상 고객사의 투자를 받으며 고객사에게 물량이 할당된다는 특징이 있다. 현재 확보한 고객사 및 공급 논의중인 고객사들의 시장 내 지위를 판단 시, 28년 이후에도 안정적인 물량 공급이 예상된다.

### 3) 경쟁사는 이미 28F EPS 를 반영 중

FC-BGA 대표주로 꼽히는 경쟁사 Ibiden 은 이미 28F EPS 기준으로 주가가 밸류에이션 되고 있다. Ibiden 의 시장 점유율과 기술력은 동사를 상회하지만, 로직 자체는 같다. 장기 성장의 시작점이다. 동사는 FC-BGA 산업에서 고객사 확장, Capa 증설을 앞두고 있으며, MLCC 사업 영역으로 서버용 고부가 기판에서 요구되는 임베디드 기판을 만들기 위한 시너지도 보유하고 있다. 28년 이후의 이후의 장기 성장을 바라볼 시기가 왔다고 판단한다.

### 목표주가 Valuation

구분	내용	단위	비고
목표주가	2,800,000	원	
적용 EPS	54,317	원	28F 예상 EPS 적용
Target Multiple	51.8	배	Ibiden 28F PER 적용
적정 가치	2,813,621	원	적용 EPS * Target Multiple

자료: 키움증권

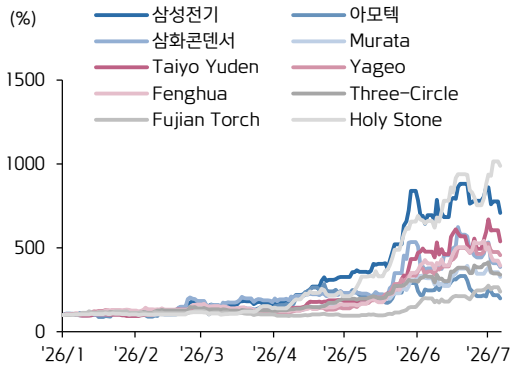


### 삼성전기 Peer Group Valuation Table

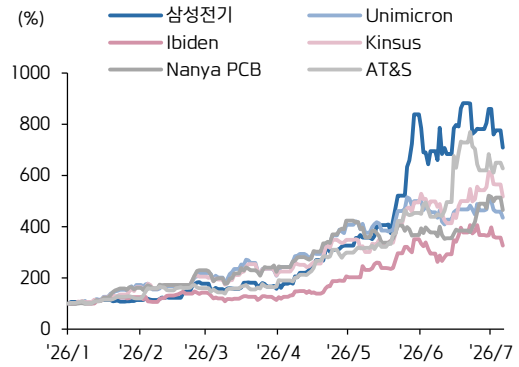
(단위: 억원)		MLCC					FC-BGA				
		삼성전기	Murata	Taiyo Yuden	Yageo	Fenghua	Ibiden	Unimicron	Nanya PCB	Kinsus	AT&S
<b>시가총액</b>		109,276	164,169	18,067	86,508	15,528	49,852	64,269	33,466	18,646	11,383
<b>OPM</b>	2025	8.1	16.0	3.1	22.4	3.7	12.9	5.1	4.9	6.8	17.5
	2026F	12.2	15.3	6.1	27.0	7.9	14.9	14.4	20.0	13.7	3.6
	2027F	19.4	21.1	10.3	32.4	9.1	19.5	23.5	32.3	20.2	17.8
	2028F	24.0	25.6	15.4	36.2		24.0	28.6	39.2	24.6	17.4
<b>PER</b>	2025	27.3	18.4	132.1	20.1	65.1	16.5	50.2	80.1	45.3	7.0
	2026F	82.3	75.2	133.3	47.5	148.0	99.2	55.6	73.5	74.2	-
	2027F	40.8	49.4	69.4	30.9	112.4	77.0	27.2	32.1	32.2	23.1
	2028F	26.4	35.8	39.1	20.6	-	51.8	16.8	16.4	16.8	20.1
<b>PBR</b>	2025	1.9	1.7	1.0	2.8	1.5	1.1	3.3	3.4	2.2	0.7
	2026F	10.4	6.3	5.8	8.8	5.5	9.3	11.1	13.2	9.1	7.6
	2027F	8.5	5.7	5.2	5.6	5.3	8.8	8.8	10.8	7.6	5.0
	2028F	6.6	5.1	4.7	5.7	-	7.6	6.6	7.1	6.1	4.0
<b>ROE</b>	2025	7.7	9.1	0.7	14.3	2.3	6.8	6.9	4.3	5.0	7.1
	2026F	13.2	8.4	4.6	19.8	3.7	10.5	20.7	18.7	12.8	-5.3
	2027F	21.5	12.0	8.0	26.9	4.8	11.7	34.5	37.7	22.0	23.0
	2028F	26.9	16.4	13.7	31.5	-	16.6	39.0	49.8	31.2	20.1
<b>EV/EBITDA</b>	2025	9.8	8.2	7.1	13.4	18.6	5.1	13.7	16.7	8.4	3.9
	2026F	40.0	38.1	29.2	32.8	-	41.4	29.8	38.0	27.3	19.9
	2027F	23.5	27.8	22.8	22.2	-	28.7	16.4	18.7	18.5	9.4
	2028F	16.4	20.3	16.6	15.1	-	19.7	11.1	11.2	11.4	8.0

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권

#### 글로벌 MLCC 업체 주가 상승 추이(YTD)



#### 글로벌 FC-BGA 업체 주가 상승 추이(YTD)

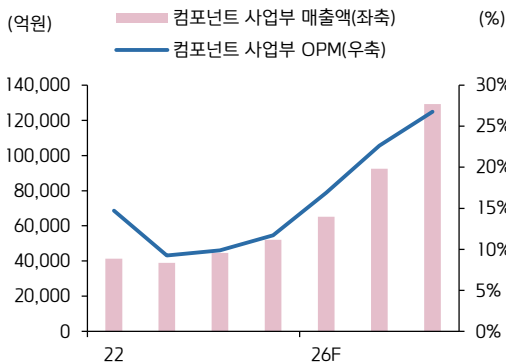


### 삼성전기 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>27,386</b>	<b>27,846</b>	<b>28,890</b>	<b>29,021</b>	<b>32,091</b>	<b>33,253</b>	<b>34,926</b>	<b>38,090</b>	<b>113,143</b>	<b>138,360</b>	<b>183,269</b>
컴포넌트	12,162	12,807	13,812	13,203	14,085	15,689	17,024	18,331	51,984	65,130	92,126
광학솔루션	10,230	9,393	9,146	9,372	10,756	9,636	9,170	9,839	38,141	39,401	41,236
패키지솔루션	4,994	5,646	5,932	6,446	7,250	7,928	8,731	9,919	23,018	33,829	49,908
<b>매출 비중(%)</b>											
컴포넌트	44%	46%	48%	45%	44%	47%	49%	48%	46%	47%	50%
광학솔루션	37%	34%	32%	32%	34%	29%	26%	26%	34%	28%	23%
패키지솔루션	18%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	20%	24%	27%
<b>QoQ(%)</b>	<b>10%</b>	<b>2%</b>	<b>4%</b>	<b>0%</b>	<b>11%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>9%</b>			
컴포넌트	12%	5%	8%	-4%	7%	11%	9%	8%			
광학솔루션	19%	-8%	-3%	2%	15%	-10%	-5%	7%			
패키지솔루션	-9%	13%	5%	9%	12%	9%	10%	14%			
<b>YoY</b>	<b>5%</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>31%</b>	<b>10%</b>	<b>22%</b>	<b>32%</b>
컴포넌트	19%	10%	15%	22%	16%	23%	23%	39%	17%	25%	41%
광학솔루션	-12%	3%	6%	9%	5%	3%	0%	5%	0%	3%	5%
패키지솔루션	17%	13%	6%	17%	45%	40%	47%	54%	13%	47%	48%
<b>영업이익</b>	<b>2,006</b>	<b>2,129</b>	<b>2,602</b>	<b>2,395</b>	<b>2,806</b>	<b>4,111</b>	<b>4,707</b>	<b>5,672</b>	<b>9,132</b>	<b>17,296</b>	<b>33,152</b>
컴포넌트	1,335	1,566	1,807	1,385	1,649	2,639	3,116	3,589	6,094	10,994	20,856
광학솔루션	443	315	395	533	604	289	183	295	1,686	1,372	1,445
패키지솔루션	227	248	400	477	553	1,183	1,408	1,787	1,352	4,931	10,850
<b>영업이익률(%)</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>8%</b>	<b>13%</b>	<b>18%</b>
컴포넌트	11%	12%	13%	10%	12%	17%	18%	20%	12%	17%	23%
광학솔루션	4%	3%	4%	6%	6%	3%	2%	3%	4%	3%	4%
패키지솔루션	5%	4%	7%	7%	8%	15%	16%	18%	6%	15%	22%
<b>YoY</b>	<b>9%</b>	<b>1%</b>	<b>16%</b>	<b>108%</b>	<b>40%</b>	<b>93%</b>	<b>81%</b>	<b>137%</b>	<b>24%</b>	<b>89%</b>	<b>92%</b>
컴포넌트	38%	10%	24%	149%	24%	69%	72%	159%	39%	80%	90%
광학솔루션	-33%	12%	47%	223%	36%	-8%	-54%	-45%	23%	-19%	5%
패키지솔루션	10%	-40%	-24%	11%	143%	377%	252%	275%	-14%	265%	120%

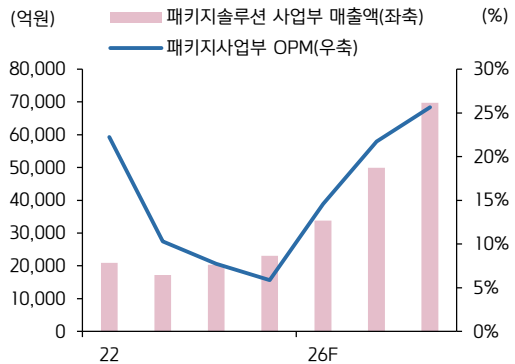
자료: 키움증권

### 삼성전기 컴포넌트 사업부 실적 전망



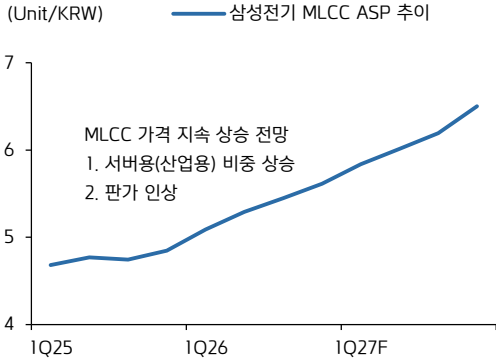
자료: 키움증권

### 삼성전기 패키지솔루션 사업부 실적 전망



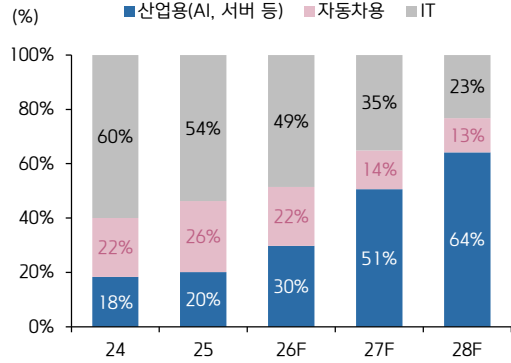
자료: 키움증권

### 삼성전기 MLCC ASP 추이 및 전망



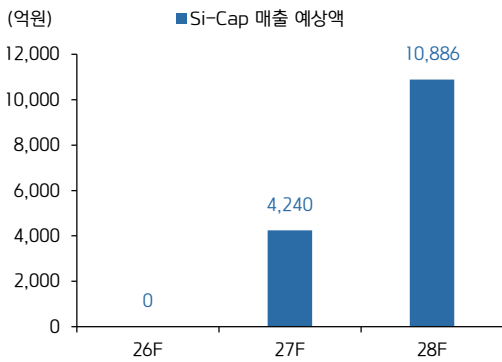
자료: 키움증권

### 삼성전기 Capacitor 어플리케이션별 비중



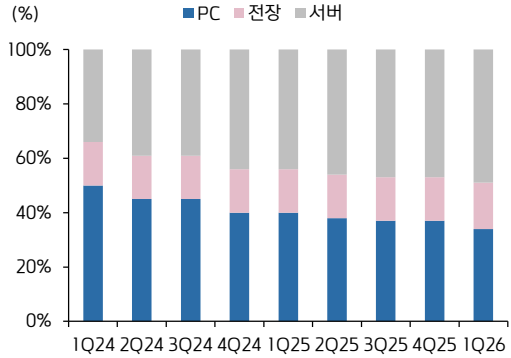
자료: 키움증권

### 삼성전기 Si-Cap 실적 추이 및 전망



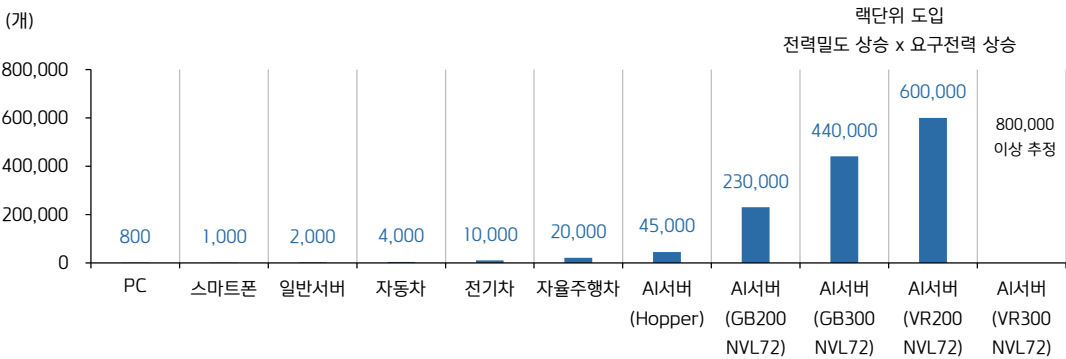
자료: 키움증권

### 삼성전기 FC-BGA 어플리케이션별 비중 추이



자료: 키움증권

### 어플리케이션별 MLCC 탑재량



자료: 키움증권

**포괄손익계산서**

(단위: 십억원)

12월 결산, FRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	10,294.1	11,314.5	13,836.0	18,361.9	24,372.6
매출원가	8,334.9	9,037.1	10,514.1	13,115.5	16,430.1
매출총이익	1,959.2	2,277.4	3,321.8	5,246.4	7,942.4
판매비	1,224.2	1,364.0	1,592.2	1,922.7	2,500.9
<b>영업이익</b>	735.0	913.3	1,729.6	3,323.7	5,441.6
<b>EBITDA</b>	1,575.2	1,838.0	2,722.4	4,764.4	7,499.7
영업외손익	62.3	-17.5	15.9	-9.2	12.9
이자수익	72.0	72.5	52.3	32.5	39.8
이자비용	72.7	76.4	101.5	119.9	138.7
외환관련이익	403.2	264.1	281.2	324.5	211.4
외환관련손실	288.0	293.3	240.3	244.9	221.9
중속 및 관계기업손익	-1.0	0.7	-0.4	-1.4	-0.5
기타	-51.2	14.9	24.6	0.0	122.8
<b>법인세차감이익</b>	797.3	895.8	1,745.5	3,314.5	5,454.5
법인세비용	132.3	163.6	349.1	662.9	1,090.9
계속사업순손익	665.0	732.2	1,396.4	2,651.6	4,363.6
<b>당기순이익</b>	703.2	731.0	1,396.4	2,651.6	4,363.6
<b>지배주주순이익</b>	679.1	706.1	1,348.9	2,561.4	4,215.1
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	15.8	9.9	22.3	32.7	32.7
영업이익 증감율	11.3	24.3	89.4	92.2	63.7
EBITDA 증감율	5.2	16.7	48.1	75.0	57.4
지배주주순이익 증감율	60.6	4.0	91.0	89.9	64.6
EPS 증감율	60.6	4.0	91.0	89.9	64.6
매출총이익율(%)	19.0	20.1	24.0	28.6	32.6
영업이익률(%)	7.1	8.1	12.5	18.1	22.3
EBITDA Margin(%)	15.3	16.2	19.7	25.9	30.8
지배주주순이익률(%)	6.6	6.2	9.7	13.9	17.3

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

12월 결산, FRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,429.8	1,490.1	1,966.7	3,469.7	5,300.3
당기순이익	703.2	731.0	1,396.4	2,651.6	4,363.6
비현금항목의 가감	1,056.8	1,515.5	1,619.9	2,419.9	3,476.7
유형자산감가상각비	789.9	883.5	949.7	1,409.8	2,036.0
무형자산감가상각비	50.3	41.1	43.0	30.9	22.2
지분법평가손익	-53.2	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
기타	269.8	591.6	627.9	979.9	1,419.2
영업활동자산부채증감	-319.3	-707.5	-651.3	-851.5	-1,350.3
매출채권및기타채권의감소	-37.8	-385.6	-416.1	-746.9	-991.9
채고자산의감소	-129.8	-386.4	-537.8	-538.0	-898.3
매입채무및기타채무의증가	-260.2	209.4	280.1	416.5	527.1
기타	108.5	-144.9	22.5	16.9	12.8
기타현금흐름	-10.9	-48.9	-398.3	-750.3	-1,189.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	-805.9	-1,222.9	-3,013.6	-4,316.0	-5,153.1
유형자산의 취득	-776.0	-1,192.1	-3,241.2	-4,523.4	-5,342.1
유형자산의 처분	4.0	1.5	-12.3	-21.5	-21.6
무형자산의 순취득	-50.7	-54.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-123.3	-224.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	44.7	-9.7	-16.3	-27.3	-45.6
기타	95.4	25.1	25.2	25.2	25.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	-309.1	418.1	463.0	265.3	275.1
차입금의 증가(감소)	-96.8	661.7	746.7	549.0	558.8
지급금지급(이자비용 제외)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-88.6	-137.7	-177.7	-177.7	-177.7
기타	-123.7	-105.9	-106.0	-106.0	-106.0
기타현금흐름	29.3	2.6	-191.5	-191.5	-191.5
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	344.1	687.9	-775.4	-772.5	230.8
기초현금 및 현금성자산	1,669.2	2,013.3	2,701.2	1,925.8	1,153.3
기말현금 및 현금성자산	2,013.3	2,701.2	1,925.8	1,153.3	1,384.0

자료: 키움증권 리서치센터

**재무상태표**

(단위: 십억원)

12월 결산, FRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	5,891.7	7,097.6	7,270.0	7,792.7	9,946.5
현금 및 현금성자산	2,013.3	2,701.2	1,925.8	1,153.3	1,384.0
단기금융자산	14.5	24.2	40.5	67.8	113.4
매출채권 및 기타채권	1,491.5	1,867.1	2,283.2	3,030.1	4,022.0
채고자산	2,250.8	2,413.0	2,950.8	3,488.8	4,387.1
기타유동자산	121.6	92.1	69.7	52.7	40.0
<b>비유동자산</b>	6,900.7	7,498.3	9,759.7	12,864.6	16,170.8
투자자산	418.0	643.2	643.8	644.5	645.2
유형자산	5,933.2	6,221.6	8,525.4	11,660.5	14,988.2
무형자산	145.6	152.4	109.4	78.5	56.3
기타비유동자산	403.9	481.1	481.1	481.1	481.1
자산총계	12,792.4	14,595.9	17,029.7	20,657.3	26,117.3
<b>유동부채</b>	3,056.9	3,819.5	4,633.1	5,273.1	6,123.7
매입채무 및 기타채무	1,212.4	1,469.0	1,749.1	2,165.6	2,692.7
단기금융부채	1,580.1	2,028.1	2,561.6	2,785.1	3,108.6
기타유동부채	264.4	322.4	322.4	322.4	322.4
<b>비유동부채</b>	719.7	979.1	1,192.3	1,517.8	1,753.1
장기금융부채	55.9	249.1	462.3	787.8	1,023.1
기타비유동부채	663.8	730.0	730.0	730.0	730.0
<b>부채총계</b>	3,776.5	4,798.6	5,825.4	6,790.8	7,876.8
<b>자본지분</b>	8,798.2	9,541.8	11,011.9	13,583.4	17,810.6
자본금	388.0	388.0	388.0	388.0	388.0
자본잉여금	1,053.5	1,053.5	1,053.5	1,053.5	1,053.5
기타자본	-146.7	-146.7	-146.7	-146.7	-146.7
기타포괄손익누계액	1,003.9	1,181.9	1,480.9	1,668.7	1,858.5
이익잉여금	6,490.4	7,065.0	8,236.2	10,619.9	14,657.3
비지배자본	226.7	255.6	303.1	393.3	541.8
<b>자본총계</b>	9,015.9	9,797.3	11,315.0	13,976.7	18,352.4
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	8.752	9.099	17.382	33.007	54.317
BPS	113.261	122.960	141.904	175.042	229.516
CFPS	22.681	28.950	38.870	65.354	101.034
DPS	1.800	2.350	2.350	2.350	2.350
<b>주가배수(배)</b>					
PER	14.1	28.0	94.8	49.9	30.3
PER(최고)	20.2	31.0	139.0		
PER(최저)	12.1	12.0	14.6		
PBR	1.09	2.07	11.61	9.41	7.18
PBR(최고)	1.56	2.30	17.03		
PBR(최저)	0.93	0.88	1.78		
PSR	0.93	1.75	9.24	6.96	5.25
PCFR	5.5	8.8	42.4	25.2	16.3
EV/EBITDA	5.9	10.4	46.3	26.8	17.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%보통주,현금)	18.6	23.4	12.2	6.4	3.9
배당수익률(%보통주,현금)	1.5	0.9	0.1	0.1	0.1
ROA	5.8	5.3	8.8	14.1	18.7
ROE	8.2	7.7	13.1	20.8	26.9
ROIC	8.2	8.6	12.7	18.6	23.4
매출채권회전율	7.5	6.7	6.7	6.9	6.9
채고자산회전율	4.7	4.9	5.2	5.7	6.2
부채비율	41.9	49.0	51.5	48.6	42.9
순차입금비율	-4.3	-4.6	9.3	16.8	14.4
이자보상배율,현금	10.1	12.0	17.0	27.7	39.2
<b>총차입금</b>	1,636.0	2,277.2	3,023.9	3,572.9	4,131.7
순차입금	-391.8	-448.2	1,057.6	2,351.8	2,634.2
EBITDA	1,575.2	1,838.0	2,722.4	4,764.4	7,499.7
FCF	388.7	-239.9	-1,528.4	-1,296.7	-302.6

두산 (000150)



BUY(Reinitiate)

목표주가 2,200,000원  
 증가(7/8): 1,268,000원

전기전자/디스플레이 Analyst 권민규

두산에 대한 투자 의견 'BUY' 목표주가 2,200,000원으로 신규 커버리지를 개시합니다. 고부가 CCL 소티지 업황 속 글로벌 선두업체항 Compute Tray 독점을 유지하고 있는 기술력과, 해당 물량 대응을 위한 증설 진행 및 높은 이익률 유지 추세로 비커머디티 부품군 대표 종목이라 판단합니다. 신규 성장 동력까지 감안시 현재 주가는 해외 경쟁사 대비 저평가가 과도하며, 매수 기회라 판단합니다.

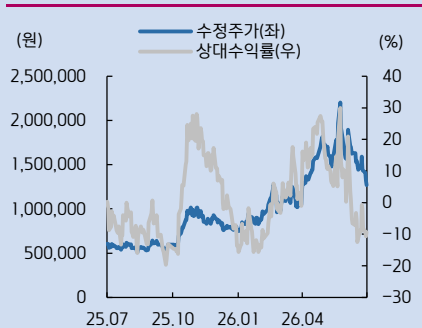
Stock Data

KOSPI(7/8)	7,246.79pt		
시가총액	205,338억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	2,203,000원	508,000원	
최고/최저가 대비 등락	-42.4%	149.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-19.6%	-17.0%
	6M	67.1%	4.9%
	1Y	111.0%	-9.3%

Company Data

발행주식수	16,194천주
일평균 거래량(3M)	96천주
외국인 지분율	21.0%
배당수익률(2026E)	0.3%
BPS(2026E)	91,369원
주요 주주	박정원 외 26인 41.1%

Price Trend



과도한 저평가 국면

>>> 증익, 증설 사이클 돌입

2Q26 전자BG 매출액 6,715억원(YoY +41%, 이하), OP 2,076억원(+8%, OPM 31%)을 전망한다. 6월부터 북미 네트워크보드 고객항 신규제품 양산 진입했으며, 지난 모델에 이어 신규 모델도 100% 점유율이 예상된다. 네트워크 증설도 예정대로 진행중이다. 4Q26 중국(창수), 2Q27 국내(증평) 증설시 연간 기준 5,000억원 이상의 Capa가 확대되고, 28년 태국 Araya 증설시 추가적으로 연간 3,000억원 이상의 Capa가 증설된다. 해당 물량은 북미 고객사항 네트워크 보드에 우선 투입되며, 다른 하이엔드 CCL과도 효용 가능해 다양한 신규 고객사 대응 물량으로 활용될 전망이다.

>>> 평가 협상, 광통신 모듈, 800G 스위치

- 1) 북미 고객사항 견조한 출하 아래, 평가 협상 또한 긍정적으로 진행 중이다. 네트워크용뿐 아니라 대부분의 하이엔드 제품군 평가 인상 진행, 2Q부터 적용 시작이 예상된다.
- 2) 신규 성장 동력으로 광통신 모듈이 떠오른다. '27F 광통신 모듈용 CCL 매출액은 YoY +764% 증가하며 큰 폭의 성장이 예상된다. 광통신 모듈용 CCL은 로우엔드 Capa를 공유하며, 높은 마진을 보유한 신규 성장 동력이다.
- 3) 네트워크 보드 내 북미 고객사항 물량을 제외한 스위치 물량도 지속 성장 중이다. 400G → 800G 전환에 따라 800G물량 비중이 상승하고 있으며, ASP 상승(20% 이상 추정) 및 이익률 상승이 지속되고 있다.

