

성호전자 (043260)

선입견 속에 가려진 진짜 CPO 기업

2026년 6월 25일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (6월 24일)	30,500 원

신한생각 국내 유일 CPO 직접 관련주!

CPO 패키징의 핵심 과제인 '정렬'을 해결하는 액티브 정렬장비 제조. 전 세계에서 이를 제조하는 회사는 성호전자 자회사인 에이디에스테크와 FiconTEC(비상장) 단 두 곳 뿐. 26년말 Scale-out CPO, 27년말 Scale-up CPO 시장 개화 앞두고 모멘텀 기대

광학 네트워크 전성시대, 다음 키워드는 CPO

[CPO란] 데이터를 빛으로 전달하는 방법 중 하나. 빛을 반도체 회로에 넣어 0과 1을 표현. 데이터센터 전력소모를 줄이고(vs. 기존 광트랜시버 방식 대비 3.5배 효율적) Scale-up 도메인에 더 많은 GPU와 XPU를 연결하기 위해 반드시 필요한 솔루션. 다만 빛을 손실 없이 전달하는 것이 관건. 광신호 정렬과 패키징, 테스트 중요성 높아질 전망

[실적 전망] 27년과 28년 영업이익으로 각각 741억원(+118%YoY), 1,774억원(+139%YoY) 전망. 기존 광트랜시버 구조에서는 패키지 당 액티브 정렬이 최대 16번 필요했지만 Scale-out/up CPO에서는 수 백번까지 증가. CPO 대량생산 시점 가까워질수록 실적 기대감 높아질 전망

Valuation & Risk: 26~27년 오버행 vs. 대체 불가능한 밸류체인

28년 예상 추가수익비율(PER)은 26배로 글로벌 광학 밸류체인 평균 30~50배 대비 저렴. 국내 유일 CPO 직접 관련주라는 점에서도 멀티플 프리미엄 필요. 실적 불확실성과 오버행은 염두. SemiAnalysis에 따르면 CPO 대량생산 시점(Scale-up CPO)은 28년 이후. CPO 확산 속도에 따라 장비 발주량/시점 변동될 여지. 전환사채/신주인수권부사채로 28년말까지 전환될 수 있는 물량이 최대 494만주(전체 발행주식수 대비 70%). 이 중 일부만 시장에 출회될 것으로 예상되나 물량 소화하는 과정에서 주가 변동성 확대 가능성

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2024	207.3	6.3	8.0	8.1	6.5	0.5	14.4	-
2025	231.6	7.6	91.0	6.9	46.3	2.6	46.9	-
2026F	272.4	34.0	352.4	6.2	53.1	2.2	33.3	-
2027F	360.5	74.1	57.8	55.4	5.0	2.9	17.2	-
2028F	603.3	177.4	139.2	25.5	10.7	2.6	7.6	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[통신장비]

김아람 선임연구원

✉ kimaram@shinhan.com

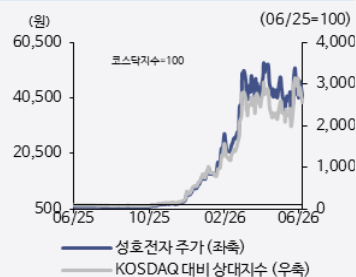
Revision

실적추정치	NR
Valuation	NR

시가총액	2,227.0 십억원
발행주식수(유동비율)	70.9 백만주 (44.8%)
52주 최고가/최저가	53,200 원/1,027 원
일평균 거래액 (60 일)	126,132 백만원
외국인 지분율	2.4%
주요주주 (%)	
서릉전자 외 12 인	55.2

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(23.9)	(26.2)	2616.3	190.7
상대	(0.9)	(9.2)	2291.1	208.4

주가



I. 기업 개요

광통신 장비 제조 기업

기존사업: BEP 성과 지속

자회사 에이디에스테크가 핵심 성장 동력

- * 콘센서: 전기/전자기기 등에서 전류 안정화, 잡음 억제, 전력 제어 및 회로 보호하는 부품
- * 전원공급장치: 전기/전자기기에 필요한 전력을 변환 및 공급

1973년 진영전자로 설립했다. 기존 주력 사업은 콘센서와 전원공급 장치*다. LCD TV가 확산되고 콘센서 매출이 감소하면서 사업을 다각화했다. 반도체 및 전력 인프라, 건설 자회사를 인수했다. 아래 표에 각 자회사를 소개한다.

에이디에스테크: Active Alignment 장비 제조

2025년 12월 에이디에스테크를 인수하며 주목받기 시작했다. 에이디에스테크는 광트랜시버 및 CPO용 액티브 정렬장비(Active Alignment)를 제조한다.

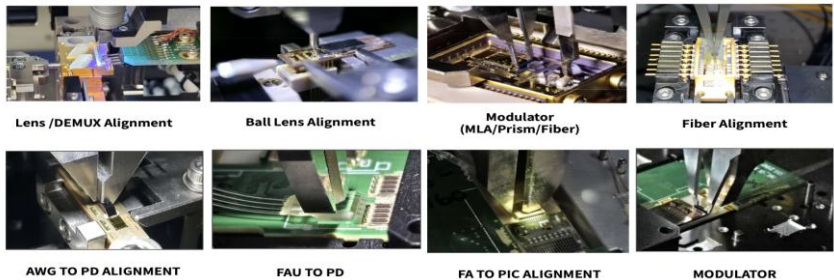
광학부품 정렬 방식에는 크게 두 가지가 있다. 패시브는 카메라로 위치를 파악해 결합한다. 빠르고 싸지만 경쟁이 치열하다. 액티브는 부품의 x, y, z 축을 미세하게 움직여 광 신호가 가장 센 구간에 결합한다. 비싸고 느리지만 신호 품질이 우수하다. 전 세계에서 액티브 정렬장비를 제조하는 기업은 에이디에스테크와 FiconTEC(비상장) 단 두 곳이다. CPO 기술 채택 시 액티브 정렬이 필요한 구간이 기하급수적으로 늘어난다. 수 년간 고성장이 전망된다.

