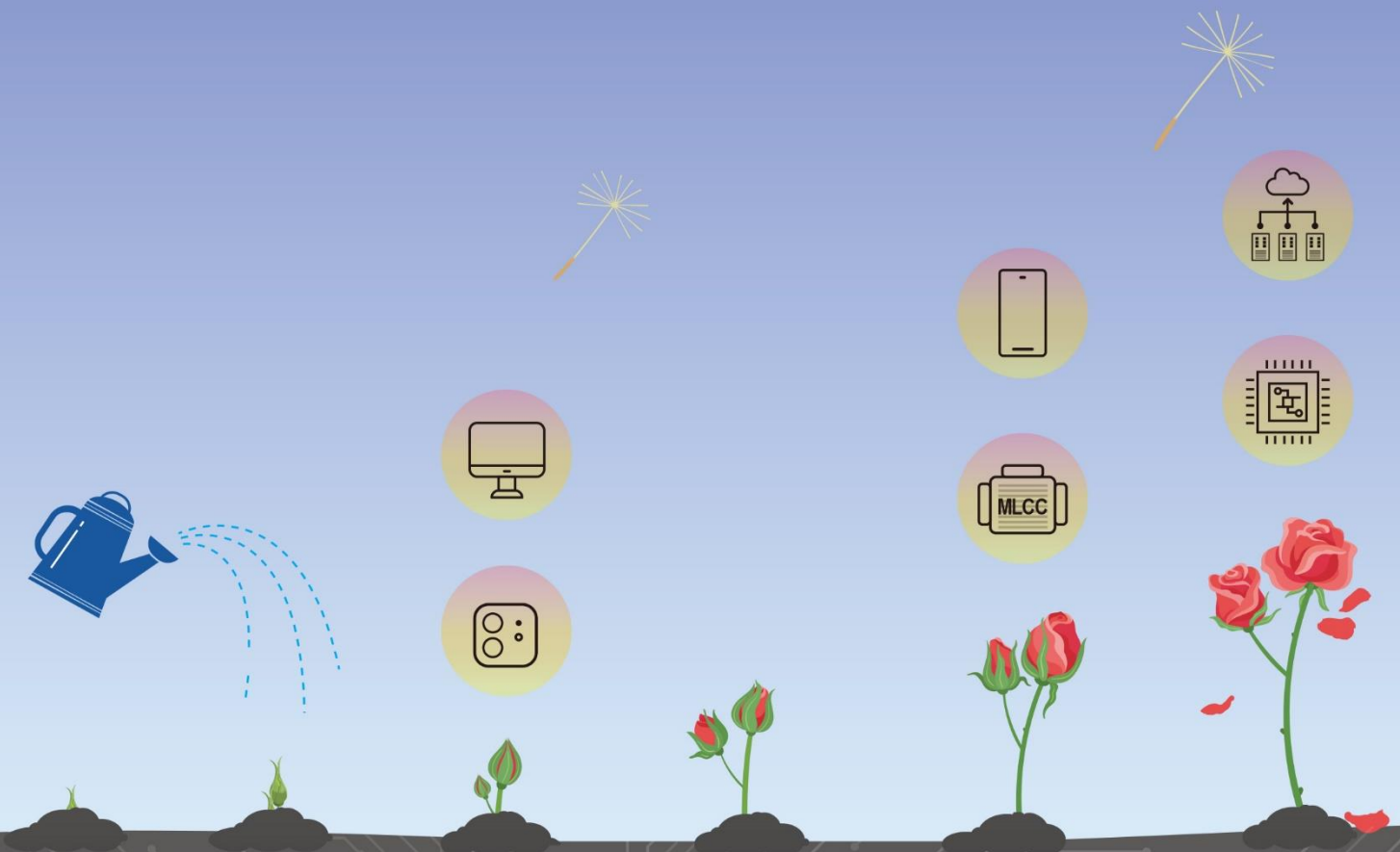
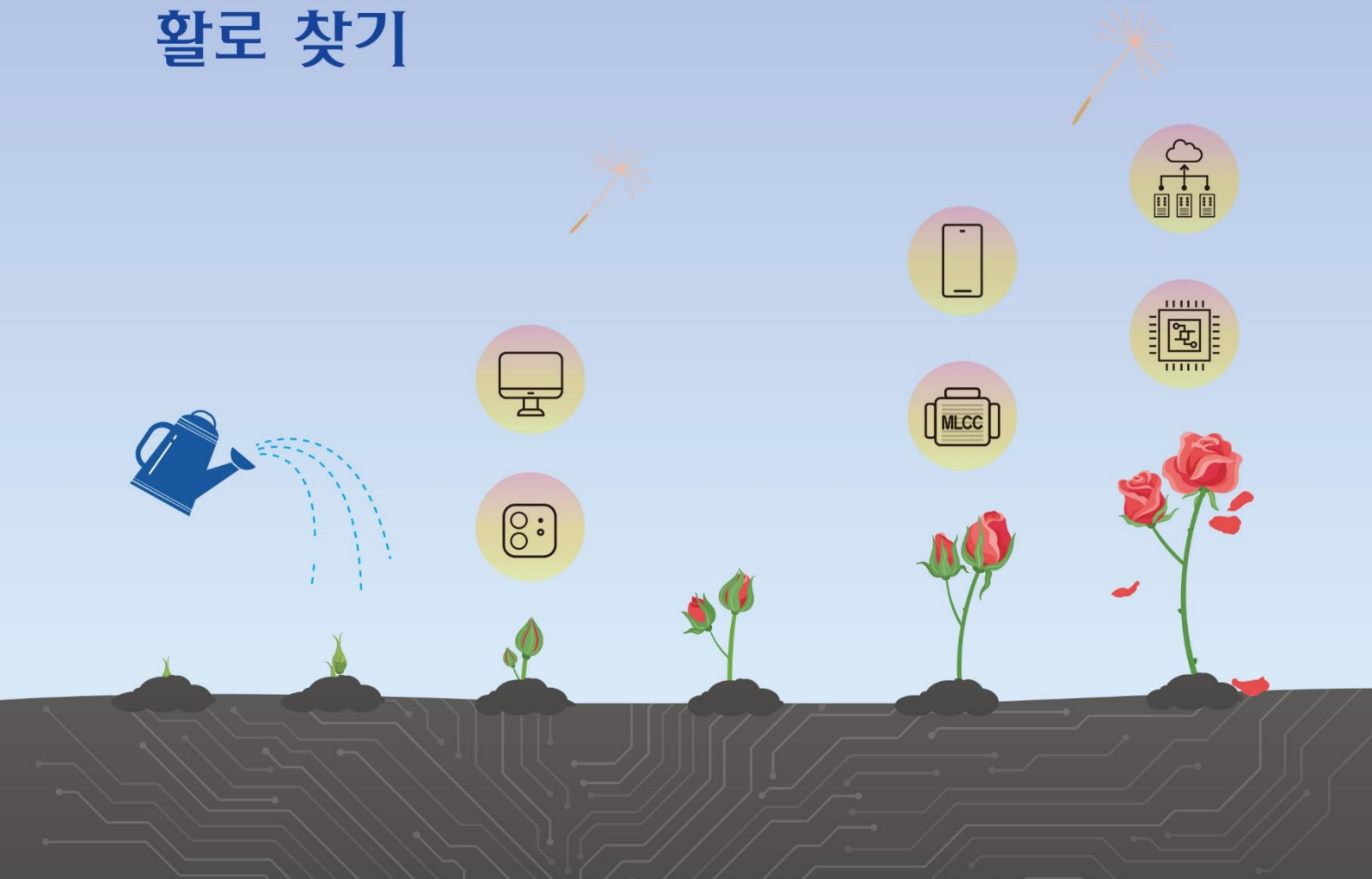


[전기전자]

우아한 야만의 시대, 활로 찾기



우아한 야만의 시대, 할로 찾기



고선영

전기전자

02 3770 3525

sunyoung.kou@yuantakorea.com

SUMMARY



우아한 야만의 시대, 활로 찾기

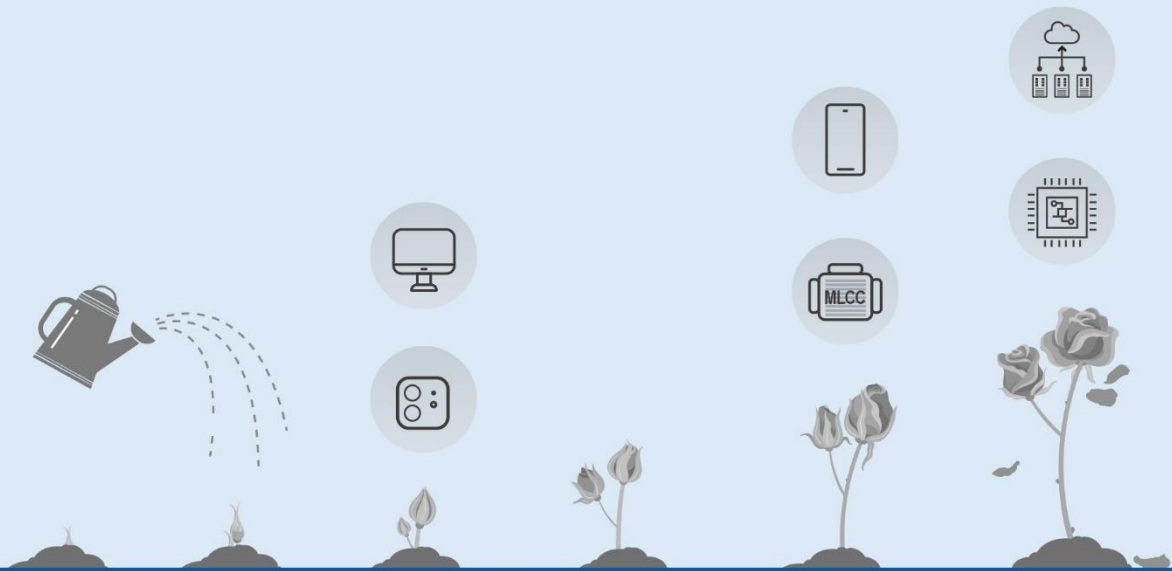
국내 전기전자 업종에 대해 **비중 확대(Overweight)** 의견을 제시한다. 팬데믹 이후 IT 제품 수요 둔화로 약화된 성장 동력이, AI 서버 중심의 포트폴리오 전환 본격화에 따라 '25년 하반기~26년에는 새로운 성장 국면으로 전환될 것으로 전망된다.

AI 서버 확산은 메모리, 네트워크뿐 아니라 이를 구성하는 핵심 부품군 전반의 수요 구조를 근본적으로 변화시키고 있다. 대규모 AI 워크로드를 처리하기 위해 GPU 등 AI 가속기 탑재율이 높아지면서, 기존 범용 서버로는 대응이 어려운 전력 및 메모리 병목이 발생하고 있다. 이에 대응하기 위해 **고사양 부품 수요가 확대되고 있으며, 이는 단기 반등이 아니라 글로벌 인프라 환경의 구조적 전환으로 평가된다.**

국내 전기전자 업체들에게는 **시장 확대와 신기술 확보 경쟁 속 새로운 활로가 열리고 있다.** 과거 모바일 및 가전 중심 단일 시장 구조를 넘어, AI 서버 수요 대응 역량을 갖춘 업체들에게는 시장 구조 자체를 전환할 기회가 주어진 것이다. 실제로 FC-BGA, MLB 등 특수 기판 부문에서 대덕전자, 삼성전기, LG이노텍은 글로벌 빅테크와 협업을 확대하며 기술 고도화와 수익성 전환을 추진 중이다. 이수페타시스는 특수 고객군에 대한 집중 전략을 통해 안정적 수익 창출이 가능한 틈새 시장을 공략하고 있으며, LG전자는 AI 데이터센터 확산과 함께 HVAC 시장 내 기여도를 확대하고 있다.

AI 서버 투자 확산 → 첨단 부품 채택 증가 → 부품 수요 고도화 → 글로벌 공급망 경쟁 심화 → 한국 업체의 구조적 성장이라는 일련의 과정이 현실화되고 있다. 이는 반도체칩 뿐 아니라 전반적인 부품 생태계 변화로 이어지고 있으며, 기술 우위를 기반으로 빠르게 시장 진입에 나서는 기업만이 도약할 수 있을 것이다.

결국 산업 내 변화 속에서 전략적 행보를 보이는 기업에 대한 관심이 필요하다. 시류에 가장 민첩하게 대응하는 국가와 기업이 우위를 점할 것이며, 기술이 생존을 가르는 '우아한 야만의 시대'가 도래했다는 판단이다.



CONTENTS

I. '승(承)'을 위한 활로	14
First Check: IT 세트 수요 전망, 부품의 길라잡이	14
소비자들의 구매 의지는 누가 이끌까?	20
PC: 과실이 익기 위해서는 시간이 필요하다	26
스마트폰: 안정적인 만큼 외풍에는 취약	28
서버: 외풍 - AI를 둘러싼 G2의 줄다리기	34
서버: 내풍 - AI 역량 확보 위한 기업단 Capex 경쟁	36
II. 한국의 오늘과 걸어갈 내일 - Go, Team Korea	41
기판: AI 서버와 더불어 성장 - MLB와 FC-BGA	43
MLCC: 포트 전환이 Key - 기본은 서버, 활로가 된 전장	62
카메라 모듈: 아쉬운 현재, 그러나 시위는 당겨진 상황	69
III. 기업분석	72

전기전자

우아한 야만의 시대, 활로 찾기

1. '승(承)'을 위한 활로 (서버>스마트폰>PC)

스마트폰, PC, 가전 등 레거시 IT 세트는 이미 성숙기에 진입해 수요 둔화와 ASP 하락이 이어지고 있다. 반면, AI 서버는 ChatGPT 공개를 기점으로 AI를 둘러싼 G2의 정책적 움직임, 북미 CSP 중심의 Capex 투자, 범용과 ASIC 반도체의 동반 성장 등 구조적인 성장 국면에 진입하며 전기전자 업종 내 반전의 계기를 마련해주고 있다. GPU, HBM 등 AI 가속기 탑재율이 높아지면서 전력, 발열, 신호 안정성 요구가 확대되고 있고 이로 인해 고사양 부품 수요도 늘어나고 있다. 이는 단기적인 수요 반등 아닌, 글로벌 인프라 환경이 AI 중심으로 재편되며 동반되는 구조적인 전환이라는 점에서 의미가 있다고 판단하고 있다.

2. 한국의 오늘과 걸어갈 내일 - Go, Team Korea (기판>MLCC>모듈)

- 기판: AI 인프라 관련 수요가 가장 먼저 반영되고 있다는 점에서 최우선 순위라 판단한다. MLB, FC-BGA의 경우 AI 서버 필수 부품으로 기술 장벽이 높은 특징을 가지고 있다.

- MLCC: 서버향 수요 확대의 핵심 축으로 부상 중이다. AI 서버는 과거 모바일 대비 수십에서 수백, 수천 개에 달하는 MLCC 탑재가 요구되며, 이는 단순한 수량 확대를 넘어 고용량 및 고온 대응이 가능한 고부가 제품에 대한 수요로 직결되고 있다.

AI 서버 투자 확산 → 첨단 부품 채택 증가 → 부품 수요 고도화 → 글로벌 공급망 경쟁 심화 → 한국 업체의 구조적 성장이라는 일련의 과정 속에서 국내 기업들은 단순 보조 공급자를 넘어 전략적 파트너로 도약할 수 있는 기회를 맞이하고 있다. 기술 우위를 기반으로 시장 대응이 빠른 업체들이 구조적 성장을 선도할 것으로 전망한다.

3. 업종 내 Top picks: 대덕전자, 이수페타시스

Top picks으로는 최선호주로 대덕전자와 차선호주로 이수페타시스를 제시한다. 관심 종목으로는 LG이노텍, LG전자, 삼성전기를 제시한다.



고선영 전기전자

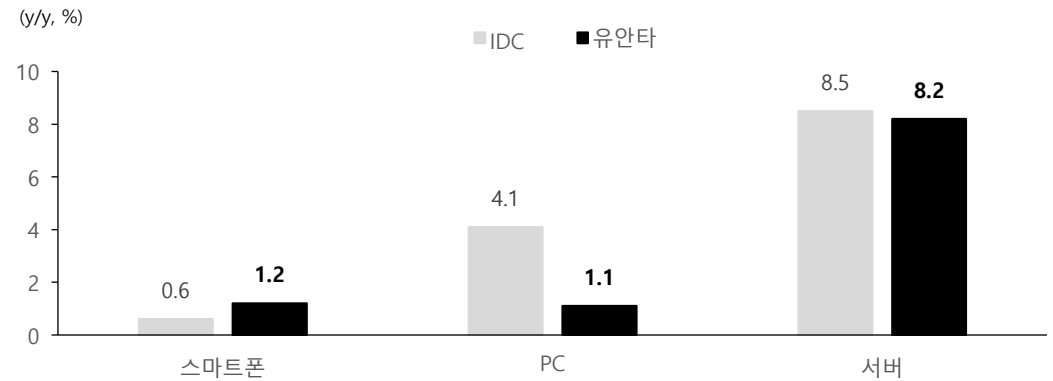
sunyoung.kou@yuantakorea.com

종목	투자 의견	목표주가 (원)
LG 이노텍	매수 (I)	200,000 (I)
LG 전자	매수 (I)	95,000 (I)
대덕전자	매수 (I)	32,000 (I)
삼성전기	매수 (I)	200,000 (I)
이수페타시스	매수 (I)	79,000 (I)

Key Charts:

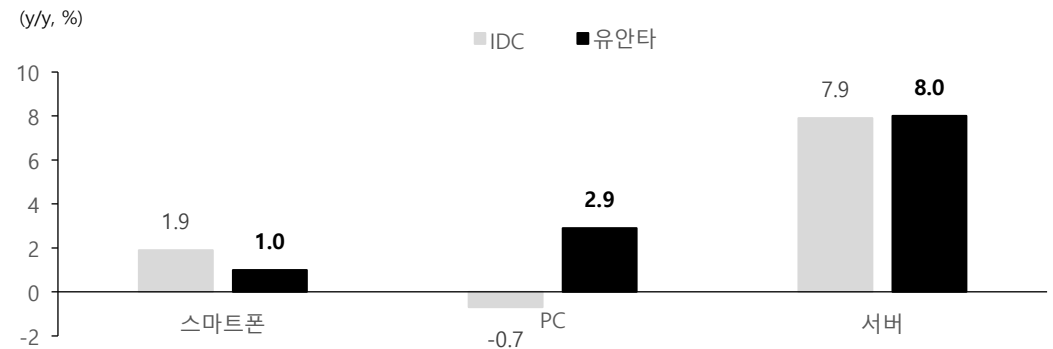
1. '승(承)'을 위한 활로

IT 세트 제품 주요 응용처별 '25년 수요 전망 (서버 > 스마트폰 > PC)



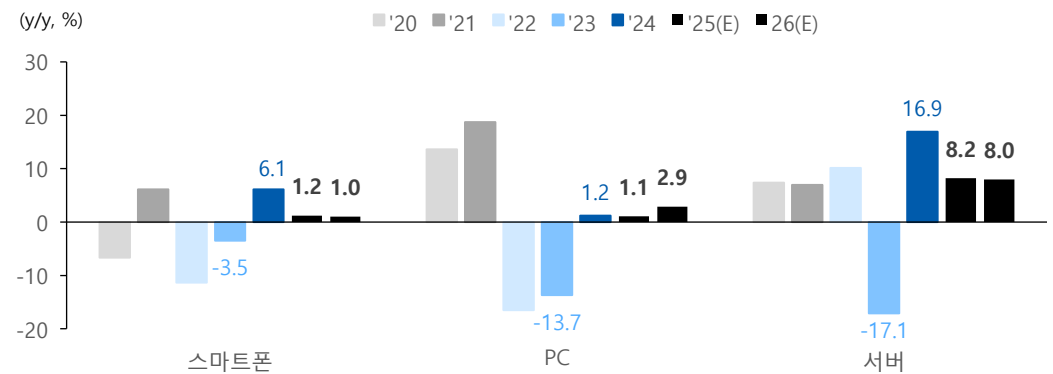
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

IT 세트 제품 주요 응용처별 '26년 수요 전망 (서버 > PC > 스마트폰)



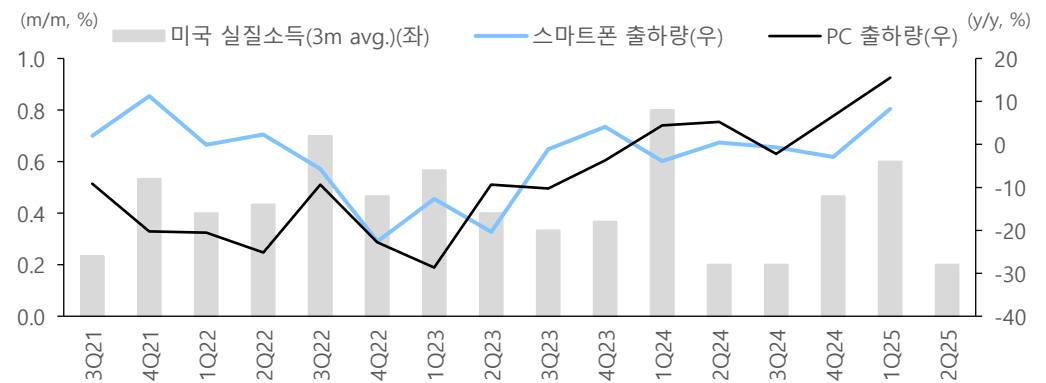
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

레거시 IT 연간 출하량 전년비 증감률 추이 및 '25~'26년 전망



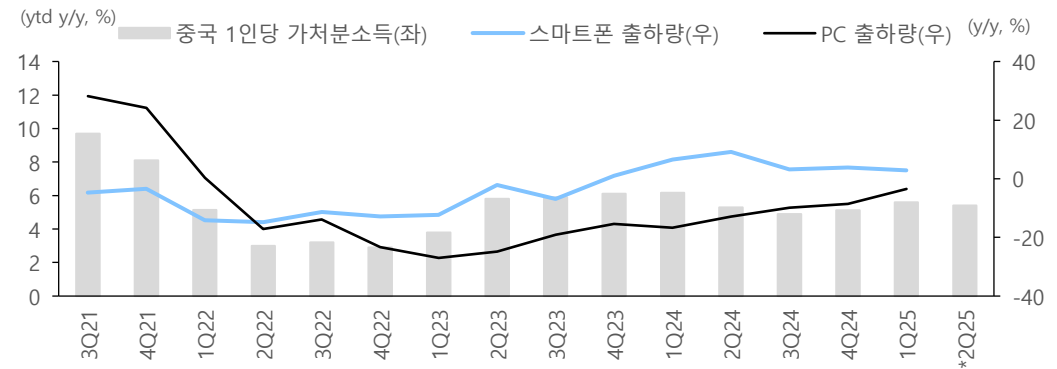
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

미국 전월비 실질소득(3m avg) 및 스마트폰/PC 전년비 출하량



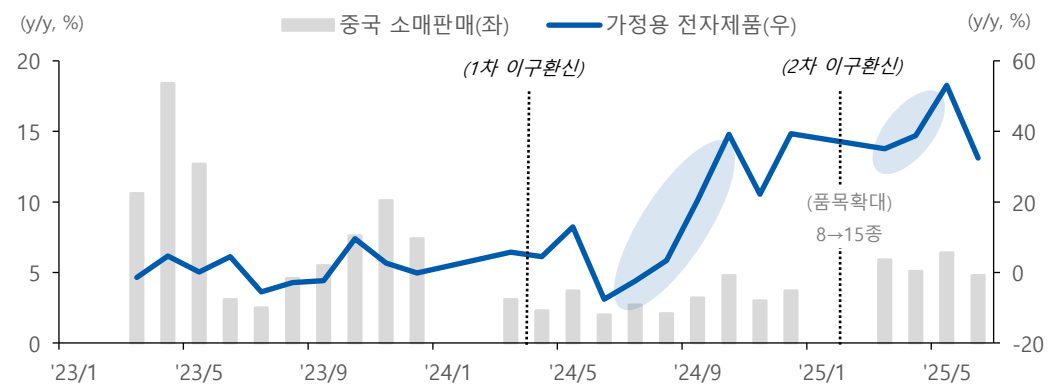
자료: 미국 인구통계국, IDC, 유안타증권 리서치센터

중국 1인당 가처분소득 ytd 전년비 증감률 및 스마트폰/PC 출하량 전년비 증감률



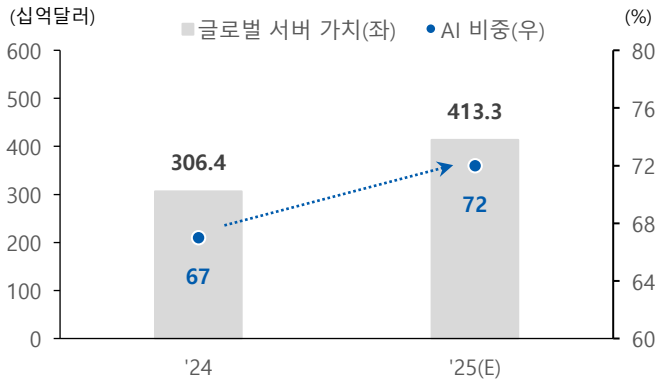
자료: 중국 국가통계국, IDC, 유안타증권 리서치센터

중국 소매판매 및 가정용 전자제품 판매량 추이('24~'25년 1차, 2차 이구환신)