>>> 해외 Peer 대비 저평가된 가치

SK실트론 인수 관련 우려를 감안하더라도, 해외 Peer 업체와 12MF PER Multiple Gap은 28%까지 확대됐다. 해외 업체와 눈높이만 맞추어도 28%의 상승 여력이 발생한다. 북미 고객사 내 독점력(Compute Tray 100%), 증설 물량 추가 및 성장 동력 감안 시 현재 주가 수준은 매력적이다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	18,132.9	19,784.1	21,677.1	24,322.0	27,781.8
영업이익	1,003.8	1,062.7	1,742.5	2,471.2	3,351.1
EBITDA	1,771.0	1,871.4	2,557.9	3,308.5	4,198.4
세전이익	593.0	490.2	800.8	1,743.6	2,687.9
순이익	302.2	249.5	440.4	959.0	1,478.4
지배주주지분순이익	-226.2	75.8	133.8	275.2	433.2
EPS(원)	-10,562	3,546	6,345	13,054	20,545
증감률(% YoY)	적지	흑전	78.9	105.7	57.4
PER(배)	-24.1	220.3	208.0	101.1	64.2
PBR(배)	3.69	10.56	14.45	11.28	8.67
EV/EBITDA(배)	11.4	16.3	15.5	12.2	9.8
영업이익률(%)	5.5	5.4	8.0	10.2	12.1
ROE(%)	-14.6	5.0	7.7	12.5	15.3
순차입금비율(%)	43.2	40.9	40.6	37.5	31.8

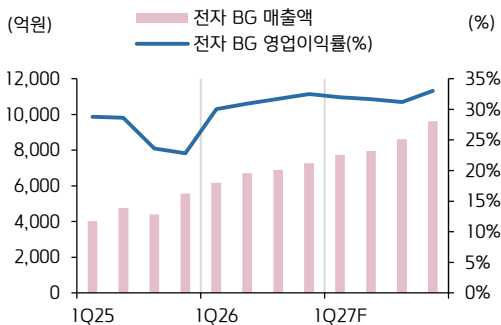
자료: 키움증권 리서치센터

### 두산 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>연결 매출액</b>	<b>4,299</b>	<b>5,346</b>	<b>4,452</b>	<b>5,687</b>	<b>5,060</b>	<b>5,562</b>	<b>5,172</b>	<b>5,883</b>	<b>19,784</b>	<b>21,677</b>	<b>24,322</b>
자재 사업	485	559	524	653	702	755	775	825	2,221	3,059	3,750
<b>전자 BG</b>	<b>403</b>	<b>476</b>	<b>440</b>	<b>557</b>	<b>617</b>	<b>672</b>	<b>690</b>	<b>727</b>	<b>1,876</b>	<b>2,705</b>	<b>3,392</b>
전자 BG YoY(%)	46%	33%	10%	-5%	53%	41%	57%	31%	16%	44%	25%
전자 BG QoQ(%)	-31%	18%	-8%	27%	11%	9%	3%	5%			
- 네트워크 CCL	230	252	207	328	370	415	432	466	1,017	1,683	2,288
- 메모리 반도체 패키징 CCL	52	81	84	84	86	91	93	98	300	368	408
- 스마트폰 FCCL	48	52	57	50	49	49	49	49	208	197	192
- 로우엔드 CCL	73	90	92	95	111	117	115	114	350	458	504
두산에너빌리티	3,749	4,569	3,880	4,860	4,261	4,677	4,264	4,924	17,058	18,126	20,061
연결조정 및 기타	65	219	48	173	97	130	133	134	505	493	512
<b>연결 영업이익</b>	<b>198</b>	<b>358</b>	<b>231</b>	<b>275</b>	<b>341</b>	<b>424</b>	<b>435</b>	<b>542</b>	<b>1,063</b>	<b>1,743</b>	<b>2,471</b>
연결 OPM(%)	4.6%	6.7%	5.2%	4.8%	6.7%	7.6%	8.4%	9.2%	5%	8%	10%
자재 사업	1,211	1,421	1,087	1,318	1,877	2,076	2,188	2,362	5,037	8,503	10,858
<b>전자 BG OP</b>	<b>116</b>	<b>136</b>	<b>104</b>	<b>127</b>	<b>186</b>	<b>208</b>	<b>219</b>	<b>236</b>	<b>483</b>	<b>848</b>	<b>1,086</b>
전자 BG YoY(%)	373%	227%	217%	198%	4%	8%	34%	42%	294%	76%	28%
전자 BG QoQ(%)	276%	-1%	-17%	-3%	32%	3%	3%	2%			
<b>전자 BG OPM(%)</b>	<b>28.8%</b>	<b>28.6%</b>	<b>23.6%</b>	<b>22.8%</b>	<b>30.1%</b>	<b>30.9%</b>	<b>31.7%</b>	<b>32.5%</b>	<b>26%</b>	<b>31%</b>	<b>32%</b>
두산에너빌리티	142	271	137	212	234	266	267	361	763	1,127	1,605
연결조정 및 기타	-65	-55	-14	-69	-80	-49	-51	-55	-204	-235	-219

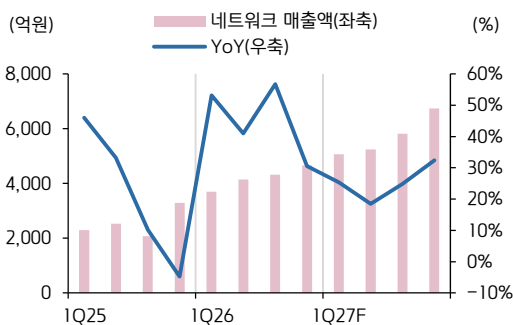
자료: 키움증권

### 전자 BG 실적 추이 및 전망



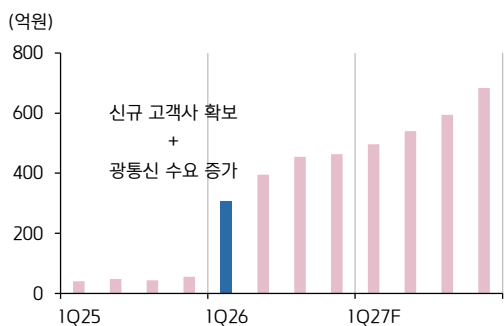
자료: 키움증권

### 전자 BG 내 네트워크 실적 추이 및 전망



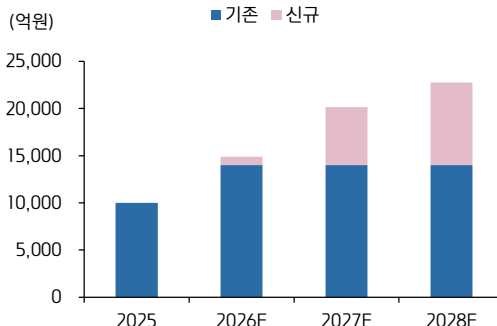
자료: 키움증권

### 광통신 모듈용 CCL 매출 추이 및 전망



자료: 키움증권

### 두산 네트워크용 CCL Capa 추정



주: 가동률 및 가격 상승분 반영

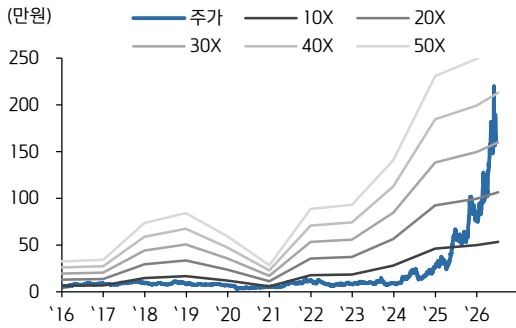
자료: 키움증권

### 두산 목표주가 Table

영업가치	EBITDA (십억원)	적용 멀티플 (EV/EBITDA, 배)	Value (십억원)	비고	
두산 자체사업	914	26.5	24,207	26F 두산 자체사업 EBITDA * Peer 평균 멀티플 33.1 배에 20% 할인 (EMC, TUC, ITEQ)한 26.5배 적용	
자분가치	기업명	시가총액, 장부가액 (십억원)	지분율 (%)	Value (십억원)	
상장사	두산에너빌리티	66,433	30.4%	17,726	1달 평균 시가총액*지분율
	두산로보틱스	7,750	50.1%	3,235	1달 평균 시가총액*지분율
	오리콤	64	62.1%	35	1달 평균 시가총액*지분율
	상장사 자분가치(십억원)			8,398	시가총액 * 지분율에 할인 60% 적용
비상장사	두산포트폴리오홀딩스	281	100%	281	
	두산모빌리티이노베이션	206	100%	206	
	두산로지스틱스솔루션	57	100%	57	
	두산베어스	16	100%	16	
	비상장사 자분가치(십억원)			224	장부가액 * 지분율에 할인 60% 적용
①: 영업+자분가치 합계			32,829	영업가치 + 자분가치	
②: 순차입금			362	1Q26 기준 두산(별도) 순차입금	
③: 우선주가치			2,642	1Q26말 기준 우선주 시가총액	
보통주 적정 시가총액(십억원)			29,825	①-②-③	
보통주 총 발행주식 수(주)			13,604,911	우선주 제외	
적정주가(원)			2,192,244		
목표주가(원)			2,200,000		
현재주가(원)			1,268,000	7/8기준 증가	
상승여력(%)			74%		

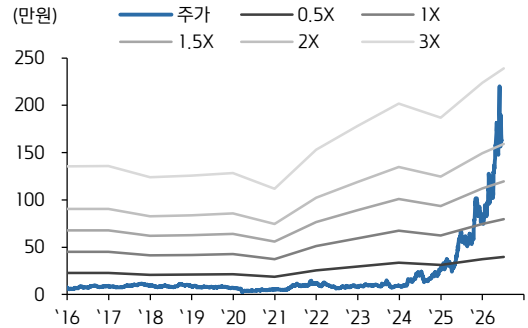
자료: 키움증권

### 두산 12M/F PER Band Chart



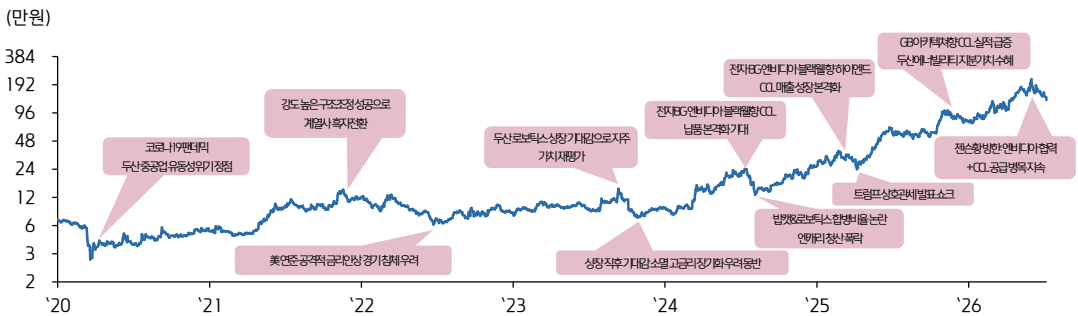
자료: FnGuide, 키움증권

### 두산 12M/F PBR Band Chart



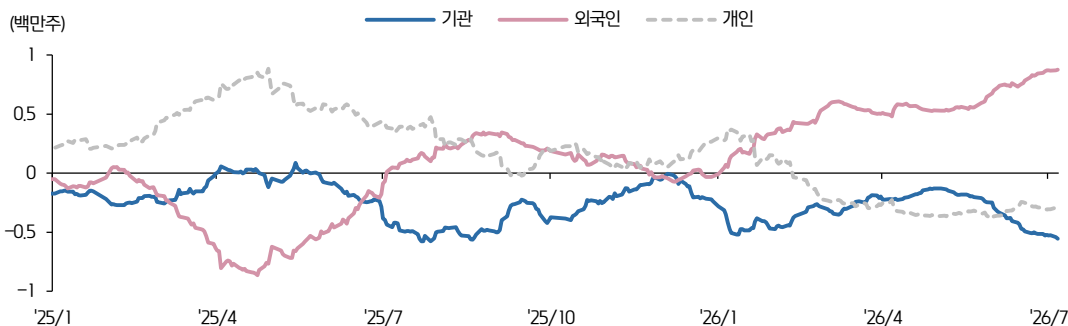
자료: FnGuide, 키움증권

### 두산 주가 추이



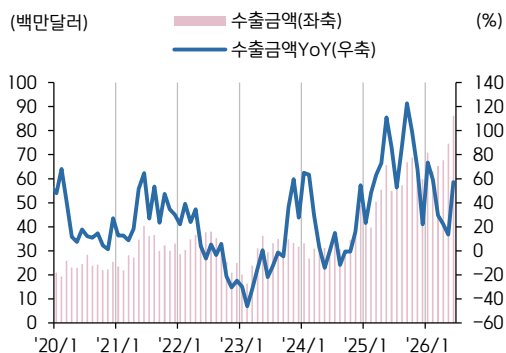
자료: FnGuide, 키움증권, \*주: 로그스케일

### 투자자별 순매수 추이



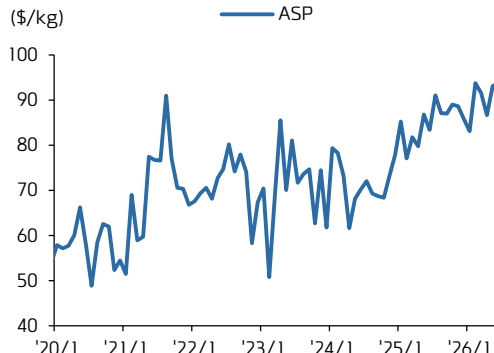
자료: 출처

### CCL 수출 금액 추이



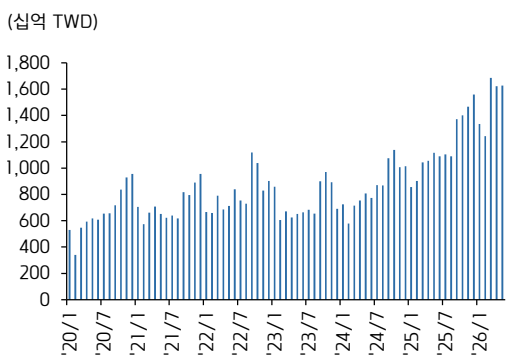
주: 전국 기준  
자료: Trass, 키움증권

### CCL 수출 평가 추이



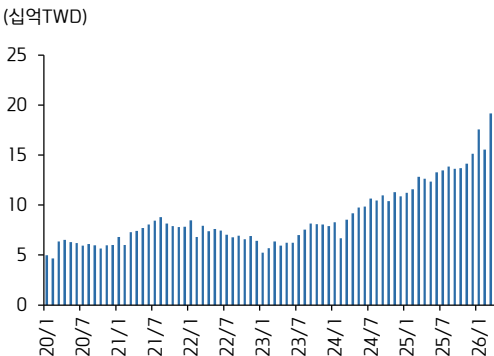
주: 전국 기준  
자료: Trass, 키움증권

### 대만 서버 ODM 월별 실적 추이



주: Foxconn, Quanta, Wistron, Wiwynn, Inventec 합산  
자료: 키움증권

### 대만 CCL 업체 월별 실적 추이



주: EMC, TUC, ITEQ 합산  
자료: 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, FRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	18,132.9	19,784.1	21,677.1	24,322.0	27,781.8
매출원가	15,170.7	16,370.9	17,804.0	19,471.2	21,445.5
매출총이익	2,962.1	3,413.2	3,873.1	4,850.8	6,336.2
판매비	1,958.4	2,350.5	2,130.6	2,379.7	2,985.2
<b>영업이익</b>	1,003.8	1,062.7	1,742.5	2,471.2	3,351.1
<b>EBITDA</b>	1,771.0	1,871.4	2,557.9	3,308.5	4,198.4
영업외손익	-410.8	-572.5	-941.7	-727.6	-663.2
이자수익	142.6	119.6	105.4	89.4	82.7
이자비용	491.6	497.2	479.1	448.0	422.3
외환관련이익	675.3	465.7	359.2	425.7	542.2
외환관련손실	571.0	571.3	325.7	544.4	289.0
종속 및 관계기업손익	27.9	26.3	-73.9	-15.5	-8.8
기타	-194.0	-115.6	-527.6	-234.8	-568.0
<b>법인세차감이익</b>	593.0	490.2	800.8	1,743.6	2,687.9
법인세비용	290.7	240.7	360.4	784.6	1,209.6
계속사업손익	302.2	249.5	440.4	959.0	1,478.4
<b>당기순이익</b>	302.2	249.5	440.4	959.0	1,478.4
<b>지배주주순이익</b>	-226.2	75.8	133.8	275.2	433.2
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-5.2	9.1	9.6	12.2	14.2
영업이익 증감율	-30.1	5.9	64.0	41.8	35.6
EBITDA 증감율	-17.3	5.7	36.7	29.3	26.9
지배주주순이익의 증감율	흑전	-133.5	76.5	105.7	57.4
EPS 증감율	적지	흑전	78.9	105.7	57.4
매출총이익율(%)	16.3	17.3	17.9	19.9	22.8
영업이익율(%)	5.5	5.4	8.0	10.2	12.1
EBITDA Margin(%)	9.8	9.5	11.8	13.6	15.1
지배주주순이익율(%)	-1.2	0.4	0.6	1.1	1.6

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, FRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	307.8	981.9	799.8	1,016.3	1,150.7
당기순이익	302.2	249.5	440.4	959.0	1,478.4
비현금항목의 가감	1,804.3	2,098.4	1,934.5	2,365.6	2,781.5
유형자산감가상각비	603.3	639.1	639.9	670.9	689.5
무형자산감가상각비	164.0	169.6	175.5	166.4	157.9
지분법평가손익	-34.6	-27.9	0.0	0.0	0.0
기타	1,071.6	1,317.6	1,119.1	1,528.3	1,934.1
영업활동자산부채증감	-1,052.6	-697.5	-847.8	-1,171.8	-1,566.8
매출채권및기타채권의감소	-70.1	-833.2	-455.3	-636.1	-832.1
채고자산의감소	80.8	73.6	-288.1	-402.5	-526.5
매입채무및기타채무의증가	-819.2	747.2	356.7	491.3	637.1
기타	-244.1	-685.1	-461.1	-624.5	-845.3
기타현금흐름	-746.1	-668.5	-727.3	-1,136.5	-1,542.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-994.8	-430.4	-446.6	-515.5	-417.3
유형자산의 취득	-710.4	-570.1	-752.1	-722.7	-657.4
유형자산의 처분	71.1	23.7	-33.2	-35.2	-32.1
무형자산의 손취득	-217.7	-326.3	-12.4	-45.4	-41.1
투자자산의감소(증가)	-266.2	0.0	-81.4	-136.9	-105.2
단기금융자산의감소(증가)	125.2	48.5	38.7	30.9	24.7
기타	3.2	393.8	393.8	393.8	393.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	573.9	700.0	-465.2	-730.5	-621.9
차입금의 증가(감소)	1,079.6	1,011.1	-368.2	-633.6	-525.0
<b>자본금지본잉여금의 증가(감소)</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-64.8	-138.7	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-125.1	-147.0	-71.7	-71.6	-71.6
기타	-315.8	-25.4	-25.3	-25.3	-25.3
기타현금흐름	278.0	-27.7	-455.3	-423.5	-377.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	164.9	1,223.8	-567.2	-653.2	-265.7
기초현금 및 현금성자산	3,539.2	3,704.1	4,927.9	4,360.7	3,707.5
기말현금 및 현금성자산	3,704.1	4,927.9	4,360.7	3,707.5	3,441.8

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, FRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	11,912.6	14,193.3	14,792.0	15,771.0	17,684.4
현금 및 현금성자산	3,704.1	4,927.9	4,360.7	3,707.5	3,441.8
단기금융자산	240.8	192.3	153.6	122.6	97.9
매출채권 및 기타채권	3,867.6	4,758.0	5,213.3	5,849.4	6,681.4
채고자산	3,136.4	3,010.5	3,298.6	3,701.0	4,227.5
기타유동자산	963.7	1,304.6	1,765.8	2,390.5	3,235.8
<b>비유동자산</b>	18,230.4	18,734.5	18,798.2	18,901.0	18,889.4
투자자산	1,162.1	1,162.1	1,243.5	1,380.4	1,485.6
유형자산	7,012.5	7,109.5	7,254.9	7,341.9	7,341.9
무형자산	8,547.4	8,833.8	8,670.7	8,549.7	8,432.9
기타비유동자산	1,508.4	1,629.1	1,629.1	1,629.0	1,629.0
<b>자산총계</b>	30,143.1	32,927.8	33,590.2	34,672.0	36,573.8
<b>유동부채</b>	11,024.2	13,754.4	13,714.0	13,854.8	14,203.0
매입채무 및 기타채무	5,658.5	6,718.9	7,075.6	7,566.9	8,203.9
단기금융부채	4,055.8	5,756.7	5,359.5	5,009.1	4,720.2
기타유동부채	1,309.9	1,278.8	1,278.9	1,278.8	1,278.9
<b>비유동부채</b>	7,229.4	6,939.1	6,968.1	6,684.9	6,448.8
장기금융부채	5,029.0	4,369.7	4,398.7	4,115.5	3,879.4
기타비유동부채	2,200.4	2,569.4	2,569.4	2,569.4	2,569.4
<b>부채총계</b>	18,253.6	20,693.5	20,682.0	20,539.7	20,651.7
<b>자본지분</b>	1,480.7	1,559.2	1,926.4	2,466.7	3,211.3
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,928.3	1,932.4	1,932.4	1,932.4	1,932.4
기타자본	-1,179.3	-1,163.1	-1,163.1	-1,163.1	-1,163.1
기타포괄손익누계액	688.9	746.7	1,051.7	1,388.4	1,771.4
이익잉여금	-81.6	-80.6	-18.4	185.2	546.8
비지배지분	10,409.3	10,675.1	10,981.8	11,665.5	12,710.7
<b>자본총계</b>	11,889.5	12,234.3	12,908.2	14,132.3	15,922.1

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, FRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-10,562	3,546	6,345	13,054	20,545
BPS	69,123	73,954	91,369	117,000	152,317
CFPS	98,376	109,856	112,646	157,686	202,050
DPS	2,000	4,000	4,000	4,000	4,000
<b>주가(배수배)</b>					
PER	-24.1	220.3	208.0	101.1	64.2
PER(최고)	-25.9	305.1	392.3		
PER(최저)	-7.4	66.7	115.8		
PBR	3.69	10.56	14.45	11.28	8.67
PBR(최고)	3.96	14.63	27.24		
PBR(최저)	1.13	3.20	8.04		
PSR	0.30	0.84	1.28	1.14	1.00
PCFR	2.6	7.1	11.7	8.4	6.5
EV/EBITDA	11.4	16.3	15.5	12.2	9.8
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%, 보통주, 현금)	9.0	21.8	12.3	5.7	3.7
배당수익률(%, 보통주, 현금)	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3
ROA	1.0	0.8	1.3	2.8	4.2
ROE	-14.6	5.0	7.7	12.5	15.3
ROIC	3.0	3.5	5.4	7.2	9.1
매출채권회전율	4.8	4.6	4.3	4.4	4.4
채고자산회전율	6.0	6.4	6.9	6.9	7.0
부채비율	153.5	169.1	160.2	145.3	129.7
순차입금비율	43.2	40.9	40.6	37.5	31.8
이자보상배율, 현금	2.0	2.1	3.6	5.5	7.9
<b>총차입금</b>	9,084.8	10,126.4	9,758.3	9,124.7	8,599.7
순차입금	5,139.9	5,006.2	5,244.0	5,294.5	5,060.0
EBITDA	1,771.0	1,871.4	2,557.9	3,308.5	4,198.4
FCF	-651.5	-154.3	128.3	221.4	393.0



## 경력직 신입, 후발주자의 가치

### BUY(Reinitiate)

목표주가 1,100,000원  
 증가(7/8): 763,000원

전기전자/디스플레이 Analyst 권민규

LG이노텍에 대한 투자 의견 'BUY' 목표주가 1,100,000원으로 신규 커버리지를 개시합니다. FC-BGA 기대감으로 인한 멀티플 리레이팅은 어느정도 진행되었고, 앞으로의 추가 실적(추가 고객사 확보, 양산 수율 확보, 증설 계획 공개 등)에 따라 경쟁업체들과의 Multiple Gap을 축소하는 것이 주가 상승의 핵심으로 판단됩니다. 실적에 대한 우려는 제한적입니다.

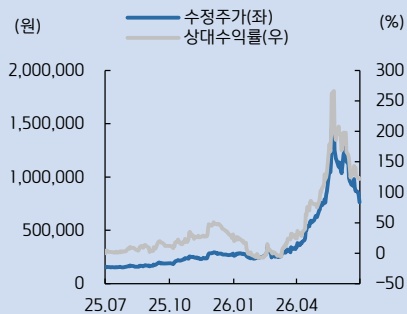
#### Stock Data

KOSPI (7/8)	7,246.79pt		
시가총액	180,580억원		
52주 주가동향	최고가 1,530,000원	최저가 148,000원	
최고/최저가 대비 등락	-50.1%	415.5%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-30.3%	-28.0%
	6M	169.6%	69.4%
	1Y	415.5%	121.6%

#### Company Data

발행주식수	23,667천주
일평균 거래량(3M)	450천주
외국인 지분율	24.5%
배당수익률(2026E)	0.2%
BPS(2026E)	291,726원
주요 주주	LG전자 외 1인 40.8%

#### Price Trend



### >>> 우려는 기우, 하방을 받쳐주는 카메라 모듈

2Q26 매출액 5조 432억원(YoY +28%, 이하), OP 2,006억원(+1,661%, OPM 4%)을 전망한다. 컨센서스 OP 1,895억원을 상회할 것으로 전망된다. 고환율 기조 아래 계절적 비수기임에도 아이폰 롱테일 수요 지속으로 전년대비 큰 폭의 영업이익 개선이 예상된다. 최근 북미고객사의 메모리 가격으로 인한 제품 가격 상승으로 부품 가격인하(CR) 우려가 불거졌으나, 가변조리개 탑재 및 화소 상승으로 가격 하방 압력은 제한적인 것으로 파악된다. 아이폰 판매 호조와 글로벌 점유율 상승 전망되므로 실적 하락에 대한 우려보다 기판 사업 이익을 개선으로 인한 업사이드에 주목해야한다.