성호전자 자회사 리스트

(역원)	자회사명	개요	25년 매출액	25년 영업이익
반도체 및 전력	디이에스	반도체 칠러, 공정 온도 제어 시스템	27.9	6.3
	구수중전기	산업용 전력 공급, 대용량 변압기 제조	9.9	(1.7)
	해성화학	반도체 패키징 소재, 기능성 필름 가공	15.6	2.5
	제이케이아이	정밀 기구 가공, 반도체 장비 부품	4.9	1.2
건설	바른창호	시스템창호 시공, 하이엔드 건설 자재	48.1	2.6
	선일일렉콤	LED 조명 솔루션, 스마트 시티 인프라	4.7	1.7
	의성씨니타리	의료용 밸브, 건설자재	14.1	0.8
	진성산업	토목 엔지니어링, 건설 기초 자재	2.0	0.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

에이디에스테크 액티브 정렬 장비



자료: 회사 자료, 신한투자증권

II. 산업분석

CPO란 무엇인가?

CPO는 전기신호 ↔ 광신호를 전환하는 광트랜시버를 대체하는 기술이다.

기준: Pluggable 광트랜시버의 약점

광트랜시버의 약점:

- 1) 큰 전력 소모
- 2) 높은 인력 의존도

* DSP(Digital Signal Processor)
전기 신호를 실시간으로 보정하는
칩. 전송 속도가 빠를수록 구리
배선 구간에서 신호 망가짐이 큼
신호를 복원하거나, 노이즈를 제
거하고, 타이밍을 동기화

광트랜시버가 가지는 약점은 크게 두 가지다. 먼저 전력 소모가 크다. 스위치 칩에서 나온 전기신호는 광트랜시버에 닿기까지 15~30cm에 이르는 PCB 보드를 통과해야 한다. 문제는 이 구간 동안 전기신호가 망가진다는 점이다. 이를 보정하기 위한 DSP 칩*은 칩 하나당 수 십W가 필요하다. 2025년 3월 젠슨 황은 GPU 100만개를 연결하려면 600만개의 광트랜시버가 필요하고, 이 600만개의 트랜시버가 180MW에 이르는 전력을 소비한다고 언급했다. 180MW의 절반 이상이 DSP 칩을 구동하는데 쓰인다.

다음으로 제조 공정에 있어 인력 의존도가 높다. 광트랜시버는 여러 광학부품을 결합해 만드는데, 부품 정렬 및 검사 과정에 있어 사람 손을 많이 탄다. 반도체 대비 대량생산, 원가절감이 어려운 구조다.

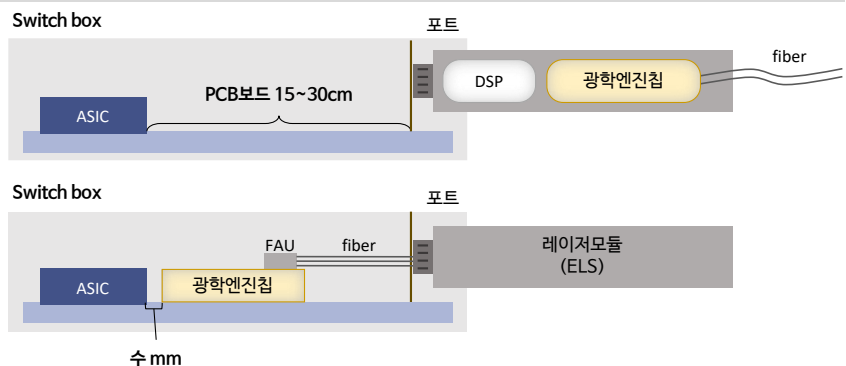
CPO의 해결방식

CPO는 전력소모
약 3.5배 효율적

CPO(Co-Packaged Optics)는 광트랜시버의 핵심인 광학엔진(전기신호 ↔ 광신호 전환을 담당)을 떼서 스위치 칩 옆에 배치시킨다. 스위치 칩과 광학엔진 간 거리가 수 mm에 불과하기 때문에 DSP 칩을 제거할 수 있다. 이로 인한 전력 절감 효과는 광트랜시버 대비 약 3.5배다.

광학엔진을 Pluggable이 아닌 칩 형태로 구현한다. ‘칩’이기 때문에 기존 반도체 제조공정을 활용할 수 있다. 대량생산과 원가절감이 용이하다.

(위) 기존 플러거블 광트랜시버 vs. (아래) CPO 구조



자료: 신한투자증권

다음 병목은 패키징

CPO는 패키징/테스트 비용이 제조비용의 70%

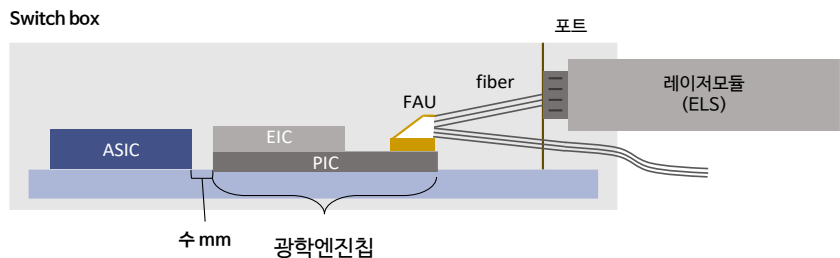
CPO는 패키징/테스트가
양산의 가장 큰 병목

* 광학엔진 칩의 구성
= PIC(빛) + EIC(전기)

CPO 구조에서 전기신호-광신호 전환은 다음과 같은 방식으로 이뤄진다. 광학엔진 칩은 빛 신호를 처리하는 PIC와 전기신호를 처리하는 EIC로 구성된다. [송신] 외부 레이저에서 쏜 빛이 광섬유, 도파로를 타고 PIC로 흘러들어간다. PIC는 EIC가 보낸 0과 1의 전기신호에 따라 빛을 통과시키거나 흡수한다. [수신] 광섬유를 통해 레이저 신호가 들어온다. PIC에서 전기신호로 변환하고 EIC에서 증폭한다.

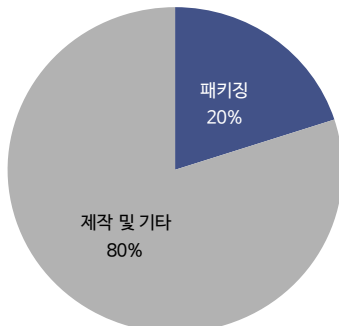
빛을 칩으로 전달하는 과정은 매우 까다롭다. 업계에 따르면 전기소자는 전체 제조 비용에서 패키징/테스트가 차지하는 비중이 20%지만 광학소자는 70~75%에 달한다. 이전까지는 반도체 회로에 직접 빛을 넣는 시도를 해본 적이 없었기에 광학 생태계는 그만큼 미세화된, 대량생산이 처음이다. 고정밀 패키징을 할 수 있는 업체는 소수이고 기존 전기신호 테스트 업체는 광학신호를 검사할 수 없다.