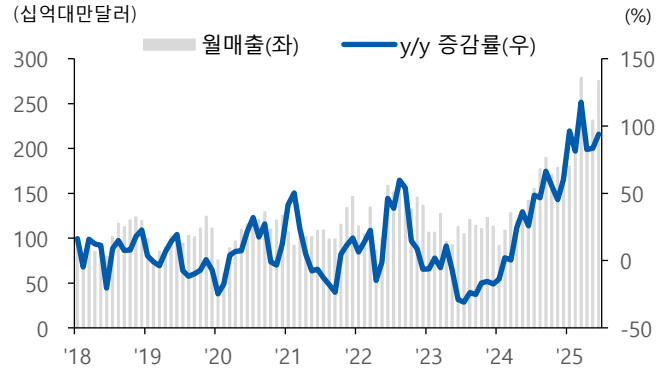
자료: 중국 국가통계국, 유안타증권 리서치센터

글로벌 서버 출하량 - 제품 카테고리별 비중



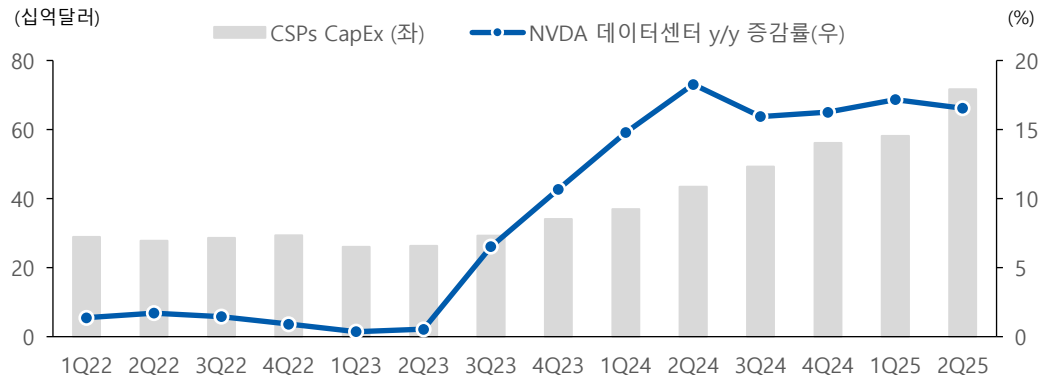
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

대만 주요 서버 OEM 2사 월합산 매출



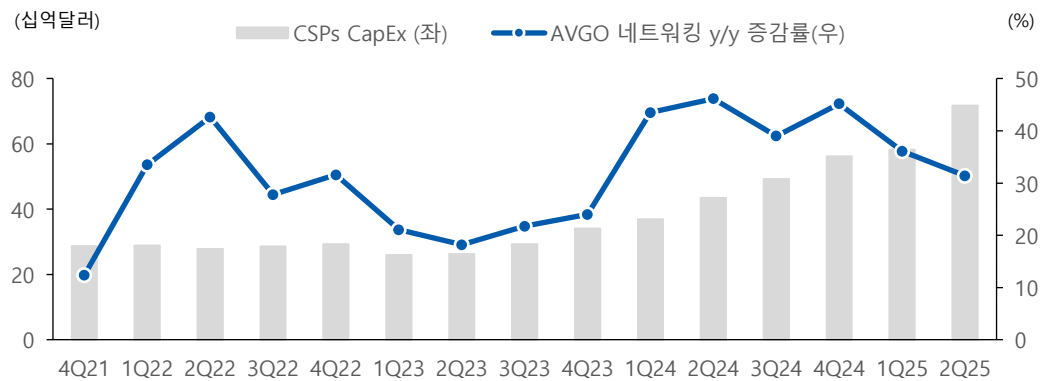
자료: MOPS, 유안타증권 리서치센터, 주: 주요 서버 OEM 2사는 Winyann과 Quanta

NVDA 데이터센터 매출 전년비 증감률 및 CSP 3사 Capex 추이



자료: NVIDIA, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: CSP 3사는 AMZN, GOOGL, MSFT

AVGO 네트워킹 매출 전년비 증감률 및 CSP 3사 Capex 추이

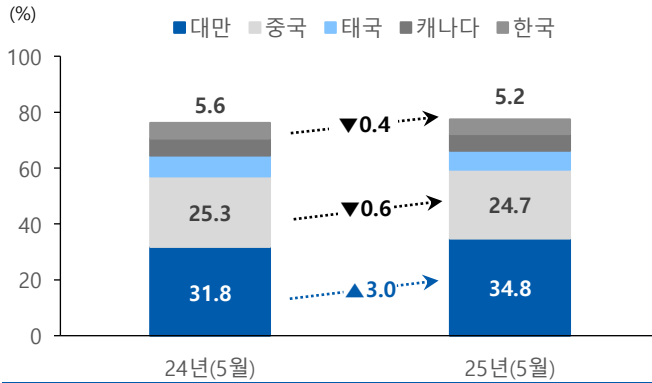


자료: Broadcom, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: CSP 3사는 AMZN, GOOGL, MSFT

Key Charts:

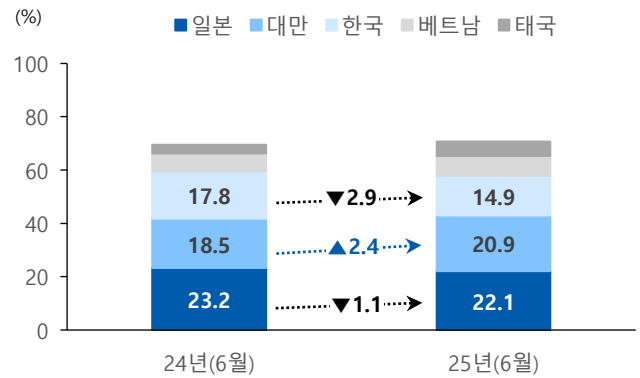
2. 한국의 오늘과 걸어갈 내일 – Go, Team Korea

미국 PCB 국가별 수입 비중 (대만 ▲3%, 중국 ▼0.6%, 한국 ▼0.4%)



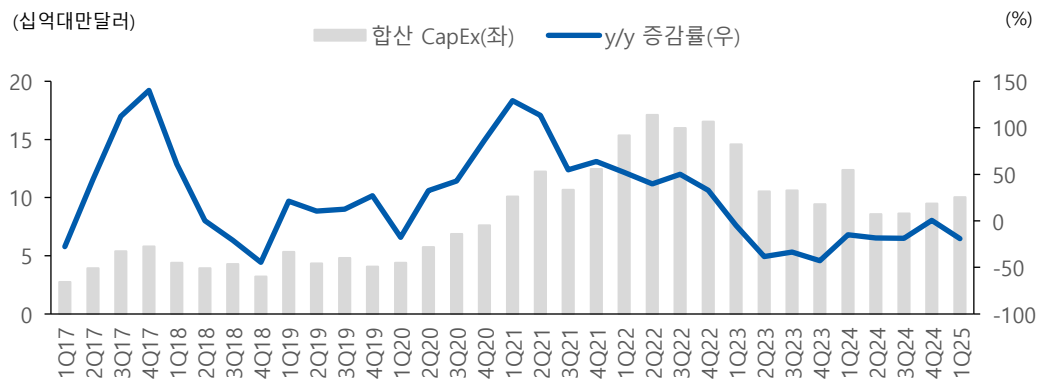
자료: Kita, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8534 기준

중국 PCB 국가별 수입 비중 (일본 ▼1.1%, 대만 ▲0.6%, 한국 ▼2.9%)



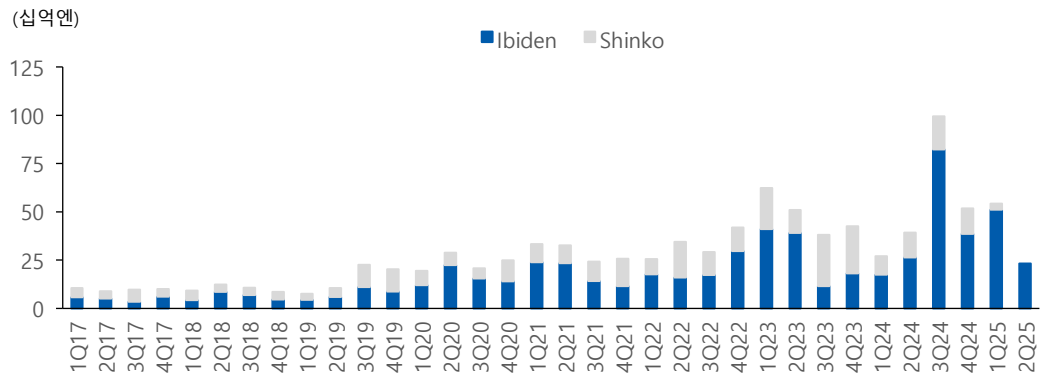
자료: Kita, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8534 기준

대만 주요 PCB 3사 합산 Capex 추이('17~25년)



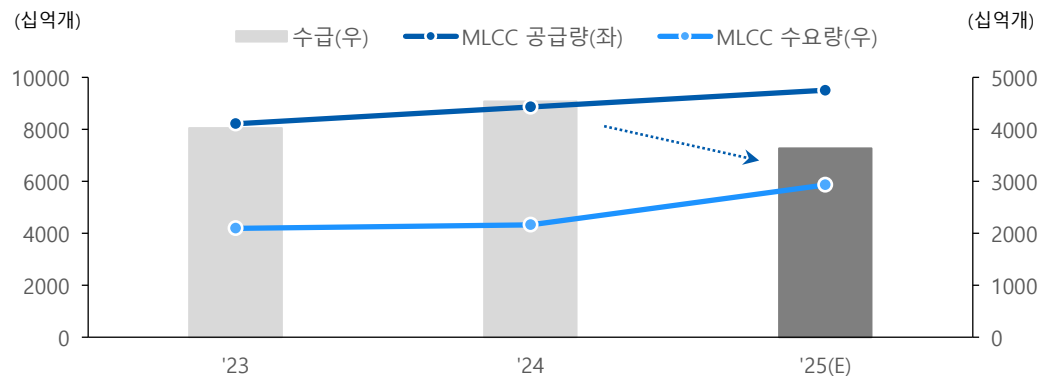
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: Unimicron, Kinsus, Nanya PCB 합산 Capex

일본 Top 2 PCB 업체 Capex 합산



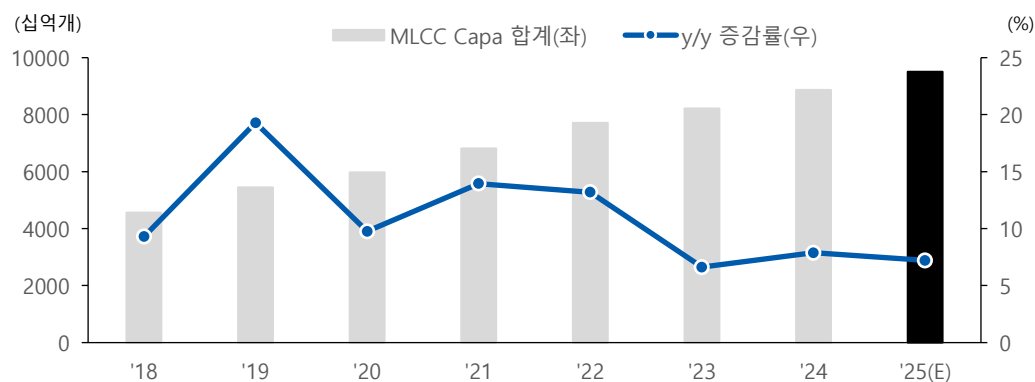
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 MLCC 공급/수요량 및 전체 수급 추이



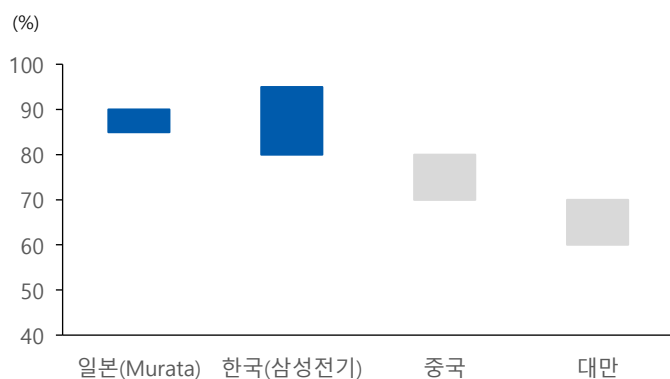
자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 MLCC Capa 합계 및 전년대비 증감률 추이



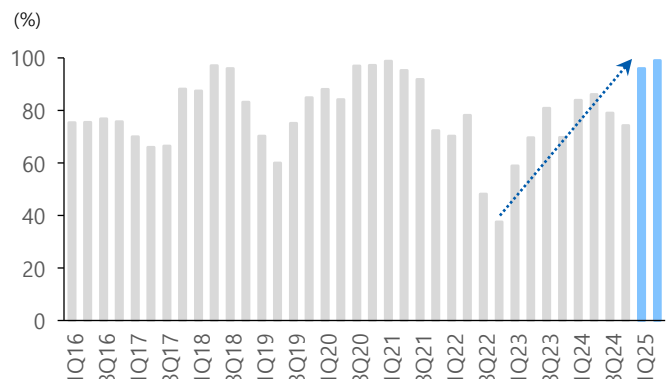
자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 MLCC 지역별 가동률 범위(1H25)



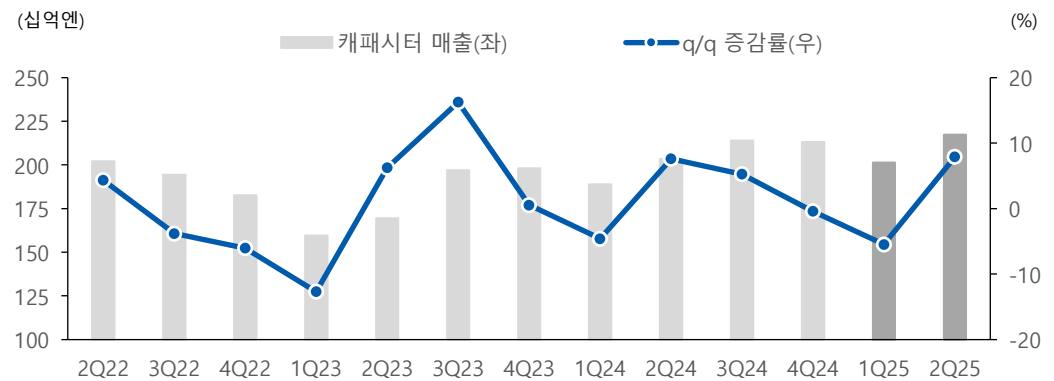
자료: 삼성전기, Murata, 유안타증권 리서치센터

삼성전기_컴포넌트(MLCC 포함) 사업부 가동률



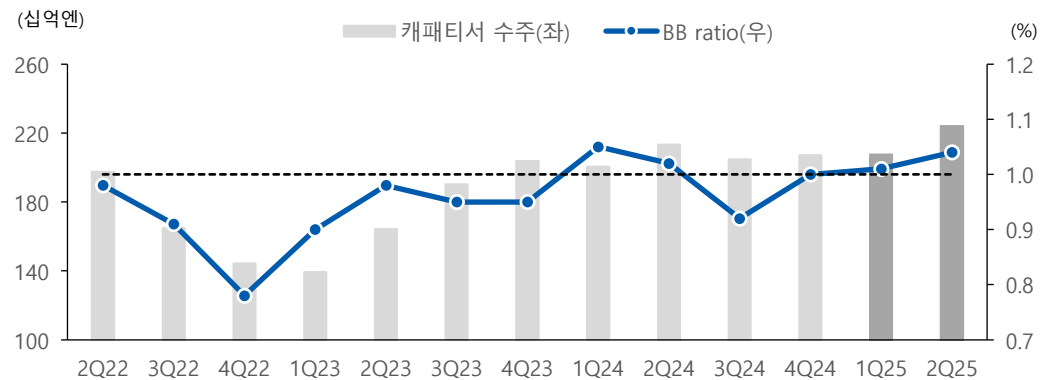
자료: 삼성전기, 유안타증권 리서치센터

Murata(6981.JP) 캐패시터 매출 및 전분기대비 증감률



자료: 유안타증권 리서치센터

Murata(6981.JP) 캐패시터 수주 및 BB ratio 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

1. '승(承)'을 위한 활로

First Check: IT 세트 수요 전망, 부품의 길라잡이

국내 전기전자 종목들은 대부분 부품주로 크게 스마트폰, PC, 서버로 구분되는 글로벌 IT 세트 수요와 밀접한 연관성을 지니고 있다. 최종 수요단에서의 흐름이 원활해야 완제품 생산에 필요한 부품단 수요도 확대될 수 있다. 따라서 전기전자 업황에 직접적인 영향을 미치는 주요 부품들(기판, MLCC, 모듈)에 대한 수요를 판단하기 이전 IT 세트 제품단의 수요를 점검할 필요가 있다.

본 리포트는 세트 수요를 스마트폰, PC, 서버를 중심으로 구분하였으며 가전 부문은 상대적으로 낮은 수요 변동성 및 부품 연계성을 고려하고 G2 정책 및 무역 중심으로 작성했다.

주요 응용처별 수요 점검 – 세트 3대장 (서버)스마트폰)PC)

[표 1] '25년 레거시 IT 세트 수요 전망(PC +1.1%, 스마트폰 +1.2%, 서버 +8.2% yoy), AI 기반 서버 성장세 지속될 것

구분	'25년 YSK 전망치 (yoy)	설명
스마트폰	+1.2%	- 1H25의 경우 관세로 인한 선수요, 이구환신 혜택을 받은 중국 중심으로 상반기 일정 부분 선방했던 상황
PC	+1.1%	- 남은 하반기 예정된 주요 기업 신제품 출시. 전체 출하량 내 비중 감안, 관련 효과는 크지 않을 전망
서버	+8.2%	- 연초 DeepSeek 우려에도 흔들리지 않았던 빅테크 Capex. - Agentic AI → Physical AI로 가는 과정 속 모델 성능 강화 위한 막대한 컴퓨팅 리소스 지속 필요한 상황

자료: 유안타증권 리서치센터

'25년 하반기 글로벌 IT 세트 수요(스마트폰, PC, 서버)는 1) 관세로 인한 선수요, 2) 미국 소비자 구매력 약화 등으로 불확실성 확대 국면에 있다고 판단된다. 연간 기준 AI 관련 서버(yoy +8.2%)의 돋보이는 수요처는 미미할 것으로 전망한다. 다만, 이구환신을 필두로 한 정부 정책 지원이 집중되고 있는 중국의 경우, 글로벌 세트 수요의 일부를 뒷받침할 것으로 예상된다. 이에 따라 레거시 제품 중심으로 소폭 성장(스마트폰 +1.2%, PC +1.1%) 가능할 것으로 보인다 [표 1], [그림 1].

[표 2] '26년 레거시 IT 세트 수요 전망(스마트폰 +1.0%, PC +2.9%, 서버 +8.0% yoy), AI 기반 서버 성장세 지속될 것

구분	'26년 YSK 전망치 (yoy)	설명
스마트폰	+1.0%	- 인지도 높은 기업 중심 혁신적 신제품 출시 예정. 다만, 관세로 인한 가격 전가 및 구매력 부진 등 상황 지속 전망
PC	+2.9%	- PC의 경우 AI 탑재 신제품 출시 및 Windows 11 전환 수요 조금씩 반영되어 '25년 대비 나은 성과 거둘 것
서버	+8.0%	- '26년 예정된 빅테크들의 AI 클러스터 구축 계획과 GPU, 슈퍼칩 등 신제품 출시 여파로 여전히 돋보이는 성과 예상 - 다만, CTE를 비롯 일부 기관 소재 관련 신규 생산능력 제한될 경우 일부 설치 제한 발생할 가능성

자료: 유안타증권 리서치센터

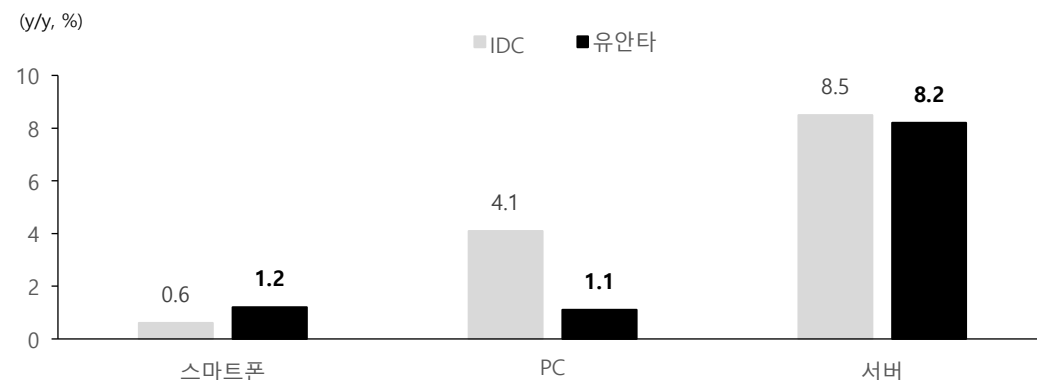
'26년의 경우 스마트폰은 Apple 폴더블과 같은 인지도 높은 기업들 중심으로 혁신적인 신제품 출시가 예정되어 있다. 그러나 관세로 인한 가격 전가와, G2 구매력 부진 등 제약적 수요 환경 속에서 완전히 자유롭지는 못할 것으로 판단된다. PC의 경우 AI 신제품 출시와 Windows 11 전환 수요의 점진적 반영으로 '25년 대비 개선된 흐름이 예상된다 [표 2]. 서버는 북미 빅테크들의 AI 클러스터 구축과 NVIDIA, AMD 등 GPU, 슈퍼칩 등 신제품 반도체 칩 출시 등으로 뚜렷한 성장세가 지속될 것으로 기대된다. 다만 '26년 하반기까지 CTE(저열팽창) 유리섬유를 비롯해 일부 기관 소재 관련 신규 생산능력이 확보되지 않을 경우 병목 현상에 따른 일부 설치 제한이 발생할 수 있다 [그림 2].

트럼프 2기 관세 정책은 미국, 중국을 비롯한 주요 수요국은 물론, 글로벌 전반에 걸쳐 영향을 미치고 있다. 기업들의 선제적인 주문 및 재고 확보 움직임으로 인해 통상 상저하고의 흐름을 유지하던 세트 수요가 이번에는 상반기에 집중되는 모습을 보였다. 팬데믹 이후 IT 세트 수요 급증 시기가 지나고 양적(Q) 성장세 둔화 시점임을 감안한다면 하반기 관세에 대한 부정적 여파는 점차 확대될 가능성이 높다 [그림 3].

실제로 주요 레거시 IT 제품들의 연간 기준 출하량의 전년비 증감률을 보면 스마트폰의 경우 '21년 +6.1% 반등 이후, '22년에 -11.3%로 급락했다. PC도 '21년 +18.7% yoy에서 '22년, '23년 각각 -16.5%, -13.7%로 순식간에 부진해졌다. 강도에 차이가 있으나 분기 기준으로도 유사한 패턴이 관측된다 [그림 4~7].