### >>> 멀티플 재평가와 증명이 핵심

최근 주가 상승은 FC-BGA 업황 기대감에 따른 멀티플 리레이팅으로 발생했다. 서버향 FC-BGA 매출 가시화 전이지만 RF-SiP, FC-CSP에서의 기술력과 고객사 레퍼런스를 감안, FC-BGA사업 확장 가능성을 높게 평가해 멀티플 수준은 이미 글로벌 ABF기판 Peer 대비 70% 수준까지 상승했다. 이제 증명해야할 부분은 하반기 시작될 글로벌 주요 고객사향 PC CPU 물량 소화, 1H27 다수의 고객사에 서버향 고다층(10L 후반~20L초반) 물량을 공급하며 실적 개선을 이끌어내야한다. 기존 사업인 RF-SiP, FC-CSP 레퍼런스 기반으로 신규 고객사 확보와 LTA 체결, 증설 물량 예약 등 중장기 사업 수혜 가시화 시 추가적인 리레이팅 룠이 충분히 남아있다. FC-BGA 후발 주자이고 뒤늦은 투자로 적자폭이 심했던 만큼, 현재의 쇼티지 상황에서 가장 가파른 실적 상승 및 고객사 추가 확보가 가능한 포지션이다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	21,200.8	21,896.6	24,591.1	26,316.6	27,506.2
영업이익	706.0	665.0	1,205.7	1,553.2	1,882.2
EBITDA	1,986.1	1,815.3	2,240.7	2,656.2	3,291.0
세전이익	588.8	408.6	1,117.7	1,549.9	1,766.0
순이익	449.3	341.3	894.2	1,239.9	1,412.8
지배주주지분순이익	449.3	341.3	894.2	1,239.9	1,412.8
EPS(원)	18,983	14,419	37,781	52,389	59,693
증감률(% YoY)	-20.5	-24.0	162.0	38.7	13.9
PER(배)	8.5	18.8	21.5	15.5	13.6
PBR(배)	0.72	1.11	2.79	2.34	1.97
EV/EBITDA(배)	2.6	4.0	8.6	7.2	5.4
영업이익률(%)	3.3	3.0	4.9	5.9	6.8
ROE(%)	8.9	6.1	14.1	16.4	15.7
순차입금비용(%)	25.0	15.0	0.0	-1.4	-16.6

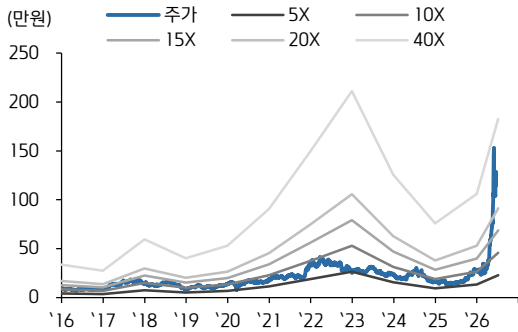
자료: 키움증권 리서치센터

### 목표주가 Valuation

구분	내용	단위	비고
목표주가	1,100,000	원	
적용 EPS	52,389	원	27F 예상 EPS
Target Multiple	21.9	배	글로벌 Peer 평균 Multiple 30% 할인 적용
적정 가치	1,147,319	원	적용 EPS * Target Multiple

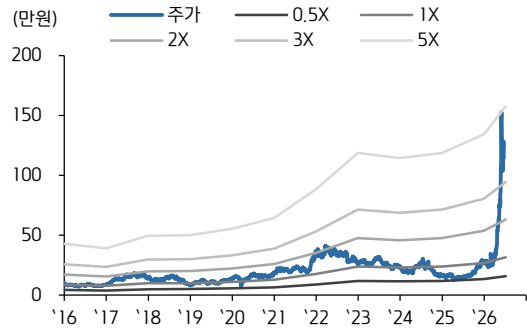
자료: 키움증권

### LG이노텍 12M/F PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권

### LG이노텍 12M/F PBR Band Chart



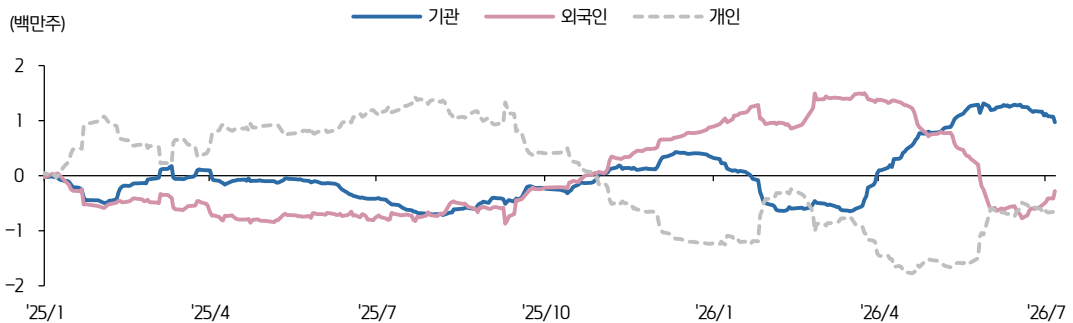
자료: FnGuide, 키움증권

### LG이노텍 주가 추이



자료: FnGuide, 키움증권, \*주: 로그스케일

### LG이노텍 투자자별 순매수 추이



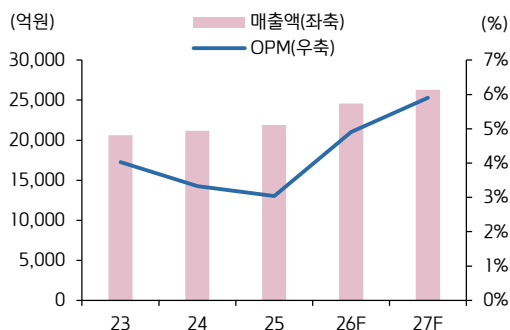
자료: 키움증권

### LG이노텍 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>49,828</b>	<b>39,346</b>	<b>53,694</b>	<b>76,097</b>	<b>55,348</b>	<b>51,045</b>	<b>59,483</b>	<b>80,036</b>	<b>218,965</b>	<b>245,911</b>	<b>263,166</b>
광학솔루션	41,384	30,527	44,812	66,462	46,106	40,861	49,058	68,937	183,185	204,962	212,892
패키지솔루션	3,769	4,162	4,377	4,892	4,371	5,016	5,228	5,826	17,200	20,441	27,779
모빌리티솔루션	4,675	4,657	4,506	4,743	4,871	5,168	5,196	5,273	18,581	20,507	22,494
<b>매출 비중(%)</b>											
광학솔루션	83%	78%	83%	87%	83%	80%	82%	86%	84%	83%	81%
패키지솔루션	8%	11%	8%	6%	8%	10%	9%	7%	8%	8%	11%
모빌리티솔루션	9%	12%	8%	6%	9%	10%	9%	7%	8%	8%	9%
<b>QoQ(%)</b>	<b>-25%</b>	<b>-21%</b>	<b>36%</b>	<b>42%</b>	<b>-27%</b>	<b>-8%</b>	<b>17%</b>	<b>35%</b>			
광학솔루션	-28%	-26%	47%	48%	-31%	-11%	20%	41%			
패키지솔루션	-2%	10%	5%	12%	-11%	15%	4%	11%			
모빌리티솔루션	-1%	0%	-3%	5%	3%	6%	1%	1%			
<b>YoY</b>	<b>15%</b>	<b>-14%</b>	<b>-6%</b>	<b>15%</b>	<b>11%</b>	<b>30%</b>	<b>11%</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>12%</b>	<b>7%</b>
광학솔루션	18%	-17%	-7%	15%	11%	34%	9%	4%	3%	12%	4%
패키지솔루션	15%	10%	18%	28%	16%	21%	19%	19%	18%	19%	36%
모빌리티솔루션	-5%	-6%	-6%	0%	4%	11%	15%	11%	-4%	10%	10%
<b>영업이익</b>	<b>1,251</b>	<b>114</b>	<b>2,038</b>	<b>3,247</b>	<b>2,952</b>	<b>2,037</b>	<b>2,946</b>	<b>4,122</b>	<b>6,650</b>	<b>12,056</b>	<b>15,532</b>
광학솔루션	734	-336	1,619	2,806	2,434	1,348	2,041	2,964	4,822	8,787	9,151
패키지솔루션	288	226	288	487	367	545	714	1,031	1,289	2,657	5,586
모빌리티솔루션	229	224	131	-45	152	143	191	126	539	612	795
<b>영업이익률(%)</b>	<b>2.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.1%</b>	<b>3.0%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.9%</b>
광학솔루션	2%	-1%	4%	4%	5%	3%	4%	4%	3%	4%	4%
패키지솔루션	8%	5%	7%	10%	8%	11%	14%	18%	7%	13%	20%
모빌리티솔루션	5%	5%	3%	-1%	3%	3%	4%	2%	3%	3%	4%
<b>YoY</b>	<b>-29%</b>	<b>-92%</b>	<b>56%</b>	<b>31%</b>	<b>136%</b>	<b>1688%</b>	<b>45%</b>	<b>27%</b>	<b>-6%</b>	<b>81%</b>	<b>29%</b>
광학솔루션	-52%	-133%	42%	23%	232%	-501%	26%	6%	-19%	82%	4%
패키지솔루션	198%	-17%	143%	120%	27%	141%	148%	112%	82%	106%	110%
모빌리티솔루션	57%	2%	191%	87%	-34%	-36%	46%	-379%	39%	14%	30%

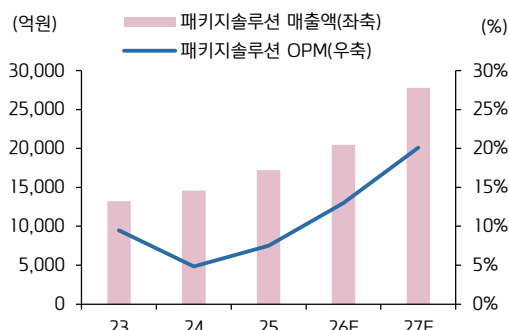
자료: 키움증권

### LG이노텍 실적 전망



자료: 키움증권

### LG이노텍 패키지솔루션 사업부 실적 전망



자료: 키움증권

## LG이노텍 증설 관련 정리

국가	부품	내용
베트남 하이퐁	FC-BGA RF-SiP FC-CSP	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 패키지 솔루션 2030년 매출 3조원 이상 달성 위한 생산능력 확대</li> <li>- 1조원 건물/부지/인프라 건설 투자 발표(1차)</li> <li>- 2, 3차 더 큰 금액 투자 발표 예정(설비 등)</li> <li>- 총 CAPEX 3조원 안팎 예상</li> <li>- CAPA 확정은 고객사와 협의</li> <li>- FC-BGA, FC-CSP 모두 고객사 LTA, 선수금 등 투자 기반</li> <li>- 27년 5월 준공 이후 2H27 시생산, 1H28 양산 예정</li> </ul>
국내 구미	FC-BGA	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 신규 건물 건설이 아닌 기존 공장 증설</li> <li>- FC-BGA 설비 추가</li> <li>- 총 CAPEX 3조원에 포함되는 투자 규모일 것으로 예상</li> <li>- 과거 4,000억원 CAPEX로 구축된 공장</li> </ul>

자료: LG이노텍, 키움증권

**포괄손익계산서**

(단위: 십억원)

12월 결산, FRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	21,200.8	21,896.6	24,591.1	26,316.6	27,506.2
매출원가	19,457.1	20,147.0	22,134.8	23,400.5	24,280.4
매출총이익	1,743.7	1,749.6	2,456.3	2,916.1	3,225.8
판매비	1,037.6	1,084.6	1,250.6	1,362.9	1,343.6
<b>영업이익</b>	706.0	665.0	1,205.7	1,553.2	1,882.2
<b>EBITDA</b>	1,986.1	1,815.3	2,240.7	2,656.2	3,291.0
<b>영업외손익</b>	-117.2	-256.4	-88.1	-3.3	-116.2
이자수익	39.2	41.5	62.4	56.3	90.7
이자비용	113.2	87.9	82.0	69.5	56.5
외환관련이익	634.7	552.4	703.5	617.6	673.6
외환관련손실	589.0	565.6	577.9	587.8	588.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-88.9	-196.8	-194.1	-19.9	-235.3
<b>법인세차감전이익</b>	588.8	408.6	1,117.7	1,549.9	1,766.0
법인세비용	139.5	67.4	223.5	310.0	353.2
계속사업순손익	449.3	341.3	894.2	1,239.9	1,412.8
<b>당기순이익</b>	449.3	341.3	894.2	1,239.9	1,412.8
<b>자배주순이익</b>	449.3	341.3	894.2	1,239.9	1,412.8
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	29	33	123	70	45
영업이익 증감율	-150	-58	813	288	212
EBITDA 증감율	58	-86	234	185	239
자배주순이익 증감율	-205	-240	1620	387	139
EPS 증감율	-205	-240	1620	387	139
매출총이익율(%)	82	80	100	111	117
영업이익률(%)	33	30	49	59	68
EBITDA Margin(%)	94	83	91	101	120
자배주순이익률(%)	21	16	36	47	51

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

12월 결산, FRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,110.1	1,311.4	1,926.0	2,466.3	3,022.3
당기순이익	449.3	341.3	894.2	1,239.9	1,412.8
비현금항목의 가감	1,665.5	1,562.7	1,489.4	1,637.6	1,939.2
유형자산감가상각비	1,229.0	1,100.5	967.6	1,051.0	1,368.6
무형자산감가상각비	51.0	49.8	67.3	52.0	40.2
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	406.5	412.4	454.5	534.6	530.4
영업활동자산부채증감	-815.8	-410.1	-214.5	-88.0	-10.7
매출채권및기타채권의감소	-284.9	-673.4	-420.8	-269.4	-185.8
채고자산의감소	8.7	-244.3	-220.1	-141.0	-97.2
매입채무및기타채무의증가	-494.4	442.9	452.3	352.7	307.7
기타	-45.2	64.7	-25.9	-30.3	-35.4
기타현금흐름	-209.9	-162.5	-243.1	-323.2	-319.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	-969.5	-796.3	-932.1	-2,071.0	-1,251.6
유형자산의 취득	-879.0	-611.0	-1,323.8	-2,145.1	-1,543.1
유형자산의 처분	7.3	1.3	75.2	23.5	23.4
무형자산의 취득	-69.5	-142.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-30.0	-211.4	151.3	-111.7	110.1
단기금융자산의감소(증가)	-1.6	-3.5	-5.3	-8.2	-12.6
기타	3.3	170.6	170.5	170.5	170.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	-219.8	-452.9	-210.2	-379.5	-394.8
차입금의 증가(감소)	-145.3	-391.1	-153.4	-322.7	-338.0
<b>자본금자본잉여금의 증가(감소)</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-61.8	-49.5	-44.5	-44.5	-44.5
기타	-12.7	-12.3	-12.3	-12.3	-12.3
기타현금흐름	19.0	-5.2	-78.0	-219.7	-187.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-60.3	77.0	705.6	-208.9	1,188.8
기초현금 및 현금성자산	1,389.6	1,329.4	1,406.4	2,112.1	1,908.1
기말현금 및 현금성자산	1,329.4	1,406.4	2,112.1	1,908.1	3,097.0

자료: 키움증권 리서치센터

**재무상태표**

(단위: 십억원)

12월 결산, FRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	5,853.1	6,778.4	8,160.2	8,392.5	9,887.2
현금 및 현금성자산	1,329.4	1,406.4	2,116.1	1,899.6	3,063.3
단기금융자산	65	100	153	235	36.1
매출채권 및 기타채권	2,810.2	3,419.2	3,840.0	4,109.4	4,295.2
채고자산	1,575.2	1,788.8	2,008.9	2,149.8	2,247.0
기타유동자산	131.8	1,540	1,799	2,102	2,456
<b>비유동자산</b>	5,525.1	5,152.5	5,214.9	6,345.2	6,345.9
투자자산	164.3	375.7	224.4	336.1	226.0
유형자산	4,479.8	3,724.2	4,005.1	5,075.8	5,226.8
무형자산	219.0	296.4	229.0	177.0	136.8
기타비유동자산	662.0	756.2	756.4	756.3	756.3
<b>자산총계</b>	11,378.2	11,930.9	13,375.1	14,737.7	16,233.1
<b>유동부채</b>	3,954.9	4,507.2	4,962.0	5,202.9	5,243.7
매입채무 및 기타채무	3,063.4	3,576.4	4,028.7	4,381.3	4,689.0
단기금융부채	693.3	733.3	735.8	624.0	357.1
기타유동부채	198.2	197.5	197.5	197.6	197.6
<b>비유동부채</b>	2,069.5	1,660.6	1,504.7	1,293.8	1,222.7
장기금융부채	1,981.4	1,548.9	1,393.0	1,182.1	1,111.0
기타비유동부채	88.1	111.7	111.7	111.7	111.7
<b>부채총계</b>	6,024.3	6,167.8	6,466.7	6,496.7	6,466.4
<b>자본지분</b>	5,353.9	5,763.1	6,908.4	8,240.9	9,800.4
자본금	118.3	118.3	118.3	118.3	118.3
자본잉여금	1,133.6	1,133.6	1,133.6	1,133.6	1,133.6
기타자본	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타포괄손익누계액	234.1	320.2	611.7	761.6	944.2
이익잉여금	3,868.2	4,191.2	5,040.9	6,236.3	7,604.6
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	5,353.9	5,763.1	6,908.4	8,240.9	9,800.4

**투자지표**

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, FRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	18,983	14,419	37,781	52,389	59,693
BPS	226,215	243,505	291,726	348,568	414,095
CFPS	90,242	80,450	100,713	121,582	141,630
DPS	2,090	1,880	1,880	1,880	1,880
<b>주가배수(배)</b>					
PER	85	188	215	155	136
PER(최고)	16.1	20.8	47.3		
PER(최저)	8.0	8.4	6.0		
PBR	0.72	1.11	2.79	2.34	1.97
PBR(최고)	1.35	1.23	6.13		
PBR(최저)	0.67	0.50	0.77		
PSR	0.18	0.29	0.78	0.73	0.70
PCFR	1.8	3.4	8.1	6.7	5.7
EV/EBITDA	2.6	4.0	8.6	7.2	5.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%, 보통주, 현금)	11.0	13.0	5.0	3.6	3.1
배당수익률(%, 보통주, 현금)	1.3	0.7	0.2	0.2	0.2
ROA	4.0	2.9	7.1	8.8	9.1
ROE	8.9	6.1	14.1	16.4	15.7
ROIC	9.1	9.0	15.6	17.9	19.9
매출채권회전율	83	70	68	66	65
채고자산회전율	135	130	130	127	125
부채비율	112.5	107.0	93.7	78.8	66.0
순차입금비율	25.0	15.0	0.0	-1.4	-16.6
이자보상배율 현금	6.2	7.6	14.7	22.3	33.3
<b>총차입금</b>	2,674.7	2,282.2	2,128.8	1,806.1	1,468.1
순차입금	1,338.8	865.8	-2.6	-1,170.0	-1,631.3
EBITDA	1,986.1	1,815.3	2,240.7	2,656.2	3,291.0
FCF	730	541.3	536.4	135.9	1,384.2

LG전자 (066570)



## BUY(Reinitiate)

목표주가 230,000원  
 추가(7/8): 195,800원

전기전자/디스플레이 **Analyst 권민규**

LG전자에 대한 투자의견 'BUY' 목표주가 230,000원으로 신규 커버리지를 개시합니다. 글로벌 매크로 환경 악화에도 견조한 실적으로 하방을 방어하는 중이며, 로보틱스, AI 데이터센터향 칠러 등 고성장 신사업을 육성하고 있는 구간입니다. 사업 개시 전 기대감을 통한 멀티플 상승과, 해당 산업 개화 및 실적으로 증명되며 과거 레거시 기업의 평가에서 벗어나 고성장 기업으로의 재평가가 예상됩니다.

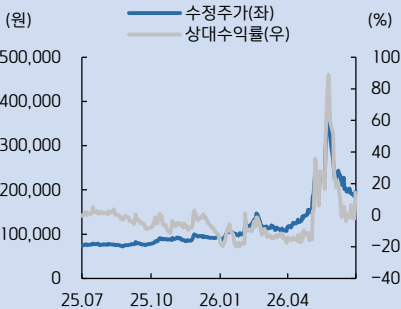
### Stock Data

KOSPI (7/8)	7,246.79pt		
시가총액	318,928억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	392,500원	72,200원	
최고/최저가 대비 등락	-50.1%	171.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-26.9%	-24.5%
	6M	112.4%	33.4%
	1Y	166.0%	14.4%

### Company Data

발행주식수	162,885천주
일평균 거래량(3M)	2,895천주
외국인 지분율	28.6%
배당수익률(2026E)	0.7%
BPS(2026E)	150,089원
주요 주주	LG 외 2인 35.3%

### Price Trend



## 든든한 하방 증명, 신성장에 주목

### >>> 2Q26 Review: 선방한 실적 + 관세환급

2Q26 매출액 23조 8,297억원(YoY+115%, 이하), OP 1조 5,788억원(+147%, OPM 7%)를 기록했다. 전쟁으로 인한 물류비 상승, 소비 약화 등 우려가 있었으나, 컨센서스 OP 1조 4,226억원을 상회했다. 상회 배경은 1) 고환율, 2) HS사업부 B2B, 구독 매출 성장 및 비용 절감, 3) MS사업부 이머징마켓 실적 회복 및 스포츠이벤트 호황, 4) 관세 환급, 5) 연결 자회사의 호실적이 배경이었다. 관세 환급은 이번 분기에 대부분 반영된 것으로 파악된다.

### >>> 멀티플 변화를 받아들이는 구간

최근 로봇 기대감 반영으로 추가 급등 이후 조정 중이나, 이는 과거 레거시 세트 위주의 업체에서 고성장산업 업체로의 멀티플 변화에 적응하는 시기라고 판단된다. 로보틱스 및 데이터센터 사업은 추후 지속 주목받을 영역으로, 높아진 Historical Mutiple 수준은 모멘텀 재도래 시 주가가 다시금 가파르게 상승할 수 있다는 근거가 된다.

**로보틱스:** 동사는 그룹사 내 로보틱스 밸류체인 수직 통합 역량으로 재평가받고있다. 동사의 로보틱스 사업은 홈로봇과 액추에이터(악시움) 투트랙으로 진행된다. 액추에이터는 로봇 원가의 40%차지하는 주요 부품으로, 6월에 파일라인, 하반기 양산을 목표로 한다. 홈로봇의 경우 데이터 팩토리를 구축하고 있으며, 엔비디아와 RFM 고도화를 위한 훈련을 준비 중이다.