CPO 세부 구조도



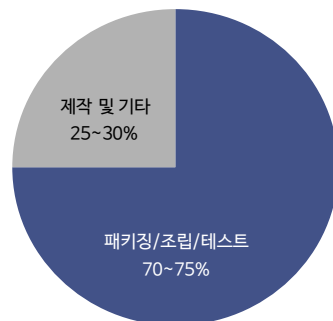
자료: 신한투자증권

전기소자에서 패키징이 차지하는 비중은 20%



자료: 업계 자료, 신한투자증권

광학소자에서 패키징이 차지하는 비중은 70% 이상



자료: 업계 자료, 신한투자증권

광학부품을 미세하게 움직여 산란되는 빛을 정렬

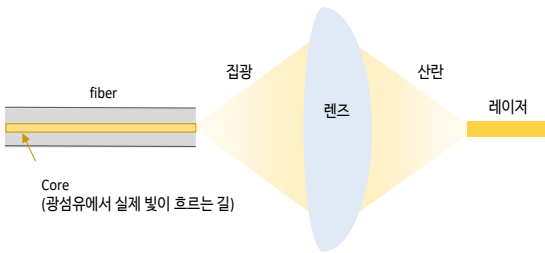
* 마이크로미터(μm)는 1×10^{-6} m로, 1 μm 보다 더 작은 수는 나노미터(nm, 1×10^{-9} m)부터 표현하며, 한 단계 내려갈 때마다 1,000배씩 작아짐

왜 어렵나? 빛은 산란 + 광섬유 자체가 회로 대비 두꺼움

빛은 산란하는 특성을 가진다. 레이저에서 나오는 빛은 3~4 마이크로미터* 수준이다. 이를 9 마이크로미터 수준인 광섬유 코어에 최대한 많이 전달하려면 빛을 모으는 과정이 필요하다. 참고로 머리카락이 70 마이크로미터다. 머리카락의 1/10 수준으로 미세하게 렌즈를 움직여 레이저-렌즈-광섬유를 정렬한다.

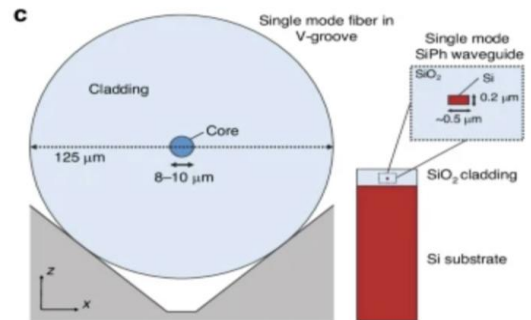
광섬유에서 광학엔진 칩으로 빛을 넣는 것은 더 큰 문제다. 빛이 흐르는 도파로(Waveguide)의 직경은 수 십 나노미터(<1 마이크로미터)로 광섬유 코어의 1/10 이상으로 작다. 또 한번 렌즈 정렬이 필요하다. 광섬유에서 나온 빛은 광섬유 어레이(FAU) 내부 거울을 통해 수직으로 반사된다. 빛은 수직으로 내려와 회절 격자 구조(Grating Coupler)를 통해 수평으로 회절, 광학엔진 칩까지 전달된다.

정렬이 필요한 이유 - 빛의 산란



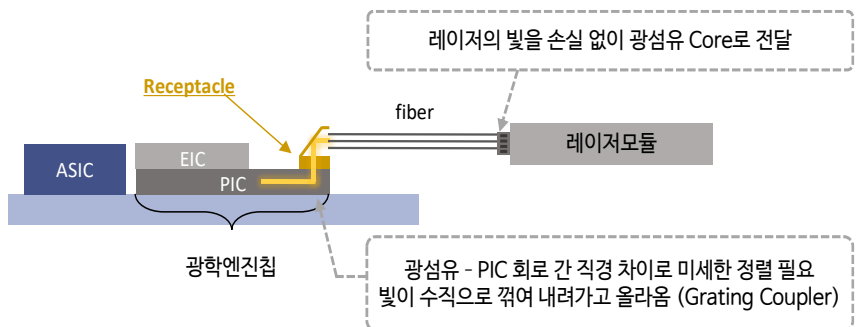
자료: 신한투자증권

정렬이 필요한 이유 - 광섬유 코어와 도파로 직경



자료: <Advances in waveguide to waveguide couplers for 3D integrated photonic packaging>, 신한투자증권

CPO 구조에서 정렬이 필요한 부분들 - 빛 손실이 생기는 부분은 모두!



자료: 신한투자증권

주: 빛을 광학엔진 칩으로 넣는 방식에는 엣지 커플러(Edge Coupler)와 그레이팅 커플러(Grating Coupler)가 있다. 엔비디아는 빛을 수직으로 전달하는 그레이팅 커플러 방식을 쓴다.

III. 투자포인트

Active alignment가 중요한 이유

CPO의 핵심 과제는 광 신호 손실을 줄이는 것

광신호 손실이
생길 수 있는 부분은 모두
정밀한 정렬 필요,
신뢰성 및 열 관리와 직결

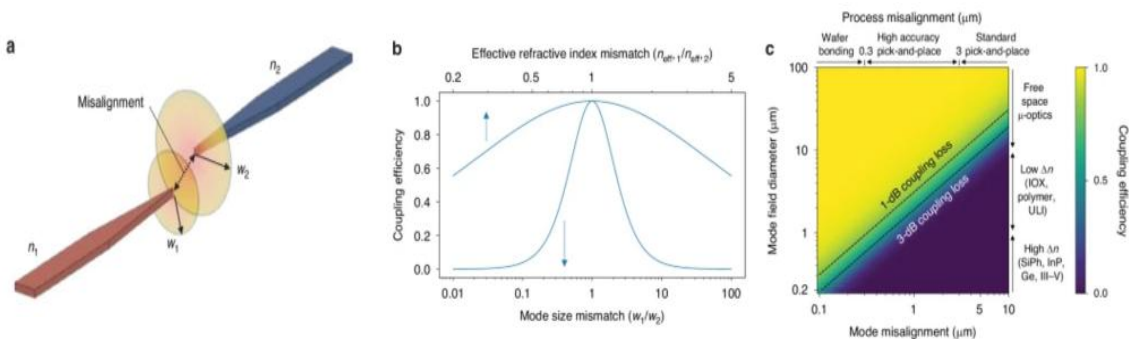
CPO의 핵심 과제는 빛을 최대한 손실 없이 보내는 것이다. 광신호로 데이터를 주고 받으려면 수신 측에서 0과 1을 구분할 수 있을 만큼의 빛이 도달해야한다 (optical power budget). 빛이 너무 약해지면 신호 오류율(BER; Bit Error Rate)이 치솟아 통신이 자체가 끊겨버린다.