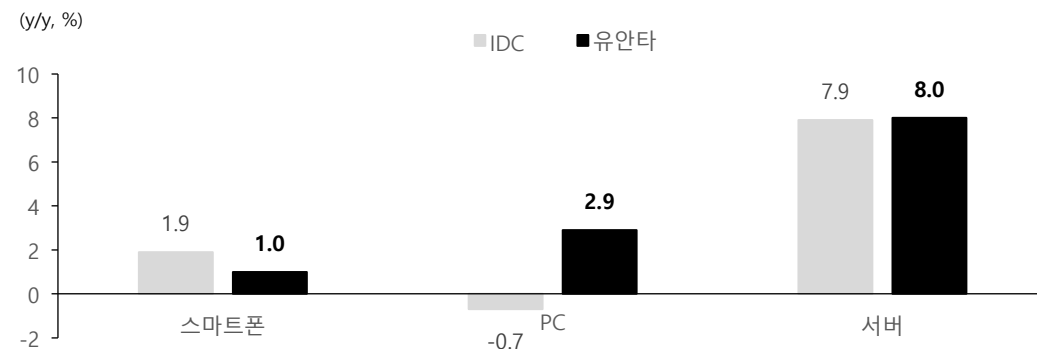
지난해 일부 회복세를 보였으나 매크로 단에서 확인되는 변동성 요인들은 여전히 상당하다. 특히, 경기 민감도가 높고 소비자 구매 여력과 상관관계가 높은 스마트폰, PC와 같은 레거시 제품들은 소비자들의 적극적 수요를 이끌어내기 점차 어려워지고 있다. 결국 AI에 편승해 성장세가 지속되고 있는 서버에 대한 의존도는 더욱 높아질 수 밖에 없으며 이는 '25년에 이어 '26년에도 지속될 전망이다.

[그림 1] IT 세트 제품 주요 응용처별 '25년 수요 전망 (서버 > 스마트폰 > PC)



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

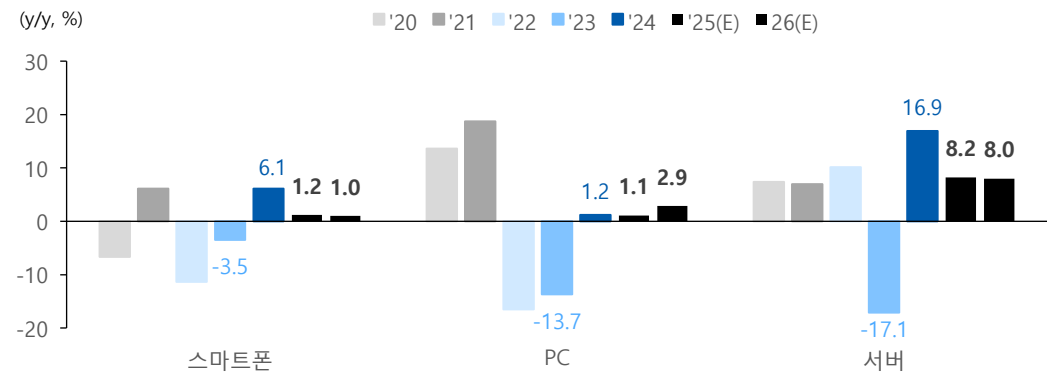
[그림 2] IT 세트 제품 주요 응용처별 '26년 수요 전망 (서버 > PC > 스마트폰)



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

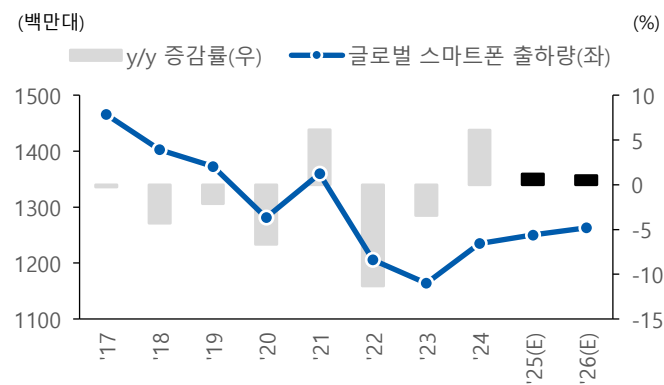
****참고:** IDC와 당사의 주요 세트 응용처 별 전망치를 비교해 보면, 서버의 경우 유사하나 스마트폰과 PC의 경우 전망치 차이가 크다. 당사의 경우 '25년 공급단 코멘트를 근거로 스마트폰 수요가 견조하다고 판단했으며 이에 따라 IDC 대비 출하량 증가율을 낙관적으로 제시했다. '26년은 핵심 기업들의 신제품 출시가 예정되어 있으나 기본 모델 일정 조정 등의 영향이 있다. PC의 경우 IDC는 AI PC와 Windows 11 전환 수요를 '25년부터 반영한 반면, 당사는 수요 본격 확대 시점 차를 고려하여 '25년 대비 '26년 출하량을 낙관적으로 평가했다 [그림 1, 2].

[그림 3] 레거시 IT 연간 출하량 전년비 증감률 추이 및 '25~'26년 전망



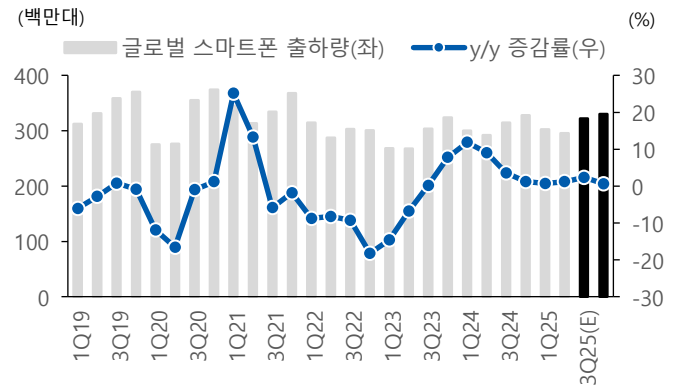
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 글로벌 스마트폰 출하량 yoy 증감률 : '24년 +6.1% → '25년(E) +1.2%



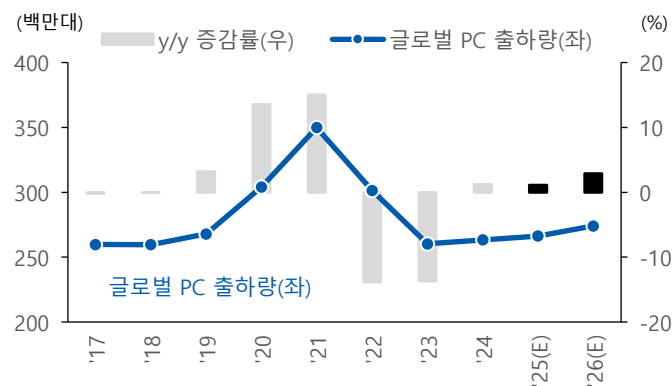
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 글로벌 스마트폰 출하량 yoy 증감률 : 2Q25 +1.2% → 3Q25(E) +2.3%



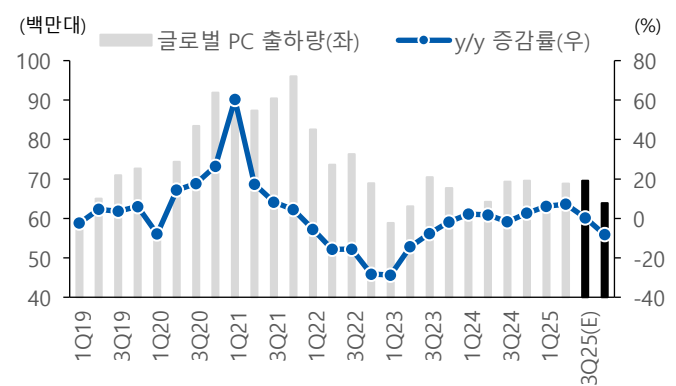
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 연간 글로벌 PC 출하량 : '24년 +6.1% → '25년(E) +1.1%



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 분기별 글로벌 PC 출하량 : 2Q25 +7.3% → 3Q25(E) +0.3%



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

G2, 독보적인 세트 수요처

글로벌 3대 IT 세트 제품들의 주 수요처를 보면 두말할 필요없이 미국과 중국이다. 특히 글로벌 스마트폰 시장은 미국과 중국 비중이 절대적이며(중국 23%, 미국 10%) PC 시장의 경우는 미국 비중이 가장 크나, 다른 지역과의 차이가 크지 않다 [그림 8~9].

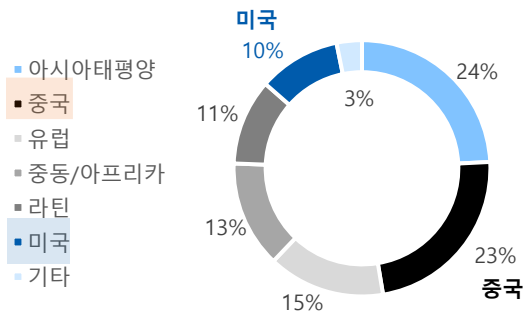
물론 G2 보다 영향력이 크거나 향후 점차 확대될 국가들도 존재한다. 일례로 글로벌 스마트폰 시장의 경우 비중 1위는 미국과 중국이 아닌 아시아태평양 지역('24년 기준 24%)이다. PC 시장도 유럽 비중이 23%를 차지하며 미국(26%) 다음으로 많고, 신규 강자로는 인도가 부상하고 있다 [그림 10].

그러나 유럽의 국가 수, 소비 여력 등을 감안해본다면 현 수준의 유지일 뿐 추가적인 점유율 확대를 기대하기는 어려워 보인다. 인도의 경우는 아직 절대적인 점유율 측면에서 영향력이 작아 제대로 된 비교군이 되지 못하고 있다(PC 시장 '24년 기준 인도 5%).

서버의 경우 여타 세트 제품 중에서도 미국과 중국의 영향력이 가장 두드러진다. 이미 미국과 중국의 합산 점유율이 70%를 상회하며 절대 다수를 차지하고 있다. 반면 아시아태평양 지역은 약 11% 수준에 머물러 있어 단기간 내 G2의 위상을 넘어서는 것은 쉽지 않아 보인다 [그림 11].

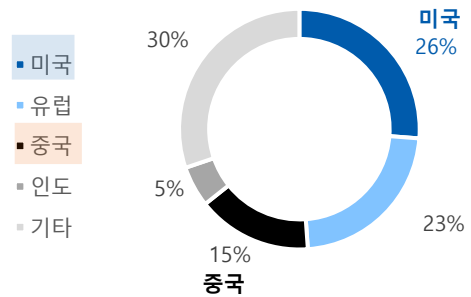
결국 IT 세트 수요를 전망하는데 있어 미국과 중국의 정책 방향성, 소비 성향(구매력), 업황(기술 방향성) 등 현 상황을 점검하고 파악하는 것이 무엇보다 중요하다.

[그림 8] 글로벌 스마트폰 출하량 국가별 비중(24년) - 중국 23%, 미국 10%



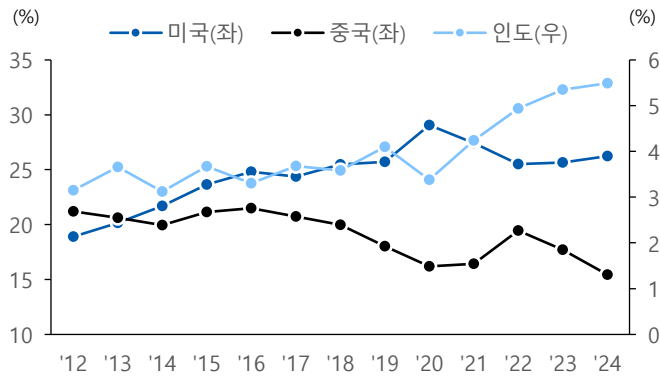
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 글로벌 PC 출하량 국가별 비중(24년) - 미국 26%, 중국 15%



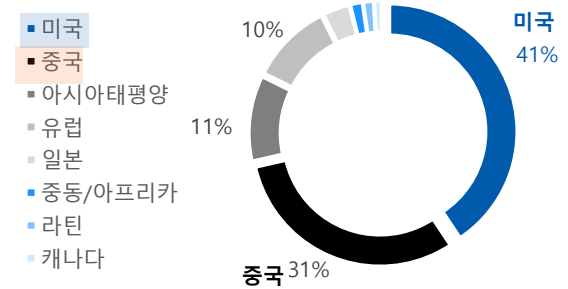
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 글로벌 PC 시장 주요국 비중 추이(출하량 기준)



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 글로벌 서버 출하량 국가별 비중(24년) - 미국 41%, 중국 31%



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

소비자들의 구매 의지는 누가 이끌까? (미국: 소비자, 중국: 정부)

그렇다면 미국과 중국 소비자들의 구매 의지를 이끌고 있는 주체는 누구일까? 결론부터 말하자면 미국의 경우 IT 제품을 구매하는 당사자들 즉 소비자들의 의지가 미치는 영향이 크다. 중국은 여전히 정책을 주도하는 정부가 핵심 주체다. 특히 중국은 지난해부터 이구환신(以旧换新, 낡은 것을 새로운 것으로 바꾼다)정책을 통해 소비 진작을 적극적으로 유도하고 있다.

미국 – 개인 주도 소비, 구매를 좌우하는 소득

미국은 GDP에서 소비가 차지하는 비중이 높은 국가로, 소비자들의 경제 심리와 향후 기대가 구매 활동에 직접적인 영향을 미친다.

실제로 미시간대, 컨퍼런스 보드로 대표되는 미국 소비자대지수와 소매판매 전년비 증감률을 보면 지표 추세가 유사한 흐름을 보인다. 이는 소비자들의 구매 여력이 중요한 IT 제품 판매량에도 적용된다. 실제로 소비심리가 둔화될 때, 소매판매 내 세부 항목인 전자 및 가전용품도 부진하게 나온다는 것을 확인할 수 있다 [그림 12~13].

미국 7월 소매판매를 보면 전년비 +3.9% 증가했으나 전자 및 가전용품으로 세분화해보면 -2.3% 감소했음이 확인된다. 벌써 4개월 연속 마이너스 성장세를 보여주고 있다(4월 -0.3%, 5월 -1.8%, 6월 -0.6%) [그림 14].

현재 미국 소비자들의 IT 제품에 대한 구매 의지는 긍정적이지 않다. 감소하는 실질소득은 소비자들의 구매력을 약화시키는데 직접적인 영향을 미치고 있다. 물가를 감안한 실질소득의 변화는 소비자들의 구매 의지와 연관성이 높으며 IT 세트 출하량과도 연동되어 움직이는 경향이 있다. 실제로 실질소득 회복이 가시화된 지난해 하반기 회복되는 듯했던 출하량 추세는 금년 2분기 들어 재차 하락 전환되었다 [그림 15].

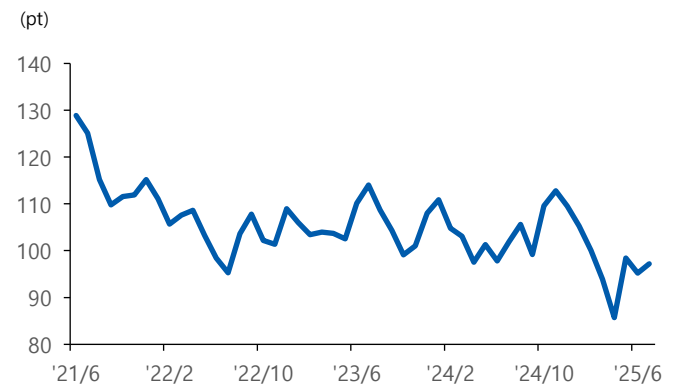
아직 트럼프 주도의 관세 협상은 중국을 비롯해 현재진행형이다. 협상을 완료했다더라도 각국은 3개월마다 합의 결과를 바탕으로 재협상을 거쳐야한다. 이로 인해 각 기업들도 아직 본격적인 대응책을 마련하지는 못하고 있다. 이런 상황에서 소비자들의 구매력과 직접 연관된 실질소득 또한 악화되고 있는 것이다. 이는 향후 미국의 수요를 전망하는데 있어 불편한 요인이 될 것이다.

[그림 12] 미국 미시간대 소비자신뢰지수



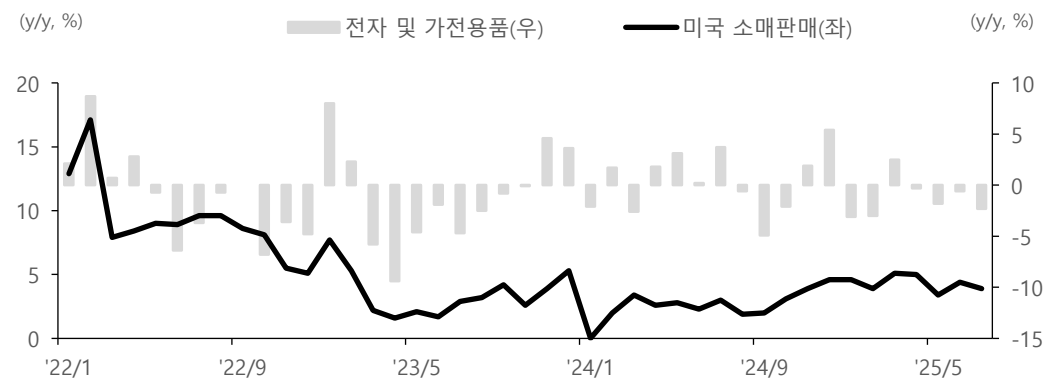
자료: 미시간대, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 미국 컨퍼런스보드 소비자지대지수



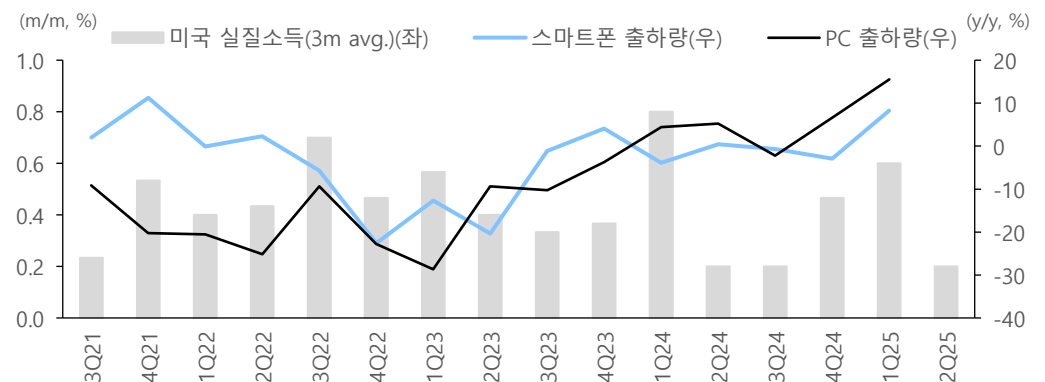
자료: 컨퍼런스보드, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 미국 소매판매 세부항목 전자 및 가전용품 - 7월 -2.3% yoy



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 미국 전월비 실질소득(3m avg) 및 스마트폰/PC 전년비 출하량



자료: 미국 인구통계국, IDC, 유안타증권 리서치센터

중국 – 국가 주도 소비, 이구환신 효과 점진적 약화

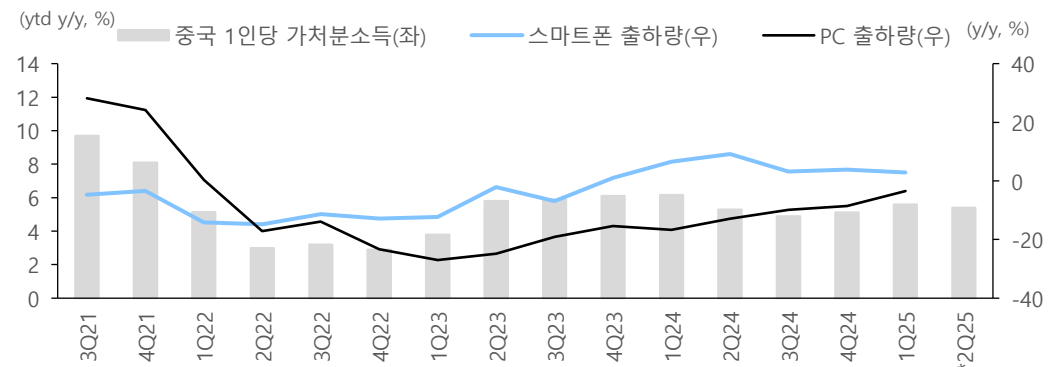
중국의 경우 미국과는 상이한 양상이 관측된다. 부동산 시장의 장기 침체로 인해 중국 소비자들의 구매력은 구조적으로 약화된 상태다. 실제로 ‘24년 중국의 1인당 가처분소득은 ytd 기준 전년 동기 대비 약 +5% 수준에 그치며 뚜렷한 개선이 나타나지 않았다 [그림 16].

그럼에도 불구하고 소비 심리와 경기 흐름에 민감하게 반응하는 PC 및 스마트폰 등 레거시 IT 세트의 출하량은 오히려 증가세를 보였다. 개인의 재원이 확대되지 않았음에도 IT 제품 소비가 확대된 것으로 이는 ‘25년 상반기에도 동일하게 확인되었다. 즉, 소비 여력 이외의 요인이 수요를 견인하고 있는 셈이며 이는 정부 주도의 이구환신 정책 효과가 지속적으로 작용한 결과로 판단된다.

지난 1월 중국 국가발전개혁위원회(국개위)와 재정부는 ‘24년 3월부터 시행된 이구환신 정책을 ‘25년까지 연장한다고 발표했다. 이를 위해 특별국채 예산을 3,000억 위안으로 전년(1,500억 위안) 대비 두 배 확대시켰으며 정책 적용 품목도 기존 8개에서 15개로 확대시켰다. 기존 가전제품에 더해 스마트폰, 태블릿, 스마트워치 등 3개 품목이 새롭게 포함되었다. 소비자는 제품 판매가의 최대 15%, 제품별로 최대 500위안까지 보조금을 지급받을 수 있게 되었다 [표 3].

이 같은 조치는 트럼프발 대외 불확실성 속에서 내수 진작과 공급 선순환을 유도하기 위한 전략적 결정으로 해석된다. 개인 소비의 자생적 개선이 지연되는 상황에서 정책적 개입을 통해 수요를 견인하겠다는 정부의 강한 의지의 표명이라고 할 수 있다. 실제로 ‘24년 2분기 이후 중국 내 레거시 IT 세트 출하량은 스마트폰을 중심으로 견조한 흐름을 유지했으며, PC 출하량 또한 완만한 회복세를 보였다.

[그림 16] 중국 1인당 가처분소득 ytd 전년비 증감률 및 스마트폰/PC 출하량 전년비 증감률



자료: 중국 국가통계국, IDC, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 이구환신(以旧换新): 가전 및 스마트제품 보조금 지급 세부내용 정리

구분	품목	세부내용
가전제품	기존(8종)	냉장고, 세탁기, TV, 에어컨, 컴퓨터, 온수기, 가스레인지, 후드
	신규(4종)	전자레인지, 정수기, 식기세척기, 전기밥솥
스마트제품	신규(3종)	휴대폰, 태블릿 PC, 스마트워치
		판매가격 6,000위안 이하 제품 대상 보조금 지원, 판매가 15% 지원, 1인당 품목별 1대 최대 500위안

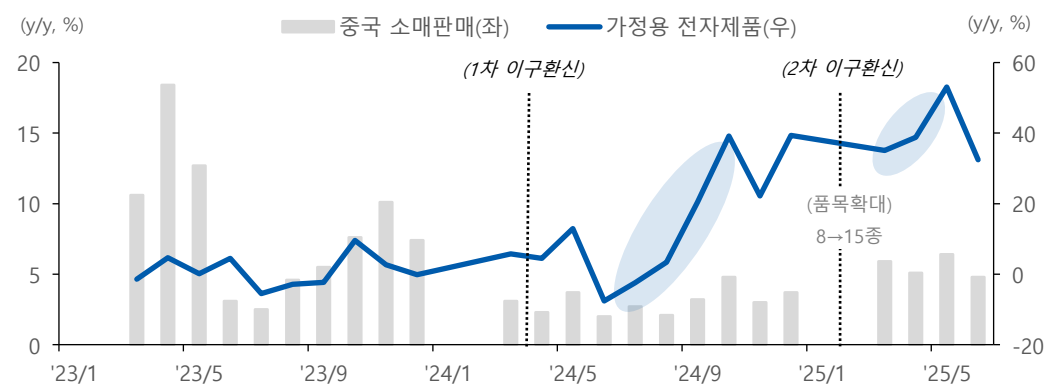
자료: 중국 국가발전개혁위원회, KOTRA, 유안타증권 리서치센터

통상 중국의 보조금 정책은 일반적으로 예산이 소진되기 전까지 효과가 지속되며, 정책 시행 직후 단기간 강한 파급력이 나타나는 특성을 가진다. 이번 이구환신 정책 역시 연장 발표 직후 1차 시행 당시와 유사하게 즉각적인 효과가 확인되었다. 실제로 중국 소매판매 데이터에 따르면, 정책 연장이 공식화된 '25년 3월 이후 3개월 동안 소비가 뚜렷하게 반등하는 양상이 나타났다 [그림 17].