**데이터센터:** AI DC향 수랭/공랭 칠러 통합 솔루션 업체로 포지셔닝 중이다. CSP향 칠러는 퀄테스트 마무리 임박, 2H27부터 매출 기여가 예상되고, AI인프라 업체향 CDU도 퀄테스트도 진행 중이다. 퀄테스트 통과 시 해당 레퍼런스 기반 빠른 사업 확장이 예상된다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	87,728.2	89,200.9	94,748.4	98,092.5	101,832.1
영업이익	3,419.7	2,478.4	4,580.0	5,033.8	5,645.1
EBITDA	6,953.5	6,080.4	8,254.0	8,570.9	9,046.6
세전이익	1,335.8	1,836.4	4,132.6	4,545.9	5,173.0
순이익	591.4	1,220.4	3,099.4	3,409.4	3,879.7
지배주주지분순이익	367.5	960.6	2,541.5	2,829.8	3,297.8
EPS(원)	2,032	5,321	14,114	15,715	18,314
증감률(% YoY)	-48.4	161.8	165.2	11.3	16.5
PER(배)	41.1	17.3	13.4	12.0	10.3
PBR(배)	0.72	0.69	1.26	1.12	0.99
EV/EBITDA(배)	3.7	4.2	4.8	4.3	3.7
영업이익률(%)	3.9	2.8	4.8	5.1	5.5
ROE(%)	1.8	4.3	10.0	9.8	10.2
순차입금비율(%)	27.2	18.0	7.0	-3.6	-12.7

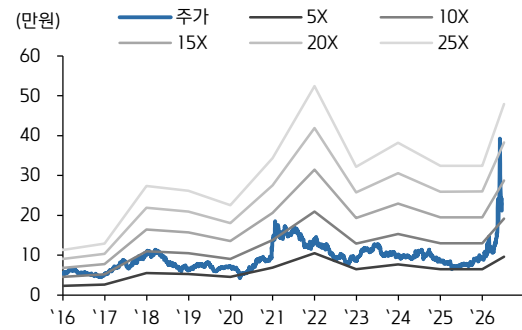
자료: 키움증권 리서치센터

### LG전자 목표주가 Valuation

구분	내용	단위	비고
목표주가	230,000	원	
적용 EPS	150,089	원	26년 예상 BPS
Target Multiple	1.45	배	과거 애플카 기대감 반영 시기(2021년) 연간 평균 PBR 적용
적정 가치	231,137	원	적용 EPS * Target Multiple

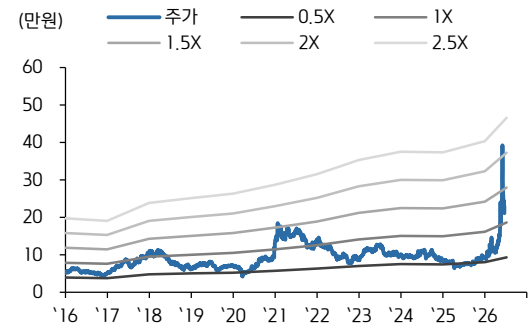
자료: 키움증권

### LG전자 12M/F PER Band Chart



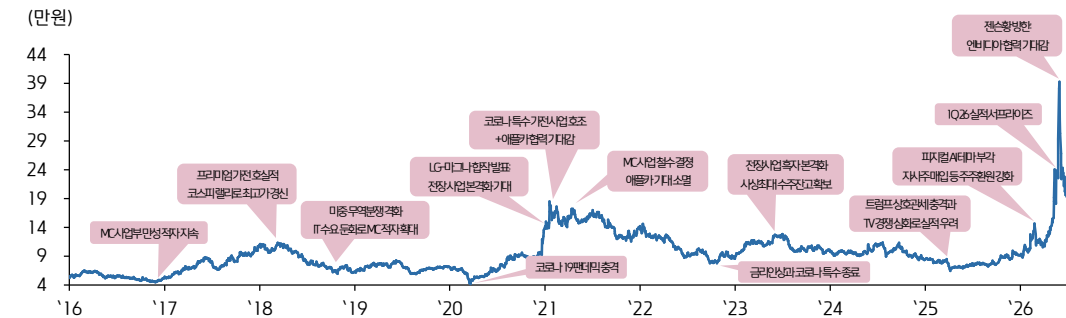
자료: FnGuide, 키움증권

### LG전자 12M/F PBR Band Chart



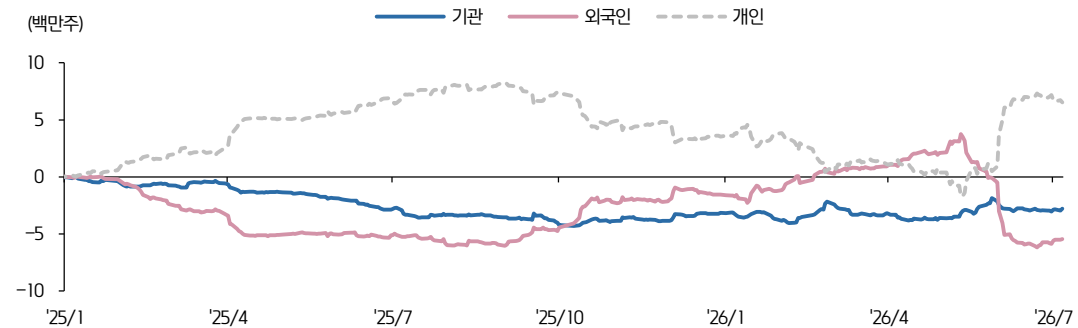
자료: FnGuide, 키움증권

### LG전자 주가 추이



자료: FnGuide, 키움증권

### LG전자 투자자별 순매수 추이



자료: FnGuide, 키움증권

## LG전자 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>22,740</b>	<b>20,735</b>	<b>21,874</b>	<b>23,852</b>	<b>23,727</b>	<b>23,830</b>	<b>22,599</b>	<b>24,593</b>	<b>89,201</b>	<b>94,748</b>	<b>98,093</b>
HS	6,697	6,594	6,580	6,254	6,943	7,278	6,646	6,379	26,126	27,246	28,343
MS	4,950	4,393	4,653	5,430	5,169	5,180	4,746	5,484	19,426	20,579	20,423
VS	2,843	2,849	2,647	2,796	3,064	3,046	2,700	2,880	11,136	11,690	12,097
ES	3,054	2,644	2,167	1,457	2,822	2,750	2,189	1,486	9,323	9,247	9,564
LG이노텍	4,983	3,935	5,369	7,610	5,535	5,104	5,948	8,004	21,897	24,591	26,317
기타	212	319	458	304	193	472	370	359	1,293	1,394	1,350
<b>매출액 YoY</b>	<b>8%</b>	<b>-4%</b>	<b>-1%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>15%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>
HS	9%	3%	5%	5%	4%	10%	1%	2%	5%	4%	4%
MS	-2%	-13%	-9%	-3%	4%	18%	2%	1%	-7%	6%	-1%
VS	7%	6%	1%	5%	8%	7%	2%	3%	5%	5%	3%
ES	18%	4%	1%	-6%	-8%	4%	1%	2%	6%	-1%	3%
LG이노텍	15%	-14%	-6%	15%	11%	30%	11%	5%	3%	12%	7%
기타	-34%	-24%	45%	-9%	-9%	48%	-19%	18%	-7%	8%	-3%
<b>매출비중</b>											
HS	31%	29%	26%	30%	31%	29%	26%	30%	29%	29%	29%
MS	22%	21%	22%	21%	20%	20%	22%	20%	22%	22%	21%
VS	13%	12%	12%	13%	13%	12%	12%	13%	12%	12%	12%
ES	12%	10%	6%	12%	12%	10%	6%	12%	10%	10%	10%
LG이노텍	21%	26%	33%	23%	23%	28%	33%	24%	25%	26%	27%
기타	2%	2%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>영업이익</b>	<b>1,259</b>	<b>639</b>	<b>689</b>	<b>-109</b>	<b>1,674</b>	<b>1,579</b>	<b>883</b>	<b>444</b>	<b>2,478</b>	<b>4,580</b>	<b>5,034</b>
영업이익 YoY	-6%	28%	-508%	-14%	-18%	26%	168%	-1%	-28%	85%	10%
HS	645	440	366	-171	570	695	332	-64	1,279	1,533	1,722
MS	5	-192	-303	-262	372	233	47	-110	-751	543	163
VS	125	126	150	158	212	195	108	173	559	687	830
ES	407	251	133	-143	249	250	88	15	647	601	753
LG이노텍	125	11	204	325	295	204	295	412	665	1,206	1,553
기타	-47	3	139	-16	-23	2	13	18	79	10	12
<b>영업이익률</b>	<b>5.5%</b>	<b>3.9%</b>	<b>1.8%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.2%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.8%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
HS	10%	7%	6%	-3%	8%	10%	5%	-1%	5%	6%	6%
MS	0%	-4%	-7%	-5%	7%	5%	1%	-2%	-4%	3%	1%
VS	4%	4%	6%	6%	7%	6%	4%	6%	5%	6%	7%
ES	13%	9%	6%	-10%	9%	9%	4%	1%	7%	7%	8%
LG이노텍	3%	0%	4%	4%	5%	4%	5%	5%	3%	5%	6%
기타	-22%	1%	30%	-5%	-12%	0%	4%	5%	6%	1%	1%

자료: LG전자, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, FFS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	87,728.2	89,200.9	94,748.4	98,092.5	101,832.1
매출원가	66,348.9	68,359.2	70,724.0	74,283.7	76,872.8
매출총이익	21,379.2	20,841.7	24,024.5	23,808.8	24,959.3
판매비	17,959.6	18,363.3	19,444.4	18,775.0	19,314.1
<b>영업이익</b>	3,419.7	2,478.4	4,580.0	5,033.8	5,645.1
<b>EBITDA</b>	6,953.5	6,080.4	8,254.0	8,570.9	9,046.6
영업외손익	-2,083.9	-642.0	-447.5	-487.8	-472.2
이자수익	500.5	409.4	511.3	664.0	755.9
이자비용	571.3	600.1	570.0	559.5	477.0
외환관련이익	2,892.4	2,880.8	3,069.9	2,766.3	2,856.9
외환관련손실	2,979.9	2,862.5	2,891.0	2,925.0	2,811.0
중속 및 관계기업손익	-992.4	111.2	173.8	243.2	255.5
기타	-933.2	-580.8	-741.5	-676.8	-1,052.5
<b>법인세차감이익</b>	1,358.8	1,836.4	4,132.6	4,545.9	5,173.0
법인세비용	462.5	608.5	1,033.1	1,136.5	1,293.2
계속사업순손익	873.3	1,228.0	3,099.4	3,409.4	3,879.7
<b>당기순이익</b>	591.4	1,220.4	3,099.4	3,409.4	3,879.7
<b>지배주주순이익</b>	367.5	960.6	2,541.5	2,829.8	3,297.8
<b>증감률 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감률	6.6	1.7	6.2	3.5	3.8
영업이익 증감률	-6.4	-27.5	84.8	9.9	12.1
EBITDA 증감률	1.2	-12.6	35.7	3.8	5.6
지배주주순이익 증감률	-48.5	161.4	164.6	11.3	16.5
EPS 증감률	-48.4	161.8	165.2	11.3	16.5
매출총이익율(%)	24.4	23.4	25.4	24.3	24.5
영업이익률(%)	3.9	2.8	4.8	5.1	5.5
EBITDA Margin(%)	7.9	6.8	8.7	8.7	8.9
지배주주순이익률(%)	0.4	1.1	2.7	2.9	3.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, FFS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	3,842.7	4,280.5	7,392.5	7,947.1	8,109.4
당기순이익	591.4	1,220.4	3,099.4	3,409.4	3,879.7
비현금항목의 가감	8,140.6	6,450.6	6,799.7	6,603.0	6,449.7
유형자산감가상각비	2,992.9	3,040.1	2,989.3	2,972.2	2,935.3
무형자산감가상각비	540.9	561.9	684.7	564.9	466.2
지분법평가손익	-992.4	-1,111.2	-1,111.2	-1,111.2	-1,111.2
기타	5,599.2	2,959.8	3,236.9	3,177.1	3,159.4
영업활동자산부채증감	-3,797.4	-2,043.1	-1,423.6	-1,042.2	-1,214.5
매출채권및기타채권의감소	-871.0	-1,590.6	-1,337.2	-1,449.1	-560.9
채고자산의감소	-1,154.1	-293.2	-1,232.3	-434.7	-1,504.5
매입채무및기타채무의증가	-701.0	572.4	778.3	518.4	566.8
기타	-1,071.3	-731.7	367.6	323.2	284.1
기타현금흐름	-1,091.9	-1,347.4	-1,083.0	-1,023.1	-1,005.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-4,211.9	-3,013.6	-2,961.2	-2,918.5	-2,720.3
유형자산의 취득	-2,356.4	-2,615.3	-2,915.2	-2,812.5	-2,612.5
유형자산의 처분	41.2	101.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1,285.6	-1,272.8	-3.5	-10.5	-20.7
투자자산의감소(증가)	-74.9	69.5	-24.0	-32.0	-20.8
단기금융자산의감소(증가)	-703.1	769.7	48.1	3.0	0.2
기타	166.9	-66.5	-66.6	-66.5	-66.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	-704.7	-319.5	429.4	873.5	-760.1
차입금의 증가(감소)	216.1	-1,425.5	-699.3	-254.9	-1,888.5
지급금(이자비용의 증가)감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-316.7	-266.3	-243.7	-243.9	-243.9
기타	-604.1	1,372.3	1,372.4	1,372.3	1,372.3
기타현금흐름	159.4	249.4	-2,617.9	-2,607.8	-2,650.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-914.5	1,196.8	2,242.7	3,294.3	1,979.0
기초현금 및 현금성자산	8,487.6	7,573.0	8,769.8	11,012.6	14,306.8
기말현금 및 현금성자산	7,573.0	8,769.8	11,012.6	14,306.8	16,285.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, FFS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	33,923.5	34,869.9	39,266.3	44,118.1	47,878.2
현금 및 현금성자산	7,573.0	8,769.8	11,012.6	14,306.8	16,285.9
단기금융자산	821.0	51.3	3.2	0.2	0.0
매출채권 및 기타채권	11,345.3	11,927.6	13,264.8	14,713.9	15,274.8
채고자산	10,729.4	11,085.0	12,317.3	12,752.0	14,256.5
기타유동자산	3,454.8	3,036.2	2,668.4	2,345.2	2,061.0
<b>비유동자산</b>	31,706.1	33,750.3	33,130.3	32,559.5	31,923.3
투자자산	3,686.6	3,728.4	3,863.7	4,006.9	4,139.0
유형자산	17,075.2	16,714.3	16,640.3	16,480.6	16,157.8
무형자산	3,518.7	4,370.4	3,689.3	3,134.8	2,689.4
기타비유동자산	7,425.6	8,937.2	8,937.0	8,937.2	8,937.1
<b>자산총계</b>	65,629.6	68,620.2	72,396.6	76,677.5	79,801.5
<b>유동부채</b>	27,307.4	27,183.2	27,846.8	28,121.1	28,201.7
매입채무 및 기타채무	19,400.6	20,216.6	20,994.9	21,513.3	22,080.1
단기금융부채	3,275.1	2,886.6	2,771.9	2,527.8	2,041.6
기타유동부채	4,631.7	4,080.0	4,080.0	4,080.0	4,080.0
<b>비유동부채</b>	13,110.5	12,885.0	12,300.4	12,299.7	10,865.4
장기금융부채	11,967.5	11,073.7	10,489.1	10,488.4	9,054.1
기타비유동부채	1,143.0	1,811.3	1,811.3	1,811.3	1,811.3
<b>부채총계</b>	40,417.9	40,068.1	40,147.2	40,420.8	39,067.1
<b>자본지분</b>	20,994.8	23,887.4	27,026.9	30,454.6	34,350.3
자본금	904.2	904.2	904.2	904.2	904.2
자본잉여금	2,970.3	4,328.8	4,328.8	4,328.8	4,328.8
기타자본	-44.9	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타포괄손익누계액	812.5	1,235.3	2,077.2	2,919.1	3,760.9
이익잉여금	16,352.8	17,419.3	19,716.9	22,302.8	25,356.6
비지배자본	4,216.9	4,664.6	5,222.5	5,802.1	6,384.1
<b>자본총계</b>	25,211.7	28,552.0	32,249.4	36,256.8	40,734.4
<b>투자지표</b>					
(단위: 원, %, 배)					
<b>12월 결산, FFS 연결</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2032	5321	14,114	15,715	18,314
BPS	116,100	132,654	150,089	169,124	190,758
CFPS	48,287	42,496	54,973	55,602	57,362
DPS	1,000	1,350	1,350	1,350	1,350
<b>주가배수배)</b>					
PER	41.1	17.3	13.4	12.0	10.3
PER(최고)	56.8	19.3	31.0		
PER(최저)	40.5	12.0	6.1		
PBR	0.72	0.69	1.26	1.12	0.99
PBR(최고)	0.99	0.77	2.92		
PBR(최저)	0.71	0.48	0.58		
PSR	0.17	0.19	0.36	0.35	0.33
PCFR	1.7	2.2	3.4	3.4	3.3
EV/EBITDA	3.7	4.2	4.8	4.3	3.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% 보통주, 현금)	27.5	18.0	7.1	6.4	5.7
배당수익률(% 보통주, 현금)	1.2	1.5	0.7	0.7	0.7
ROA	0.9	1.8	4.4	4.6	5.0
ROE	1.8	4.3	10.0	9.8	10.2
ROIC	6.3	6.3	12.1	13.1	14.5
매출채권회전율	8.3	7.7	7.5	7.0	6.8
채고자산회전율	8.8	8.2	8.1	7.8	7.5
부채비율	160.3	140.3	124.5	111.5	95.9
순차입금비율	27.2	18.0	7.0	-3.6	-12.7
이자보상배율(현금)	6.0	4.1	8.0	9.0	11.8
<b>총차입금</b>	15,242.5	13,960.3	13,261.1	13,016.3	11,095.8
순차입금	6,848.5	5,139.2	2,245.3	-1,290.7	-5,190.1
EBITDA	6,953.5	6,080.4	8,254.0	8,570.9	9,046.6
FCF	-2,316.7	-537.9	2,766.6	3,447.3	3,787.6

이수페타시스 (007660)



## BUY(Reinitiate)

목표주가 190,000원

주가(7/8): 87,800원

전기전자/디스플레이 Analyst 권민규

이수페타시스에 대한 투자 의견 'BUY' 목표주가 190,000원으로 신규 커버리지를 개시합니다. 그동안 Full Capa로 인해 실적 상승이 제한적이었으나, 하반기부터 신규 고객사 및 Capa 확보로 본격적인 상승세를 예상합니다. MLB 기판 산업은 수요가 공급을 상당부분 초과하는 공급자 우위 시장으로, 실적의 안정적인 우상향에 기반해 현재 가치는 저평가 상태라 판단합니다.

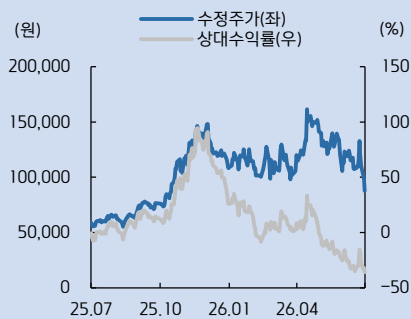
### Stock Data

KOSPI (7/8)	7,246.79pt		
시가총액	64,453억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	161,400원	55,300원	
최고/최저가 대비 등락	-45.6%	58.8%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-16.9%	-14.2%
	6M	-18.9%	-49.0%
	1Y	49.3%	-35.8%

### Company Data

발행주식수	73,409천주
일평균 거래량(3M)	1,420천주
외국인 지분율	19.2%
배당수익률(2026E)	0.2%
BPS(2026E)	13,653원
주요 주주	이수 외 5인 26.1%

### Price Trend



## 오래 쉬었고, 재반등의 시간

### >>> MLB, 공급보다 수요가 월등하게 많다

2Q26 컨센서스 OP 748억원은 부합할 것으로 전망된다(당사 전망치 751억원, OPM 21%). 이미 풀 Capa로 인한 가동률 상승 제한으로 타 기판 업체 대비 매출 상승률이 상대적으로 낮아 주가가 부진했다. 이미 멀티플은 충분히 안정화됐다. 다시 MLB의 업황과 가치에 주목해야 할 때다.

시장 수요는 공급이 따라지 못할 정도로 가파르게 확대되고 있다. Scale out 국면에서 네트워크 역할 확대(ex. Vera Rubin 랙 내 NVSwitch ASIC 탑재 개수의 2배 확대 등), Hyperscaler들의 ASIC 출시 일정 압박, 400G → 800G 전환, 성능 요구사항에 맞춘 층수 증가 등 수요는 점화 심화되고 있다. 반면 공급은 원자재(CCL, 유리섬유)소티지와 다중적층 공법 적용으로 인한 Capa Loss로 늘어나는 수요에 대응하기 힘든 상태다. 고객사는 납기가 길어져도 계속해서 주문을 밀어넣고 있다. 이미 1H27까지 수주잔고가 가득 찬 상황이며, 신규 고객사들은 3,000m2의 큰 Capa 할당을 요구할 만큼 공급 여력이 부족하다. 이제는 고객 요구를 고마진(메인) 제품 위주로 선별적으로 수용하는 단계로 진입했다. 원자재 가격 상승에 따른 평가 협상도 진행 중이다. 상승한 평가는 2H26부터 적용이 예상된다.

### >>> 하반기를 감안하면 지금이 기회

하반기부터 다중적층 물량 확대, 신규 고객사 물량 공급 개시, 기존 고객사 내 메인 물량 선별 수주로 OPM의 추가 상향을 예상한다. 다중적층 Capa 확장 로드맵도 고객사 수요 기반으로 공격적으로 앞당겨지고 있다. 또한 태국 APEX JV를 통한 폭발적인 매출 상승 가능성도 보유하고 있다. 하반기부터 예정된 성장성은 아직 주가에 반영되지 않았다. 글로벌 Peer 대비로도 멀티플은 낮아진 상황이다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	836.9	1,088.0	1,544.9	2,112.3	2,805.5
영업이익	101.9	204.7	339.1	503.4	663.9
EBITDA	126.2	234.4	369.6	545.4	712.3
세전이익	91.8	201.7	333.9	499.4	659.9
순이익	74.0	160.5	267.1	399.5	527.9
지배주주지분순이익	74.0	160.5	267.1	399.5	527.9
EPS(원)	1,116	2,257	3,638	5,442	7,191
증감률(% YoY)	55.1	102.2	61.2	49.6	32.1
PER(배)	23.8	52.8	26.9	18.0	13.6
PBR(배)	5.39	11.58	7.18	5.21	3.81
EV/EBITDA(배)	15.0	36.9	19.1	12.7	9.4
영업이익률(%)	12.2	18.8	21.9	23.8	23.7
ROE(%)	24.9	29.6	30.4	33.5	32.3
순차입금비용(%)	51.5	-12.9	-12.5	-19.9	-28.0

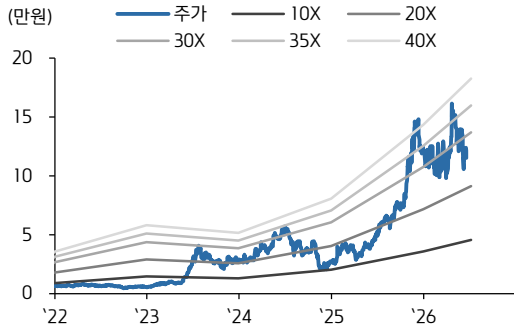
자료: 키움증권 리서치센터

### 이수페타시스 목표주가 Valuation

구분	내용	단위	비고
목표주가	190,000	원	
적용 EPS	5,442	원	27년 예상 EPS
Target Multiple	35.5	배	Global Peer 27F PER 평균 적용
적정 가치	193,191	원	적용 EPS * Target Multiple

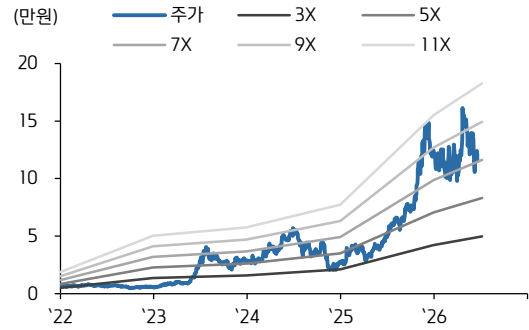
자료: 키움증권

### 이수페타시스 12M/F PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권

### 이수페타시스 12M/F PBR Band Chart



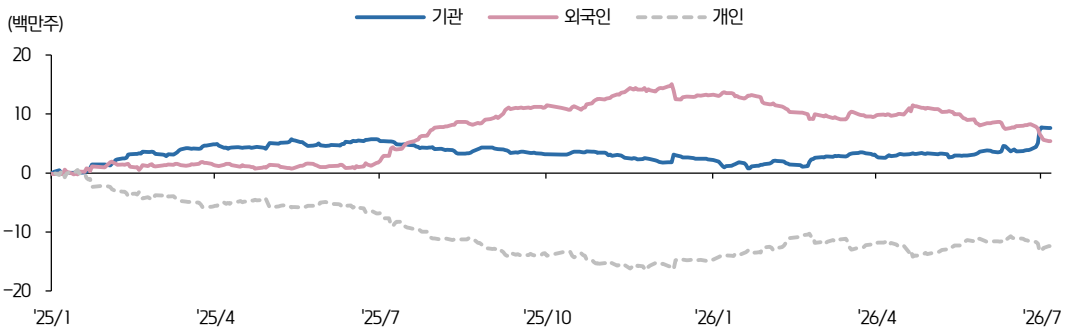
자료: FnGuide, 키움증권

### 이수페타시스 주가 추이



자료: FnGuide, 키움증권, \*주: 로그스케일

### 이수페타시스 투자자별 순매수 추이



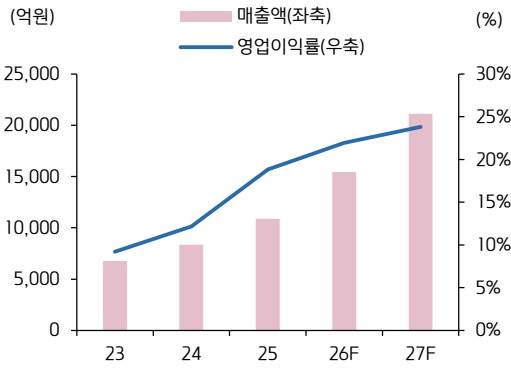
자료: 키움증권

## 이수페타시스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>연결 매출액</b>	<b>2,525</b>	<b>2,414</b>	<b>2,961</b>	<b>2,980</b>	<b>3,403</b>	<b>3,625</b>	<b>4,037</b>	<b>4,384</b>	<b>10,880</b>	<b>15,449</b>	<b>21,123</b>
매출액 YoY	26%	18%	43%	32%	35%	50%	36%	47%	30%	42%	37%
매출액 QoQ	12%	-4%	23%	1%	14%	7%	11%	9%			
페타시스(별도)	2,096	2,097	2,583	2,521	2,763	2,994	3,362	3,668	9,297	12,786	17,603
미주법인	54	53	59	63	65	66	68	69	229	269	301
중국법인	538	500	585	675	788	796	852	894	2,297	3,330	4,180
조정	-163	-236	-265	-279	-213	-231	-245	-247	-943	-936	-961
<b>연결 영업이익</b>	<b>477</b>	<b>421</b>	<b>584</b>	<b>565</b>	<b>672</b>	<b>751</b>	<b>951</b>	<b>1,016</b>	<b>2,047</b>	<b>3,390</b>	<b>5,034</b>
<b>영업이익률</b>	<b>19%</b>	<b>17%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>24%</b>	<b>23%</b>	<b>19%</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>
영업이익 YoY	107%	53%	126%	122%	41%	79%	63%	80%	101%	66%	48%
영업이익 QoQ	87%	-12%	39%	-3%	19%	12%	27%	7%			