그렇다고 레이저에서부터 강한 빛을 쓰면 열이 발생하는 데다(손실된 빛은 열로 전환됨), 빛이 도파로 안에서 왜곡되는 비선형 문제가 생긴다. 나아가 연쇄 반응이 나타날 수 있다. 열은 부품을 미세하게 팽창/이동시켜 정렬을 더 틀어놓고, 틀어진 정렬은 또 다시 열을 만든다. 결국 빛을 세게 쏘는 것보다 빛이 새어나가지 않도록 정밀하게 정렬하는 것이 훨씬 근본적인 해결책이다.

그래서 CPO는 액티브 정렬을 채택한다. 빛을 켜고, 신호 세기를 실시간으로 보면서 부품의 위치를 조금씩 조정해 최적화하는 방식만이 마이크로미터 수준의 정밀도를 안정적으로 확보할 수 있다.

한편 액티브 정렬 공정 생태계는 아직 충분히 발전하지 않았다. 그동안 이만큼 미세화된, 대량생산 공정을 경험해본 적이 없기 때문이다. 광트랜시버에서는 광트랜시버 당 최대 16번의 정렬이 필요했지만 CPO는 패키지 당 수 백, 수 천번의 정렬이 필요하다. 전세계에서 액티브 정렬장비를 제조하는 기업은 에이디에스테크와 FiconTEC(비상장, 독일 기업이나 2021년 중국계 회사에 인수) 단 두 곳뿐이다. CPO 시장이 커질수록 이 고밀도 정렬 능력이 공급망의 병목으로 작동할 가능성이 높다. 에이디에스테크를 자회사로 둔 성호전자를 주목하자.

빛 신호 손실을 만드는 요인들 - 직경 차이, 굴절률 차이, 정렬 오차(misalignment)



자료: <Advances in waveguide to waveguide couplers for 3D integrated photonic packaging>, 신한투자증권

CPO로 액티브 정렬 포인트 기하급수적 증가

CPO 구조 내 총 3곳에서
액티브 정렬이 필요

현재 CPO 구조에서 정렬이 필요한 구간은 총 세 곳이다. 세 곳 모두 액티브 정렬을 활용한다. 1) 레이저에서 나오는 빛을 집광한다. 렌즈를 미세하게 움직여 레이저-렌즈-광섬유를 정렬한다. 2) 빛이 광섬유에서 광학엔진 칩으로 들어가기 전, 광섬유 끝 단에도 마이크로 렌즈를 붙여 집광한다. 3) 광섬유 어레이(FAU)와 PIC 칩의 도파로 간 정렬이 필요하다. 중간 연결 부품인 리셉터클(Receptacle)을 미세하게 움직여 광섬유 어레이(FAU)-리셉터클-도파로를 정렬한다.

Scale-out CPO 정렬 포인트 계산하기

스위치 당 총 432번 정렬,
CPO 패키지 당
36번의 정렬이 필요

Scale-out CPO를 구현하기 위해서 랙 당 필요한 정렬 수는 $288+72=360$ 번이다. 랙 당 Scale-out 스위치는 하나가 탑재된다. 1) 스위치 하나에는 18개 레이저 모듈(외부 광원)이 장착된다. 레이저 모듈 하나 당 16번의 정렬이 필요하다. 레이저 모듈에만 $18 \times 16 = 288$ 번의 정렬이다.

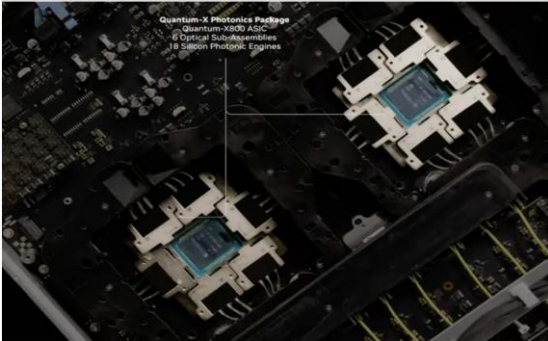
이번에는 스위치 안쪽을 보자. 엔비디아 Scale-out CPO 스위치에는 스위치 칩이 2개, 스위치 칩마다 6개의 서브 어셈블리, 서브 어셈블리마다 3개의 광학엔진 칩이 붙어있다. 광학엔진 칩 하나 당 2) 광섬유 어레이(FAU)-렌즈를 정렬하고, 3) 리셉터클을 정렬하는 2번의 정렬이 필요하다. 총 $2 \times 6 \times 3 \times 2 = 72$ 번의 정렬이다. 결국 스위치 하나 당 필요한 정렬 수는 $288+72=360$ 번이다.

Scale-out CPO 정렬 포인트 수

스위치 전체		비고
스위치 전체 처리량 (Throughput)	115.2 Tb/s	
스위치 칩 당 처리량	28.8 Tb/s	스위치 칩 2개 탑재, 단방향 기준
Optical sub-assembly 당 처리량	4.8 Tb/s	스위치 칩당 6개, 단방향 기준
광학엔진 칩 당 처리량	1.6 Tb/s	서브 어셈블리 당 3개, 단방향 기준
PIC MRM 변조속도	200 Gb/s	
스위치 칩 하나 당		
Optical Connections	324개	
Laser inputs	36개	
Data Links	288개	
스위치 전면부에		
레이저 모듈	18개	레이저 모듈 당 8개 UHP Chip
MPO Fiber Cables	144개	
Fiber	1,152기다	Link 양방향*스위치 칩 2개