다만 이러한 효과가 하반기에도 동일한 강도로 이어질지는 미지수이다. 이미 1) 1차 이구환신 정책 시행 과정에서 소비자들의 학습 효과가 누적되었기 때문에 상반기 중 보조금이 집중적으로 소진된 상태이다. 더불어 2) 상반기 동안 정부 지원을 활용해 가전 및 스마트 기기 등 주요 전자제품에 대한 소비가 상당 부분 선행적으로 발생했다. 이런 상황에서 하반기 신제품에 대한 수요가 얼마나 강하게 나타날지는 확신할 수 없다.

소매판매 세부 데이터를 보면, 가정용 전자제품의 경우 '25년 5월 +53% yoy로 정점을 기록한 이후, 6월에는 +32.4%로 둔화되었다. 절대 수준은 여전히 높은 편이지만, 추가적인 상승세는 확인되지 않았다. 따라서 하반기에는 6월을 상회하는 강한 수요 모멘텀을 기대하기 어려울 것으로 판단한다 [그림 17].

[그림 17] 중국 소매판매 및 가정용 전자제품 판매량 추이('24~'25년 1차, 2차 이구환신)



자료: 중국 국가통계국, 유안타증권 리서치센터

중국 – 온라인 중심 부진 시작, 예외가 될 수 없는 가전

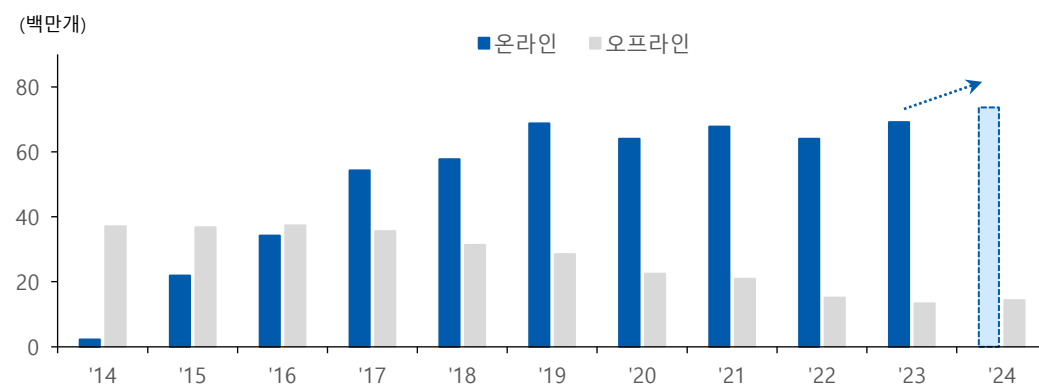
약화된 이구환신 정책 효과는 에어컨, 세탁기, 냉장고 등 주요 가전 품목에서도 확인된다. 중국은 가전 판매의 84%가 온라인 채널을 통해 이루어질 만큼('24년 기준) 온라인 의존도가 높다 [그림 18]. 실제로 '24년 1차 이구환신 정책 시행 이후 온라인 채널을 중심으로 에어컨, 세탁기, 냉장고 판매량이 증가하는 흐름이 관측되었다.

그러나 스마트 기기(PC, 스마트폰)와 달리 가전제품은 정책 효과가 보다 단기적으로 나타나는 특징을 보였다. 1차 정책 시행 당시 약 5개월간 판매량 증가세가 지속된 뒤 빠르게 소강 국면에 진입했으며, 이러한 패턴은 올해 상반기 2차 정책 시행 시에도 동일하게 관측되었다 [그림 19].

세부 품목별로 보면, 최근에는 냉장고를 중심으로 판매량 증가세가 둔화되기 시작했다. 교체 주기가 상대적으로 긴 품목일수록 PC, 스마트폰과 유사한 추세를 보이고 있는 상황이다. 반면 에어컨의 경우 여전히 기준선 이상의 증가세를 유지하고 있으며, 세탁기 또한 강도의 차이는 있으나 유사한 흐름이 나타난다 [그림 20]. 그러나 냉장고는 판매량 둔화가 명확히 관측되고 있으며, 단기간 내 반전 요인이 부족하다는 점에서 현 추세가 지속될 가능성이 높다.

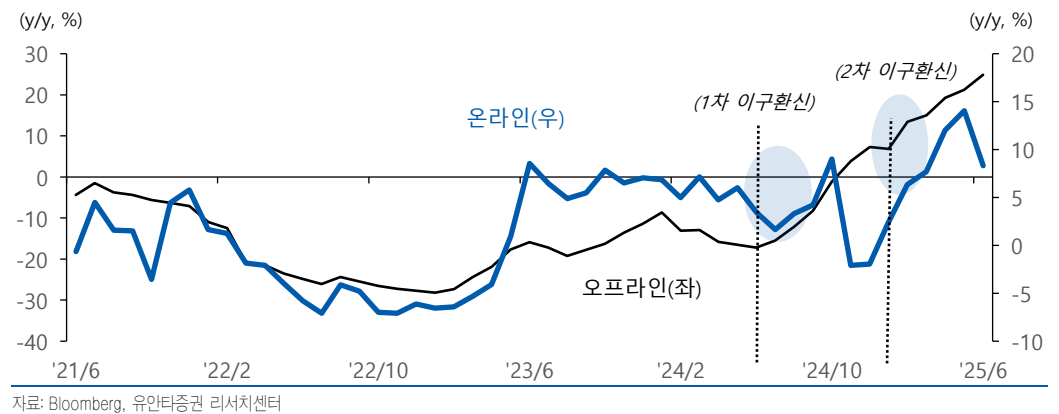
종합하면, 가전 역시 스마트 제품과 마찬가지로 이구환신 정책의 효과가 단기에 집중된 뒤 약화되는 흐름을 보이고 있으며, 이에 따라 하반기 IT 세트 수요 확대를 낙관하기는 제한적이라는 판단이다.

[그림 18] 중국 에어컨/냉장고/세탁기 채널별(온라인/오프라인) 판매량

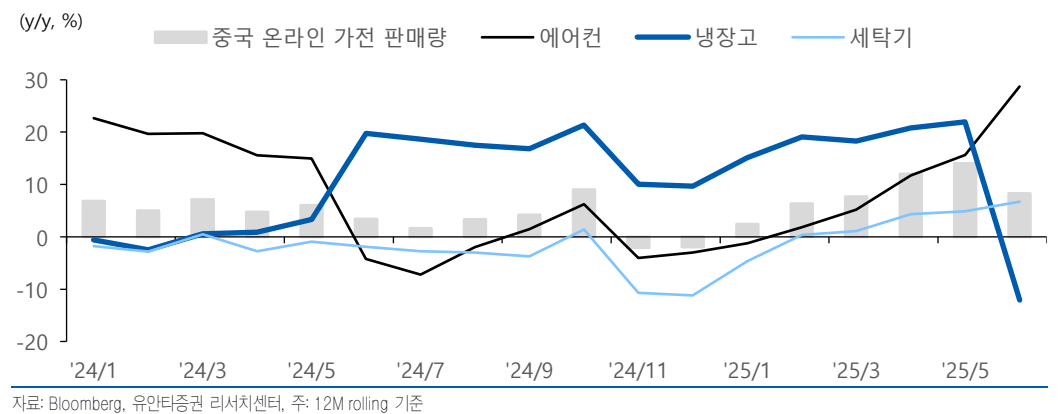


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

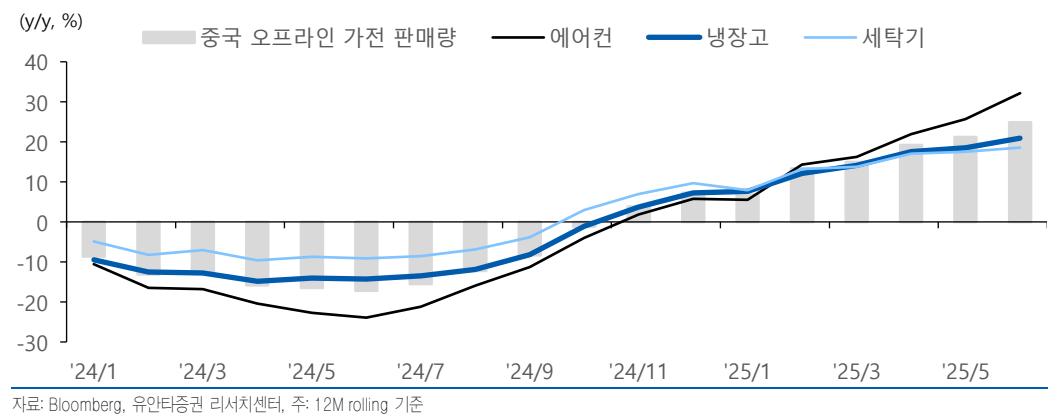
[그림 19] 중국 에어컨/냉장고/세탁기 채널별 판매량 전년비 증감률



[그림 20] 중국 온라인 가전 판매량(에어컨, 냉장고, 세탁기) 전년비 증감률



[그림 21] 중국 오프라인 가전 판매량(에어컨, 냉장고, 세탁기) 전년비 증감률



PC: 과실이 익기 위해서는 시간이 필요하다

PC 시장의 경우 수요 기대 요인은 분명 존재하나, 실현 시점은 여전히 불확실하다. 주요 요인으로서는 1) AI 탑재 제품 확대에 따른 소비자 선호 자극, 2) 팬데믹 시기 급증했던 제품들의 교체 주기 도래, 3) Windows 10 서비스 종료에 따른 신규 OS 전환 수요 등이 거론된다. 그러나 이러한 요인들은 '25년 하반기보다는 '26년부터 점진적으로 가시화될 가능성이 높다.

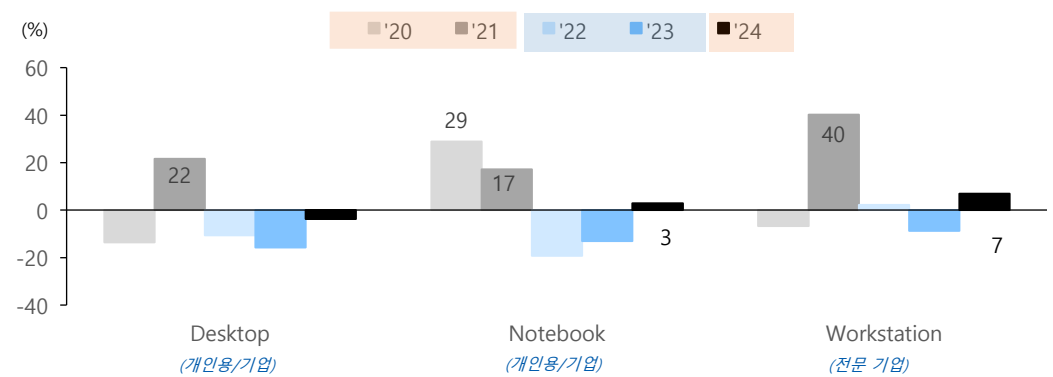
실제로 AI 기능을 탑재한 고성능 PC 신제품이 잇따라 출시되며, 개발 및 디자인 등 전문 영역에서의 활용도를 기반으로 Workstation 중심 출하량이 증가하고 있다 [그림 22]. 다만 주요 AI PC 공급업체들의 제품 로드맵을 보면, '26년 상반기 중 신제품 출시를 계획하는 기업이 다수를 차지하고 있으며(Intel, Qualcomm 등), 이는 본격적인 수요 확대 시점이 내년 이후로 지연될 수 있음을 시사한다 [표 4].

또한 교체 주기 측면에서도 본격적인 수요는 '26년에나 발생할 가능성이 높다. 일반적으로 Desktop은 4~6년, Notebook은 그보다 짧은 3~5년의 교체 주기를 가지는데, 팬데믹 기간 급격히 확대된 출하량이 이러한 교체 수요를 지연시키고 있다.

운영체제(OS) 전환 역시 단기적 수요 촉발 요인으로서는 한계가 있다. Windows 10의 공식 지원이 '25년 10월 종료되면서 Windows 11 전환 국면이 시작될 예정이다. 통상 운영 체제(OS)의 변경은 신규 PC에 대한 수요를 자극하는 요인이 되어왔지만 수요 증가를 기대하기에는 조금 이른다. OS 전환 이후 운영 체제 전환 가속이 단계까지 최소 1~3년의 시간이 소요되는 만큼 관련 수혜는 '26년은 되어야 나타날 것으로 보인다. Windows 7 역시 '09년 출시된 이후 '11년에야 본격적인 도입이 확산됐던 전례가 있다 [그림 23].

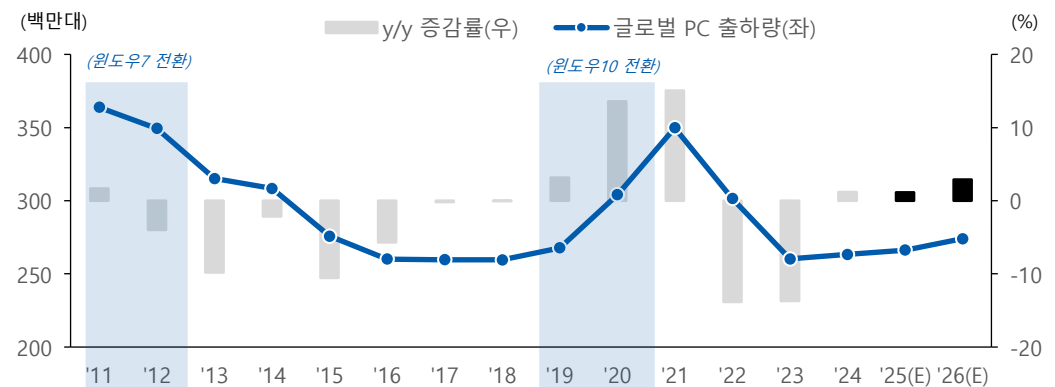
결국 현재 제시되는 AI 탑재, 교체 주기, OS 전환 등 다양한 수요 촉진 요인들은 PC 출하량에 단기적으로 반영되기 어렵다. 실질적인 효과는 '26년부터 단계적으로 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

[그림 22] 글로벌 PC 제품별 전년대비 증감률(Desktop, Notebook, Workstation)



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 23] 글로벌 PC 출하량 및 전년비 증감률 추이



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[표 4] AI PC SoC 공급업체별 로드맵 요약

회사	Intel		AMD			Qualcomm		Apple	
브랜드	Core Ultra		Ryzen			Snapdragon		M5	
시리즈	시리즈2	시리즈3	AI 300	-	-	X Elite	X Plus		
출시	4Q24	1H26	2Q24	2H25	1H26	2Q24	2Q24	1H26	2H25
CPU	P-core Lion Cove E-core Skymount	P-core Cougar Cove, E-core Skymount	Zen 5	Zen 5	Zen 6	Oryon	Oryon	-	-
GPU	Xe2 Battlemage	Xe3 Celestial	XDNA 3.5	XDNA 3.5	XDNA 5	Adreno	Adreno	-	-
NPU	NPU 4	-	XDNA 2	XDNA 2	-	Hexagon	Hexagon	-	-
공정 노드	3nm	18A	3nm	4nm	2nm	4nm	4nm	-	-
플랫폼	X86	X86	X86	X86	X86	ARM	ARM	ARM	ARM

자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

스마트폰: 안정적인 만큼 외풍에는 취약

스마트폰의 경우 관세 부과에 따른 선행 수요, 중국 이구환신 연장 등으로 출하량(Q) 측면에서 상당히 안정적인 모습을 유지하고 있다. 기업별 신제품 출시 사이클에 영향을 받기는 하지만, 통상 분기 기준 3~4억대, 연간 12억대 정도의 판매량을 유지하며 상당히 성숙된 시장의 모습을 보여준다 [그림 24~26].

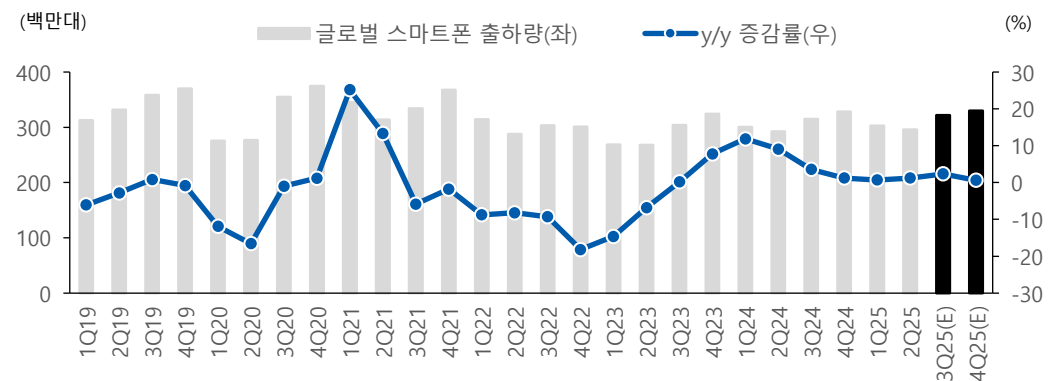
이번 하반기, 특히 3분기 중 삼성('24년 연간 출하량 기준 18.1%)과 Apple(18.8%)을 비롯한 핵심 기업 중심 신제품 출시(Apple 아이폰 17 시리즈 9월 초중반 전망, 삼성 S25 FE 9월 중후반 전망)가 예정되어 있다 [그림 27~28]. 지난 7월 말 삼성 갤럭시 Z7 시리즈는 정식으로 출시된 상황이다. 사전 예약 건수, 출시 이후 평가도 우수해 Q 측면에서 우려가 컸던 스마트폰 시장 내 새로운 활력을 불어 일으켜주고 있다.

다만 출하량 기여도를 감안할 때 기대와의 괴리는 존재한다. 삼성전자 전체 모델 별 출하량 비중 내 Z 시리즈의 경우 비중이 0.7%(1Q25 기준)에 불과하다 [그림 30]. 시장 기대와 달리 전체 스마트폰 출하량을 견인하기에는 영향력이 제한적이다. 향후 출하될 S 시리즈의 FE 모델도 S 시리즈 자체만 두고 본다면 비중이 높은 편(31%)이지만 저가형 모델인 만큼 출하량 확대에 미치는 효과는 크지 않을 것으로 예상된다.

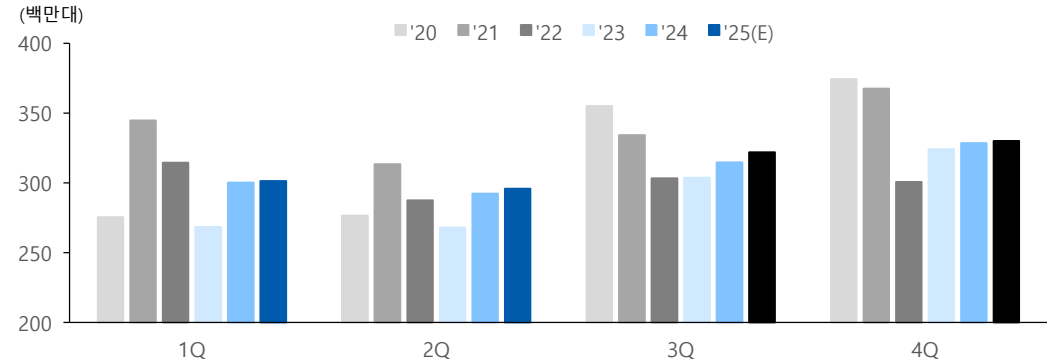
스마트폰 시장 역시 1) 관세 여파로 인한 소비자 구매력 약화와 가격 전가, 2) 중국 이구환신 효과의 점진적 희석 등 외부 변수에서 자유롭지 않다. 이러한 요인들은 모두 개별 기업의 전략만으로는 극복하기 어려운 구조적 리스크에 해당한다. 따라서 단기적으로는 수요 불확실성이 불가 피하며, 보수적 시각을 유지하는 것이 합리적이다.

결론적으로, 전기전자 업종 전반의 반전을 위해서는 스마트폰, PC 등 레거시 IT 세트 외, 새로운 수요 활로가 필요한 시점이라고 볼 수 있다.

[그림 24] 글로벌 스마트폰 출하량 및 전년비 증감률

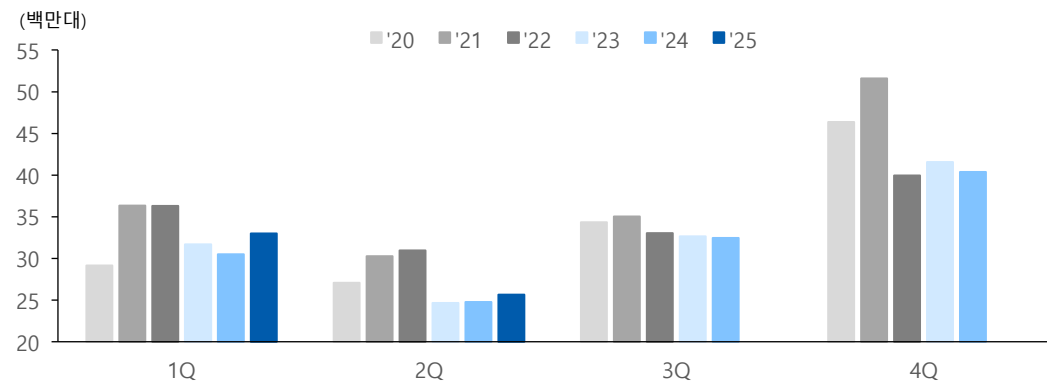


[그림 25] 글로벌 분기별 스마트폰 출하량



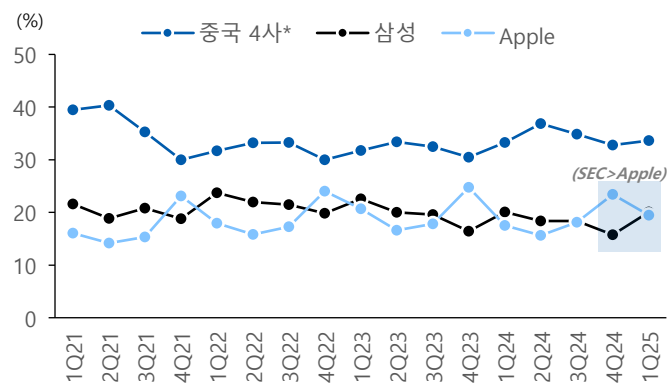
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 26] 미국 분기별 스마트폰 출하량



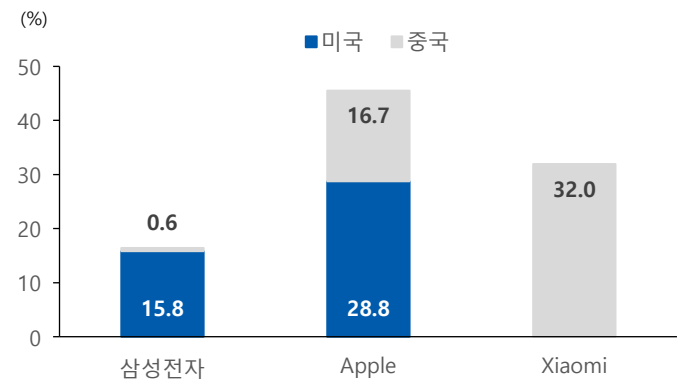
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 27] 글로벌 스마트폰 출하량 기업별 비중



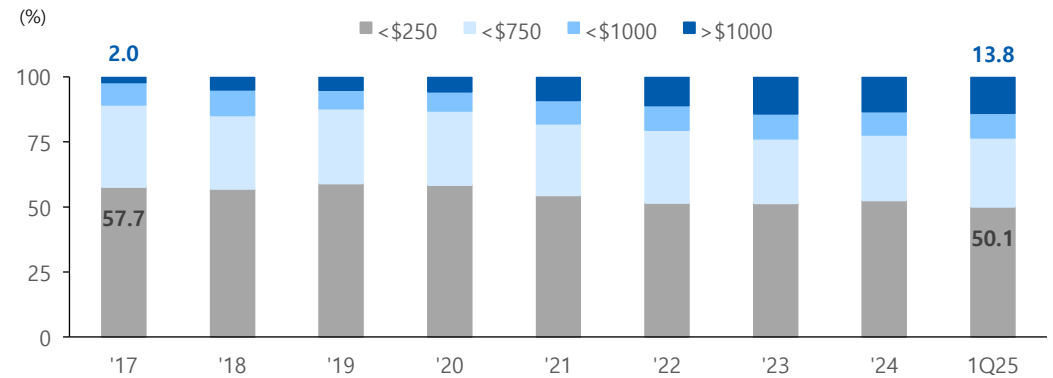
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터, *중국 4사: Xiaomi, OPPO, VIVO, Huawei

[그림 28] 글로벌 스마트폰 OEM 국가별 G2 출하량 비중



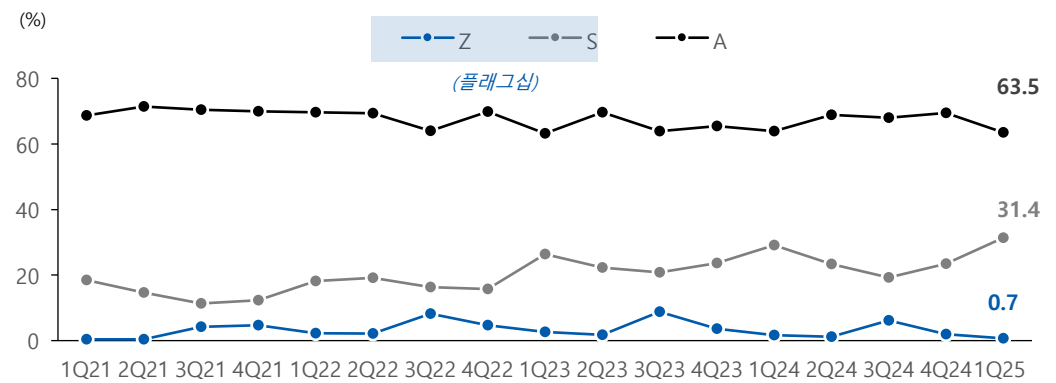
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터, *중국 OEM 4사 중 가장 비중 높음(Xiaomi: 1Q25 13.8%)

[그림 29] 글로벌 스마트폰 출하량 가격별 비중



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 30] 삼성전자 모델별 출하량 비중(Z, S, A 시리즈)



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터, 주: 플래그십(z+s) 고가 라인, A 중저가 라인

서버: AI 발전과의 동행, 더불어 가는 걸음

결국 세트 내 활로는 서버, 그 중 AI 서버라 판단하고 있다. 전환점은 '22년 11월 ChatGPT 모델 공개였다. 이후 북미 주요 CSP 3사를 중심으로 AI 서버 투자가 급격히 확대되면서 글로벌 서버 시장의 패러다임이 변하기 시작했다. 글로벌 서버 출하량 역시 '24년을 기점으로 뚜렷한 추세 전환이 확인되었으며 [그림 31~32], 기저 효과를 감안하더라도 장기적 상승세가 이어지고 있다는 점은 주목할 필요가 있다.