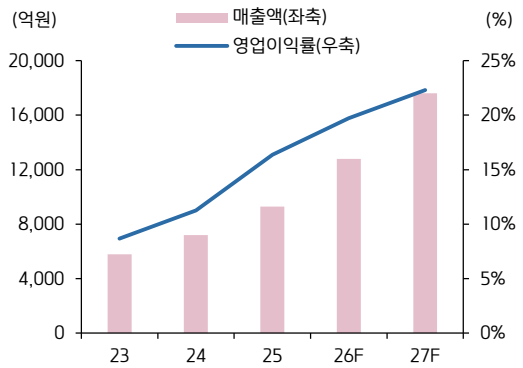
자료: 키움증권

## 이수페타시스(별도) 매출 추이 및 전망



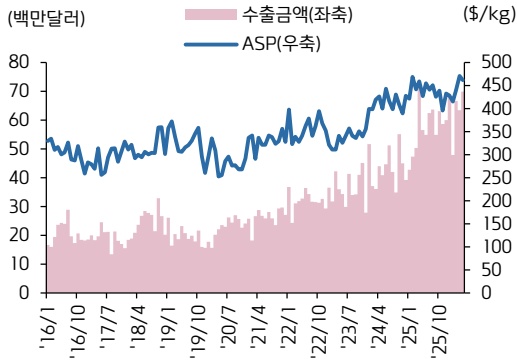
자료: 키움증권

## 이수페타시스(연결) 매출 추이 및 전망



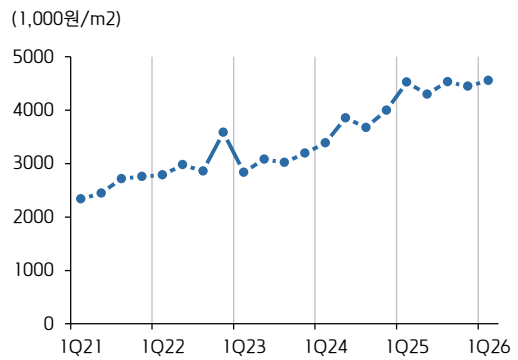
자료: 키움증권

### MLB 기판 수출 추이



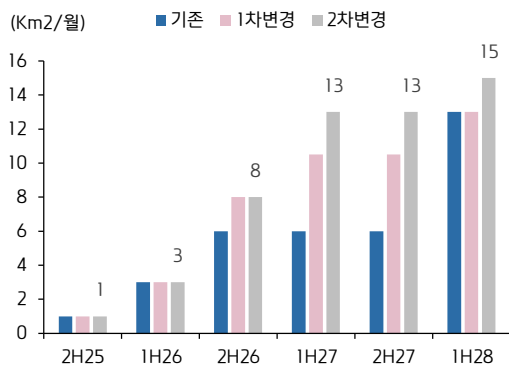
자료: Trass, 키움증권

### 이수페타시스 ASP 추이



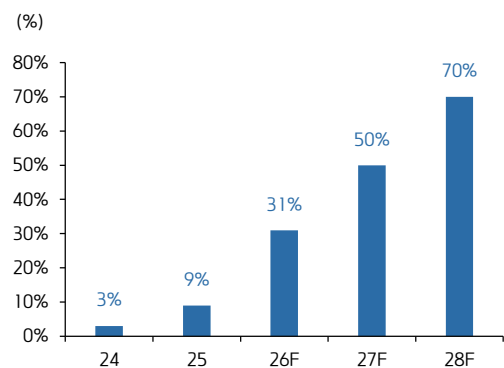
자료: Dart, 키움증권

### 이수페타시스 다중적층 Capa 추이



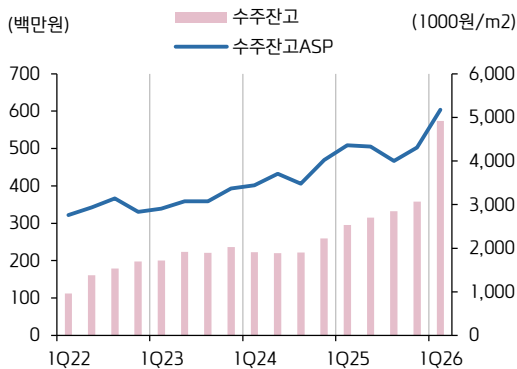
자료: 이수페타시스, 키움증권

### 이수페타시스 다중적층 매출비중 전망



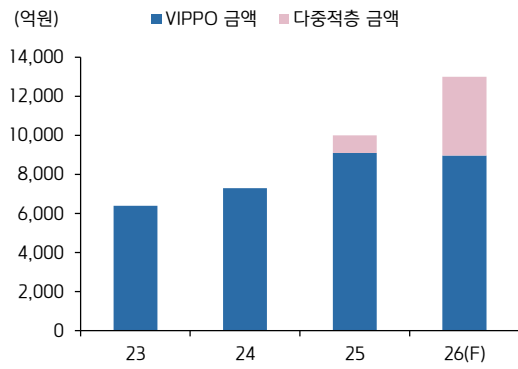
자료: 이수페타시스, 키움증권

### 이수페타시스 수주잔고 추이



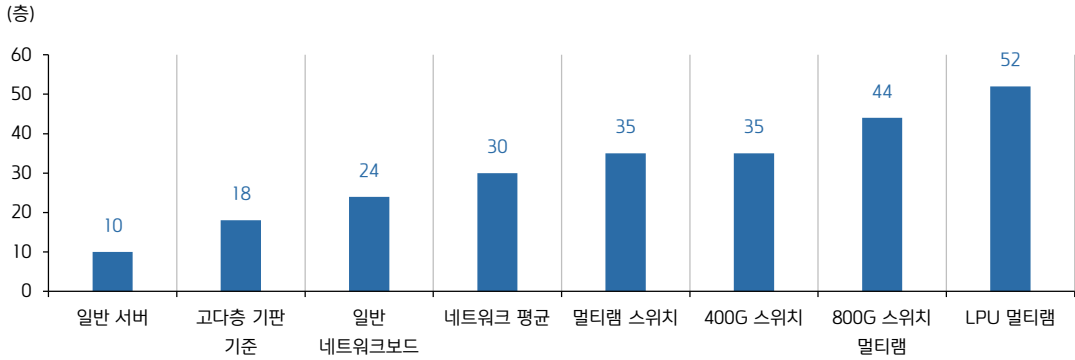
자료: Dart, 키움증권

### 이수페타시스 연도별 수주 추이 및 전망



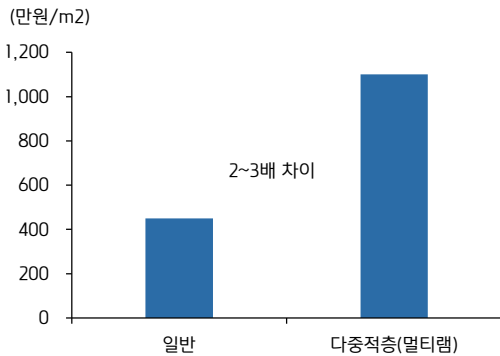
자료: 이수페타시스, 키움증권

### 이수페타시스 제품별 층수 비교



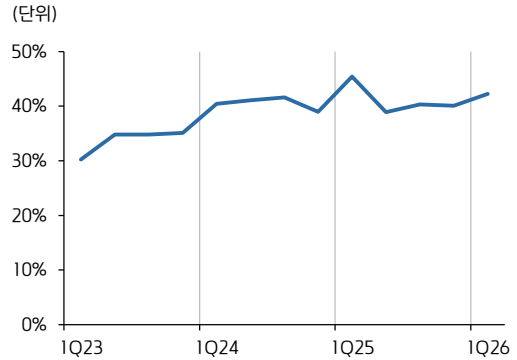
자료: 키움증권

### 이수페타시스 제품별 ASP 비교



자료: 키움증권

### 이수페타시스 G사항 매출 비중 추이



자료: 키움증권

### 이수페타시스 생산 Site 배분 계획

#### 생산 Site 배분 계획

구분	페타시스	중국법인	ISU-APEX (태국)법인				
이미지							
전략 목표	고난이도/고부가 제품 대응 미래 전략 아이템 개발	VIPPO 중심 생산체제 구축	빠른 기술력 향상을 통한 시장 선점				
제품군	다중적층 (MultiLam, HDI) 고다층 VIPPO (18층 이상)	중고다층 VIPPO	중저층 VIPPO 일반 MLB				
투자계획	<ul style="list-style-type: none"> <li>1~3단계에 걸친 단계적 투자</li> <li>3단계 CAPA (~28.2Q)</li> </ul> <table border="1"> <tr> <td>다중적층</td> <td>12.5K+α (m)</td> </tr> <tr> <td>VIPPO</td> <td>9K(m)</td> </tr> </table>	다중적층	12.5K+α (m)	VIPPO	9K(m)	<ul style="list-style-type: none"> <li>26년 설비투자 진행 예정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>26년 상·하반기 분산 투자 예정</li> <li>- 26.1H: APEX 자체 투자 (최종 CAPA의 30~40% 수준)</li> <li>- 26.2H: ISU 추가 투자 진행 검토</li> </ul>
다중적층	12.5K+α (m)						
VIPPO	9K(m)						
Application	가속기	네트워크	서버	DRAM, PC			

자료: 이수페타시스, 키움증권

이수페타시스 Peer Group Valuation Table

(단위: 억원)		이수페타시스	대덕전자	Unimicron	WUS	GCE	TTM	Shennan	VGT
시가총액		6,372	5,223	64,269	54,546	27,870	22,488	60,593	59,138
OPM	2025	18.9	4.6	5.1	22.9	23.4	9.1	15.6	26.7
	2026F	21.2	16.0	14.4	26.1	29.0	13.9	18.7	30.7
	2027F	23.9	18.6	23.5	28.1	32.9	15.1	20.8	32.3
	2028F	24.4	19.9	28.6	29.5	36.0	15.2	22.4	32.4
PER	2025	52.3	51.0	50.2	36.8	35.3	42.4	47.3	57.4
	2026F	22.9	27.2	55.6	42.1	29.8	35.6	52.3	28.9
	2027F	15.8	19.2	27.2	26.3	18.4	27.1	35.9	16.2
	2028F	12.4	14.8	16.8	16.6	12.5	22.3	26.3	11.3
PBR	2025	11.6	2.6	3.3	9.3	10.3	4.2	9.0	15.1
	2026F	6.4	5.0	11.1	12.3	12.5	7.8	12.5	7.5
	2027F	4.5	4.1	8.8	8.7	9.5	6.6	9.3	5.5
	2028F	3.4	3.2	6.6	6.1	6.0	4.8	7.1	4.0
ROE	2025	29.6	5.4	6.9	28.4	35.1	10.7	20.6	33.8
	2026F	30.5	19.7	20.7	28.6	51.3	21.8	26.3	30.1
	2027F	32.8	23.0	34.5	33.0	58.9	22.3	29.7	37.2
	2028F	31.3	23.9	39.0	35.3	47.0	-	31.4	38.4
EV/EBITDA	2025	36.9	14.3	13.7	28.9	22.4	18.5	30.0	42.1
	2026F	16.0	14.9	29.8	29.0	18.3	22.7	36.3	22.5
	2027F	11.2	11.3	16.4	17.6	12.8	18.3	26.1	12.5
	2028F	9.0	9.1	11.1	11.7	8.3	15.5	20.3	9.0

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	836.9	1,088.0	1,544.9	2,112.3	2,805.5
매출원가	680.3	805.7	1,114.7	1,501.0	1,993.7
매출충이익	156.6	282.3	430.2	611.2	811.8
판매비	54.7	77.6	91.1	107.9	147.9
<b>영업이익</b>	101.9	204.7	339.1	503.4	663.9
<b>EBITDA</b>	126.2	234.4	369.6	545.4	712.3
영업외손익	-10.1	-3.0	-5.2	-4.0	-4.0
이자수익	3.0	6.5	6.9	9.3	13.3
이자비용	11.7	8.3	8.1	7.1	5.6
외환관련이익	33.6	31.5	28.4	119.9	22.9
외환관련손실	21.2	31.6	25.3	12.3	14.5
중속 및 관계기업손익	-0.1	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6
기타	-13.7	2.5	-3.5	-110.2	-16.5
<b>법인세차감전이익</b>	91.8	201.7	333.9	499.4	659.9
법인세비용	17.8	41.2	66.8	99.9	132.0
계속사업손익	74.0	160.5	267.1	399.5	527.9
<b>당기순이익</b>	74.0	160.5	267.1	399.5	527.9
<b>지배주주순이익</b>	74.0	160.5	267.1	399.5	527.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	23.9	30.0	42.0	36.7	32.8
영업이익 증감율	63.9	100.9	65.7	48.5	31.9
EBITDA 증감율	62.8	85.7	57.7	47.6	30.6
지배주주순이익 증감율	55.1	116.9	66.4	49.6	32.1
EPS 증감율	55.1	102.2	61.2	49.6	32.1
매출충이익율(%)	18.7	25.9	27.8	28.9	28.9
영업이익율(%)	12.2	18.8	21.9	23.8	23.7
EBITDA Margin(%)	15.1	21.5	23.9	25.8	25.4
지배주주순이익율(%)	8.8	14.8	17.3	18.9	18.8

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	84.9	168.8	193.4	300.0	395.0
당기순이익	74.0	160.5	267.1	399.5	527.9
비현금항목의 가감	75.0	114.3	126.3	167.6	200.5
유형자산감가상각비	23.7	28.8	29.5	41.1	47.6
무형자산감가상각비	0.7	0.9	1.1	0.9	0.8
지분법평가손익	-0.1	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6
기타	50.7	88.2	99.3	129.2	155.7
영업활동자산부채증감	-47.5	-76.8	-132.7	-170.0	-209.8
매출채권및기타채권의감소	-67.9	13.5	-89.9	-111.7	-136.4
채고자산의감소	-12.8	-116.3	-125.5	-155.8	-190.4
매입채무및기타채무의증가	54.7	36.2	76.4	94.7	115.7
기타	-21.5	-10.2	6.3	2.8	1.3
기타현금흐름	-16.6	-29.2	-67.3	-97.1	-123.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	-63.0	-346.7	-118.8	-102.2	-92.3
유형자산의 취득	-59.9	-153.5	-90.0	-75.0	-65.0
유형자산의 처분	13.8	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.3	-1.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.1	-24.2	-30.7	-30.7	-30.7
단기금융자산의감소(증가)	-0.3	-174.7	-5.3	-3.6	-3.7
기타	-15.4	7.1	7.2	7.1	7.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	3.1	262.2	-25.4	-45.7	-64.1
차입금의 증가(감소)	11.4	-7.6	-7.0	-27.3	-45.7
<b>자본금·자본잉여금의 증가(감소)</b>	0.0	280.8	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.3	-9.5	-16.9	-16.9	-16.9
기타	-2.0	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5
기타현금흐름	7.4	-1.8	-34.0	-34.0	-34.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	32.4	82.4	15.2	118.1	204.7
기초현금 및 현금성자산	48.0	80.4	162.8	178.0	296.1
기말현금 및 현금성자산	80.4	162.8	178.0	296.1	500.8

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	522.7	862.8	1,092.3	1,478.8	2,012.7
현금 및 현금성자산	80.4	162.8	178.0	296.1	500.8
단기금융자산	1.0	175.7	181.0	184.6	188.3
매출채권 및 기타채권	228.9	214.1	304.0	415.7	552.1
채고자산	186.9	298.8	424.3	580.1	770.4
기타유동자산	25.5	11.4	5.0	2.3	1.1
<b>비유동자산</b>	267.4	426.7	513.3	573.5	617.2
투자자산	27.4	48.0	75.2	102.4	129.5
유형자산	201.5	307.5	368.0	401.9	419.3
무형자산	7.2	8.9	7.8	6.9	6.0
기타비유동자산	31.3	62.3	62.3	62.3	62.4
<b>자산총계</b>	790.1	1,289.5	1,605.7	2,052.2	2,629.8
<b>유동부채</b>	377.4	416.5	491.4	573.8	667.4
매입채무 및 기타채무	170.9	211.8	288.2	382.9	498.6
단기금융부채	173.5	136.7	135.2	123.0	100.8
기타유동부채	33.0	68.0	68.0	67.9	68.0
<b>비유동부채</b>	85.2	116.8	111.3	96.2	72.7
장기금융부채	76.7	103.9	98.4	83.3	59.8
기타비유동부채	8.5	12.9	12.9	12.9	12.9
<b>부채총계</b>	462.6	533.3	602.7	670.1	740.1
<b>자본지분</b>	327.5	755.5	1,002.3	1,381.4	1,889.0
자본금	63.2	73.4	73.4	73.4	73.4
자본잉여금	81.0	351.7	351.7	351.7	351.7
기타자본	-4.9	-4.9	-4.9	-4.9	-4.9
기타포괄손익누계액	15.9	9.6	6.2	2.7	-0.7
이익잉여금	172.3	325.8	576.0	958.6	1,469.6
비지배자본	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>자본총계</b>	327.5	756.2	1,003.0	1,382.1	1,889.7

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,116	2,257	3,638	5,442	7,191
BPS	4,938	10,292	13,653	18,818	25,733
CFPS	2,247	3,864	5,359	7,725	9,922
DPS	150	230	230	230	230
<b>주가배수(배)</b>					
PER	23.8	52.8	26.9	18.0	13.6
PER(최고)	52.0	69.4	45.2		
PER(최저)	18.3	10.8	26.5		
PBR	5.39	11.58	7.18	5.21	3.81
PBR(최고)	11.76	15.22	12.04		
PBR(최저)	4.14	2.37	7.05		
PSR	2.11	7.79	4.66	3.41	2.56
PCFR	11.8	30.9	18.3	12.7	9.9
EV/EBITDA	15.0	36.9	19.1	12.7	9.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	12.8	10.5	6.3	4.2	3.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
ROA	10.5	15.4	18.5	21.8	22.5
ROE	24.9	29.6	30.4	33.5	32.3
ROIC	19.0	29.3	40.3	46.3	49.0
매출채권회전율	4.4	4.9	6.0	5.9	5.8
재고자산회전율	4.6	4.5	4.3	4.2	4.2
부채비율	141.2	70.5	60.1	48.5	39.2
순차입금비율	51.5	-12.9	-12.5	-19.9	-28.0
이자보상배율, 현금	8.7	24.6	41.9	70.5	119.4
<b>총차입금</b>	250.2	240.6	233.6	206.3	160.6
순차입금	168.8	-97.9	-125.4	-274.4	-528.5
EBITDA	126.2	234.4	369.6	545.4	712.3
FCF	11.9	-49.5	79.1	199.7	304.7



BUY(initiate)

목표주가 190,000원  
 추가(7/8): 145,500원

전기전자/디스플레이 Analyst 권민규

기가비스에 대한 투자 의견 'BUY' 목표주가 190,000원으로 신규 커버리지를 개시합니다. FC-BGA 소티지와 주요 핵심 업체들의 증설 국면에서 과반 이상의 점유율을 차지한 동사의 수혜를 예상합니다. 글로벌 고객사들이 일제히 증설을 시작하며 수주 공시가 이어지는 가운데, 하반기 삼성전기, LGO노텍, 대덕전자 등 국내 업체들의 증설도 예정되어 있어 추가적인 모멘텀 보유하고 있다 판단합니다.

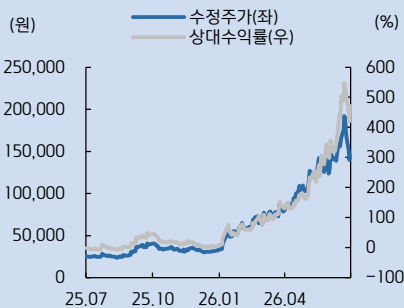
Stock Data

KOSDAQ (7/8)	785.00pt		
시가총액	18,443억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	192,200원	23,700원	
최고/최저가 대비 등락	-24.3%	513.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	17.8%	36.8%
	6M	337.6%	426.3%
	1Y	472.8%	472.3%

Company Data

발행주식수	12,676천주
일평균 거래량(3M)	160천주
외국인 지분율	2.3%
배당수익률(2026E)	0.6%
BPS(2026E)	18,726원
주요 주주	김중준 외 3인 47.9%

Price Trend



예상보다 더 더 더

>>> 단순 CAPEX 증가보다 훨씬 큰 수요 예상

실적은 시장 예상치를 크게 상회하는 수준을 예상한다. 26년 예상 매출액 1,150억원(YoY +120%), OP 387억원(+223%, OPM 34%), 27년 예상 매출액 2,639억원( +130%) OP 1,096억원(+183%, OPM 42%)을 예상한다.

(컨센서스: 26F OP 200억원, 27F OP 713억원)

동사는 글로벌 FC-BGA 업체들 내 검사/수리 장비의 60% M/S를 확보하고 있다. 자연스럽게 실적은 FC-BGA 업체들의 CAPEX와 유사한 흐름을 보인다. 현재의 소티지 국면에서 주요 FC-BGA 업체들은 일제히 증설을 발표/진행 중이며 현재 기준 26~28F CAPEX 컨센서스 합산은 1차 사이클(22~23년) 대비 약 40%정도 높다. 해당 금액은 아직 삼성전기 등 주요 업체들의 CAPEX가 확정되지 않아 추가적으로 상향 여지가 많 이 남은 수치다.

동사의 실적은 +40% 상승에 그치지 않는다. 과거 대비 3~4배 의 장비가 더 필요할 것으로 판단되기 때문이다.

① 동사 장비는 FC-BGA 기판의 완성품 외관이 아니라 각 층 의 내층 회로를 검사한다. 따라서 FC-BGA가 고다층화 될수록 검사 대상이 증가한다. ② 기판 대면적화 시 500mm x 500mm 판넬 안의 기판 수는 감소해 같은 최종 생산량이라도 검사량이 추가적으로 더 늘어난다. ③ 기판 가격이 가파르 게 상승하며 테스트 샘플의 숫자도 늘어나 검사 장비가 추가적 으로 필요하다. 뿐만 아니라 수리 장비의 수요도 늘어난다. 삼성전기는 서버용 FC-BGA가 PC용 표준 대비 면적 4배 이 상, 층수 2배 이상(20층 초과)라고 언급했다. 증설 사이클 규모 는 과거보다 훨씬 크다. 글로벌 핵심 업체들은 모두 동사의 장 비를 사용 중이다. 현재 수주금액 예상치는 약 650억원 규모, 수주 공시 텀은 더 짧아질 예정이다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	26.1	52.4	115.0	214.6	178.1
영업이익	-1.8	12.1	38.7	88.9	67.8
EBITDA	-1.0	12.9	39.5	89.7	68.5
세전이익	4.4	15.4	42.9	93.7	72.4
순이익	3.4	15.5	36.5	79.6	61.5
지배주주지분순이익	3.4	15.5	36.5	79.6	61.5
EPS(원)	269	1,219	2,880	6,281	4,853
증감률(% YoY)	NA	352.9	136.2	118.1	-22.7
PER(배)	91.2	25.8	48.6	22.3	28.8
PBR(배)	1.51	1.89	7.48	5.78	4.95
EV/EBITDA(배)	-189.0	20.7	42.0	18.6	23.6
영업이익률(%)	-6.9	23.1	33.7	41.4	38.1
ROE(%)	1.7	7.4	16.3	29.3	18.5
순차입금비율(%)	-59.2	-62.7	-47.6	-35.4	-43.4

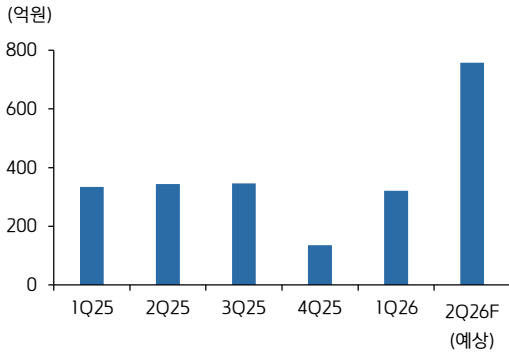
자료: 키움증권 리서치센터

## 기가비스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>46</b>	<b>89</b>	<b>72</b>	<b>317</b>	<b>60</b>	<b>200</b>	<b>397</b>	<b>493</b>	<b>523</b>	<b>1,150</b>	<b>2,146</b>
매출액 YoY	-26%	-2%	81%	360%	30%	125%	450%	56%	100%	120%	87%
매출액 QoQ	-33%	93%	-19%	337%	-81%	234%	99%	24%			
- 제품	31	71	57	294	40	171	364	455	453	1,029	1,972
- 기타	15	18	16	23	20	29	33	38	72	120	173
<b>영업이익</b>	<b>-19</b>	<b>20</b>	<b>9</b>	<b>110</b>	<b>-10</b>	<b>60</b>	<b>148</b>	<b>189</b>	<b>120</b>	<b>387</b>	<b>889</b>
<b>영업이익률</b>	<b>-42%</b>	<b>23%</b>	<b>12%</b>	<b>35%</b>	<b>-16%</b>	<b>30%</b>	<b>37%</b>	<b>38%</b>	<b>23%</b>	<b>34%</b>	<b>41%</b>
영업이익 YoY	118%	486%	-376%	흑전	-50%	195%	1612%	71%	흑전	223%	130%
영업이익 QoQ	106%	-205%	-57%	1172%	-109%	흑전	147%	27%			

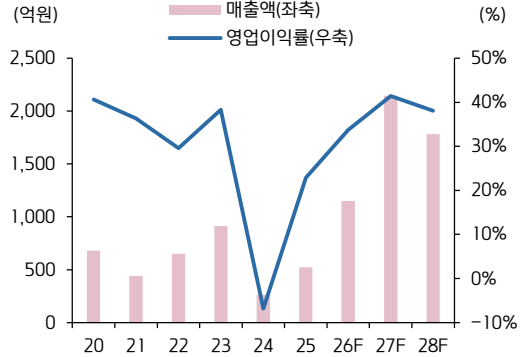
자료: 기가비스, 키움증권

## 기가비스 수주잔고 추이



자료: 키움증권

## 기가비스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 키움증권

## 기가비스 수주 공시 정리

공시일	상대방	금액 (억원)	계약기간
2025-03-04	싱가포르 반도체 기판 제조회사	114	25.02.28~26.10.27
2025-04-22	일본 반도체 기판 제조회사	28	25.04.22~27.02.28
2025-11-17	일본 반도체 기판 제조회사	38	25.11.14~26.10.27
2026-03-03	대만 반도체 기판 제조회사	109	26.02.27~26.12.03
2026-04-24	한국 반도체 기판 제조회사	90	26.04.24~26.10.30
2026-06-04	일본 반도체 기판 제조회사	95	26.06.02~27.05.31
2026-07-06	중국 반도체 기판 제조회사	151	26.07.06~27.03.13
2026-07-07	한국 반도체 기판 제조회사	100	26.07.06~27.01.31