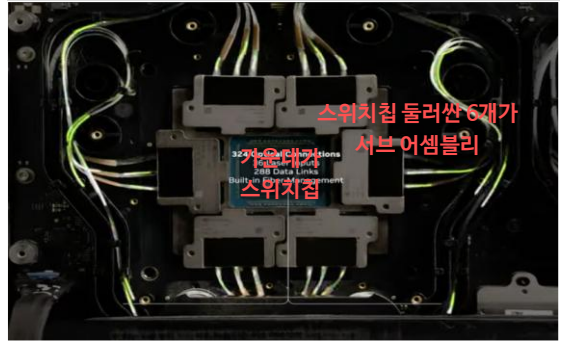
자료: 엔비디아, 신한투자증권

스위치 트레이 하나 당 스위치 칩 2개



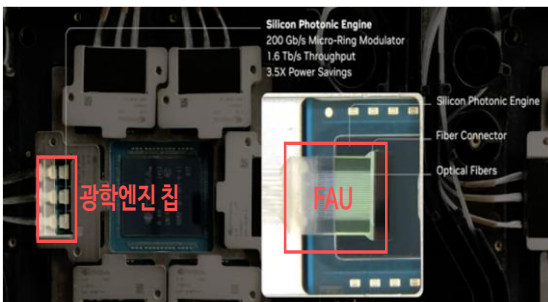
자료: 엔비디아, 신한투자증권

스위치 칩 주변은 6개의 서브 어셈블리



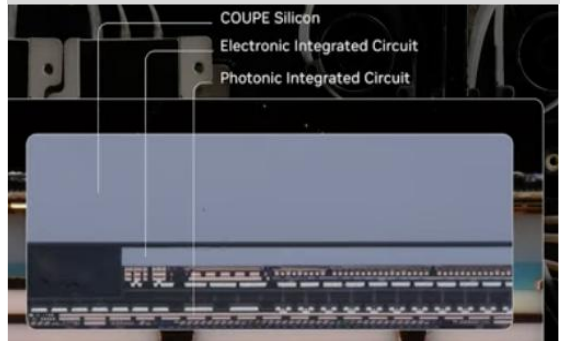
자료: 엔비디아, 신한투자증권

서브 어셈블리마다 3개의 광학엔진 칩



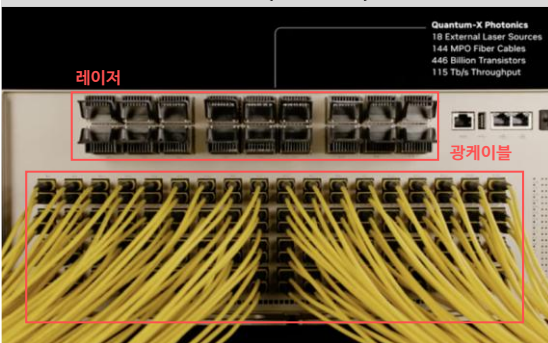
자료: 엔비디아, 신한투자증권

광학엔진 칩은 PIC와 EIC로 구성 (TSMC가 결합)



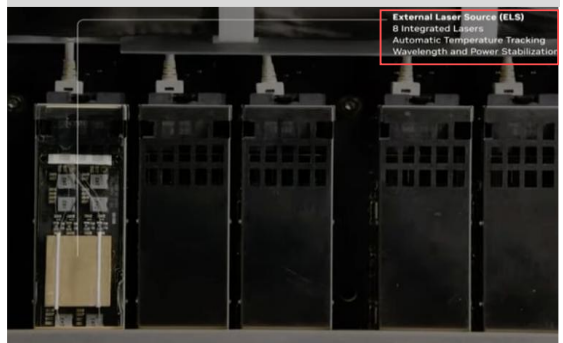
자료: 엔비디아, 신한투자증권

스위치마다 레이저 모듈(외부광원) 18개



자료: 엔비디아, 신한투자증권

레이저 모듈 하나는 8개의 레이저로 구성



자료: 엔비디아, 신한투자증권

Scale-up CPO 정렬 포인트는 Scale-out 대비 수 배~수 십배

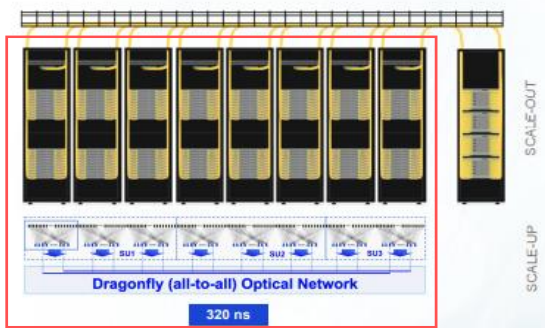
Scale-up 시장은
Scale-out 대비 10배
27년 이후 엔비디아가 주도

CPO 기술은 Scale-out과 Scale-up에 모두 적용될 수 있다. 이론적으로 Scale-up 시장은 Scale-out 대비 10배다. Scale-out CPO 시장이 개화될 2026년말보다는 Scale-up CPO 시장이 개화될 2027년말, 혹은 램프업이 본격화될 2028년 이후 실적이 기대된다.

Scale-up CPO 시장은 구조적으로 커질 수밖에 없다. 엔비디아가 Scale-up 도메인 크기 자체를 키우고 있기 때문이다. NVL72가 NVL576으로 전환되면 576개의 GPU를 단일 랙에 구현할 수 없게 된다. 한편 구리 케이블은 전송거리 한계가 존재해 멀티 랙 구조에서는 광 케이블 + CPO 전환이 필연적이다.

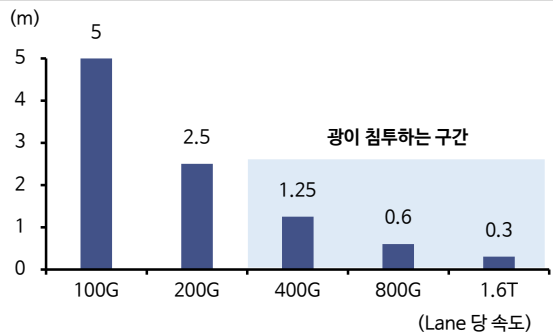
엔비디아가 Scale-up 스위치 세부 스펙을 공개하지 않아 Scale-up CPO 정렬 포인트 계산을 생략하지만 랙 당 정렬 포인트는 최소 수 천~수 만개일 것으로 추정된다. 참고로 현재도 Scale-out 대비 Scale-up에서 통신 부품이 수 배 더 필요하다. Scale-up 구리 케이블은 랙 당 72개 GPU*GPU 하나가 18개 NV스위치 포트와 연결*포트 당 4쌍의 구리 케이블=5,184가닥을 쓴다. Scale-out 광섬유는 랙 당 72개 GPU*GPU 당 800G NIC 포트 1개*4 lanes*양방향=576심을 쓴다.