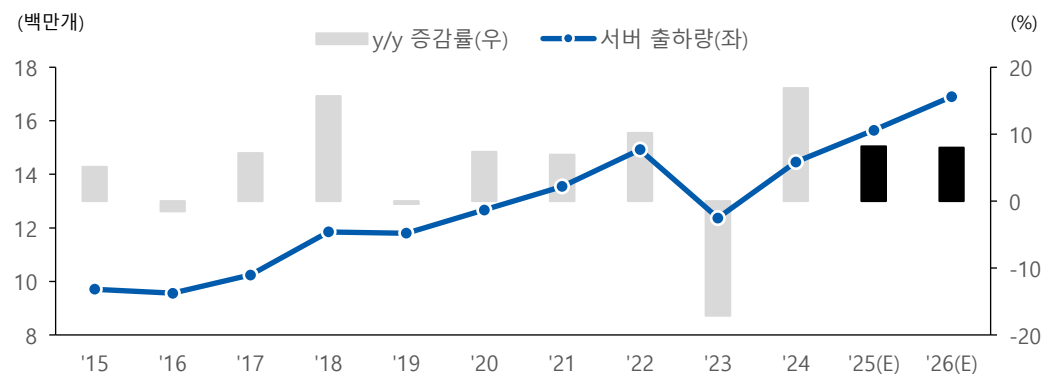
NVIDIA는 '세 가지 스케일링 법칙(From One to Three Scaling Laws)'을 통해 AI 모델의 성능 향상을 위한 진화 과정을 설명한다 [그림 33]. 여기서 서버 시장을 움직이는 핵심을 파악할 수 있다. 초기 단계는 Perception AI(지각형 AI), 즉 AI가 영상 제작과 음성 인식 정도로만 활용되는 것을 의미한다. 메인보드는 서브, 그것이 그동안 AI가 가지고 있던 한계였다 [그림 34].

AI가 시장의 주목을 받기 시작한 것은 Generative AI(생성형 AI)단계부터였다. 이때부터 GPT, 이미지 생성 등의 조금 더 고도화된 작업이 가능해졌으며, 모델 성능을 강화시키기 위한 사전 학습(Pre-Training) 목적의 막대한 컴퓨팅 리소스가 필요해지기 시작했다.

현재는 목표 지향적 수행형 AI를 의미하는 Agentic AI로 전환되고 있으며 Tesla를 비롯한 핵심 기업들을 중심으로 Physical AI(로보틱스, 물리 수행형 AI) 단계로의 전환 시도도 지속되고 있다. 사전 학습(Pre-Training)과 사후 학습(Post-Training)을 위한 기업단에서의 서버 수요는 '25년을 넘어 '26년에도 지속될 것으로 전망된다.

글로벌 서버 시장 규모는 '24년 3,060억 달러에 달했으며, 이 중 AI 서버 매출 비중은 약 67%를 기록했다. '25년에는 그 비중이 72%까지 확대될 것이라는 전망도 제시되고 있다 [그림 35]. 특히 AI에 최적화된 Non-x86 서버가 전통적 서버 대비 훨씬 더 빠른 성장세를 보이고 있다는 점이 특징적이다. '24년 기준 Non-x86 서버의 점유율은 14%로, 과거 1% 미만에 머물던 수준에서 크게 확대되었으며, 1Q25에도 12.1%를 유지하고 있다 [그림 36]. 이는 모델 성능 개선을 위한 지속적인 인프라 투자가 서버 시장 전반의 구조 변화를 이끌고 있음을 보여준다.

[그림 31] 글로벌 연간 서버 출하량 및 전년비 증감률 전망



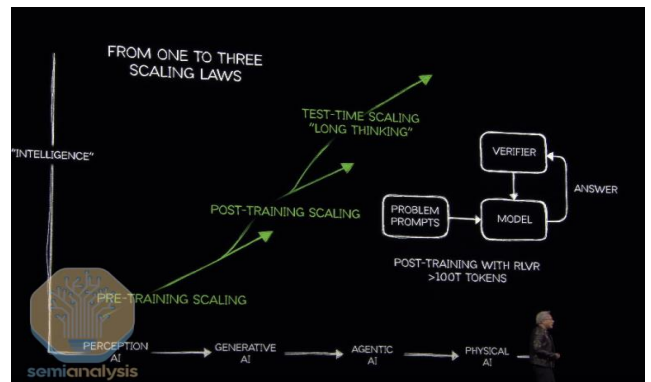
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 32] 연산능력별 AI 모델(GPT 3, 4)



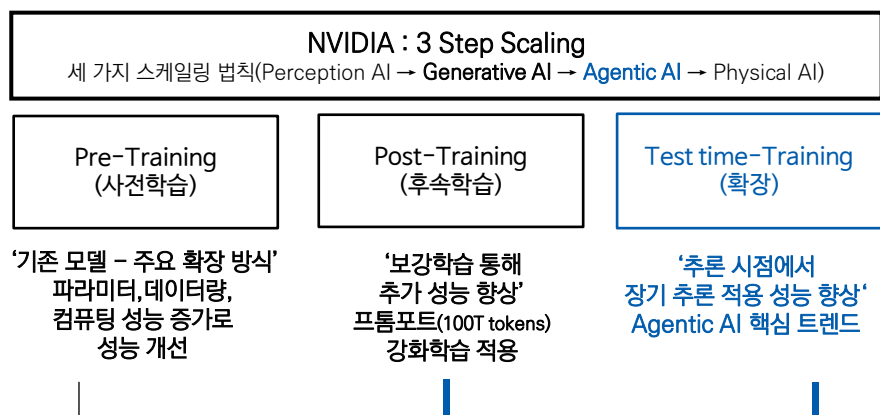
자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터, 주: Flop - 초당 수행 가능한 연산 횟수(연산 능력)

[그림 33] NVIDIA의 '세 가지 스케일링 법칙'



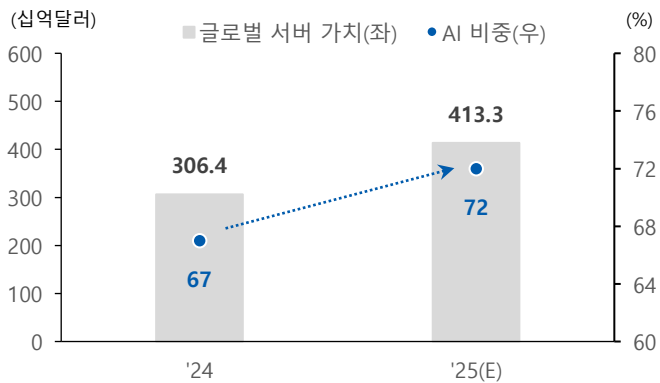
자료: NVIDIA, Semianalysis, 유안타증권 리서치센터

[그림 34] NVIDIA의 '세 가지 스케일링 법칙 세부사항들(사전학습-후속학습-확장)



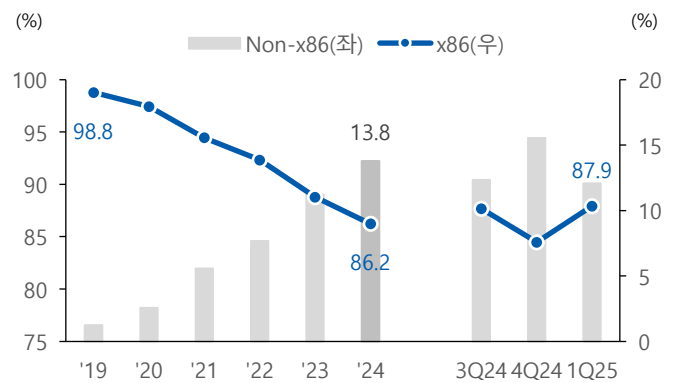
자료: NVIDIA, 유안타증권 리서치센터

[그림 35] 글로벌 서버 출하량 - 제품 카테고리별 비중



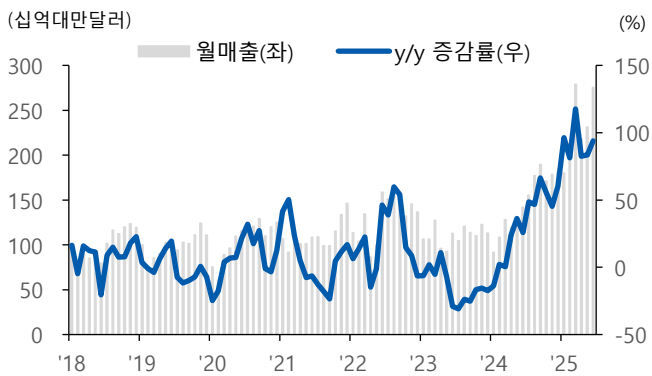
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 36] 글로벌 서버 출하량 - 제품 카테고리별 비중



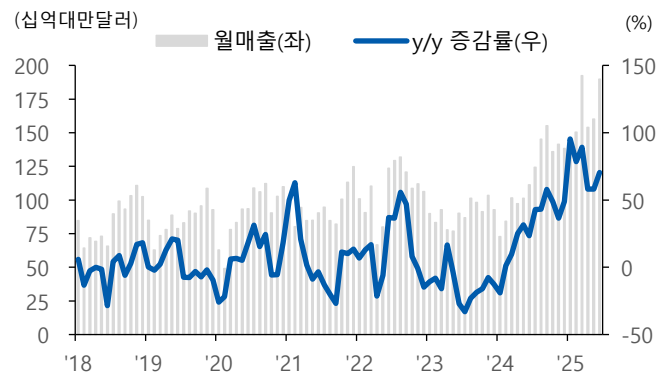
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 37] 대만 주요 서버 OEM 2사 월합산 매출



자료: MOPS, 유안타증권 리서치센터, 주: 주요 서버 OEM 2사는 Wiyynn 과 Quanta

[그림 38] Quanta(2382.TT) 월합산 매출



자료: MOPS, 유안타증권 리서치센터

서버: 외풍 - AI를 둘러싼 G2의 줄다리기

AI 서버를 둘러싼 움직임은 국가와 기업 차원에서 동시에 전개되고 있다. 국가 단에서는 차세대 성장 동력인 AI의 주도권을 확보하기 위한 전략적 시도가 이어지고 있으며, 기업들은 선두 지위를 유지하기 위해 공격적 투자를 지속하고 있다.

국가 차원의 대표적 사례는 미국과 중국 간 NVIDIA 반도체 칩을 둘러싼 수출 규제다. 미국은 바이든 행정부 시절부터 고성능 반도체 칩 및 제조 장비를 중심으로 대중 수출 제한을 시행해 왔으며, 이는 차세대 AI 기술 주도권을 확보하려는 의도로 초당적 합의를 기반으로 추진되었다.

이러한 조치는 트럼프 2기 출범 이후 더욱 강화되었다. ‘25년 3월 트럼프 행정부는 중국 반도체 기업 수입 곳을 수출 규제 대상인 블랙리스트에 추가하며 고급 컴퓨팅 및 반도체 관련 기술 수출 금지를 확대했다. 이 과정에서 NVIDIA의 AI 추론에 최적화된 범용 GPU인 H200의 제한된 버전인 H20 모델도 대중 수출이 금지되었다 [표 5].

실제로 미국의 CPU/GPU 수출 통계를 보면, H20 제재 시행 직후인 5월 수출금액이 즉각적으로 감소했다 [그림 39]. 중국향 수출에서는 변화가 더욱 두드러지는데, 수출액은 1월 10억 달러에서 4~5월 75억 달러 수준으로 하락했으며, 증감률 또한 5월 기준 전년 대비 +8.0%로 ‘25년 들어 가장 저조한 흐름을 기록했다(1월 +131%, 2월 +104%, 3월 +58%, 4월 +43%) [그림 40].

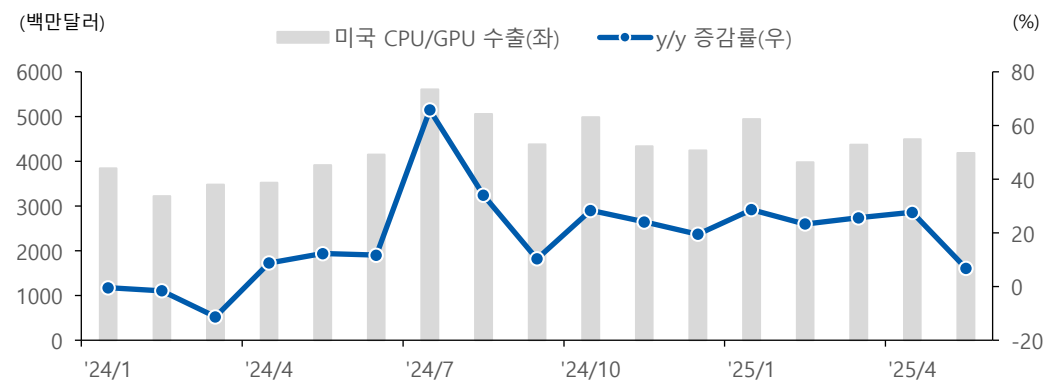
7/30일 트럼프 행정부는 중국과의 무역 협상 진전을 위해 H20 GPU 수출을 재개할 것을 허가했다. 그러나 이후 중국 정부는 H20 사용 자제를 권고하고, 자국 반도체 자립을 강화하기 위한 움직임을 부각했다. 중국 업체들 또한 내부적으로 자체 AI 칩 개발을 지속하고 있으나, 아직까지 NVIDIA 칩을 완전히 대체할 만큼 성숙한 기술 수준에는 도달하지 못한 상황이다. 이러한 한계로 인해 올해 하반기에는 중국 CSP를 중심으로 NVIDIA 칩 재고 확보 움직임이 더욱 적극적으로 전개될 것으로 보인다.

[표 5] 트럼프 2기 이후 대중국 반도체 수출 규제 Timeline (7/30일 H2O 수출 재개 / 8월 중국 정부 H2O 사용 자체 촉구)

25.3월	중국 반도체 기업 블랙리스트 추가	- 트럼프 2기 시작 이후 첫 반도체 규제 움직임 - 수십 여 개 중국 반도체 관련 기관 블랙리스트 추가 - 고급 컴퓨팅 및 반도체 관련 기술의 수출 금지 확대
25.4월	H2O GPU 수출 금지	- NVIDIA의 AI 추론용 H2O GPU에 대한 중국향 수출 금지 - 특별 라이선스 발급을 전제로 하나 사실상 금지한 조치
25.5월	EDA 소프트웨어 수출 중단	- Cadence, Synopsys, Siemens EDA 등 주요 칩 설계 자동화(EDA) 소프트웨어 공급사 중국 수출 금지 지시 - 중국 EDA 시장의 약 80%를 점유 중, 직접적인 타격 야기
25.7월	H2O GPU 수출 허가 재개 결정	- 중국과의 무역 협상 내 카드로 희토류와 더불어 H2O 수출 재개를 상호 교환한 것으로 알려짐

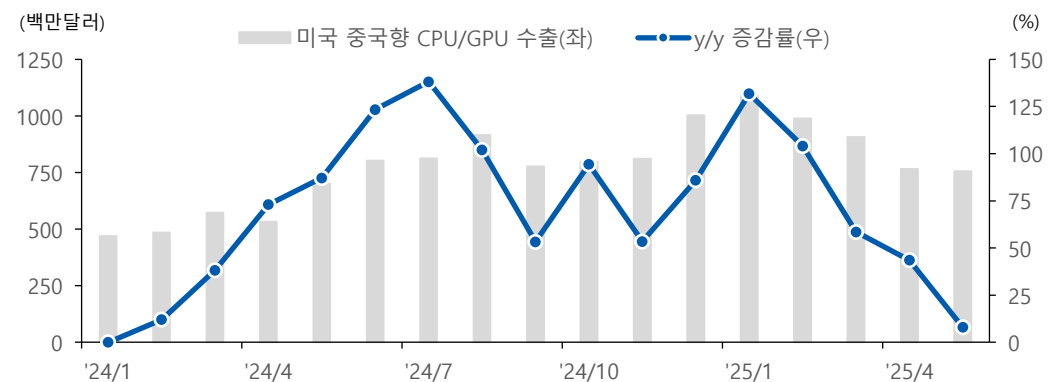
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 39] 미국의 반도체(CPU/GPU) 수출 및 전년대비 증감률 추이



자료: KITA, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8542(전자 집적회로(IC) 및 마이크로어셈블리)

[그림 40] 미국의 중국향 반도체(CPU/GPU) 수출 및 전년대비 증감률 추이



자료: KITA, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8542(전자 집적회로(IC) 및 마이크로어셈블리)

서버: 내풍 – AI 역량 확보 위한 기업단 Capex 경쟁

글로벌 서버 출하량 증가세를 견인하는 또 다른 요인은 북미 하이퍼스케일러사(CSP 3+1사: Microsoft, Alphabet(Google), Amazon, Meta)의 Capex 투자 확대다. 현재 빅테크들의 Capex는 AI 인프라 확보를 위한 데이터센터 증설에 집중되고 있으며, 이러한 투자 규모와 지속성은 각 기업이 AI 시장 내 점유율을 확대하고 주가 상승을 견인하기 위한 핵심 전제 조건으로 작용하고 있다.

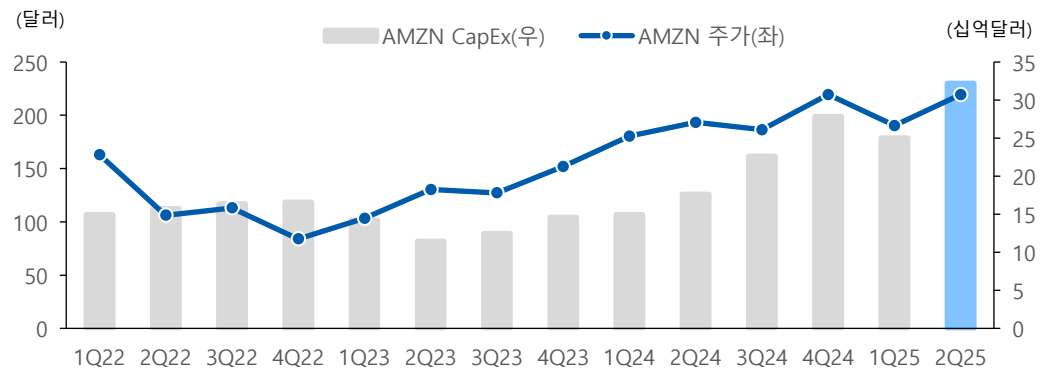
올해 초 중국의 DeepSeek 모델 등장으로 AI 시장에 대한 투자 심리가 일시적으로 약화된 것은 사실이다. 그동안 북미 빅테크들이 대규모 Capex를 투입해 데이터센터를 확충하고 수익화 모델을 구축했던 가운데, DeepSeek가 상대적으로 적은 자원으로 유사하거나 개선된 성능을 구현했기 때문이다. 이로 인해 NVIDIA를 비롯한 주요 빅테크 기업들의 주가는 직격탄을 맞았고, 그간 AI 서버 수혜를 받아온 전자부품 및 전력 인프라 관련 종목들 또한 타격을 피하기 어려웠다.

그러나 결국 모델의 성능 고도화를 위해서는 대규모 데이터 학습과 추론 과정이 필수적이다. DeepSeek의 등장은 AI 추론 시장 개화의 신호탄일 뿐이며, AI 발전을 위해서는 여전히 학습과 추론 양측 모두가 요구된다. 이는 미국과 중국의 빅테크 기업들이 대규모 Capex 투자를 지속할 수밖에 없는 근거로 작용한다.

실제로 '25년 2분기 실적 발표에서 북미 빅테크 기업들은 시장 기대치를 상회하는 Capex 가이드언스를 제시했다. 일례로 Meta의 경우 '25년 연간 Capex 가이드언스를 기존 600~650억 달러에서 650~720억 달러로 상향했다. Microsoft도 CY3Q25(FY1Q26) Capex 가이드언스를 300억 달러로 제시했다. 연초 제기됐던 우려를 불식시키는, 향후 AI 인프라 투자에 대한 의지를 보여주는 대목이었다 [그림 41~43].

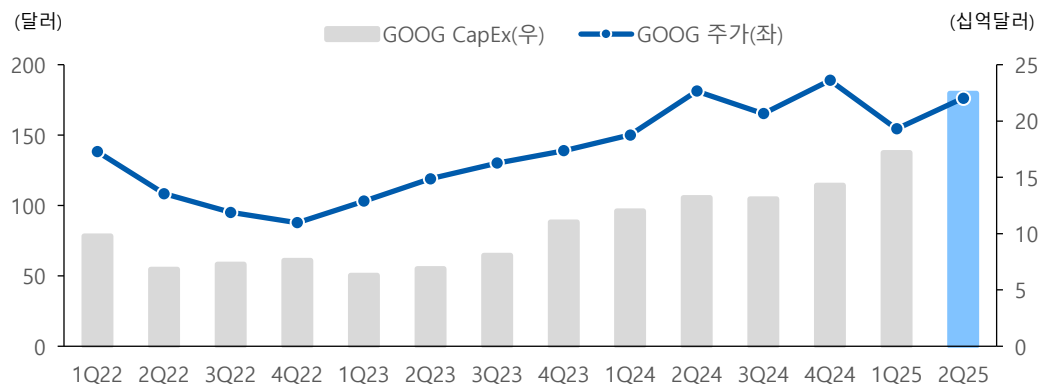
경쟁 우위를 점하기 위한 기업단에서의 투자 확대 움직임이 최근 2Q25 실적발표에서도 드러났다. 남은 하반기는 물론, '26년까지도 북미 빅테크 중심의 AI 서버 수요는 지속적인 성장세를 이어갈 것으로 전망한다.