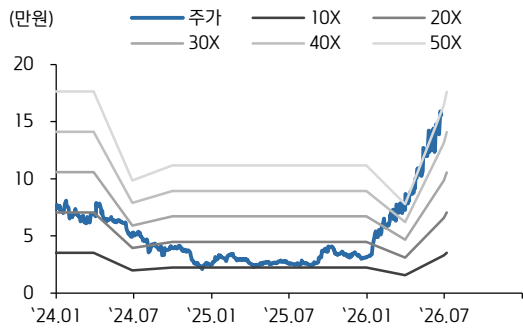
자료: Dart, 키움증권

### 기가비스 목표주가 Valuation

구분	내용	단위	비고
목표주가	190,000	원	
적용 EPS	6,281	원	27년 예상 EPS
Target Multiple	31.2	배	과거 FC-BGA 호황 사이클 저점
적정 가치	195,967	원	적용 EPS * Target Multiple

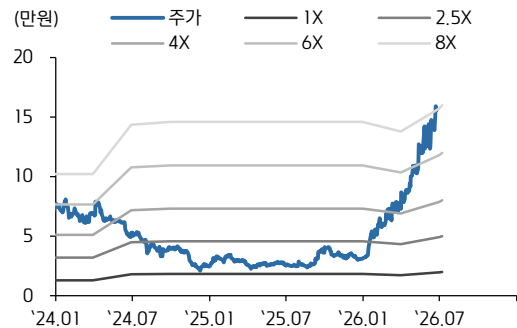
자료: 키움증권

### 기가비스 12M/F PER Band Chart



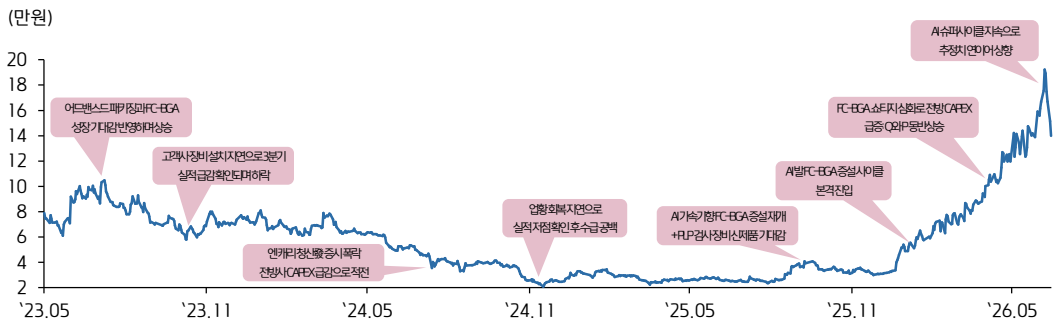
자료: FnGuide, 키움증권

### 기가비스 12M/F PBR Band Chart



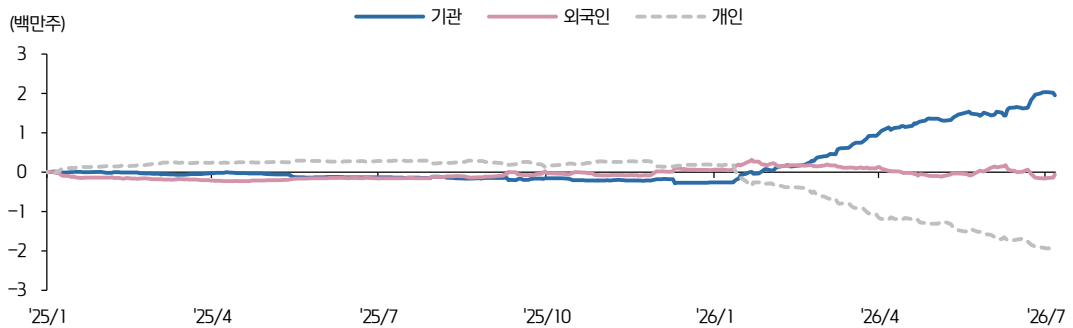
자료: FnGuide, 키움증권

### 기가비스 주가 추이



자료: FnGuide, 키움증권

### 기가비스 투자자별 순매수 추이



자료: 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	26.1	52.4	115.0	214.6	178.1
매출원가	14.0	24.1	51.1	97.7	80.7
매출충이의	12.1	28.4	63.8	116.9	97.4
판매비	13.9	16.3	25.1	28.0	29.7
<b>영업이익</b>	-1.8	12.1	38.7	88.9	67.8
<b>EBITDA</b>	-1.0	12.9	39.5	89.7	68.5
영업외손익	6.2	3.3	4.2	4.7	4.6
이자수익	4.7	3.5	3.0	2.7	3.6
이자비용	0.7	0.7	0.7	0.4	0.2
외환관련이익	2.8	1.3	1.2	1.2	1.2
외환관련손실	0.3	1.8	0.4	0.4	0.4
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.2	0.3	0.1
기타	-0.3	1.0	0.9	1.3	0.3
<b>법인세차감전이익</b>	4.4	15.4	42.9	93.7	72.4
법인세비용	1.0	-0.1	6.4	14.0	10.9
계속사업손익	3.4	15.5	36.5	79.6	61.5
<b>당기순이익</b>	3.4	15.5	36.5	79.6	61.5
<b>지배주주순이익</b>	3.4	15.5	36.5	79.6	61.5
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	NA	100.8	119.5	86.6	-17.0
영업이익 증감율	NA	-772.2	219.8	129.7	-23.7
EBITDA 증감율	NA	-1,390.0	206.2	127.1	-23.6
지배주주순이익의 증감율	NA	355.9	135.5	118.1	-22.7
EPS 증감율	NA	352.9	136.2	118.1	-22.7
매출총이익률(%)	46.4	54.2	55.5	54.5	54.7
영업이익률(%)	-6.9	23.1	33.7	41.4	38.1
EBITDA Margin(%)	-3.8	24.6	34.3	41.8	38.5
지배주주순이익률(%)	13.0	29.6	31.7	37.1	34.5

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	3.0	25.7	-7.0	17.6	45.0
당기순이익	3.4	15.5	36.5	79.6	61.5
비현금항목의 가감	-5.9	0.3	-1.0	6.6	2.2
유형자산감가상각비	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-0.4	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	-6.3	-0.3	-1.8	5.9	1.5
영업활동자산부채증감	6.2	3.0	-38.8	-57.3	-11.8
매출채권및기타채권의감소	11.5	0.2	-22.9	-33.2	-17.6
채고자산의감소	-0.3	1.8	-18.9	-29.9	-1.5
매입채무및기타채무의증가	-1.8	1.0	3.2	5.9	7.5
기타	-3.2	0.0	-0.2	-0.1	-0.2
기타현금흐름	-0.7	6.9	-3.7	-11.3	-6.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	-23.7	5.2	2.5	5.1	4.7
유형자산의 취득	-31.9	-4.6	-7.7	-4.5	-4.3
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.8	-1.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-121.6	9.1	8.4	7.8	7.2
기타	132.4	1.7	1.8	1.8	1.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	9.9	-10.1	-10.1	-20.1	-15.1
차입금의 증가(감소)	20.0	0.0	0.0	-10.0	-5.0
<b>자본금/자본잉여금의 증가(감소)</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-10.1	-10.1	-10.1	-10.1	-10.1
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.4	-1.1	3.7	3.7	3.7
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-10.4	19.6	-11.0	6.2	38.2
기초현금 및 현금성자산	30.6	20.1	39.8	28.8	35.0
기말현금 및 현금성자산	20.1	39.8	28.8	35.0	73.2

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	179.6	184.5	207.1	256.1	317.1
현금 및 현금성자산	20.1	39.8	28.8	22.3	71.3
단기금융자산	121.6	112.5	104.1	96.3	89.1
매출채권 및 기타채권	19.6	15.3	38.3	71.5	89.1
채고자산	18.2	15.6	34.5	64.4	65.9
기타유동자산	0.1	1.3	1.4	1.6	1.7
<b>비유동자산</b>	50.1	54.8	61.7	65.4	69.0
투자자산	1.8	2.8	2.8	2.8	2.8
유형자산	40.9	45.8	52.8	56.5	60.2
무형자산	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
기타비유동자산	5.9	4.7	4.7	4.7	4.6
<b>자산총계</b>	229.7	239.3	268.8	321.5	386.2
<b>유동부채</b>	3.9	8.2	11.3	17.2	24.8
매입채무 및 기타채무	2.2	2.9	6.0	12.0	19.5
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	1.7	5.3	5.3	5.2	5.3
<b>비유동부채</b>	20.1	20.1	20.1	10.1	5.1
장기금융부채	20.0	20.0	20.0	10.0	5.0
기타비유동부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>부채총계</b>	24.0	28.3	31.4	27.3	29.9
<b>자본지분</b>	205.7	211.0	237.4	306.8	358.2
자본금	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
자본잉여금	102.5	102.5	102.5	102.5	102.5
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	100.7	106.0	132.4	201.8	253.2
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	205.7	211.0	237.4	306.8	358.2

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	269	1,219	2,880	6,281	4,853
BPS	16,227	16,646	18,726	24,206	28,260
CFPS	-194	1,244	2,804	6,798	5,027
DPS	800	800	800	800	800
<b>주가배수(배)</b>					
PER	91.2	25.8	48.6	22.3	28.8
PER(최고)	311.3	34.9	71.5		
PER(최저)	75.4	18.0	10.6		
PBR	1.51	1.89	7.48	5.78	4.95
PBR(최고)	5.16	2.55	11.00		
PBR(최저)	1.25	1.32	1.63		
PSR	11.91	7.61	15.44	8.27	9.96
PCFR	-126.4	25.3	49.9	20.6	27.9
EV/EBITDA	-189.0	20.7	42.0	18.6	23.6
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	297.2	65.6	27.8	12.7	16.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.3	2.5	0.6	0.6	0.6
ROA	1.5	6.6	14.4	27.0	17.4
ROE	1.7	7.4	16.3	29.3	18.5
ROIC	-2.8	17.0	34.6	50.9	30.9
매출채권회전율	2.7	3.0	4.3	3.9	2.2
채고자산회전율	2.9	3.1	4.6	4.3	2.7
부채비율	11.7	13.4	13.2	8.9	8.3
순차입금비율	-59.2	-62.7	-47.6	-35.4	-43.4
이자보상배율, 현금	-2.7	16.9	54.2	249.1	379.7
<b>총차입금</b>	20.0	20.0	20.0	10.0	5.0
<b>순차입금</b>	-121.7	-132.3	-112.9	-108.7	-155.4
<b>EBITDA</b>	-1.0	12.9	39.5	89.7	68.5
<b>FCF</b>	-27.8	11.8	-12.8	14.6	42.3

심텍 (222800)



## BUY(Reinitiate)

목표주가 190,000원

주가(7/8): 104,600원

전기전자/디스플레이 Analyst 권민규

심텍에 대한 투자이견 'BUY' 목표주가 190,000원으로 신규 커버리지를 개시합니다. 메모리 호황을 반영함과 동시에 SOCAMM2 폼팩터에서 높은 점유율을 보유해 현재 업황을 가장 잘 반영할 수 있는 업체입니다.FC-CSP, SiP 등 비메모리 가동률 증가와 함께 Capa 효율화로 인한 추가 실적 상승률도 충분하다 판단합니다.

### Stock Data

KOSDAQ (7/8)	785.00pt		
시가총액	39,187억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	157,300원	21,650원	
최고/최저가 대비 등락	-33.5%	383.1%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	4.6%	21.4%
	6M	144.4%	193.9%
	1Y	362.8%	362.4%

### Company Data

발행주식수	37,464천주
일평균 거래량(3M)	939천주
외국인 지분율	10.1%
배당수익률(2026E)	0.1%
BPS(2026E)	19,330원
주요 주주	심텍홀딩스 외 5인 32.6%

### Price Trend



## 저평가된 진가

### >>> 메모리 기판 가격 인하는 기우다

최근 하반기 메모리 기판 가격 인하 우려는 원자재 가격 급락, 메모리 업체들의 높은 GPM 수준에 대한 의구심이 만들어냈다. 결론적으로 평가 인하나 진행될 확률은 매우 낮다. 오히려 반대다. 메모리 고객사들은 수많은 LTA기반 물량 요구치를 충족하기 위해 더 타이트하게 기판을 주문 중이며, 서버향 물량 증가로 오히려 ASP는 증가 중이다. 또한 금 외에 다른 원재료(CCL등)은 여전히 높은 가격을 유지하고 있다. Q증가에 따른 가동률 추가 상승과 Mix 개선으로 인한 ASP상승으로 모듈 PCB의 영업이익률은 1Q26 약 4%에서 2Q26 약 10%까지 가파른 상승세를 예상된다.

### >>> SOCAMM 시장은 생각보다 크다

동사는 26년 기준 SOCAMM 기판(모듈, 패키징 기판 합산) 시장 점유율의 50% 차지, 메모리 3사에 유일하게 모두 납품하는 업체다. SOCAMM의 TAM은 Vera Rubin 양산 본격화에 따라 26년 대비 27년에 약 2.5배 커질 것으로 전망된다. SOCAMM용 모듈은 가장 비싼 서버용 모듈 대비로도 2~3배의 판가를 형성한다. 믹스 개선세가 가파르다. PC 등 저부가 제품을 말레이시아 공장으로 이관, SOCAMM CAPA는 여전히 룬이 충분하다. SOCAMM향 매출은 26년 약 1,500억원, 27년 약 2,700억원 수준으로 예상된다. SOCAMM이 없던 과거에도, 모듈 PCB 사업부의 최대 이익률은 15% 수준이었다. 이익률 개선의 지속을 전망한다.

### >>> 아직 영업이익 상승은 중간 정도 수준

동사의 영업레버리지에 대한 고려가 필요하다. 과거 기판 호황(22년) 당시 연간 OPM은 21%였고, 현재 26F 예상치는 10% 수준이다. FC-CSP의 어플리케이션 추가(전장 등), SiP 신규제품 등 비메모리 가동률 상승도 감안해야한다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,231.4	1,410.6	1,981.8	2,512.9	2,885.1
영업이익	-47.0	11.9	202.9	381.8	448.8
EBITDA	38.9	97.6	280.6	455.1	520.7
세전이익	-25.1	-176.7	198.3	373.0	438.7
순이익	-31.0	-164.6	150.7	290.9	342.2
지배주주지분순이익	-30.3	-164.2	150.3	290.2	341.3
EPS(원)	-953	-4,955	4,026	7,771	9,140
증감률(% YoY)	적지	적지	흑전	93.0	17.6
PER(배)	-11.6	-10.0	26.9	13.9	11.9
PBR(배)	0.79	3.20	5.61	4.02	3.01
EV/EBITDA(배)	19.8	24.0	16.0	9.3	7.5
영업이익률(%)	-3.8	0.8	10.2	15.2	15.6
ROE(%)	-6.6	-32.1	23.2	33.6	29.0
순차입금비용(%)	92.9	87.4	61.1	15.7	-12.0

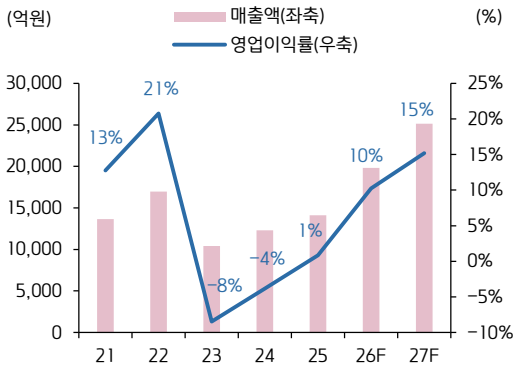
자료: 키움증권 리서치센터

### 심텍 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>3,036</b>	<b>3,408</b>	<b>3,728</b>	<b>3,934</b>	<b>4,225</b>	<b>4,661</b>	<b>5,178</b>	<b>5,756</b>	<b>14,105</b>	<b>19,819</b>	<b>25,129</b>
매출액 YoY	3%	9%	15%	31%	39%	37%	39%	46%	15%	41%	27%
매출액 QoQ	1%	12%	9%	6%	7%	10%	11%	11%			
<b>Module PCB</b>	<b>851</b>	<b>904</b>	<b>852</b>	<b>747</b>	<b>931</b>	<b>1,052</b>	<b>1,420</b>	<b>1,640</b>	<b>3,354</b>	<b>5,044</b>	<b>7,113</b>
- PC	158	184	204	173	218	197	180	162	719	757	596
- Server	481	500	416	333	394	492	861	1,082	1,730	2,829	4,835
- SSD	211	209	231	240	316	357	375	390	891	1,438	1,659
- 기타	1	11	1	1	3	6	5	6	14	20	22
<b>Substrate</b>	<b>2,186</b>	<b>2,504</b>	<b>2,875</b>	<b>3,187</b>	<b>3,294</b>	<b>3,608</b>	<b>3,757</b>	<b>4,116</b>	<b>10,751</b>	<b>14,775</b>	<b>18,016</b>
- MCP	1,113	1,295	1,540	1,787	1,841	1,991	2,119	2,377	5,734	8,328	10,776
- FC-CSP	332	357	362	372	452	519	571	656	1,423	2,199	3,106
- SIP	60	135	186	220	165	248	260	273	601	945	1,054
- BOC	382	324	331	320	395	282	228	207	1,357	1,112	645
- GDDR	259	361	417	448	389	536	544	565	1,485	2,033	2,280
- 기타	40	31	40	40	52	34	35	37	151	158	155
<b>매출비중</b>											
Module PCB	28%	27%	23%	19%	22%	23%	27%	28%	24%	25%	28%
Substrate	72%	73%	77%	81%	78%	77%	73%	72%	76%	75%	72%
<b>영업이익</b>	<b>-163</b>	<b>55</b>	<b>124</b>	<b>103</b>	<b>137</b>	<b>455</b>	<b>668</b>	<b>769</b>	<b>118</b>	<b>2,029</b>	<b>3,818</b>
<b>영업이익률(%)</b>	<b>-5.4%</b>	<b>1.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.2%</b>	<b>9.8%</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.4%</b>	<b>0.8%</b>	<b>10.2%</b>	<b>15.2%</b>
영업이익 YoY	3%	9%	15%	31%	39%	37%	39%	46%	-12%	4%	7%
영업이익 QoQ	1%	12%	9%	6%	7%	10%	11%	11%			

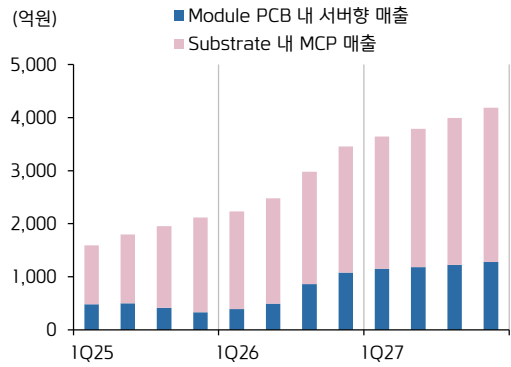
자료: 심텍, 키움증권

### 심텍 연간 실적 추이 및 전망



자료: 키움증권

### 서버 모듈 + MCP 실적 추이 및 전망



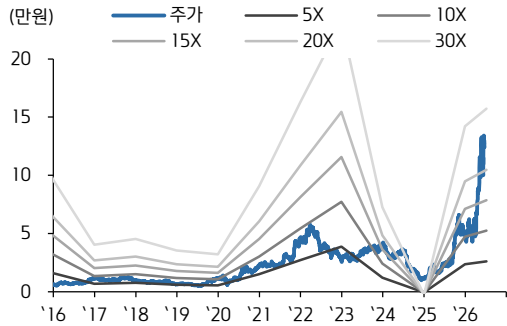
자료: 키움증권

### 심텍 목표주가 Valuation

구분	내용	단위	비고
목표주가	190,000	원	
적용 EPS	7,771	원	27년 예상 EPS
Target Multiple	24.6	배	Peer(대덕전자, 티엘비, 코리아씨키트, 해성디에스) 평균 PER 적용
적정 가치	191,167	원	적용 EPS * Target Multiple

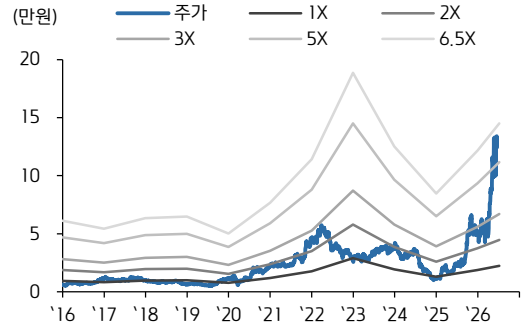
자료: 키움증권

### 심텍 12M/F PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권

### 심텍 12M/F PBR Band Chart



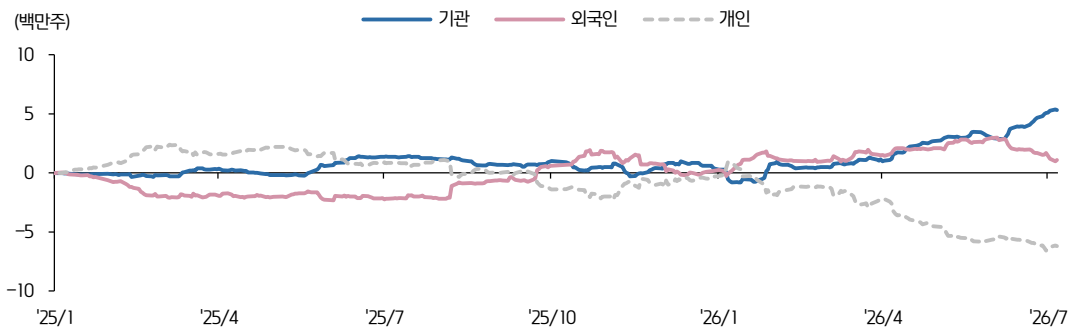
자료: FnGuide, 키움증권

### 심텍 주가 추이



자료: FnGuide, 키움증권, \*주: 로그스케일

### 심텍 투자자별 순매수 추이



자료: 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	1,231.4	1,410.6	1,981.8	2,512.9	2,885.1
매출원가	1,179.5	1,287.2	1,645.2	1,946.4	2,308.1
매출총이익	51.9	123.4	336.6	566.5	577.0
판매비	98.9	111.5	133.7	184.8	128.2
<b>영업이익</b>	-47.0	11.9	202.9	381.8	448.8
<b>EBITDA</b>	38.9	97.6	280.6	455.1	520.7
영업외손익	21.8	-188.6	-4.6	-8.8	-10.1
이자수익	24.2	18.4	18.4	58.8	96.7
이자비용	26.4	34.1	30.5	24.8	16.4
외환관련이익	60.1	44.2	30.1	23.5	39.2
외환관련손실	44.4	52.2	36.1	53.3	21.2
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	8.3	-164.9	13.5	-13.0	-108.4
<b>법인세차감전이익</b>	-25.1	-176.7	198.3	373.0	438.7
법인세비용	5.9	-12.1	47.6	82.1	96.5
계속사업손익	-31.0	-164.6	150.7	290.9	342.2
<b>당기순이익</b>	-31.0	-164.6	150.7	290.9	342.2
<b>지배주주순이익</b>	-30.3	-164.2	150.3	290.2	341.3
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	18.2	14.6	40.5	26.8	14.8
영업이익 증감율	흑전	-125.3	1,605.0	88.2	17.5
EBITDA 증감율	흑전	150.9	187.5	62.2	14.4
지배주주순이익 증감율	흑전	441.9	-191.5	93.1	17.6
EPS 증감율	적지	적지	흑전	93.0	17.6
매출총이익율(%)	4.2	8.7	17.0	22.5	20.0
영업이익율(%)	-3.8	0.8	10.2	15.2	15.6
EBITDA Margin(%)	3.2	6.9	14.2	18.1	18.0
지배주주순이익율(%)	-2.5	-11.6	7.6	11.5	11.8

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-161.3	-198.6	255.0	489.6	494.1
당기순이익	-31.0	-164.6	150.7	290.9	342.2
비현금항목의 가감	99.7	277.4	274.5	258.6	225.1
유형자산감가상각비	85.0	84.8	76.5	72.6	71.4
무형자산감가상각비	0.9	1.0	1.3	0.8	0.5
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	13.8	191.6	196.7	185.2	153.2
영업활동자산부채증감	-211.3	-285.8	-110.5	-11.8	-57.0
매출채권및기타채권의감소	-72.5	-195.2	-157.6	-146.6	-102.7
채고자산의감소	-22.3	-94.6	-57.4	20.8	-69.8
매입채무및기타채무의증가	-86.1	65.5	104.2	113.6	115.2
기타	-30.4	-61.5	0.3	0.4	0.3
기타현금흐름	-18.7	-25.6	-59.7	-48.1	-16.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-96.8	-18.8	-83.5	-126.5	-128.6
유형자산의 취득	-103.3	-55.9	-52.0	-65.0	-33.0
유형자산의 처분	3.4	42.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	-0.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.2	18.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-3.5	-21.7	-30.0	-60.0	-94.1
기타	8.1	-1.6	-1.5	-1.5	-1.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	375.7	144.3	-67.8	-104.1	-152.0
차입금의 증가(감소)	383.3	150.6	-61.9	-98.2	-146.1
<b>자본금·자본잉여금의 증가(감소)</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-5.1	-4.2	-3.7	-3.7	-3.7
기타	-2.5	-2.1	-2.2	-2.2	-2.2
기타현금흐름	0.1	-0.7	-133.9	-133.9	-133.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	117.8	-73.8	-30.1	125.1	79.7
기초현금 및 현금성자산	10.0	127.8	54.0	23.9	149.0
기말현금 및 현금성자산	127.8	54.0	23.9	149.0	228.6