Scale-up 도메인은 Dual~Multi-랙으로 커지는데



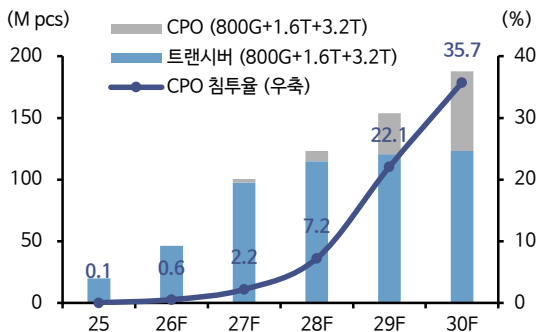
자료: 코닝, 신한투자증권

구리 케이블이 갈 수 있는 거리는 점점 짧아져



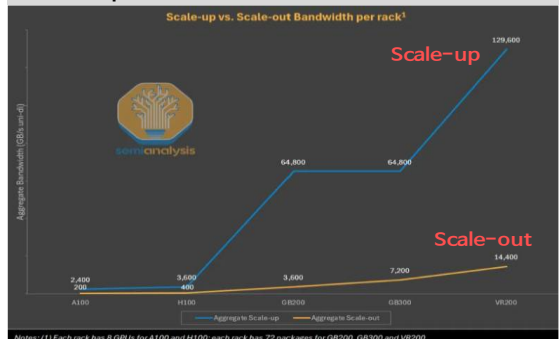
자료: 마벨, 신한투자증권

CPO 침투율 전망



자료: TrendForce(26년 3월), 신한투자증권

Scale-up vs Scale-out 대역폭 비교



자료: SemiAnalysis, 신한투자증권

IV. 실적 전망 및 리스크

2027년, 2028년 계단식 실적 성장 전망

CPO 침투율과
정렬 포인트 수 동반 증가로
실적 성장 전망

2027~2028년 계단식 실적 성장을 전망한다. 2027년 영업이익 741억원(+118%YoY), 2028년 영업이익 1,774억원(+139%YoY)을 전망한다. CPO 침투율이 높아지고 정렬 포인트가 늘어난다는 것은 곧 주요 자회사 에이디에스테크의 액티브 정렬 장비 수요가 늘어난다는 것을 의미한다.

에이디에스테크는 2025년 3분기 누적 기준 매출총이익률(GPM) 53%, 영업이익률(OPM) 46%, 2025년 연간 영업이익률 40%을 기록했다. 장비 매출액이 늘어난다고 하더라도 이 구조가 크게 바뀌지 않을 것으로 전망된다. 실적의 핵심 변수는 CPO 채택 속도와 고객사 장비 발주량, 시점이다. 에이디에스테크를 제외한 성호전자 본업 및 기타 자회사는 성장이 거의 없다고 가정했다.

성호전자 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	59.3	56.6	55.6	60.2	66.0	153.6	208.1	207.3	231.6	272.4	360.5	603.3
(%YoY)	(6.0)	(24.7)	24.1	146.3	11.4	15.3	35.5	(0.4)	11.7	17.6	32.4	67.3
기존 사업	59.3	56.6	55.6	60.2	61.9	153.6	208.1	207.3	231.6	202.4	204.9	207.7
에이디에스테크	0.0	0.0	0.0	0.0	4.1	0.0	0.0	0.0	0.0	70.0	155.6	395.6
영업이익	1.6	1.3	0.5	4.1	3.2	2.0	25.9	6.3	7.6	34.0	74.1	177.4
(%OPM)	2.7	2.3	1.0	6.8	4.9	1.3	12.4	3.0	3.3	12.5	20.5	29.4
(%YoY)	(81.9)	적전	적전	적전	100.3	적전	적지	흑전	적전	흑전	117.9	139.5
당기순이익	(0.0)	3.2	2.0	85.9	319.5	(4.2)	17.6	8.1	91.0	352.4	57.8	139.2
(%OPM)	(0.0)	5.6	3.6	142.7	484.0	(2.7)	8.5	3.9	39.3	129.4	16.0	23.1
(%YoY)	적전	(79.1)	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	(54.1)	1027.2	287.1	(83.6)	140.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

에이디에스테크 과거 실적 추이

(십억원, %)	2022	2023	2024	2025
매출액	12.1	9.5	63.6	52.7
매출총이익	5.4	2.8	30.5	
매출총이익률	44.3	29.1	47.9	
영업이익	2.2	0.1	25.3	20.8
영업이익률	18.0	1.0	39.7	39.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

리스크 점검

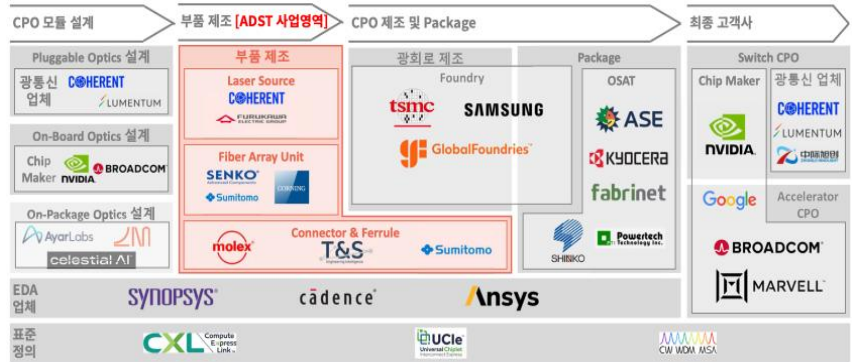
1) 경쟁 심화 가능성

향후 패시브 정렬을 통한
부품 실장 기술이 개발될
가능성도 존재

액티브 정렬 장비는 광신호 손실을 최소화할 수 있지만 비싸고 시간이 오래 걸린다는 단점이 있다. 현재 액티브 정렬 장비는 정렬 포인트 하나 당 정렬 및 에폭시 본딩에 수 분이 소요된다. 정렬 속도를 높이기 위한 대체 기술이 개발되고 있다. 미국 스타트업 포엣 테크놀로지(POET.US)는 실리콘 웨이퍼에 광 도파로와 기계적 홈(groove)을 식각해서 패시브 방식으로 부품을 실장하는 기술을 개발한다. 아직은 기술 개발 단계지만 추후 양산에 성공한다면 액티브 정렬 방식보다 대량 생산에 적합할 수 있다. 액티브 정렬 시장이 수 년간 고성장할 것으로 전망되는 만큼 올링테크(6187.TT) 등 새로운 경쟁 기업이 등장할 수도 있다.