[그림 41] AMZN 주가 및 Capex 추이 - 성장과 동행하는 투자 (1)



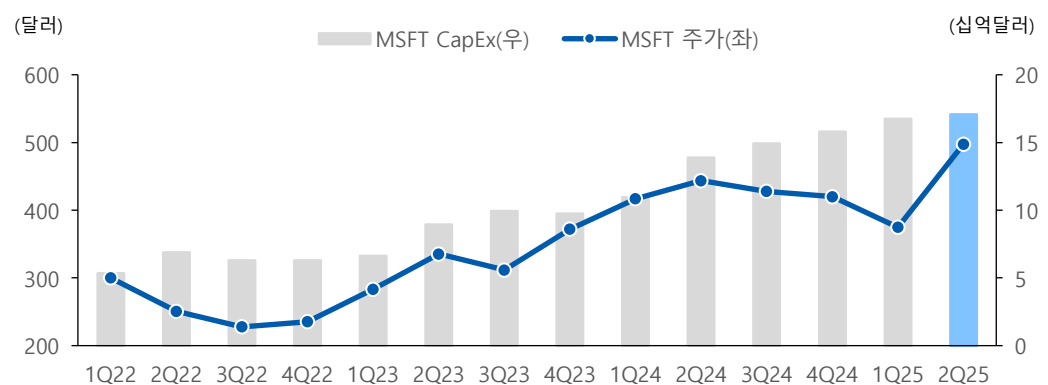
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 42] GOOG 주가 및 Capex 추이 - 성장과 동행하는 투자 (2)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 43] MSFT 주가 및 Capex 추이 - 성장과 동행하는 투자 (3)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: MSFT Capex는 CF 내 P/E 집행액을 기준으로 함, 실제 발표는 리스 포함된 수치

서버: 미국, 범용과 ASIC - 더불어 성장하는 시장

DeepSeek 모델의 등장은 추론 중심으로 강화된 AI 모델이 기존 벤치마크를 능가할 수 있음을 보여주었다. 이는 대규모 데이터센터 구축에 막대한 자금을 투입해온 북미 빅테크들에게 주문형 반도체, 즉 ASIC(Application-Specific Integrated Circuit)의 설득력을 강화시키는 계기가 되었다.

NVIDIA가 주도하고 있는 범용 GPU는 높은 연산 성능과 유연성을 바탕으로 AI 학습, 훈련, 추론 등 다양한 워크로드에 활용 가능하다는 장점을 가진다. 반면 ASIC은 특정 목적의 연산에 최적화된 반도체로 기능적 제약이 존재하지만, 그만큼 높은 효율성과 낮은 전력 소모라는 특징을 갖는다 [표 6].

현재 미국 내 전력 가격은 구조적 인프라 미흡으로 전력 대응이 단기간 어려운 상황이다. 미국의 '25년 평균 전력 단가는 13.2센트/kWh로, 전방 수요 확대 속에 이례적 급등세를 기록하고 있다. 신규 전력 설비 증설 또한 평년 대비 약간 개선된 수준에 불과해, 단기간 내 전력 가격 안정화를 기대하기 어려운 상황이다 [그림 44].

현재 빅테크들은 1) 전력 가격 부담 완화를 위한 비용 효율화, 2) NVIDIA가 제공하는 범용 반도체에 대한 의존도를 낮추기 위해 자체 개발한 ASIC AI 추론 서버 설치를 늘리고 있다. 이에 따라 시장은 기존 학습 중심의 범용 GPU 시장과 사후 훈련 및 추론 중심의 ASIC 시장이 병행 성장하는 양상으로 전개되고 있다. 현재 범용과 ASIC의 동반 성장을 추진하는 기업들은 Meta, Amazon을 비롯해 상당수이다.

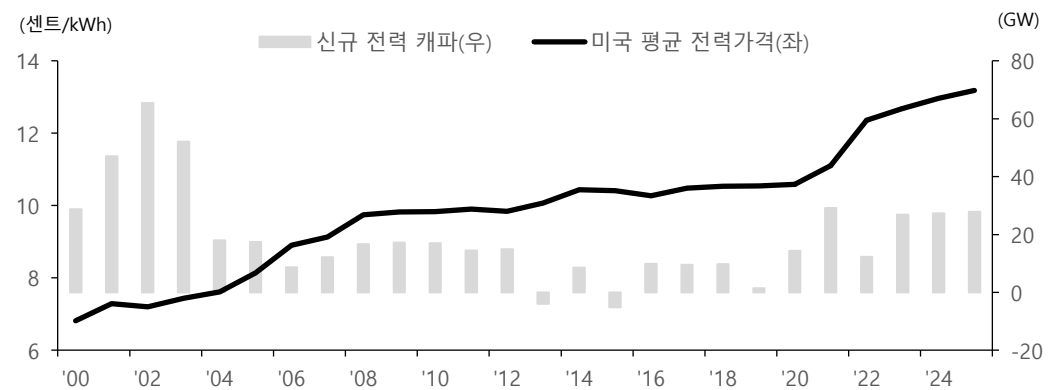
이는 범용 칩의 대표 주자인 NVIDIA와 ASIC 칩 설계의 대표 기업인 Broadcom의 데이터센터 향 매출 증감률에서도 확인된다. 보통 CSP 3사(AMZN, GOOG, MSFT)의 Capex 투자 사이클과 동반하는데, NVIDIA의 경우 성장세가 다소 소강 상태에 진입했으나 여전히 견고하며 AVGO 경우 성장 강도가 약해지고 있으나 아직 30% 이상의 강력한 증가세가 지속되고 있다 [그림 45~46].

[표 6] 범용 GPU vs ASIC 특징 비교

항목	범용 GPU(General Purpose GPU)	ASIC(Application-Specific Integrated Circuit)
설계목적	범용 연산 및 병렬 처리 최적화	특정 기능 및 알고리즘에 맞춘 전용 설계
유연성	매우 높음(다양한 워크로드 활용)	매우 낮음(정해진 기능에만 사용)
성능 효율성	범용 구조로, 특정 연산에서 비효율	대상 연산 최적화, 전력당 성능(PP/W) 매우 우수
전력 소비	전력 소모 큼	전력 소모 적음, 효율 우위
초기 비용	설계/생산 비용 상대적으로 낮음	설계/생산 비용 상대적으로 높음
적합 용도	AI 학습과 훈련, 추론 등 광범위한 연산	AI 추론, 자율주행 등 반복적 및 고정 연산
시장 주도 기업	NVIDIA, AMD, Intel 등	Alphabet(Google), Meta, Amazon(AWS) 등

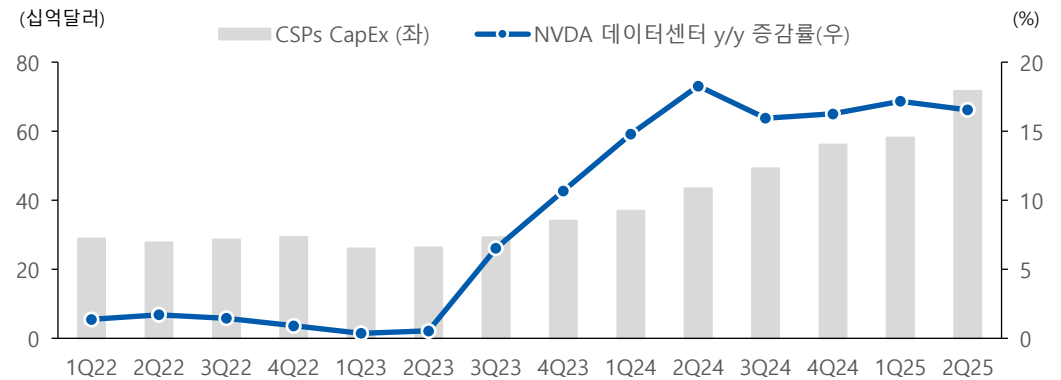
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 44] 미국의 평균 전력가격('25년 기준 13.2센트/kWh)과 신규 전력 생산 Capa



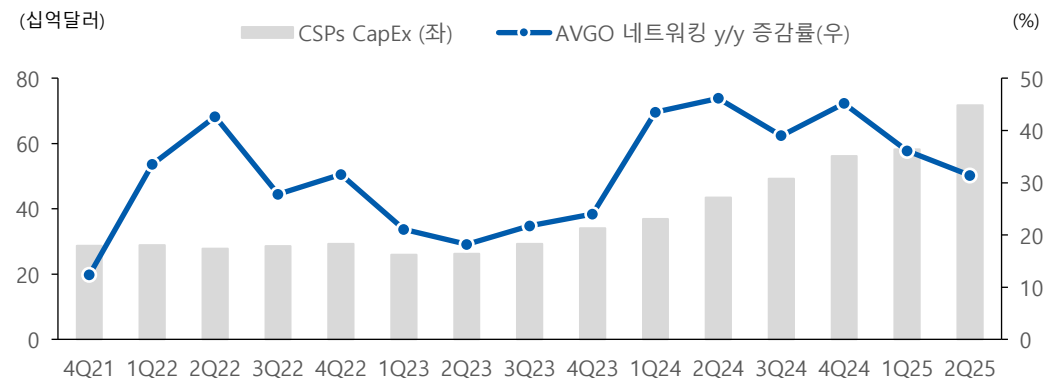
자료: EIA, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 45] NVDA 데이터센터 매출 전년비 증감률 및 CSP 3 사 Capex 추이



자료: NVIDIA, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: CSP 3 사는 AMZN, GOOGL, MSFT

[그림 46] AVGO 네트워크 매출 전년비 증감률 및 CSP 3 사 Capex 추이



자료: Broadcom, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: CSP 3 사는 AMZN, GOOGL, MSFT

2. 한국의 오늘과 걸어갈 내일 - Go, Team Korea

부품 선호도: 기판★★〉MLCC★〉카메라모듈

국내 전기전자 산업은 전방 세트 시장 내 수요와 밀접하게 연결되어 있다. 특히 스마트폰, PC, 가전을 비롯한 레거시 중심 세트 시장의 움직임은 부품 수요를 주도하는 핵심 역할을 수행해왔다. 이로 인해 기업단에서도 수요에 민감하게 반응하며 경영 전략을 펼칠 수밖에 없었다.

팬데믹 이후 세트 수요의 폭발적인 증가는 해당 전략을 더 공고하게 만들어주는 요인이 되었다. 그러나 이후 전방 레거시 IT 수요는 크게 약화되기 시작했다. 실제 업종 전반에 걸쳐 성장 동력을 약화시켰을 뿐만 아니라 시장의 주목에서 소외됐던 주 요인이 되었다.

그러나 AI의 등장은 산업 내 반전의 계기를 마련했다. 부품 수요의 새로운 축으로 AI 인프라가 부상하며 기업 포트폴리오 전환이 본격화되고 있다. 생성형 AI로의 전환은 북미 CSP 3사 중심의 인프라 투자 강화로 이어졌으며 중국을 비롯한 다양한 국가들이 참전을 알리며 AI가 주도하는 새로운 시대가 개화했다. 범용 GPU 중심의 학습 시장에서 ASIC이라는 추론 시장과의 통합 성장이 지속되고 있는 현 시점에서 국가, 기업단에서의 기술 경쟁 또한 점차 심화될 것으로 전망한다.

AI 서버 확산은 메모리, 네트워크를 비롯해 서버를 구성하는 핵심 부품군 전반의 수요 구조를 근본적으로 변화시키고 있다. 대규모 AI 워크로드 처리를 위해 서버 내 GPU 및 AI 가속기 탑재율이 높아지면서 기존 범용 서버로는 대응하기 어려운 전력 및 메모리 병목 현상이 발생하고 있으며, 이에 대응하기 위한 고사양 부품 수요도 동반 확대되고 있다.

이러한 변화는 단기적인 수요 반등에 그치는 것이 아니라, 글로벌 인프라 환경이 AI 중심으로 재편되며 동반되는 구조적인 전환이라는 점에서 의미가 있다. 기업단에서도 고부가가치 중심의 포트폴리오 변화가 실적의 차별화로 이어지고 있는 상황이다.

향후에는 요구되는 부품 스펙이 다양화됨에 따라 고성능, 저전력, 고밀도 제품 확보 경쟁이 더욱 치열해질 전망이다. 동시에 전력 효율을 극대화하기 위한 전력 관리 솔루션, 중앙부 발열이 집중되는 HBM의 특성을 고려한 냉각 시스템 등 신규 시장도 빠르게 개화하고 있다.

결국 시류에 가장 기민하게 대응하는 국가와 기업이 우위를 갖을 것으로 보인다. 즉 기술력이 생존을 결정짓는, 이른바 ‘우아한 야만의 시대’가 도래했음을 시사한다.

[표 7] 전기전자 부품 선호도: 기판★★ MLCC★ 카메라모듈

부품	내용
기판	- AI 서버와 동행하며 수요가 올라오고 있는 MLB 와 FC-BGA - 범용/ASIC 반도체칩 중심 빅테크들의 로드맵은 '26년까지 지속될 전망. 이는 대규모 AI 클러스터 투자 집행과도 연관성이 높은 항목 - 미중 분쟁은 공급망 재편을 야기. G2 기판 수입처 다변화. G2는 대만을 주목하고 있으나 캐파 확대 가능성은 희박. 일본과 한국에 집중될 수혜
MLCC	- 팬데믹 특수 이후 MLCC 사이클은 공급 과잉 국면에 진입. 기존 레거시 수요가 아닌 AI 서버와 전장이 활로가 된 모습 - 회복의 신호는 일본, 한국 내 수출에서부터 확인. 기업단에서는 가동률 회복
카메라모듈	- 스마트폰이 좌우하는 모듈. Physical AI/휴머노이드로 열리는 신규 시장 개화

자료: 유안타증권 리서치센터

부품 내 선호는 기판 - MLCC - 카메라모듈 순이다. 우선 기판은 AI 인프라 관련 수요가 가장 먼저 반영되고 있다는 점에서 최우선으로 꼽힌다. 실제로 MLB, FC-BGA 등 기판은 서버 내 핵심 부품으로 자리잡으며, AI 가속기에 탑재되는 연산 칩의 열, 전력, 신호를 안정적으로 제어하는 역할을 수행하고 있다. 이에 따라 NVIDIA, AMD 등 주요 AI 칩셋 기업들은 고부가 기판을 공급할 수 있는 안정적 공급망 확보에 총력을 기울이고 있다.

MLCC 또한 서버향 수요 확대의 핵심 축으로 부상 중이다. AI 서버는 과거 모바일 대비 수십에서 수백, 수천 개에 달하는 MLCC 탑재가 요구되며, 이는 단순한 수량 확대를 넘어 고용량 및 고온 대응이 가능한 고부가 제품에 대한 수요로 직결되고 있다. 반면 카메라모듈은 현재 AI 서버와의 직접적인 연관도는 낮아 후순위로 분류된다. 다만 아이폰 폴더블과 같은 신규 스마트폰 출시, 전장 및 로봇틱스 등 신규 응용처 확대 가능성이 부각되고 있으며, 국내에서는 북미 주 전기차 기업향 신규 수요가 열리면서 잠재적 기회 요인이 존재하고 있는 상태이다.

국내 전기전자 업체들에게는 이러한 변화가 새로운 활로를 제공하고 있다. 과거 모바일 및 가전 중심의 단일 수요 구조를 넘어, AI 서버 대응 역량을 보유한 기업에게는 시장 구조를 전환할 수 있는 기회가 열리고 있다. 특히 FC-BGA를 비롯한 특수 기판의 경우 대덕전자, 삼성전기, LG이노텍 등이 글로벌 빅테크와의 협업을 확대하며 기술 경쟁력 제고와 수익성 개선을 추진하고 있어 업종 반전의 신호가 감지된다.

AI 서버 투자 확산 → 첨단 부품 채택 증가 → 기판 수요 고도화 → 글로벌 공급망 경쟁 심화 → 한국 업체의 구조적 성장이라는 일련의 과정이 이미 현실화되고 있다. AI 서버의 확산은 반도체 칩뿐 아니라 연관 부품 생태계 전반의 변화를 이끌고 있으며, 변화의 흐름 속에서 압도적 기술력을 기반으로 시장 진입을 가속화한 업체들만이 도약할 것으로 보인다. 결국 산업 내 변화 속 전략적 행보를 보이는 업체들에 대해 관심을 기울일 필요가 있다.

한편 대만과 일본은 이미 국가 단위의 협업 체제를 기반으로 시장 선점을 진행하며 수혜를 확보하고 있다. 이제는 한국 또한 'Team Korea'가 되어 글로벌 시장을 선도할 시점이라는 판단이다.

기판: AI 서버와 더불어 성장 - MLB와 FC-BGA

기판(인쇄회로기판, PCB, Printed Circuit Board)은 구리 배선이 얇게 인쇄된 기판으로 IC칩이나 수동소자 등을 실장해서 부품 간 상호 연결을 해주는 부품을 의미한다. 실장용도에 따라 크게 메인보드(Main Board, Motherboard)와 패키지 기판(Package Substrate)으로 구분되며, 각각의 기판은 주요 응용처에 따라 다른 특징을 가지고 있다.

실제로 반도체 칩이나 전자 부품은 단독으로 작동할 수 없으며 각각 부품별 기능을 수행하기 위해서는 메인보드(e.g. HDI, MLB 등)에 탑재되어 전기적 신호로 연결되어야 할 필요가 있다. 반도체 칩을 메인보드에 탑재하기 위해서는 징점다리 역할을 수행하는 패키지 기판(e.g. FC-CSP, FC-BGA 등)도 필수적이다. 전체 PCB 시장을 제품 구성별로 구분하면 MLB가 약 38.4%를 차지하고 있으며 패키지 기판은 17.8%를 차지하고 있다 [그림 47].

AI 서버는 범용 서버 대비 패키지 기판 수요량이 3~4배 이상 많으며, 기술 난이도 또한 훨씬 높은 특징을 가진다. 대용량 워크로드를 수반하는 만큼 고성능의 GPU를 필요로 하며 이는 미세 배선과 다층 구조의 기판 탑재를 요구한다. 이에 따라 현재 AI 서버 확산과 함께 MLB(메인보드)와 FC-BGA(패키지 기판)의 성장이 본격화되고 있다 [표 8].

MLB(Multi-Layer Board)의 경우 다층 PCB, 즉 4층 이상의 PCB를 지칭하는데 서버 내부의 물리적 구성을 지지하는 메인보드라고 할 수 있다. 통상 적층 수가 올라갈수록 제작 비용과 제조 기간이 커지며 회로 설계 이후 변경이 어려운 특징을 가지고 있어 진입장벽이 높다. 대표적인 국내 기업은 대덕전자와 이수페타시스가 있다.

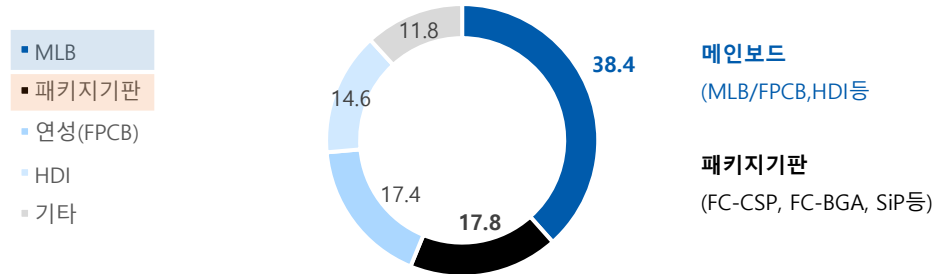
FC-BGA(Flip Chip-Ball Grid Array)의 경우 AI GPU와 HBM 등 고성능 칩을 고밀도 인터포징 방식으로 연결하는 반도체 패키지 기판이다. 특히 내부 연결을 기존 와이어 본딩 방식이 아닌 플립 칩 본딩을 활용하며 외부연결은 리드프레임이 아닌 볼(BGA) 방식을 쓴다. BGA 방식은 고밀도 I/O, 열 관리에 우수해 고집적, 고전류, 고속데이터 처리가 가능한 고사양 칩에 특화되어 있다.

또한 ABF(Anisotropic Bonding Film) 소재 기반의 고다층 구조를 가지고 있어 생산 난이도가 매우 높아 신규 업체들의 진입이 어려운 특징을 가지고 있다. 현재 국내의 경우 삼성전기와 대덕전자, LG이노텍 등이 FC-BGA 시장에 진입한 상황이다.

일본과 대만 기업들이 독주 체제를 구축한 가운데, 한국 업체들은 기술 추격과 고객 다변화를 본격화하고 있다. 특히 AI 인프라 확대 국면에서 기판은 단기 실적 개선을 넘어 중장기 성장 사이클로의 진입을 가능케 하는 핵심 연결고리로 작용하고 있다.

[그림 47] 글로벌 PCB 시장 - 제품구조별 비중

(%)



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

[표 8] 기판 종류 구분 Table

메모리/비메모리	실장용도 구분	기판 종류	애플리케이션 구분	국내업체
비메모리	메인보드	HDI	(모바일) 스마트폰, 태블릿, 웨어러블	코리아씨키트, 디에이피
		FPCB/RFPCB	(모바일) 스마트폰, 웨어러블	비에이치, 뉴프렉스, 인터플러스
		MLB	(PC, 서버, 전장) 통신장비	대덕전자, 이수페타시스
	패키지 기판	FC-BGA	(PC, 서버, 전장) CPU/GPU 등 AI 가속기	삼성전기, 대덕전자, LG 이노텍
		FC-CSP	(모바일) 스마트폰용 AP	삼성전기, LG 이노텍, 심텍
		SiP	(모바일) SoC 모듈, RF 모듈, IoT 센서	삼성전기, LG 이노텍, 심텍
메모리	패키지 기판	CSP	(모바일) DRAM, NAND	티엘비, 심텍
		MCP	(모바일) DRAM+NAND	심텍

자료: 유안타증권 리서치센터

기판: 범용/ASIC Roadmap과 AI 클러스터 투자

NVIDIA는 AI 서버에 탑재되는 고성능 AI 가속기, 즉 GPU를 기반으로 AI 시장을 선도하고 있으며, 신제품 출시 주기를 단축하면서 시장 내 지위를 공고히 유지하고 있다. '20년 Ampere 이후 '22년 Hopper, '24년 Blackwell가 발표되었으며 현재 H 시리즈에서 B 시리즈로의 전환점을 맞이한 상황이다. 특히 B 시리즈는 H 대비 패키지 기판 소비 면적이 크게 확대되었다.

올해 하반기에는 GB300, Grace CPU와 Blackwell GPU가 탑재된 신규 슈퍼칩이 본격 양산될 예정이다. '26년은 NVIDIA가 심혈을 기울이고 있는 HBM4 기반의 Rubin 아키텍처의 시대가 열린다 [표 9]. 빅테크들에게도 '25년 말~'26년은 자체 ASIC 개발을 위한 연속적인 움직임이 전개되는 해이다. 결국 이러한 AI 가속기 진화와 ASIC 확산은 모두 고사양 패키지 기판 수요 확대를 불가피하게 만드는 요인이다. 고성능 연산 칩의 전력, 신호, 열 관리 복잡성이 심화됨에 따라, 패키지 기판의 기술적 중요성은 AI 인프라 전환 과정에서 더욱 강화될 것으로 판단된다.