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	509.7	725.6	940.2	1,250.8	1,596.7
현금 및 현금성자산	127.8	54.0	23.9	149.0	228.6
단기금융자산	8.9	30.6	60.6	120.6	214.7
매출채권 및 기타채권	206.8	389.2	546.8	693.4	796.1
채고자산	153.9	239.8	297.3	276.4	346.2
기타유동자산	12.3	12.0	11.6	11.4	11.1
<b>비유동자산</b>	933.6	894.7	868.9	860.6	821.7
투자자산	35.7	16.8	16.8	16.8	16.8
유형자산	630.1	572.2	547.7	540.1	501.7
무형자산	29.3	29.4	28.2	27.4	26.9
기타비유동자산	238.5	276.3	276.2	276.3	276.3
<b>자산총계</b>	1,443.3	1,620.3	1,809.2	2,111.3	2,418.4
<b>유동부채</b>	780.2	794.5	822.8	871.1	880.9
매입채무 및 기타채무	239.0	320.1	424.3	537.9	653.1
단기금융부채	459.3	448.9	373.0	307.7	202.4
기타유동부채	81.9	25.5	25.5	25.5	25.4
<b>비유동부채</b>	214.6	249.5	263.5	230.6	189.8
장기금융부채	93.9	139.4	153.4	120.5	79.7
기타비유동부채	120.7	110.1	110.1	110.1	110.1
<b>부채총계</b>	994.8	1,044.0	1,086.3	1,101.7	1,070.7
<b>자본지분</b>	447.2	575.7	721.8	1,007.8	1,345.0
자본금	17.1	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	110.4	347.6	347.6	347.6	347.6
기타자본	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타포괄손익누계액	21.2	20.2	19.8	19.4	19.0
이익잉여금	298.6	130.9	277.5	564.0	901.5
비지배자본	1.2	0.7	1.1	1.8	2.7
<b>자본총계</b>	448.5	576.4	722.9	1,009.7	1,347.7

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-953	-4,955	4,026	7,771	9,140
BPS	14,040	15,416	19,330	26,989	36,018
CFPS	2,154	3,404	11,388	14,714	15,192
DPS	100	100	100	100	100
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-11.6	-10.0	26.9	13.9	11.9
PER(최고)	-45.2	-13.5	40.8		
PER(최저)	-10.2	-2.2	10.6		
PBR	0.79	3.20	5.61	4.02	3.01
PBR(최고)	3.07	4.35	8.49		
PBR(최저)	0.69	0.69	2.20		
PSR	0.29	1.16	2.04	1.61	1.40
PCFR	5.1	14.5	9.5	7.4	7.1
EV/EBITDA	19.8	24.0	16.0	9.3	7.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%·보통주, 현금)	-10.3	-2.3	2.5	1.3	1.1
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.9	0.2	0.1	0.1	0.1
ROA	-2.4	-10.7	8.8	14.8	15.1
ROE	-6.6	-32.1	23.2	33.6	29.0
ROIC	-6.1	-0.3	13.5	25.1	29.2
매출채권회전율	7.8	4.7	4.2	4.1	3.9
채고자산회전율	8.3	7.2	7.4	8.8	9.3
부채비율	221.8	181.1	150.3	109.1	79.5
순차입금비율	92.9	87.4	61.1	15.7	-12.0
이자보상배율, 현금	-1.8	0.3	6.6	15.4	27.4
총차입금	553.1	588.2	526.3	428.1	282.0
순차입금	416.5	503.6	441.8	158.5	-161.4
EBITDA	38.9	97.6	280.6	455.1	520.7
FCF	-274.8	-217.5	69.4	294.4	331.9



## 업황을 알려거든 대덕을 보라

### BUY(initiate)

목표주가 240,000원  
주가(7/8): 105,700원

전기전자/디스플레이 Analyst 권민규

대덕전자에 대한 투자의견 'BUY' 목표주가 240,000원으로 신규 커버리지를 4시 합니다. 비커머티티 부품군 핵심인 FC-BGA와 MLB 사업을 동시에 영위하고 있으며, 메모리 업황 호황도 반영할 수 있기에 높은 프리미엄이 정당화되는 업체입니다. 동사의 FC-BGA 기술가치 상승이 진행되고 있으며, 추가적인 고객사 확보 및 증설이 임박했다고 판단합니다.

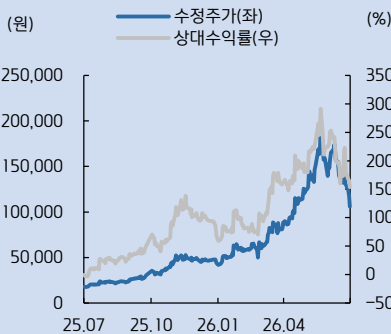
#### Stock Data

KOSPI (7/8)	7,246.79pt		
시가총액	52,234억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	190,900원	17,650원	
최고/최저가 대비 등락	-44.6%	498.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-24.3%	-21.9%
	6M	148.4%	56.1%
	1Y	489.5%	153.4%

#### Company Data

발행주식수	49,417천주
일평균 거래량(3M)	1,144천주
외국인 지분율	18.7%
배당수익률(2026E)	0.4%
BPS(2026E)	21,456원
주요 주주	대덕 외 5인 30.8%

#### Price Trend



### >>> 2Q26도 실적 고공행진

2Q26 매출액 3,805억원(YoY +55%, 이하), OP 636억원(+3,186%, OPM 17%)를 전망, 컨센서스 OP 624억원 소폭 상회기 예상된다. 고환율이 지속되는 가운데 영위하는 메모리, 비메모리, MLB 전 사업부가 호조다. 컨센서스는 지속 상향되는 흐름이다. 상향의 배경은 1) 메모리: 물량증가와 판가 인상, 2) FC-CSP: eSSD 컨트롤러, 전장 물량 증가, 3) FC-BGA: 전장 물량 증가에 따른 가동률 상승, 4) MLB: 우주항공 고부가 물량 증가다. FC-BGA 가동률은 1Q 74% → 2Q 81%로 가파르게 상승하고 있는 것으로 추정된다.

### >>> 더 반영할 업사이드 카드가 남아있다

- 1) FC-BGA: 4Q부터 감가상각 종료에 따른 이익률 추가 상승이 예상된다(분기 100억원). 6월부터 서버급 대면적 기판 양산이 순조롭게 진행 중이며, 하반기중 서버 스위치향 고다층(기존 층수 대비 2배) 제품 및 로봇향 기판 납품도 예정 중이다. 현재 PO기준 물량으로 1Q27에 Full Capa가 예상되지만, 추가적인 물량 확보 가능성도 존재한다. 지난 증설 이후 900억원 유휴분으로 병목 장비 위주 투자 진행중이며, 신규 투자 및 고객사 LTA 논의도 진행 중이다.
- 2) 메모리: LTA기반 메모리 업체들의 PO가 증가 중이다. 메모리 기판마저 LTA 체결이 논의되는 업황이다.
- 3) FC-CSP: eSSD 수요 강세 및 전장 스펙 증가로 인한 수요 증가 중이다. BT기판 낙수효과를 기대한다.
- 4) MLB: Capa 증설 완료 이후 램프업 단계에 돌입했다. 하반기부터 AI 가속기향 대형 물량 수주, 고부가 인공위성향 물량 지속 수주가 예상된다. 남은건 대면적 FC-BGA의 수율 확보, 안정적인 공급으로 추가 레퍼런스 확보와, 신규 LTA에 기반한 증설 규모가 핵심이다. 예상 EPS는 지속 상승하고 있다. 고부가 제품 확대로 멀티플 확대를 기대한다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	892.1	1,065.3	1,574.0	2,013.8	2,412.6
영업이익	11.3	49.1	262.9	366.8	470.9
EBITDA	128.7	149.6	351.5	459.4	599.0
세전이익	30.2	53.4	281.1	382.7	485.9
순이익	23.8	47.6	238.9	325.3	413.0
지배주주지분순이익	23.8	47.6	238.9	325.3	413.0
EPS(원)	461	924	4,638	6,315	8,018
증감률(% YoY)	-6.4	100.3	401.8	36.2	27.0
PER(배)	33.6	51.0	25.2	18.5	14.6
PBR(배)	0.91	2.70	5.44	4.30	3.37
EV/EBITDA(배)	4.5	14.5	15.7	11.8	8.5
영업이익률(%)	1.3	4.6	16.7	18.2	19.5
ROE(%)	2.7	5.4	23.9	26.0	26.0
순차입금비율(%)	-23.4	-20.9	-26.6	-27.0	-40.8

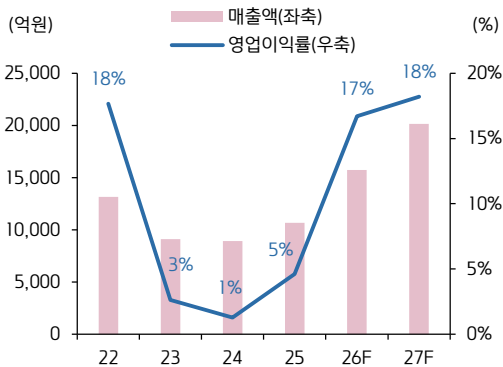
자료: 키움증권 리서치센터

### 대덕전자 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>2,154</b>	<b>2,459</b>	<b>2,862</b>	<b>3,179</b>	<b>3,464</b>	<b>3,805</b>	<b>4,145</b>	<b>4,326</b>	<b>10,654</b>	<b>15,741</b>	<b>20,139</b>
PKG Substrate	1,766	2,079	2,438	2,737	2,909	3,212	3,409	3,517	9,020	13,047	16,329
- Memory	1,013	1,272	1,580	1,605	1,528	1,635	1,700	1,717	5,470	6,581	7,758
- Logic	753	807	858	1,132	1,381	1,577	1,709	1,799	3,550	6,466	8,570
MLB	388	377	424	442	555	594	736	810	1,631	2,694	3,810
FC-BGA(Logic 내 포함)	488	529	488	706	794	889	987	1,056	2,211	3,724	5,179
<b>QoQ</b>											
<b>매출액</b>	<b>4%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>4%</b>			
PKG Substrate	2%	18%	17%	12%	6%	10%	6%	3%			
- Memory	-1%	26%	24%	2%	-5%	7%	4%	1%			
- Logic	5%	7%	6%	32%	22%	14%	8%	5%			
MLB	19%	-3%	12%	4%	26%	7%	24%	10%			
FC-BGA(Logic 내 포함)	11%	8%	-8%	45%	12%	12%	11%	7%			
<b>YoY</b>											
<b>매출액</b>	<b>0%</b>	<b>3%</b>	<b>23%</b>	<b>54%</b>	<b>61%</b>	<b>55%</b>	<b>45%</b>	<b>36%</b>	<b>19%</b>	<b>48%</b>	<b>28%</b>
PKG Substrate	-6%	0%	23%	57%	65%	55%	40%	28%	17%	45%	25%
- Memory	-14%	-2%	24%	57%	51%	29%	8%	7%	15%	20%	18%
- Logic	6%	2%	22%	57%	83%	95%	99%	59%	21%	82%	33%
MLB	52%	27%	21%	36%	43%	57%	74%	83%	33%	67%	28%
FC-BGA(Logic 내 포함)	17%	12%	8%	60%	63%	68%	102%	50%	56%	42%	35%
<b>매출 비중</b>											
PKG Substrate	82%	85%	85%	86%	84%	84%	82%	81%	85%	83%	81%
- Memory	47%	52%	55%	50%	44%	43%	41%	40%	51%	42%	39%
- Logic	35%	33%	30%	36%	40%	41%	41%	42%	33%	41%	43%
MLB	18%	15%	15%	14%	16%	16%	18%	19%	15%	17%	19%
FC-BGA(Logic 내 포함)	23%	22%	17%	22%	23%	23%	24%	24%	21%	24%	26%
<b>영업이익</b>	<b>-62</b>	<b>19</b>	<b>244</b>	<b>289</b>	<b>513</b>	<b>636</b>	<b>703</b>	<b>777</b>	<b>491</b>	<b>2,629</b>	<b>3,668</b>
영업이익률	<b>-2.9%</b>	<b>0.8%</b>	<b>8.5%</b>	<b>9.1%</b>	<b>14.8%</b>	<b>16.7%</b>	<b>17.0%</b>	<b>18.0%</b>	<b>4.6%</b>	<b>16.7%</b>	<b>18.2%</b>
QoQ	4%	-130%	1210%	18%	77%	24%	11%	11%			
YoY	115%	-83%	165%	흑전	흑전	3308%	188%	169%	336%	436%	39%

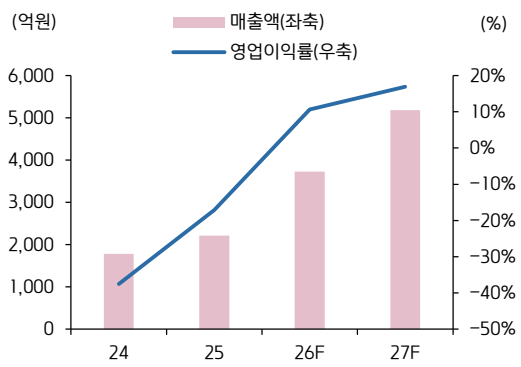
자료: 대덕전자, 키움증권

### 대덕전자 연간 실적 추이 및 전망



자료: 키움증권

### 대덕전자 FC-BGA 실적 추정



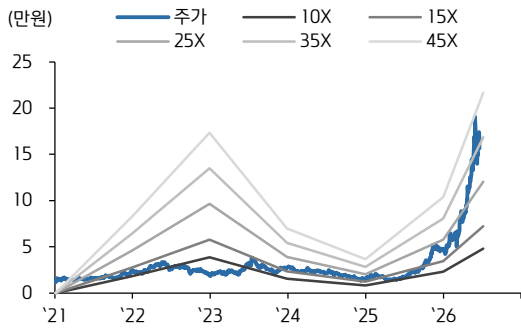
자료: 키움증권

### 대덕전자 목표주가 Valuation

구분	내용	단위	비고
목표주가	240,000	원	
적용 EPS	6,315	원	27년 예상 EPS
Target Multiple	37.4	배	FC-BGA Global Peer 27F PER 평균 적용
적정 가치	236,181	원	적용 EPS * Target Multiple

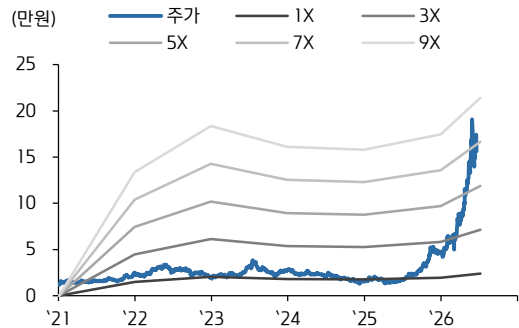
자료: 키움증권

### 대덕전자 12M/F PER Band Chart



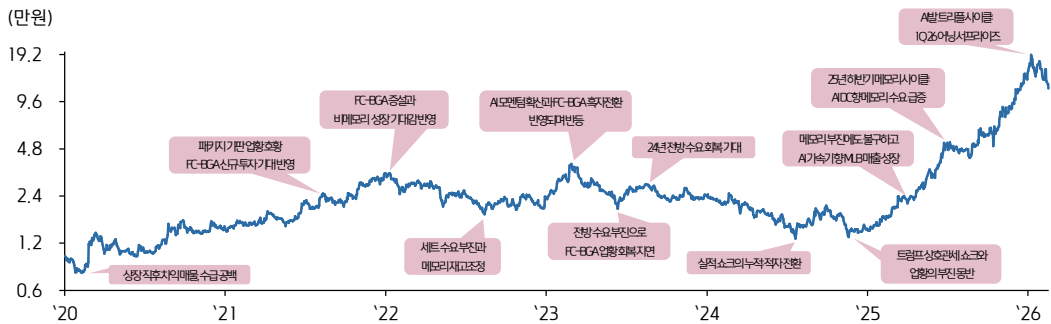
자료: FnGuide, 키움증권

### 대덕전자 12M/F PER Band Chart



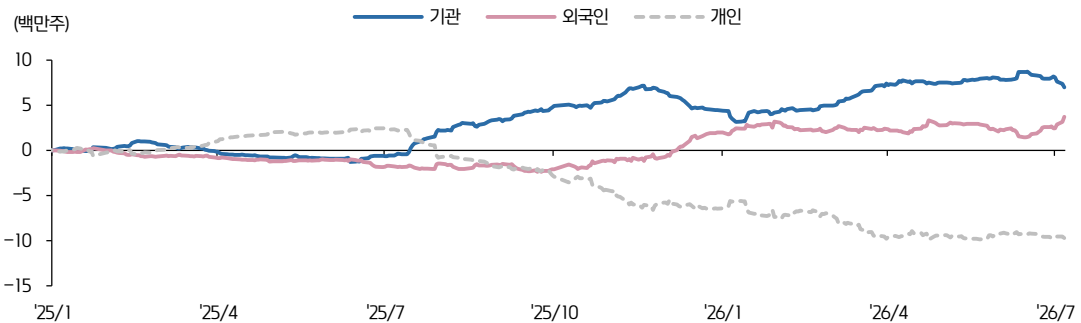
자료: FnGuide, 키움증권

### 대덕전자 주가 추이



자료: FnGuide, 키움증권, \*주: 로그스케일

### 대덕전자 투자자별 순매수 추이



자료: 키움증권

**포괄손익계산서**

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	892.1	1,065.3	1,574.0	2,013.8	2,412.6
매출원가	830.6	957.0	1,210.2	1,486.1	1,749.1
매출충이의	61.5	108.3	363.8	527.8	663.5
판관비	50.3	59.2	100.8	161.0	192.6
<b>영업이익</b>	11.3	49.1	262.9	366.8	470.9
<b>EBITDA</b>	128.7	149.6	351.5	459.4	599.0
영업외손익	18.9	4.4	18.1	15.9	15.0
이자수익	8.0	7.3	11.1	13.5	24.4
이자비용	0.7	1.2	1.6	1.3	1.0
외환관련이익	23.6	17.7	16.1	13.2	14.1
외환관련손실	13.8	22.4	12.8	11.4	13.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.8	3.0	5.3	1.9	-9.5
<b>법인세차감전이익</b>	30.2	53.4	281.1	382.7	485.9
법인세비용	6.4	5.8	42.2	57.4	72.9
계속사업손익	23.8	47.6	238.9	325.3	413.0
<b>당기순이익</b>	23.8	47.6	238.9	325.3	413.0
<b>지배주주순이익</b>	23.8	47.6	238.9	325.3	413.0
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-1.9	19.4	47.8	27.9	19.8
영업이익 증감율	-52.4	334.5	435.4	39.5	28.4
EBITDA 증감율	-7.3	16.2	135.0	30.7	30.4
지배주주순이익의 증감율	-6.2	100.0	401.9	36.2	27.0
EPS 증감율	-6.4	100.3	401.8	36.2	27.0
매출총이익율(%)	6.9	10.2	23.1	26.2	27.5
영업이익률(%)	1.3	4.6	16.7	18.2	19.5
EBITDA Margin(%)	14.4	14.0	22.3	22.8	24.8
지배주주순이익률(%)	2.7	4.5	15.2	16.2	17.1

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	97.8	71.6	268.2	366.6	512.3
당기순이익	23.8	47.6	238.9	325.3	413.0
비현금항목의 가감	138.9	141.3	145.3	162.0	201.7
유형자산감가상각비	113.3	96.9	84.6	90.0	126.3
무형자산감가상각비	4.1	3.6	4.0	2.7	1.8
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	21.5	40.8	56.7	69.3	73.6
영업활동자산부채증감	-64.3	-124.6	-84.2	-76.3	-53.7
매출채권및기타채권의감소	-0.6	-70.4	-96.9	-83.8	-76.0
채고자산의감소	-16.1	-60.4	-76.2	-110.8	-146.9
매입채무및기타채무의증가	-4.5	23.2	88.1	117.5	168.4
기타	-43.1	-17.0	0.8	0.8	0.8
기타현금흐름	-0.6	7.3	-31.8	-44.4	-48.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	-116.1	-79.5	-128.2	-261.2	-169.4
유형자산의 취득	-59.6	-64.9	-105.0	-227.0	-108.0
유형자산의 처분	2.0	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.7	-2.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.2	0.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-56.4	-11.5	-21.4	-32.4	-59.6
기타	0.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	-20.6	4.2	-14.9	-36.0	-36.2
차입금의 증가(감소)	-4.8	25.0	11.1	-10.0	-10.2
<b>자본금/자본잉여금의 증가(감소)</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-15.5	-20.6	-25.8	-25.8	-25.8
기타	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타현금흐름	0.5	-0.5	-28.1	-28.1	-28.1
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-38.4	-4.3	97.0	41.3	278.6
기초현금 및 현금성자산	76.6	38.2	33.9	130.9	172.1
기말현금 및 현금성자산	38.2	33.9	130.9	172.1	450.7

자료: 키움증권 리서치센터

**재무상태표**

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	465.9	588.4	879.1	1,146.5	1,706.9
현금 및 현금성자산	38.2	33.9	130.9	172.1	450.7
단기금융자산	183.0	194.5	215.9	248.3	307.9
매출채권 및 기타채권	134.7	203.0	299.9	383.7	459.7
채고자산	100.5	148.6	224.9	335.6	482.5
기타유동자산	9.5	8.4	7.5	6.8	6.1
<b>비유동자산</b>	622.9	589.6	606.0	740.4	720.3
투자자산	7.3	6.9	6.9	6.9	6.9
유형자산	567.7	535.7	556.1	693.2	674.9
무형자산	11.0	12.1	8.1	5.4	3.6
기타비유동자산	36.9	34.9	34.9	34.9	34.9
<b>자산총계</b>	1,088.7	1,178.0	1,485.1	1,886.9	2,427.2
<b>유동부채</b>	159.7	248.1	347.3	454.7	613.0
매입채무 및 기타채무	103.2	161.7	249.7	367.2	535.7
단기금융부채	9.3	41.2	52.3	42.3	32.1
기타유동부채	47.2	45.2	45.3	45.2	45.2
<b>비유동부채</b>	53.5	32.6	32.6	32.6	32.6
장기금융부채	6.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	46.9	32.6	32.6	32.6	32.6
<b>부채총계</b>	213.2	280.7	379.9	487.3	645.6
<b>자본지분</b>	875.5	897.3	1,105.2	1,399.6	1,781.6
자본금	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8
자본잉여금	545.1	545.1	545.1	545.1	545.1
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	3.1	1.5	-3.7	-8.9	-14.1
이익잉여금	301.6	325.0	538.1	837.6	1,224.9
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	875.5	897.3	1,105.2	1,399.6	1,781.6

**투자지표**

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	461	924	4,638	6,315	8,018
BPS	16,996	17,419	21,456	27,169	34,587
CFPS	3,157	3,667	7,459	9,459	11,934
DPS	400	500	500	500	500
<b>주가배수(배)</b>					
PER	33.6	51.0	25.2	18.5	14.6
PER(최고)	64.9	58.8	42.7		
PER(최저)	27.9	14.0	9.0		
PBR	0.91	2.70	5.44	4.30	3.37
PBR(최고)	1.76	3.12	9.23		
PBR(최저)	0.76	0.74	1.94		
PSR	0.89	2.28	3.82	2.99	2.49
PCFR	4.9	12.8	15.6	12.3	9.8
EV/EBITDA	4.5	14.5	15.7	11.8	8.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	83.2	51.9	10.3	7.6	6.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.6	1.1	0.4	0.4	0.4
ROA	2.1	4.2	17.9	19.3	19.1
ROE	2.7	5.4	23.9	26.0	26.0
ROIC	1.2	5.9	29.1	33.7	38.3
매출채권회전율	6.8	6.3	6.3	5.9	5.7
재고자산회전율	9.3	8.6	8.4	7.2	5.9
부채비율	24.4	31.3	34.4	34.8	36.2
순차입금비율	-23.4	-20.9	-26.6	-27.0	-40.8
이자보상배율, 현금	16.5	39.8	168.1	289.9	490.5
총차입금	16.0	41.2	52.3	42.3	32.1
순차입금	-205.2	-187.2	-294.5	-378.1	-726.5
EBITDA	128.7	149.6	351.5	459.4	599.0
FCF	1.4	-48.8	122.8	101.1	366.6



BUY(Initiate)

목표주가 120,000원  
 추가(7/8): 49,200원

전기전자/디스플레이 Analyst 권민규

해성디에스에 대한 투자 의견 'BUY' 목표주가 120,000원으로 신규 커버리지를 개시합니다. 2Q에는 무난한 실적이 예상되지만 3Q부터 고객사 및 물량 확대로 본격적인 실적 개선이 시작될 것으로 전망합니다. 최근 가장 크게 조정 받은 기판주로 하반기 실적 성장세 및 전력반도체, 히트슬러그와 같은 신규 아이템 감안, 매수 기회로 판단하고 있습니다.

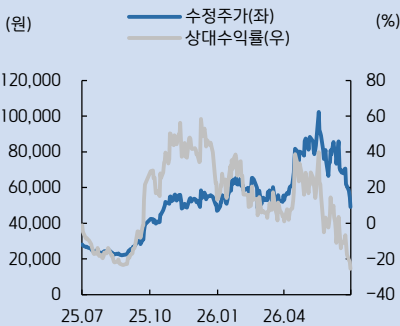
Stock Data

KOSPI (7/8)	7,246.79pt		
시가총액	8,364억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	102,400원	22,000원	
최고/최저가 대비 등락	-52.0%	123.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-26.0%	-23.6%
	6M	4.8%	-34.2%
	1Y	73.5%	-25.4%

Company Data

발행주식수	17,000천주
일평균 거래량(3M)	306천주
외국인 지분율	20.2%
배당수익률(2026E)	1.7%
BPS(2026E)	37.211원
주요 주주	해성산업 외 2 인 36.3%

Price Trend



하반기부터 시작될 성장가도

>>> 무난한 2Q, 리드프레임이 리드한다

2Q26 예상 매출액 2,085억원(YoY +33%, 이하), OP 235억원(+186%, OPM 11%) 추정, 컨센서스 OP 222억원을 소폭 상회할 것으로 예상된다. 상회의 배경은 리드프레임이다. 전장향 물량 증가 및 IT향 재고 스타킹이 시작되어 물량이 확대된 것으로 파악된다. 인상된 판가도 적용되어 LME 판가 급등으로 인해 저조한 수익률을 기록했던 1Q와 다르게 정상 이익률을 기록, 이에 따라 1Q대비 영업이익의 큰 폭 증가를 예상한다. 반면 패키징 기판은 판가협상을 통해 가격(P)는 상승했지만, 물량(Q)는 고객사의 공정 전환으로 인한 일시적 감소로 QoQ Flat한 실적이 예상된다.