다만 현재로서는 CPO 생태계 참여자가 모두 에이디에스테크 혹은 FiconTEC(비상장) 고객이다. 렉 시스템을 설계하는 회사에서부터 광학엔진 패키징 회사, 레이저 모듈 제조사, 광섬유 어레이(FAU) 제조사가 모두 장비 발주를 요청하고 있다.

CPO 생태계 밸류체인



자료: 회사 자료, 신한투자증권

포엣 테크놀로지의 광학 인터포저

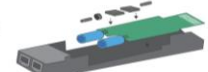
WHAT MAKES POET DIFFERENT

POET automates production by replacing job-shop assembly techniques in photonics, used since the 1990s, with state-of-the-art semiconductor technology.

Conventional Discrete Job Shop Assembly

Engines and Modules built one at a time with high Capex and high Labor Costs.

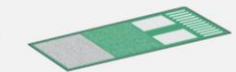
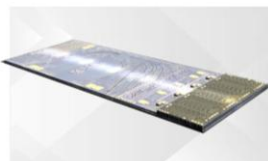
Multiple components and sub-systems requiring active alignment.



POET's Fully-Automated Semiconductor Assembly

Optical Engine chips built hundreds at a time using wafer-level assembly.

All components integrated onto a single chip with no active alignments.



© POET TECHNOLOGIES INC. / INVESTOR PRESENTATION / Q4 2024

자료: 회사 자료, 신한투자증권

2) 오버행

전환사채 전환 시
EPS 희석 효과 큼
다만 18CB, 19BW 전부가
시장에 출회될 가능성 낮음

1분기 말 전환사채(CB) 및 신주인수권부사채(BW) 잔액은 970억원이다. 재매각 가능성이 있는 13회차 전환사채, 14회차 신주인수권부사채까지 감안하면 최대 1,100억원까지 늘어난다. 성호전자 주가는 에이디에스테크 인수 이후 급등해 전환가가 1천원 초반~최대 2천원대 후반이다. 기계적으로 계산했을 때 2028년까지 전환될 수 있는 물량은 최대 494만주(전체 발행주식수 대비 70%)에 달한다.

주당순이익(EPS) 희석 효과가 클 전망이다. 다만 규모가 가장 큰 18회차 전환사채/19회차 신주인수권부사채는 일부 물량은 에이디에스테크 매도인에게 발행해 전환 물량 전부가 시장에 출회될 가능성은 낮다고 판단한다. 아래에 전환사채 전환을 감안한 주당순이익(EPS)을 계산했다.

성호전자 전환사채 및 신주인수권부사채 발행 정보

		16CB	17CB	18CB	19BW	13CB	14BW
발행 정보	발행일	2025-08-01	2025-08-01	2026-01-07	2026-01-07	2023-02-08	2024-10-02
	만기일	2028-08-01	2028-08-01	2029-01-07	2029-01-07	2028-02-08	2026-10-02
	이자율 (%)	5.0	4.5	0.0	0.0	3.2	1.0
	발행금액 (십억원)	12.0	5.0	50.0	30.0	10.0	11.0
	전환가 (원)	1,150	1,150	2,895	2,895	1,282	1,659
전환 가능 기간	시작일	2027-02-01	2026-08-01	2027-01-07	2027-01-07	2024-02-08	2025-10-02
	종료일	2028-07-01	2028-07-01	2028-12-07	2028-12-07	2028-01-08	2026-09-02
옵션	발행금액 대비 콜옵션 풋옵션 여부	100% -	100% -	- 0	- 0	40% -	100% 0
잔액	1Q26 말 (십억원)	12.0	5.0	50.0	30.0	0.0	0.80
	6/15 기준 (십억원)	12.0	5.0*	50.0	30.0	0.6*	7.3*
	전환가 (원)	1,150	1,150	2,895	2,895	1,282	1,659
오버행	전환 가능 주식수 (주)	10,434,783	4,347,826	17,271,157	10,362,694	448,749	6,630,500
	1Q26말 발행주식수 대비	15%	6%	24%	15%	1%	9%

자료: 회사 자료, 신한투자증권 정리

주: 6/15 기준 잔액에 * 표시되어있는 것은 회사가 콜옵션을 행사한 것

14BW는 재매각 공시 완료(~8/11, 금액 미확정). 17CB, 13CB는 재매각/소각 여부 결정되지 않음

희석을 감안한 주당순이익(EPS) 계산

(원, 주)	2025	2026F	2027F	2028F
EPS	1,341	4,845	542	1,178
기말 발행주식수	70,922,823	82,349,898	120,418,532	120,418,532