[표 9] NVIDIA 반도체 개발 로드맵(22~27년) - 칩 및 패키지 레벨

	2022	2023	2024	2025		2026	2027
아키텍처	Hopper		Blackwell			Rubin	
가속기	H100	H200	B200/GB200	GB300 (Ultra)	B300 (싱글다이, B300A)	VR200	VR300 (Ultra)
GPU TDP(W)	700	700	700/1200	1400	600	1800	3600
파운드리 노드	4N		4NP			3N(3NP)	
FP4 연산성능 (패키지 당)	4		10	15	4.6	50	100
HBM 용량/종류	80GB/ HBM3	141GB/ HBM3E	192GB/ HBM3E	288GB/ HBM3E	144GB/ HBM3E	288GB/ HBM4	1024GB/ HBM4E
HBM 스택 수	5	6	8		4	8	16
HBM 대역폭	3.35TB/s	4.8TB/s	8TB/s		4TB/s	13TB/s	32TB/s
패키징	CoWoS-S		CoWoS-L			CoWoS-L	
CPU	Grace GPU					Vera GPU	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 10] 주요 범용 칩셋 업체 반도체/슈퍼칩 개발 로드맵(양산 기준)

구분				2024				2025				2026			
기업	칩	노드	세대	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
NVIDIA	A100	N7	HBM2/2E												
	H100	N4	HBM3												
	GH200	N4	HBM3/3E												
	H20	N4	HBM3												
	H200	N4	HBM3E												
	B100	N4P	HBM3E												
	B200	N4P	HBM3E												
	B200 Ultra	N4P	HBM3E												
	GB200	N4P	HBM3E												
	GB200 Ultra	N4P	HBM3E												
	GB300	N4P	HBM3E												
	Rubin	N3	HBM4												
	Rubin Ultra	N3	HBM4												
AMD	MI250X	N6	HBM2E												
	MI300X	N5/6	HBM3												
	MI325X	N5/6	HBM3E												
	MI350X	N3	HBM3E												
	MI355X	N3	HBM3E												
	MI400X		HBM4												
Intel	Gaudi2	N7	HBM2E												
	Gaudi3	N5	HBM2E												

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 11] 북미 CSP 업체들 ASIC 개발 로드맵('25~'26년 상반기)

항목	Amazon(AWS)	Meta	Microsoft
자체 칩 이름	Trainium 3	MTIA T1	Maia 200
예정 출시시기	'25년 말	'26년 초	'26년
제조 공정(노드)	3nm	3nm	3nm
HBM 세대	HBM3e	HBM3e	HBM3e

자료: 유안타증권 리서치센터

남은 하반기 예정되어 있는 NVIDIA 의 GB300, AMD MI350/MI355, Microsoft 의 Trainium 3 등 주요 AI GPU, 반도체 칩 출하는 단순한 신제품 출시를 넘어 이를 중심으로 구성되는 대규모 AI 서버 클러스터 투자 계획과도 밀접하게 연동되어 있다 [표 10~11].

일례로 Meta 의 경우 최근 2분기 실적발표에서 ‘25년 연간 Capex 가이드스 범위를 상향했는데(기존 1,130억~1,180억달러 → 1,140~1,180억달러) 이는 동사가 추진하고 있는 초대형 AI 학습 클러스터 '프로메테우스(Prometheus)'에 집중될 것으로 보인다. 해당 클러스터 내에는 GB200, GB300을 비롯한 최첨단 GPU 가 약 50만개 부착될 것으로 보이며 이는 ‘26년 말까지 구축될 예정이다 [표 12].

이는 OpenAI 의 Stargate(GB200/300 기반 40만 개), Anthropic 의 Project Rainier(Trainium 2 기반 80만 개)와 비교했을 때 성능 및 규모 면에서 모두 상회하는 수준이다. 이와 같은 계획은 연초 제기되었던 AI 투자 열기 둔화 우려와 달리, AI 서버 투자가 단기간에 식지 않을 것임을 드러낸다. AI 서버의 구조적 특성상 고성능 GPU 를 중심으로 사용되는 부품들의 기술 사양과 복잡도가 높아질 수밖에 없으며, 이에 따라 MLB, FC-BGA 등 특정 부품군의 전략적 가치가 한층 부각되는 환경이 전개되고 있다.

[표 12] 대형 AI 학습 클러스터 구축 스케줄 (‘26년 말까지)

AI 클러스터	Anthropic – Project Rainier	OpenAI - Stargate	Meta – Prometheus
IT 전력	780 MW	880 MW	1,020 MW
칩 종류	Trainium 2(Microsoft)	GB200/300(NVIDIA)	GB200/300(NVIDIA)
칩 수량	800,000	400,000	500,000
총 성능(TFLOPS)	1,040,000,000	2,469,594,595	3,171,044,226
GPU/XPU 제공	AWS	Oracle	Meta

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: TFLOPS - Tera Floating Point Operations Per Second, 1 초당 부동소수점 연산 횟수, 1 조 단위

Meta 의 AI 클러스터만 봐도 NVIDIA 의 최신 슈퍼칩인 GB200와 GB300이 약 50만개가 필요하다. NVIDIA 의 AI 서버에는 GPU 와 CPU, HBM 사이의 통신을 담당하는 다층 MLB 가 탑재되며 서버 1대당 기판 면적이 기존 범용 서버 대비 2~3배 수준으로 확대된다. 또한 AI GPU 는 HBM 과 결합 시 다이 수가 증가하고 전력 소모가 크게 늘어나 고발열을 수반한다. 이에 따라 고전력과 고발열을 견딜 수 있는 고사양 기판이 필수적이며, 그 역할을 담당하는 것이 ABF 소재 기반 FC-BGA 다. FC-BGA 는 공정 난이도가 높을 뿐만 아니라, 수율 확보, 층간 접합력, 열 확산 설계 등 다양한 기술 역량이 필요하며 공급 가능한 업체도 일본, 대만, 일부 국내 기업들로 제한되어 있다.

따라서 MLB 의 안정적 수요 증가와 더불어 FC-BGA 중심의 산업 구조 변화가 더욱 뚜렷해질 것으로 전망된다. 이에 따라 관련 기업들의 기술 로드맵, 고객사 수주 현황, 증설 타이밍이 핵심 변수로 부각되고 있으며, 향후 업종 내 차별화를 결정짓는 주요 요인이 될 것으로 판단된다.

기판: 공급망 재편, G2 기판 수입처 다변화

AI 서버 수요의 급증과 G2의 AI 주도권 경쟁이 본격화되면서, 기판을 둘러싼 글로벌 공급망 재편이 가시화되고 있다.

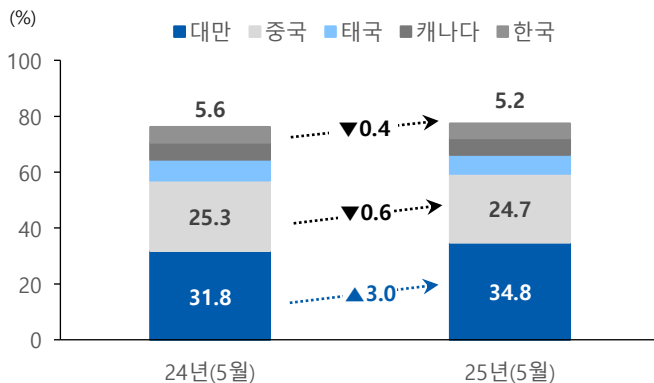
우선 미국의 기판 수입 구조(HS Code 8534, Printed Circuits)를 보면, 최근 1년간 중국 의존도를 낮추려는 흐름이 확인된다. '24년 기준 미국은 전체 기판 수입의 32%를 대만에서, 25%를 중국에서 조달했다 [그림 48].

그러나 '25년 현재 중국 비중은 24%로 축소되었으며, 그 공백은 대만이 흡수하고 있다. 이는 미국과 중국 간 반도체 공급망 디커플링이 심화되는 가운데, 미국 빅테크들이 기판 조달처를 전략적으로 재편하고 있음을 보여준다.

중국 역시 유사한 변화를 보인다. '24년까지 중국은 전체 기판 수입의 약 23%를 일본에서, 약 18%를 대만과 한국에서 각각 조달했다. 그러나 '25년 현재 일본 의존도는 22%로, 한국은 15%로 축소되었다. 반면 대만, 베트남, 태국의 비중은 확대되었다 [그림 49].

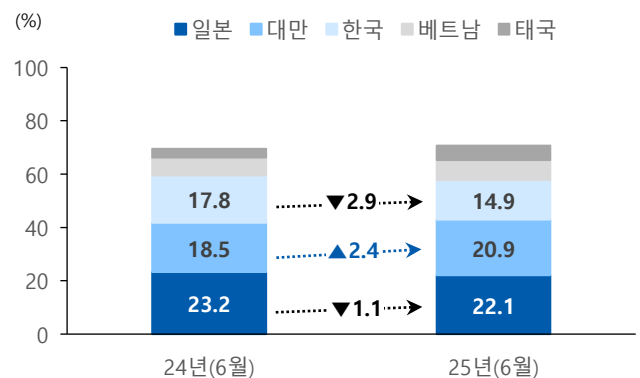
국가 주도의 AI 생태계 확장 전략에 따라 중국 내 AI 서버 수요가 급증하고 있음에도 불구하고 고성능 GPU 및 고사양 기판의 중국 내 국산화율은 여전히 낮은 수준이다. 여전히 NVIDIA GPU 의존도가 높은 점에서 이를 확인할 수 있다. 이러한 상황에서 미국이 중국 반도체 성장을 견제하기 위한 제재를 지속하자, 중국은 미국 동맹국인 일본과 한국의 의존도를 축소하고, 중화권에 속하는 대만을 비롯한 제3국에서의 조달 비중을 확대하는 전략적 움직임을 보이고 있다.

[그림 48] 미국 PCB 국가별 수입 비중 (대만 ▲3%, 중국 ▼0.6%, 한국 ▼0.4%)



자료: KITA, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8534 기준

[그림 49] 중국 PCB 국가별 수입 비중 (일본 ▼1.1%, 대만 ▲0.6%, 한국 ▼2.9%)



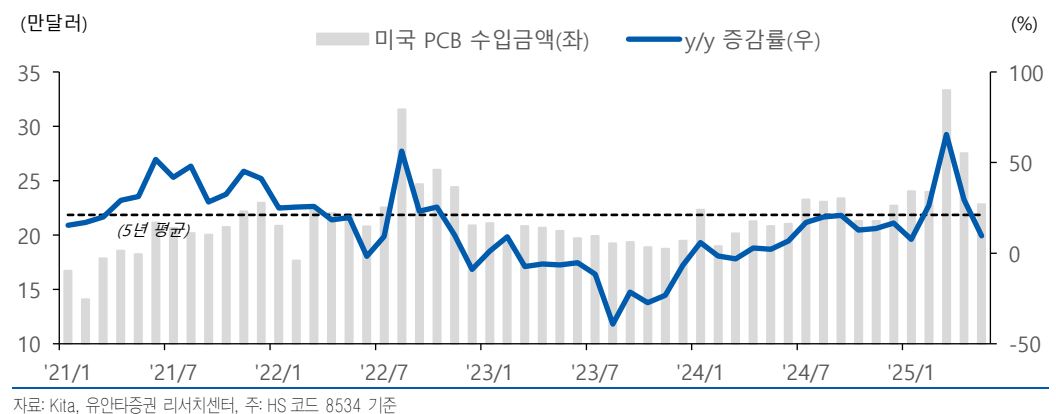
자료: KITA, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8534 기준

미국은 지난해 말부터 관세 부과 이전 기판 재고를 선제적으로 축적하려는 기업들의 움직임이 이어지면서, 수입 금액 측면에서 평균을 상회하는 흐름을 보였다 [그림 60]. 반면 중국은 미국의 수출 제재로 인해 자체 조달 외에 외부에서 고성능 기판을 확보하기가 점차 어려워졌고, 이로 인해 기판 수입 금액도 점진적으로 부진한 양상을 나타내고 있다 [그림 61].

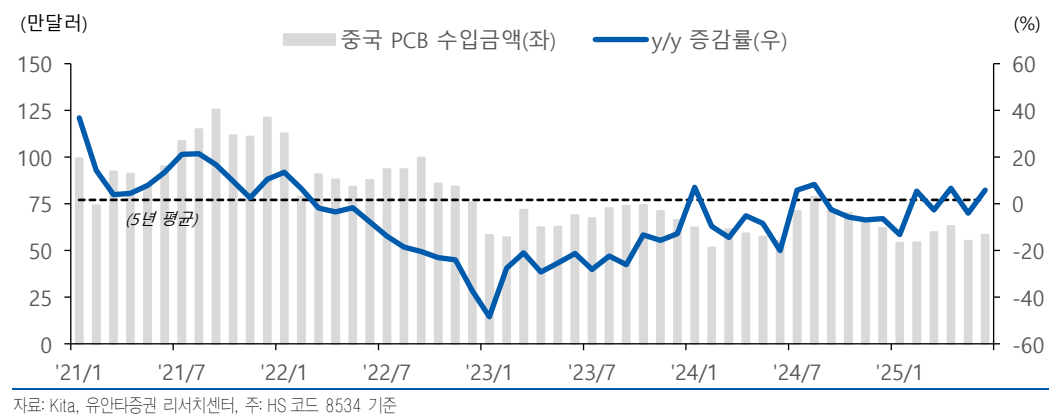
‘21~22년 PC 호황기에 기판 업체들이 공격적으로 Capex 를 확대했던 전례가 있으나, 당시와 달리 현재 글로벌 기판 시장은 단순히 가격이나 기술력만으로 공급처가 결정되는 구조가 아니다. 지정학적 리스크를 회피하면서 동시에 기술력과 생산능력을 충족할 수 있는 공급망 다변화가 핵심 과제로 부상하고 있다.

이 과정에서 대만은 물론 일본과 한국 모두 미국과 중국 양국 사이에서 전략적 기판 공급국으로 재평가되고 있다. 특히 한국 업체들은 기존 대비 높은 주목을 받으며 경쟁 구도 내 가시권에 진입했다. 일본과 대만 중심으로 형성돼 있던 고사양 기판 공급망에 한국 기업들이 본격적으로 참여할 수 있는 구조적 기회의 창이 열리고 있는 것이다.

[그림 50] 미국 PCB 수입 추이



[그림 51] 중국 PCB 수입 추이



기판: 대만, 일본 업체의 고객 대응 전략

전반적인 글로벌 기판 공급망을 살펴보면 대만과 일본 기업들이 전통적으로 강세를 보인 가운데 최근 한국 기업들의 대규모 진출이 이루어지고 있다. 특히 FC-BGA와 같은 특수 기판 시장에서는 여전히 일본과 대만 업체들의 영향력이 절대적이다 [표 13].

글로벌 주요 기판 업체들 중에서도 Ibiden(일본), Unimicron(대만), Shinko Electric(일본), Nanya PCB(대만), Kinsus(대만) 등은 단순한 물량 공급자가 아니라 고객 맞춤형 기술력, 공급 안정성, 양산 신뢰도를 모두 확보한 상태다. 이들은 AI 서버 확산 과정에서 핵심적 역할을 수행하고 있으며, 단순한 제품 경쟁이 아닌 고객사와의 긴밀한 협업 관계를 기반으로 시장 지위를 공고히 해오고 있다.

고사양 기판 시장에서 해당 업체들이 중심에 있는 이유는 단순한 기술력이 아니다. 이들이 가지고 있는 진짜 무기는 고객사와의 관계성이다. 그동안 해당 기업들은 기술의 발전에 발맞추어 최전선에서 고객사와 함께 제품을 개발해왔다.

단순히 제품을 의뢰받고 의뢰받은 제품을 만들어 공급한다라는 수준을 넘어 고객별로 가지고 있는 미래 청사진을 이해하고 그에 맞춰 제품을 설계하고 생산해내고 있다.

해당 구조에서는 후발주자의 진입이 매우 어렵다. 이미 절대적인 레퍼런스부터 상위 업체에 집중이 되어있다. 후발 업체가 동일한 사양의 제품을 만든다 해도, 고객 입장에서는 리스크와 시간 비용을 감수하고 지금까지 동행해왔던 파트너를 교체할 이유가 없다.

그럼에도 불구하고 삼성전기, 대덕전자, 이수페타시스 등 국내 기업들은 축적된 기술력과 장기간 구축된 고객 신뢰를 기반으로 점진적으로 시장 진입에 성공하고 있다. 일부 업체들을 중심으로 이미 수혜가 확인되기 시작했으며, 향후 경쟁 구도에서 한국 기업들의 존재감은 점차 확대될 것으로 전망된다.

[표 13] 글로벌 Top 5 기판 기업들. 대부분 일본과 대만

국가	기업	주요 제품 및 고객사
일본	Ibiden(4062.JP)	FC-CSP, FC-BGA(NVIDIA, Broadcom, Marvell, Intel)
대만	Unimicron(3037.TT)	FC-CSP(Apple), SiP(Apple), FC-BGA(NVIDIA, Broadcom, Marvell, Intel)
일본	Shinko(6967.JP)	FC-CSP(Apple), SiP(Apple), FC-BGA
대만	Nanya PCB(8046.TT)	FC-CSP, CSP, SiP(Qualcomm, MediaTek, Broadcom)
대만	Kinsus(3189.TT)	FC-CSP, FC-BGA(NVIDIA, Broadcom, Marvell, Intel)

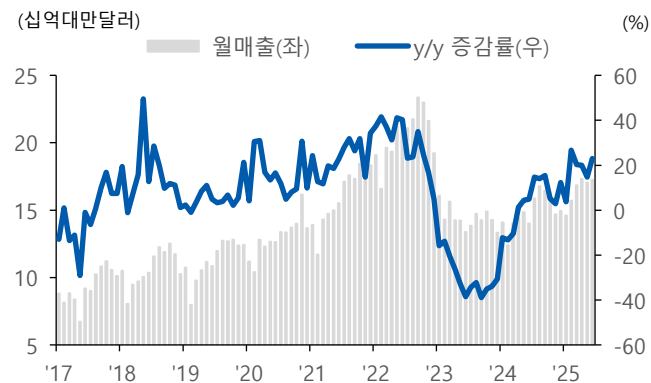
자료: 유안타증권 리서치센터

기판: 대만으로 쏠리는 G2의 시선. 감당하기엔 캐파 확대 가능성 희박

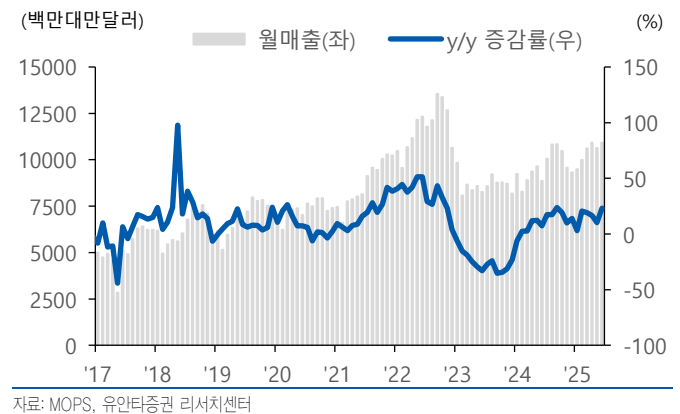
대만의 경우 실제 최근 G2의 관심을 모두 받고 있다. Unimicron(3037.TT), Nanya PCB(8046.TT), Kinsus(3189.TT)을 비롯한 3개의 기업들이 고사양 기판 시장 중심에 있다. 특히 Unimicron은 높은 ABF 패키지 기판 시장 점유율을 바탕으로 NVIDIA, Marvell, Intel 등 글로벌 빅테크를 고객사로 확보하고 있으며, 축적된 기술력을 통해 높은 고객 충성도를 유지하고 있다.

금년 들어 대만 주요 PCB 3사의 월별 합산 매출은 전년 대비 20%를 상회하는 증가세를 기록하고 있다 [그림 52~55]. 특히 시장 내 점유율과 매출 기여도가 가장 큰 Unimicron은 '25년 연간 매출의 약 30%가 AI 관련 제품에서 발생할 것으로 예상했으며, AI 기반의 높은 주문 가시성을 근거로 '26년에는 해당 비중이 40%를 상회할 것이라고 밝혔다. 이는 AI 서버 확산이 패키지 기판 수요의 전조한 성장세를 지속적으로 뒷받침할 것임을 시사한다.

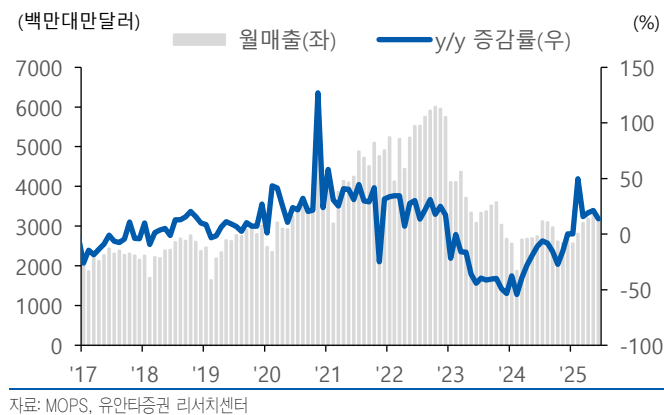
[그림 52] 대만 주요 PCB 업체 3사 월합산 매출



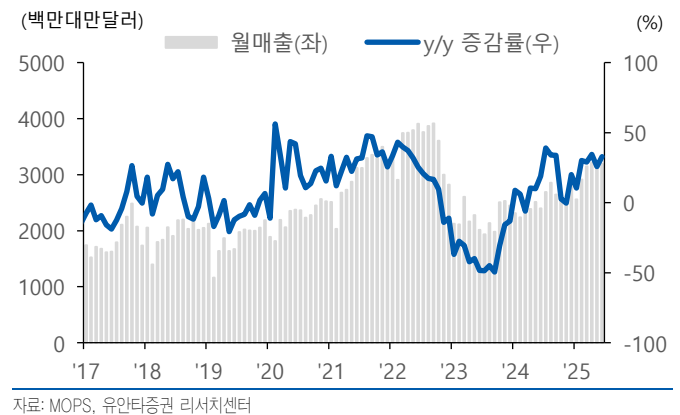
[그림 53] Unimicron(3037.TT) 월합산 매출



[그림 54] Nanya PCB(8046.TT) 월합산 매출



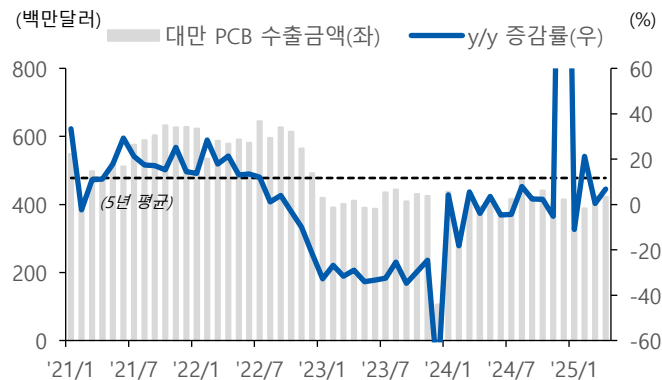
[그림 55] Kinsus(3189.TT) 월합산 매출



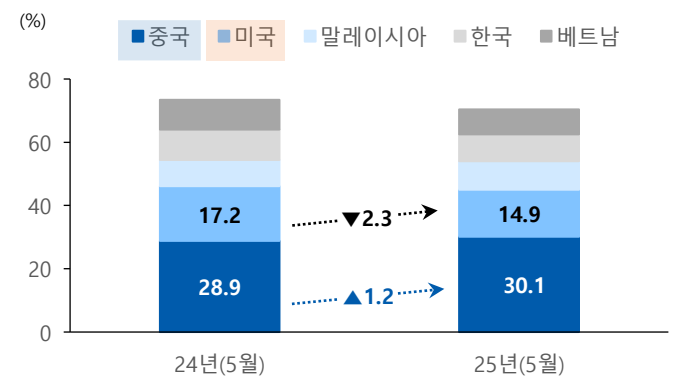
대만의 PCB 수출금액 추이를 보면 팬데믹 시기에는 미치지 못하나, 여전히 견조한 흐름을 유지하고 있다 [그림 56]. 국가별 수출 비중을 보면 중국과 미국이 각각 30.1%, 28.9%를 차지하며, 양국 합산으로 전체 수출액의 절반 이상을 구성하고 있다. 그러나 최근 1년간의 추이를 살펴보면 중국 비중의 상승(28.9% → 30.1%, ▲1.2%p)과 미국 비중의 하락(17.2% → 14.9%, ▼2.3%p)이 두드러지게 나타난다 [그림 57].

시계열을 길게 보면 보다 뚜렷한 추세가 드러난다. 절대적으로는 중국 비중이 높지만, 미국의 점유율은 '21년 이후 꾸준히 상승세를 보여왔다. 변곡점은 '25년 트럼프 2기 출범 이후였다. 올해 들어 중국향 수출 비중은 1월 25%에서 4월 30.1%로 약 +5%p 확대된 반면, 미국향 수출 비중은 같은 기간 20.6%에서 14.9%로 -5.5%p 축소되었다 [그림 58]. 이는 단기간에 중국의 대만 의존도가 빠르게 심화되고 있음을 보여준다.