>>> 하반기 호실적 예상, 패키징 기판이 이끈다

하반기부터 패키징 기판의 호실적이 예상된다. 3Q부터 국내 메모리 업체 A향 D1b Prime의 물량 본격 확대가 예상된다. D1b Prime향 물량은 기존 물량 대비 판가가 더 높게 형성되어있다. 뿐만 아니라 국내 메모리 업체 B향 D1b 물량 공급도 시작되며, 4Q에는 북미 고객사향 물량공급 논의도 진행될 것으로 전망된다. 판가 인상된 메모리향 패키징 기판의 물량 증가로 가동률 상승에 따른 이익률의 가파른 상승으로 매 분기 컨센서스 상회를 전망한다.

>>> 현재 하락은 기회, 매수 의견 제시

하반기 메모리 기판 가격 인하 우려가 있었지만 현업에서는 전혀 논의되고 있지 않은 것으로 파악된다. 오히려 물량 공급에 대한 논의가 더 활발하게 진행되고 있으며, 판가 우려로 인한 하락분은 하반기 실적 증가 추세로 만회할 수 있을 것으로 전망된다. 또한 전력반도체 수요 증가로 리드프레임 내 전력반도체 매출이 증가 추세이며, 고객사들과 전력반도체용 공급 및 개발 논의가 활발하게 진행되고 있다. 히트슬러그의 경우 하반기부터 북미 팹리스향 공급이 예상된다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	603.0	653.4	867.1	1,002.1	1,119.5
영업이익	56.9	46.5	107.4	152.2	173.7
EBITDA	107.1	104.2	209.2	249.8	263.3
세전이익	67.0	32.6	109.8	149.3	170.7
순이익	58.7	23.8	85.6	116.4	133.1
지배주주지분순이익	58.7	23.8	85.6	116.4	133.1
EPS(원)	3,453	1,401	5,038	6,850	7,830
증감률(% YoY)	-30.5	-59.4	259.5	36.0	14.3
PER(배)	6.8	39.8	10.8	8.0	7.0
PBR(배)	0.72	1.68	1.46	1.27	1.09
EV/EBITDA(배)	4.1	10.2	5.0	3.9	3.3
영업이익률(%)	9.4	7.1	12.4	15.2	15.5
ROE(%)	11.0	4.3	14.3	17.1	16.9
순차입금비율(%)	7.8	20.2	19.0	6.2	-5.5

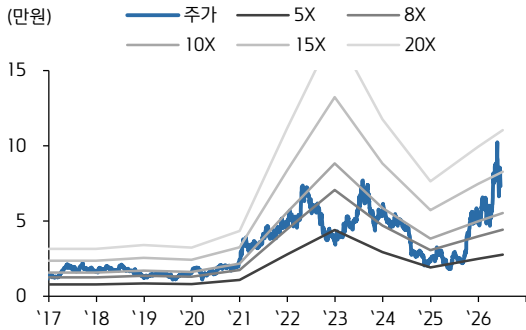
자료: 키움증권 리서치센터

### 해성디에스 목표주가 Valuation

구분	내용	단위	비고
목표주가	120,000	원	
적용 EPS	6,850	원	27년 예상 EPS
Target Multiple	17.1	배	Global Peer 27F PER 평균 적용
적정 가치	117,135	원	적용 EPS * Target Multiple

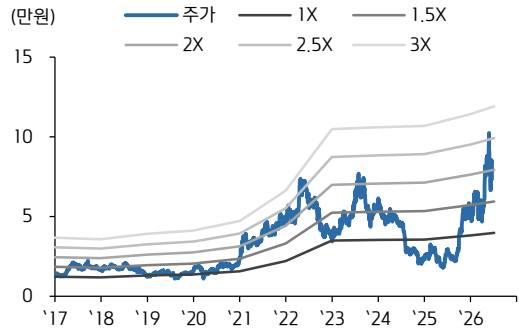
자료: 키움증권

### 해성디에스 12M/F PER Band Chart



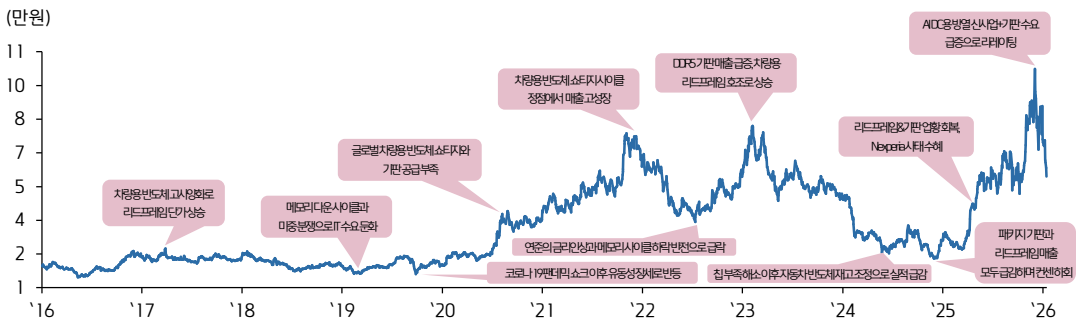
자료: FnGuide, 키움증권

### 해성디에스 12M/F PER Band Chart



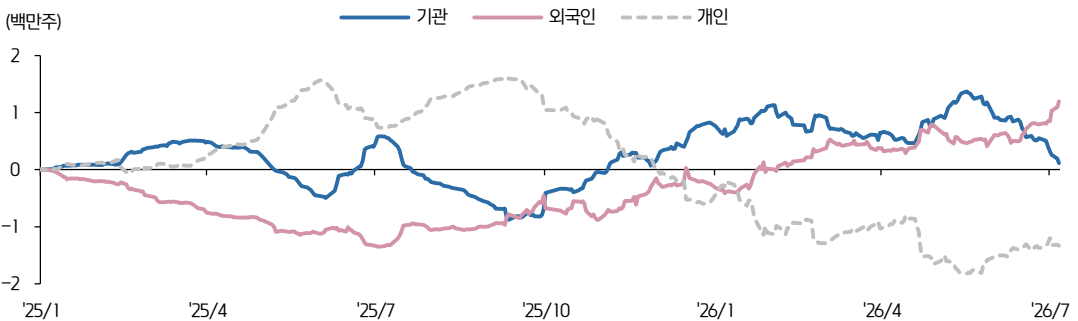
자료: FnGuide, 키움증권

### 해성디에스 주가 추이



자료: FnGuide, 키움증권

### 해성디에스 투자자별 순매수 추이



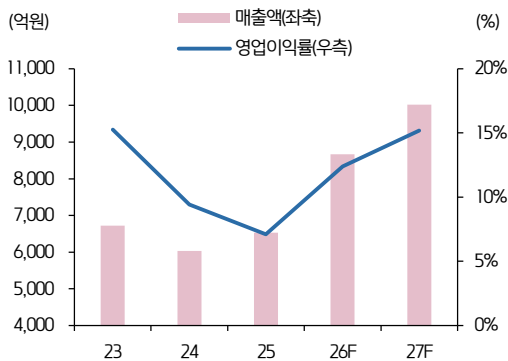
자료: FnGuide, 키움증권

### 해성디에스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>1,375</b>	<b>1,574</b>	<b>1,786</b>	<b>1,799</b>	<b>1,887</b>	<b>2,085</b>	<b>2,310</b>	<b>2,389</b>	<b>6,534</b>	<b>8,671</b>	<b>10,021</b>
리드프레임	1,100	1,231	1,338	1,287	1,406	1,602	1,692	1,740	4,956	6,439	7,168
- IT 및 가전용	365	419	499	452	512	609	640	614	1,735	2,375	2,531
- 차량용	735	812	839	835	894	992	1,052	1,126	3,221	4,064	4,637
PKG Substrate	275	343	448	512	481	483	619	650	1,578	2,233	2,853
<b>QoQ</b>											
매출액	-5%	14%	13%	1%	5%	11%	11%	3%			
리드프레임	-3%	12%	9%	-4%	9%	14%	6%	3%			
- IT 및 가전용	-4%	15%	19%	-9%	-1%	19%	5%	-4%			
- 차량용	-3%	10%	3%	0%	9%	11%	6%	7%			
PKG Substrate	-12%	25%	31%	14%	5%	1%	28%	5%			
<b>YoY</b>											
매출액	-11%	3%	20%	24%	37%	32%	29%	33%	8%	33%	16%
리드프레임	10%	15%	18%	13%	28%	30%	26%	35%	14%	30%	11%
- IT 및 가전용	19%	8%	27%	19%	40%	45%	28%	36%	18%	37%	7%
- 차량용	6%	18%	14%	10%	22%	22%	25%	35%	12%	26%	14%
PKG Substrate	-50%	-26%	23%	63%	75%	41%	38%	27%	-6%	41%	28%
<b>영업이익</b>	<b>4</b>	<b>82</b>	<b>161</b>	<b>218</b>	<b>110</b>	<b>235</b>	<b>373</b>	<b>356</b>	<b>465</b>	<b>1,074</b>	<b>1,522</b>
영업이익률	0%	5%	9%	12%	6%	11%	16%	15%	7%	12%	15%
QoQ	-94	2,218	96	35	-50	114	58	-4	-	-	-
YoY	-98	-54	38	248	2,992	186	131	63	-18	131	42

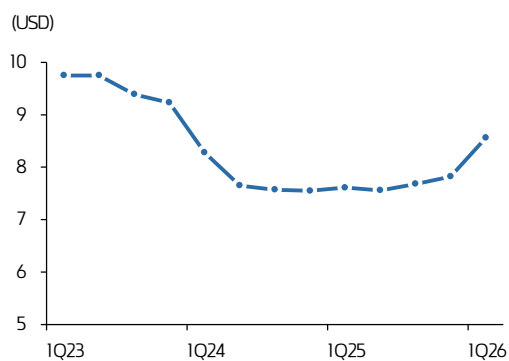
자료: 키움증권

### 해성디에스 매출 추이 및 전망



자료: 키움증권

### 해성디에스 리드프레임 판가



자료: Dart, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	603.0	653.4	867.1	1,002.1	1,119.5
매출원가	491.6	555.6	698.5	781.6	873.2
매출충이의	111.4	97.8	168.6	220.5	246.3
판매비	54.6	51.3	61.3	68.2	72.6
<b>영업이익</b>	56.9	46.5	107.4	152.2	173.7
<b>EBITDA</b>	107.1	104.2	209.2	249.8	263.3
영업외손익	10.1	-13.9	2.4	-2.9	-3.0
이자수익	2.9	1.7	1.1	1.8	2.9
이자비용	3.2	6.7	5.9	5.0	4.2
외환관련이익	22.6	12.5	14.2	12.2	11.1
외환관련손실	10.9	13.7	12.3	16.7	12.5
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-1.3	-7.7	5.3	4.8	-0.3
<b>법인세차감전이익</b>	67.0	32.6	109.8	149.3	170.7
법인세비용	8.3	8.8	24.2	32.8	37.5
계속사업손손익	58.7	23.8	85.6	116.4	133.1
<b>당기순이익</b>	58.7	23.8	85.6	116.4	133.1
<b>지배주주순이익</b>	58.7	23.8	85.6	116.4	133.1
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-10.3	8.4	32.7	15.6	11.7
영업이익 증감율	-44.5	-18.3	131.0	41.7	14.1
EBITDA 증감율	-27.2	-2.7	100.8	19.4	5.4
지배주주순이익 증감율	-30.5	-59.5	259.7	36.0	14.3
EPS 증감율	-30.5	-59.4	259.5	36.0	14.3
매출총이익률(%)	18.5	15.0	19.4	22.0	22.0
영업이익률(%)	9.4	7.1	12.4	15.2	15.5
EBITDA Margin(%)	17.8	15.9	24.1	24.9	23.5
지배주주순이익률(%)	9.7	3.6	9.9	11.6	11.9

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	60.6	67.0	107.0	170.5	189.0
당기순이익	58.7	23.8	85.6	116.4	133.1
비현금항목의 가감	73.1	87.2	141.7	144.5	139.4
유형자산감가상각비	48.3	53.7	98.2	94.7	87.4
무형자산감가상각비	1.9	4.0	3.6	2.8	2.2
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	22.9	29.5	39.9	47.0	49.8
영업활동자산부채증감	-60.4	-32.3	-91.4	-54.5	-44.7
매출채권및기타채권의감소	-11.9	-18.1	-45.1	-28.5	-24.8
재고자산의감소	-21.0	-22.6	-43.3	-27.3	-23.8
매입채무및기타채무의증가	-9.2	11.7	-3.9	0.6	3.2
기타	-18.3	-3.3	0.9	0.7	0.7
기타현금흐름	-10.8	-11.7	-28.9	-35.9	-38.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	-143.8	-118.8	-83.7	-65.9	-66.9
유형자산의 취득	-148.7	-116.5	-85.2	-67.4	-68.4
유형자산의 처분	0.8	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-10.5	-3.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	14.7	1.4	1.5	1.5	1.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	27.1	76.4	-45.1	-45.1	-42.1
차입금의 증가(감소)	42.7	90.8	-29.0	-29.0	-26.0
<b>자본금·자본잉여금의 증가(감소)</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-15.3	-13.6	-15.3	-15.3	-15.3
기타	-0.3	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
기타현금흐름	0.4	-0.3	-13.7	-13.7	-13.7
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-55.7	24.2	-35.6	45.7	66.2
기초현금 및 현금성자산	139.8	84.1	108.3	72.7	118.4
기말현금 및 현금성자산	84.1	108.3	72.7	118.4	184.6

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	321.7	386.2	438.1	538.8	652.9
현금 및 현금성자산	84.1	108.3	72.7	118.4	184.6
단기금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	121.8	137.9	183.0	211.4	236.2
재고자산	107.2	132.4	175.7	203.0	226.8
기타유동자산	8.6	7.6	6.7	6.0	5.3
<b>비유동자산</b>	472.4	494.5	477.9	447.7	426.5
투자자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산	424.6	455.8	442.8	415.4	396.4
무형자산	32.3	23.4	19.8	17.0	14.7
기타비유동자산	15.4	15.2	15.2	15.2	15.3
<b>자산총계</b>	794.2	880.6	916.0	986.5	1,079.4
<b>유동부채</b>	201.4	179.6	161.7	155.2	144.4
매입채무 및 기타채무	78.9	56.3	52.4	53.0	56.1
단기금융부채	96.3	93.3	79.3	72.3	58.3
기타유동부채	26.2	30.0	30.0	29.9	30.0
<b>비유동부채</b>	36.5	136.7	121.7	99.7	87.7
장기금융부채	31.1	128.8	113.8	91.8	79.8
기타비유동부채	5.4	7.9	7.9	7.9	7.9
<b>부채총계</b>	237.9	316.3	283.4	254.9	232.1
<b>자본지분</b>	556.3	564.4	632.6	731.6	847.3
자본금	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.5	0.4	-1.8	-3.9	-6.0
이익잉여금	449.0	457.2	527.6	628.7	746.5
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	556.3	564.4	632.6	731.6	847.3

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,453	1,401	5,038	6,850	7,830
BPS	32,722	33,198	37,211	43,036	49,841
CFPS	7,751	6,529	13,371	15,350	16,033
DPS	800	900	900	900	900
<b>주가배수(배)</b>					
PER	6.8	39.8	10.8	8.0	7.0
PER(최고)	17.9	42.2	21.5		
PER(최저)	5.8	12.7	9.1		
PBR	0.72	1.68	1.46	1.27	1.09
PBR(최고)	1.89	1.78	2.92		
PBR(최저)	0.62	0.54	1.24		
PSR	0.66	1.45	1.07	0.92	0.83
PCFR	3.0	8.5	4.1	3.6	3.4
EV/EBITDA	4.1	10.2	5.0	3.9	3.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%·보통주, 현금)	23.2	64.2	17.9	13.1	11.5
배당수익률(%·보통주, 현금)	3.4	1.6	1.7	1.7	1.7
ROA	7.9	2.8	9.5	12.2	12.9
ROE	11.0	4.3	14.3	17.1	16.9
ROIC	9.0	5.4	11.7	15.5	17.1
매출채권회전율	5.3	5.0	5.4	5.1	5.0
재고자산회전율	6.1	5.5	5.6	5.3	5.2
부채비율	42.8	56.0	44.8	34.8	27.4
순차입금비율	7.8	20.2	19.0	6.2	-5.5
이자보상배율, 현금	17.9	6.9	18.3	30.6	41.5
<b>총차입금</b>	127.4	222.1	193.1	164.1	138.1
<b>순차입금</b>	43.2	113.8	120.4	45.7	-46.5
<b>EBITDA</b>	107.1	104.2	209.2	249.8	263.3
<b>FCF</b>	-121.4	-60.5	8.9	94.4	112.0

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

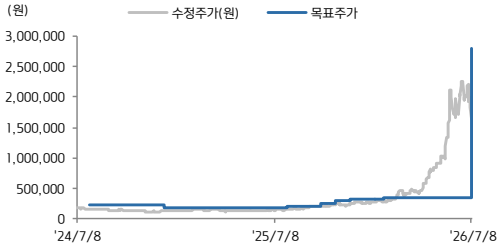
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)				
				가 상 대 상	평 균 주 가 대 비					가 상 대 상	평 균 주 가 대 비			
상성전기 (009150)	2024/08/01	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-31.13	-24.05	LG전자 (066570)	2024/10/10	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-30.14	-28.93	
	2024/09/03	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-33.53	-24.05		2024/10/25	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-33.40	-28.93	
	2024/09/26	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-35.68	-24.05		2024/11/20	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-34.61	-28.93	
	2024/10/30	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-37.54	-24.05		2024/12/19	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-36.16	-28.93	
	2024/11/20	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-39.18	-24.05		2025/01/24	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-32.50	-29.08	
	2024/12/17	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-29.57	-27.11		2025/03/12	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-32.97	-29.08	
	2025/01/31	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-27.38	-17.67		2025/04/08	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-37.21	-35.18	
	2025/04/30	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-29.54	-25.71		2025/04/25	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-36.01	-33.64	
	2025/05/29	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-23.79	-10.65		2025/05/29	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-34.70	-29.18	
	2025/08/01	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-17.28	-14.26		2025/07/08	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-23.06	-15.70	
	2025/09/01	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-5.62	3.50		2025/10/20	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-15.75	-0.64	
	2025/10/02	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-16.53	-7.20		2026/02/02	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	25.90	201.92	
	2025/10/30	BUY(Maintain)	280,000원	6개월	-19.77	-12.50		*담당자변경	2026/07/08	BUY(Reinitiate)	230,000원	6개월		
	2025/11/25	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-17.03	-8.75		아수페타시스 (007660)	2024/08/16	BUY(Maintain)	72,750원	6개월	-48.89	-38.91
	2026/01/26	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	176.34	567.65		2024/11/15	BUY(Maintain)	43,650원	6개월	-50.56	-49.87	
*담당자변경	2026/07/08	BUY(Reinitiate)	2,800,000원	6개월			2024/11/20	BUY(Maintain)	43,650원	6개월	-36.59	-8.88		
두산 (000150)	2025/05/29	BUY(Initiate)	620,000원	6개월	-6.61	8.06	2025/02/13	BUY(Maintain)	50,440원	6개월	-26.65	-13.76		
	2025/07/28	BUY(Maintain)	850,000원	6개월	-33.27	-27.41	2025/05/15	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-29.94	-27.67		
	2025/09/01	BUY(Maintain)	850,000원	6개월	-23.95	19.76	2025/05/29	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-11.06	14.31		
	2025/11/11	BUY(Maintain)	1,200,000원	6개월	-23.27	-15.33	2025/08/18	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-20.80	-14.62		
	2025/11/25	BUY(Maintain)	1,200,000원	6개월	-28.97	-15.33	2025/09/01	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-10.24	2.29		
	2026/02/13	BUY(Maintain)	1,200,000원	6개월	-13.03	51.42	2025/10/22	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	6.63	19.60		
*담당자변경	2026/07/08	BUY(Reinitiate)	2,200,000원	6개월			2025/11/17	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-10.04	-4.79		
LG이노텍 (011070)	2024/07/25	Outperform(Downgrade)	320,000원	6개월	-27.16	-12.50	2025/11/25	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-27.84	-5.06		
	2024/10/24	Outperform(Maintain)	230,000원	6개월	-25.70	-22.78	*담당자변경	2026/07/08	BUY(Reinitiate)	190,000원	6개월			
	2024/11/20	BUY(Upgrade)	230,000원	6개월	-27.83	-22.78	가바비스 (420770)	2026/07/08	BUY(Initiate)	190,000원	6개월			
	2025/01/23	Outperform(Downgrade)	190,000원	6개월	-18.36	-6.58	심텍 (222800)	2024/10/18	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-54.13	-38.57	
	2025/04/24	Outperform(Maintain)	170,000원	6개월	-16.37	-9.88	2025/02/17	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-19.44	0.87		
	2025/05/29	Outperform(Maintain)	170,000원	6개월	-14.70	-9.59	2025/05/29	BUY(Maintain)	25,000원	6개월	-9.36	3.00		
	2025/07/03	Outperform(Maintain)	170,000원	6개월	-13.49	-7.12	2025/08/08	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	44.58	127.59		
	2025/07/24	BUY(Upgrade)	210,000원	6개월	-21.04	-5.95	2025/11/25	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-2.86	102.77		
	2025/09/26	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-19.55	-7.60	*담당자변경	2026/07/08	BUY(Reinitiate)	190,000원	6개월			
	2025/10/31	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-19.19	-14.67	대덕전자 (353200)	2026/07/08	BUY(Initiate)	240,000원	6개월			
2025/11/25	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-12.93	-1.83	해성디에스 (195870)	2026/07/08	BUY(Initiate)	120,000원	6개월				
2026/01/08	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-20.69	-18.29									
2026/01/27	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	57.45	337.14									
*담당자변경	2026/07/08	BUY(Reinitiate)	1,100,000원	6개월										

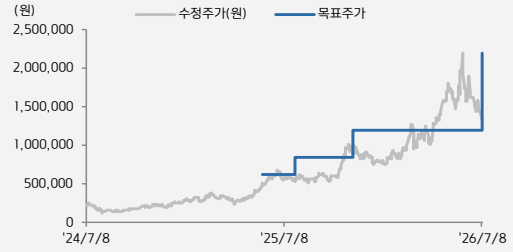
\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

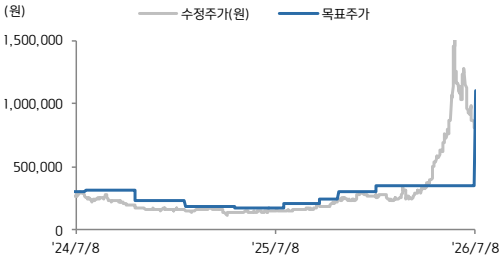
삼성전기 (009150)



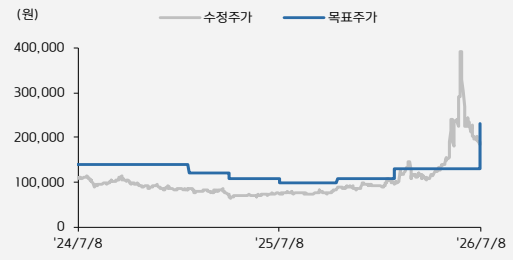
두산 (000150)



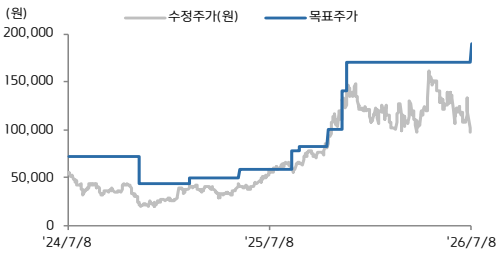
LG이노텍 (011070)



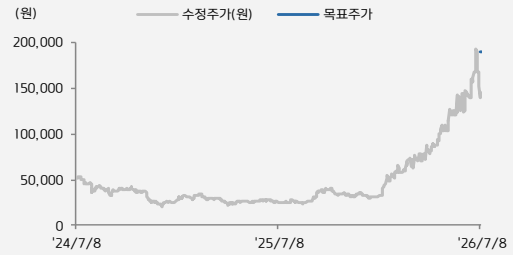
LG전자 (066570)



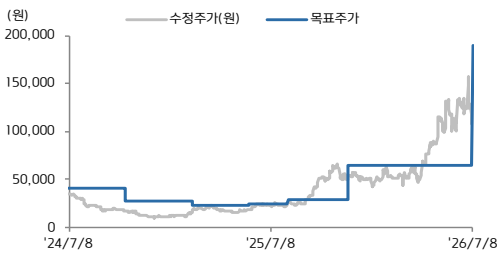
이수페타시스 (007660)



기가비스 (420770)



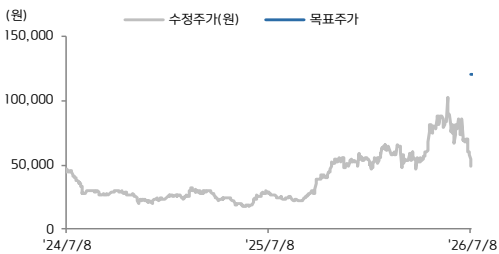
심텍 (222800)



대덕전자 (353200)



해성디에스 (195870)



### 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

### 투자등급 비율 통계 (2025/07/01~2026/06/30)

매수	중립	매도
96.10%	3.41%	0.49%