자료: 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	367.3	581.1	1,249.3	1,438.5	1,686.5
유동자산	189.8	218.3	721.1	858.7	1,044.8
현금및현금성자산	36.9	29.6	281.1	317.6	321.4
매출채권	58.4	50.0	58.8	77.8	130.1
재고자산	47.3	46.5	54.7	72.4	121.2
비유동자산	177.6	362.8	528.1	579.8	641.7
유형자산	104.4	107.8	154.7	201.6	248.5
무형자산	9.5	30.7	248.7	247.8	247.1
투자자산	32.0	161.6	62.1	67.8	83.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	223.9	327.1	168.4	207.9	316.7
유동부채	167.8	250.3	85.5	111.9	184.6
단기차입금	109.9	168.6	0.0	0.0	0.0
매입채무	24.9	22.8	26.8	35.5	59.4
유동성장기부채	4.9	8.4	0.0	0.0	0.0
비유동부채	56.0	76.8	82.8	95.9	132.0
사채	4.9	13.5	13.5	13.5	13.5
장기차입금(경기금융부채 포함)	44.5	28.9	28.9	28.9	28.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	143.5	254.0	1,080.9	1,230.6	1,369.8
자본금	30.5	35.5	43.4	62.4	62.4
자본잉여금	32.7	41.0	507.5	580.5	580.5
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	29.3	33.2	33.2	33.2	33.2
이익잉여금	49.9	141.1	493.5	551.3	690.4
지배주주지분	142.4	250.8	1,077.7	1,227.4	1,366.6
비지배주주지분	1.1	3.2	3.2	3.2	3.2
*총차입금	179.7	245.1	71.9	80.2	103.0
*순차입금(순현금)	121.3	129.9	(527.9)	(617.9)	(673.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	25.2	20.1	357.8	58.7	125.8
당기순이익	8.1	91.0	352.4	57.8	139.2
유형자산상각비	6.5	8.1	13.1	13.1	13.1
무형자산상각비	0.4	1.2	1.1	0.9	0.7
외화환산손실(이익)	(0.7)	0.9	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(1.3)	(0.8)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(4.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
운전차본변동	23.6	7.9	(3.7)	(8.0)	(22.2)
(법인세납부)	(13.3)	0.0	(99.4)	(16.3)	(39.3)
기타	6.0	(88.1)	94.7	11.6	34.7
투자활동으로인한현금흐름	(96.8)	(89.4)	(408.0)	(122.7)	(145.1)
유형자산증가(CAPEX)	(36.3)	(4.5)	(60.0)	(60.0)	(60.0)
유형자산감소	0.9	2.7	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.1)	(0.1)	(219.1)	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	(15.5)	(3.2)	99.7	(5.5)	(15.5)
기타	(45.8)	(84.3)	(228.6)	(57.2)	(69.6)
FCF	(49.2)	48.6	(29.1)	(9.5)	33.5
재무활동으로인한현금흐름	60.7	61.7	301.3	100.3	22.8
차입금증가(감소)	41.1	36.9	(173.1)	8.3	22.8
자기주식처분(취득)	(7.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	27.4	24.8	474.4	92.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	(10.7)	(7.3)	251.5	36.5	3.8
기초현금	47.6	36.9	29.6	281.1	317.6
기말현금	36.9	29.6	281.1	317.6	321.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	207.3	231.6	272.4	360.5	603.3
증감률 (%)	(0.4)	11.7	17.6	32.4	67.3
매출원가	171.4	187.3	194.3	233.6	362.4
매출총이익	36.0	44.3	78.0	126.9	240.8
매출총이익률 (%)	17.3	19.1	28.7	35.2	39.9
판매관리비	29.7	36.7	44.0	52.9	63.4
영업이익	6.3	7.6	34.0	74.1	177.4
증감률 (%)	(75.6)	19.6	350.3	117.9	139.5
영업이익률 (%)	3.0	3.3	12.5	20.5	29.4
영업외손익	6.8	109.8	417.8	0.0	1.0
금융손익	(7.3)	113.4	433.4	34.5	39.2
기타영업외손익	10.0	(3.7)	(15.7)	(34.7)	(38.4)
중속 및 관계기업관련손익	4.1	0.1	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	13.1	117.3	451.8	74.1	178.4
법인세비용	5.0	26.3	99.4	16.3	39.3
계속사업이익	8.1	91.0	352.4	57.8	139.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.1	91.0	352.4	57.8	139.2
증감률 (%)	(54.1)	1,027.2	287.1	(83.6)	140.9
순이익률 (%)	3.9	39.3	129.4	16.0	23.1
(지배주주)당기순이익	8.0	91.0	352.4	57.8	139.2
(비지배주주)당기순이익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	16.1	94.8	352.4	57.8	139.2
(지배주주)총포괄이익	15.7	94.7	352.1	57.7	139.1
(비지배주주)총포괄이익	0.4	0.1	0.3	0.1	0.1
EBITDA	13.3	16.8	48.2	88.1	191.2
증감률 (%)	(57.4)	26.8	187.0	82.6	117.1
EBITDA 이익률 (%)	6.4	7.3	17.7	24.4	31.7

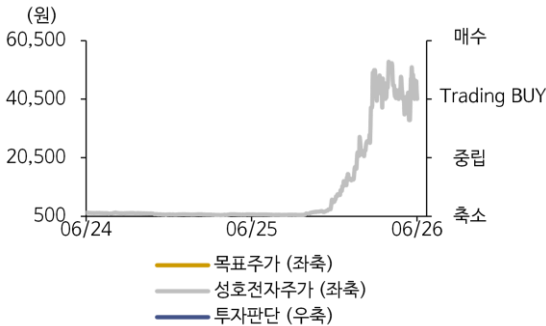
주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	140	1,342	4,845	542	1,178
EPS (지배순이익, 원)	138	1,341	4,845	542	1,178
BPS (자본총계, 원)	2,352	3,582	13,492	10,413	11,591
BPS (지배지분, 원)	2,334	3,536	13,451	10,386	11,563
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	8.0	6.9	6.2	55.4	25.5
PER (지배순이익, 배)	8.1	6.9	6.2	55.4	25.5
PBR (자본총계, 배)	0.5	2.6	2.2	2.9	2.6
PBR (지배지분, 배)	0.5	2.6	2.2	2.9	2.6
EV/EBITDA (배)	14.4	46.9	33.3	17.2	7.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	6.4	7.3	17.7	24.4	31.7
영업이익률 (%)	3.0	3.3	12.5	20.5	29.4
순이익률 (%)	3.9	39.3	129.4	16.0	23.1
ROA (%)	2.5	19.2	38.5	4.3	8.9
ROE (지배순이익, %)	6.5	46.3	53.1	5.0	10.7
ROIC (%)	3.3	15.5	9.8	14.0	29.4
안정성					
부채비율 (%)	156.0	128.8	15.6	16.9	23.1
순차입금비율 (%)	84.5	51.1	(48.8)	(50.2)	(49.1)
현금비율 (%)	22.0	11.8	328.6	283.7	174.1
이자보상배율 (배)	0.9	0.7	4.3	19.4	38.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.5	3.1	4.5	4.7	5.2
재고자산회수기간 (일)	79.9	74.0	67.9	64.4	58.6
매출채권회수기간 (일)	86.5	85.4	72.8	69.1	62.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

성호전자(043260)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김아람)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	투자등급	비중확대
매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상		업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 06월 23일 기준)

매수 (매수)	89.02%	Trading BUY (중립)	7.58%	중립 (중립)	3.41%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------