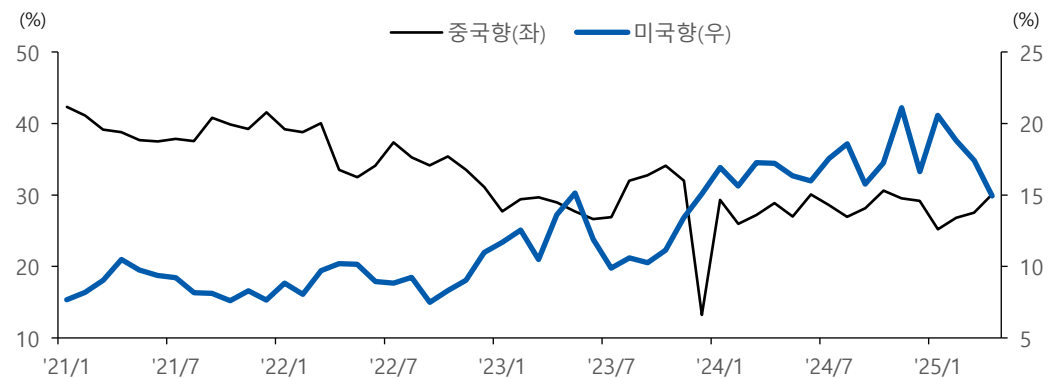
[그림 56] 대만 PCB 수출금액 및 전년비 증감률 추이



[그림 57] 대만 PCB 국가별 수출비중 (중국 ▲1.2%, 미국 ▼2.3%)



[그림 58] 대만 PCB 기판 수출금액 내 G2 비중

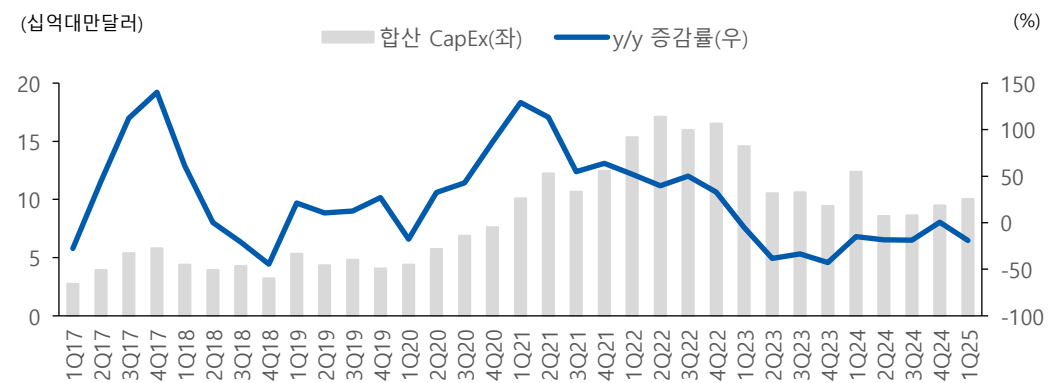


AI 서버용 기판 수요가 확대되는 가운데, 대만은 일본에 이어 두 번째로 관련 기판을 대규모로 생산할 수 있는 기술력을 갖춘 국가다. 그러나 절대적인 수출 금액에는 큰 변화가 없는 상황에서, 중국 비중 확대와 미국 비중 축소가 동시에 나타나고 있다.

Capex 추이를 통해 미래 생산 물량 확대 가능성을 점검해보면, 현 시점에서 대만의 수출이 추가적으로 확대되기는 어려울 것으로 판단된다. 대만 Top 3 기판 업체들의 Capex 추이를 보면, 현 가동능력 이상의 증설까지는 추가 시간이 소요될 것이기 때문이다 [그림 59].

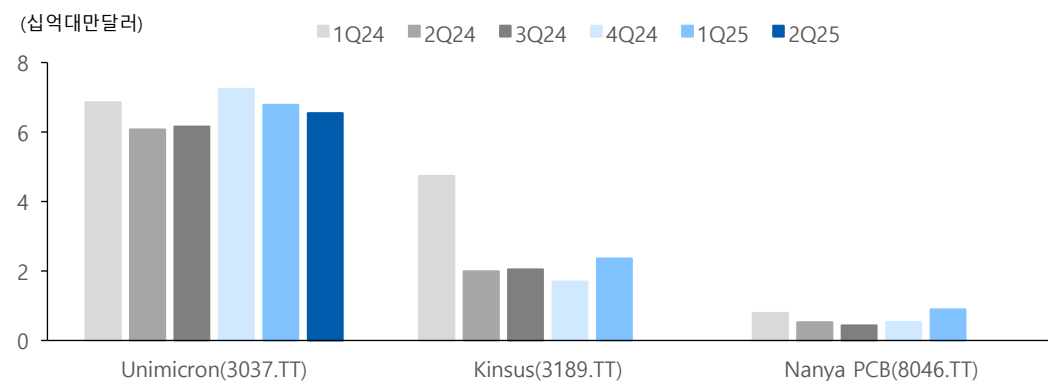
팬데믹 시기 PC 수요 급증에 대응하기 위해 대규모 Capex 를 집행했던 경험으로 인해, 현재 대만 업체들은 증설 결정에 신중한 태도를 보이고 있다. Unimicron 을 제외하면 뚜렷한 증설 움직임이 나타나지 않고 있으며, Capa 확장의 효과가 본격적으로 발현되기까지는 최소 1~2년의 시간이 필요하다 [그림 60]. 따라서 아직 Capex 증가조차 확인되지 않는 시점에서, 현재 확대되고 있는 AI 서버용 기판 수요 증가의 수혜를 대만이 전적으로 흡수하기는 어려울 것으로 판단된다.

[그림 59] 대만 주요 PCB 3사 합산 Capex 추이('17~'25 년)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: Unimicron, Kinsus, Nanya PCB 합산 Capex

[그림 60] 대만 주요 PCB 3사 합산 Capex 추이('24~'25 년)



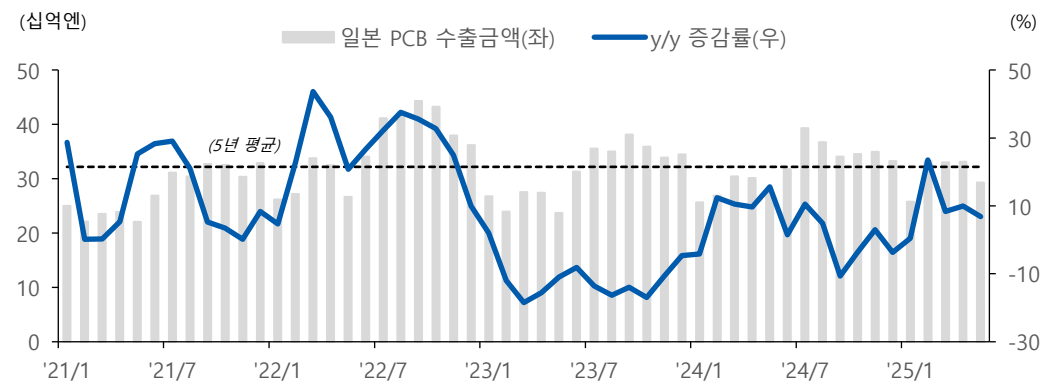
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

기판: 한국의 오늘과 걸어갈 내일 – 일본의 높은 Intel 의존도는 기회 요인

일본의 경우 Ibiden(4062.JP)과 Shinko Electric(6967.JP)이 대표적이다. 특히, Ibiden은 FC-BGA에서 높은 경쟁력을 가지고 있으며 특히 고부가 서버용 기판에 대한 집중도가 높다. 이를 기반으로 대만 Unimicron과 함께 TSMC의 3DFabric Alliance 생태계 내 반도체 패키지 기판 공급사로 참여하고 있으며, NVIDIA 고사양 GPU 대응 FC-BGA의 초기 단독 공급사로도 역할을 수행하고 있다. 전체 매출의 54%가 패키지 기판을 포함하는 Electronics 부문에서 발생하는 만큼, 기판 수요 변화에 따른 영향력이 큰 기업이라 할 수 있다.

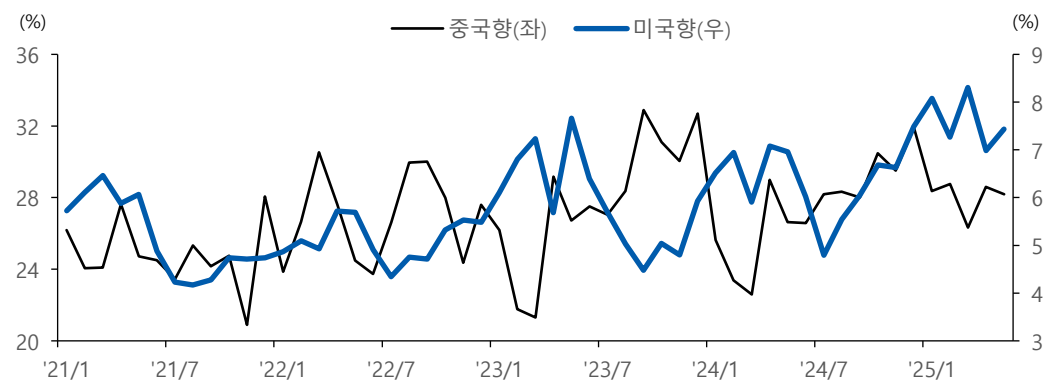
일본의 PCB 수출금액 추이를 보면, 대만과 달리 상대적으로 안정적인 흐름이 관측된다 [그림 61]. 국가별 수출 비중을 살펴보면 중국이 28.2%, 미국이 7.4%를 차지하며, 중국 의존도가 미국 대비 뚜렷하게 높다. 그러나 '25년 들어 중국 비중의 하락이 두드러지는데, '24년 12월 31.9%였던 중국향 수출 비중은 '25년 5월 28.2%로 약 3%p 감소했다. 반면 미국향 수출 비중은 '24년 하반기부터 상승세를 이어가고 있다 [그림 62].

[그림 61] 일본 PCB 수출금액 및 전년비 증감률 추이



자료: KITA, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8534 기준

[그림 62] 일본 PCB 기판 수출금액 내 G2 비중

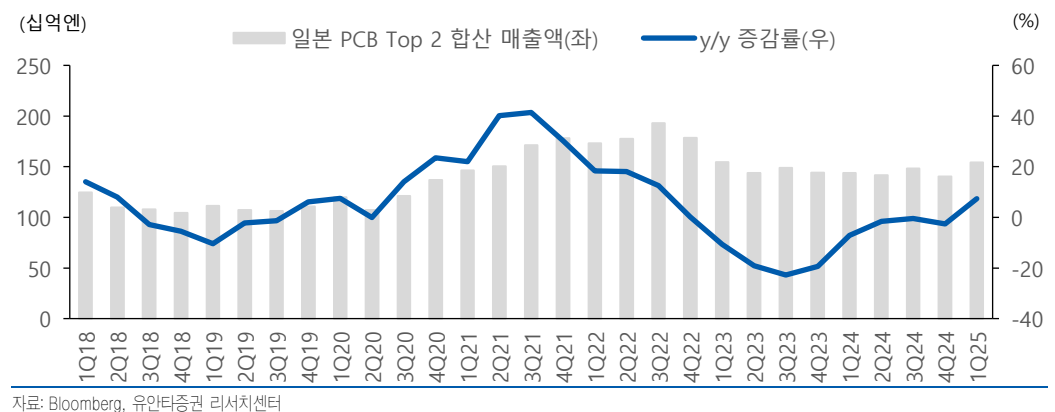


자료: KITA, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8534 기준

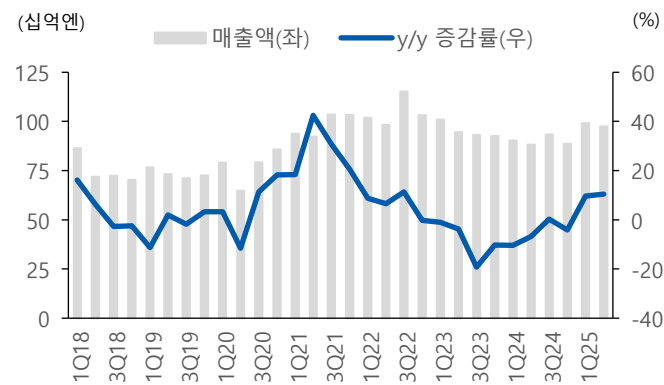
‘25년 들어 일본 주요 PCB 2사의 분기별 합산 매출은 1Q25 기준 전년 대비 +7.3% 증가하며, ‘23년 이후 처음으로 플러스 전환이 확인되었다 [그림 63]. 팬데믹 이후 약 2년간 이어진 부진 국면을 벗어나 본격적으로 수혜가 가시화되고 있는 것이다. 이러한 부진의 중심에는 Intel 이 있었다. 일본 기판 업체들은 글로벌 빅테크 중에서도 Intel 에 대한 의존도가 상대적으로 높은 편이다. Intel 이 장기적 공급망 안정을 위해 일본 업체들과 전략적 협업 관계를 구축했기 때문이다.

그러나 PC와 서버 CPU 시장에서 Intel의 점유율 하락이 지속되면서 일본 기판 업체들 또한 직접적인 영향을 받을 수밖에 없었다 [그림 68]. 업체별로 차이는 뚜렷하다. Ibiden 은 NVIDIA-TSMC 공급망에 편입되며 포트폴리오 고도화를 선제적으로 진행한 덕분에 수익성을 방어할 수 있었다 [그림 64, 67]. 반면 Intel 의존도가 큰 Shinko 는 매출 및 마진 측면에서 직접적인 타격을 받고 있다 [그림 65, 67]. 현재 일본 업체들은 고객 다변화와 고부가 제품군 전환을 적극 추진하고 있다. 특히 AI 서버용 FC-BGA 등 고부가가치 기판으로의 포트폴리오 전환을 가속화하기 위해 Capex 투자를 확대하고 있으며, 지난해 말까지 Ibiden 과 Shinko 중심 대규모 투자가 이미 집행되었다 [그림 69].

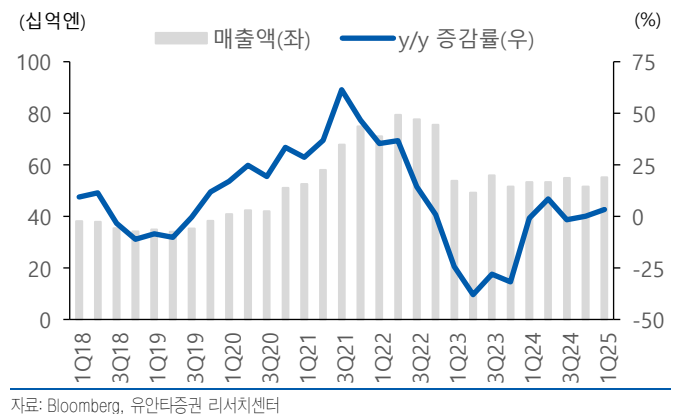
[그림 63] 일본 주요 PCB 2사 합산 매출액 및 yoy 증감률 추이



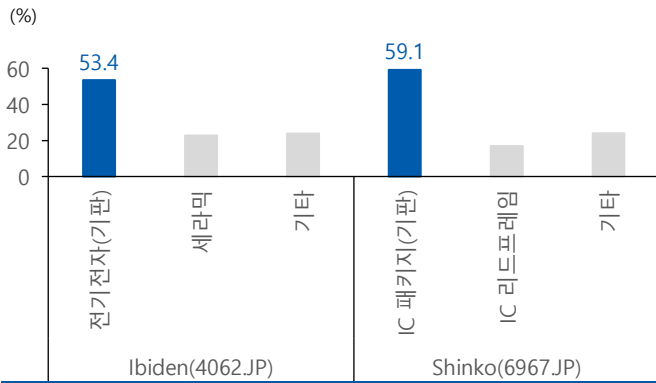
[그림 64] Ibiden(4062.JP) 매출액 및 yoy 증감률 추이



[그림 65] Shinko(6967.JP) 매출액 및 yoy 증감률 추이

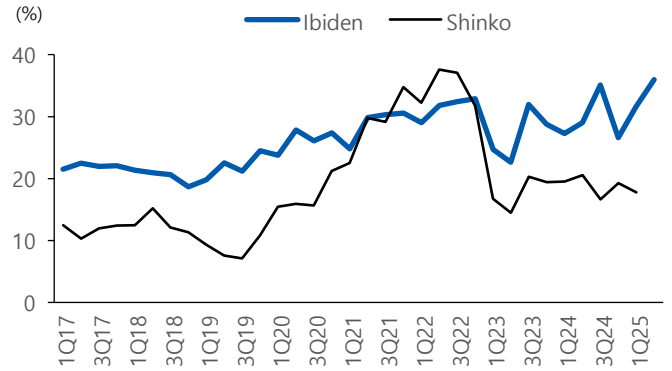


[그림 66] 일본 Top 2 PCB 업체 사업부문별 매출 비중



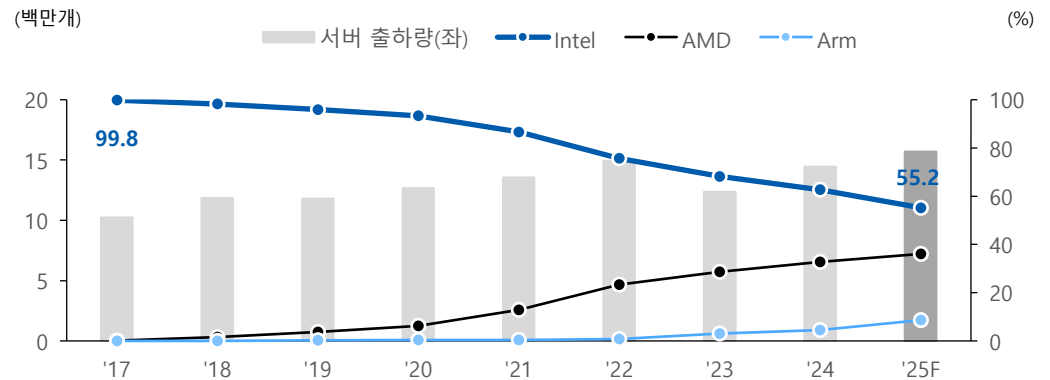
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 67] 일본 Top 2 PCB 업체 GPM 추이



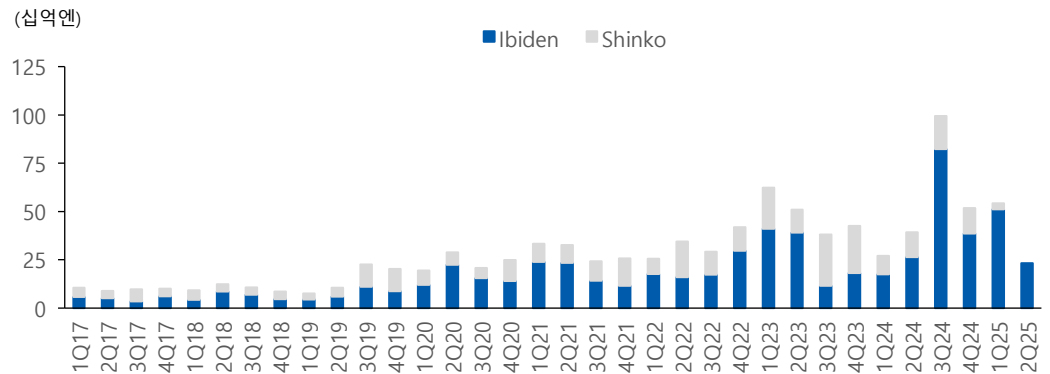
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 68] 글로벌 서버 출하량 및 밴더별 서버 CPU 매출 비중



자료: IDC, Mercury Research, 유안타증권 리서치센터

[그림 69] 일본 Top 2 PCB 업체 Capex 합산



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

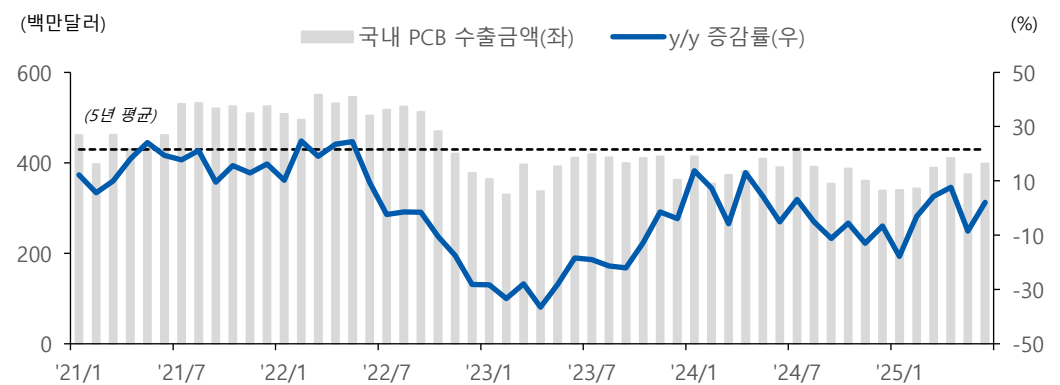
기판: 한국의 오늘과 걸어갈 내일 – 기술, 고객, 투자의 영역

한국 기판 업체들은 그동안 비교적 낮은 기술 난이도의 제품군에 집중해 왔다. 그러나 AI 서버 중심의 고사양 기판 수요가 폭발적으로 증가하면서, 이제 한국 업체들도 고부가 시장 진입이라는 과제에 직면해 있다.

이러한 도전은 단순히 기술 확보나 설비 증설에 국한되지 않는다. 고객 신뢰도 제고, 글로벌 대응 역량 강화, 수익성 구조 전환 등 총체적 변화가 요구되는 전환기적 과제라는 점에서 의미가 크다. 일본과 대만이 주도하는 글로벌 기판 시장에서 한국 업체들은 후발주자라는 한계를 안고 있으나, 주요 고객사 내 전략적 공급망 확대와 특정 공정 대응 파트너로서 점진적으로 입지를 강화해 나가고 있다.

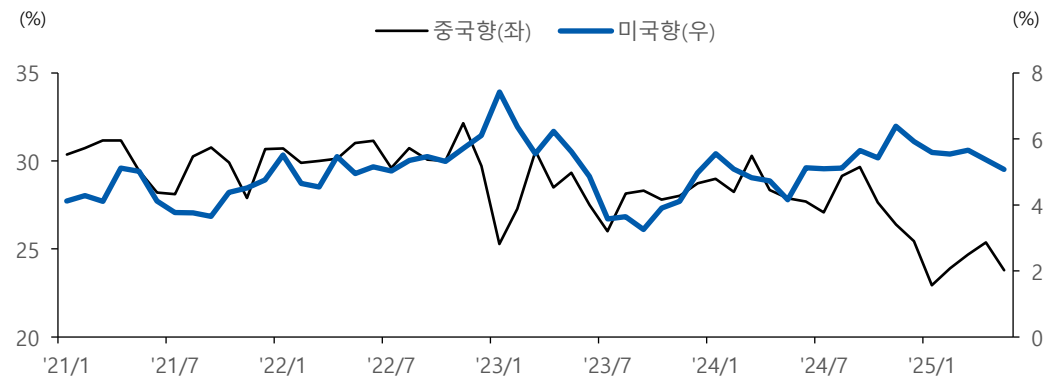
국내 PCB 수출금액 추이를 보면 일본과 유사하게 안정적인 흐름을 보이고 있다 [그림 70]. 국가별 수출 비중을 살펴보면 중국이 23.5%, 미국이 5.6%를 차지해 일본과 마찬가지로 미국 대비 중국 의존도가 높은 구조가 확인된다. 그러나 '25년 들어 중국향 수출 비중이 뚜렷하게 하락하는 흐름이 나타나고 있다 [그림 71].

[그림 70] 한국 PCB 수출금액 및 전년비 증감률 추이



자료: KITA, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8534 기준

[그림 71] 한국 PCB 기판 수출금액 내 G2 비중



자료: KITA, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8534 기준

현재 국내 기업들은 기술, 고객, 투자(Capex)라는 세 가지 축을 기반으로 고부가 시장 진입에 나서고 있다. 신규 고객 확보보다는 기존 고객 내 역할 확대에 주력하고 있으며, 이는 북미 빅테크의 수요 구조와도 맞물린다. 미국과 중국 간 디커플링이 심화되는 가운데, 북미 기업 입장에서 일본 업체에만 의존하기 어려운 상황이다. 이러한 환경에서 한국 업체들은 미국과 중국 사이의 완충 역할을 수행하면서 동시에 기술 대응이 가능한 중간 공급자로서 활용도가 높아지고 있다.

현재는 국내 기판 업체들이 단순한 보조적 공급자로 남을지, 전략적 파트너로 자리매김할지를 결정짓는 분기점에 서 있다. 삼성전기의 경우 AI 서버를 비롯한 신규 사업 비중이 빠르게 확대되며 실적 체질이 개선되고 있다. 대덕전자와 이수페타시스는 기술 장벽이 높은 사업 영역과 특정 고객군에 집중하면서, 안정적인 수익 창출이 가능한 틈새 시장을 공략하고 있다.

결론적으로 AI 서버 투자 확산 → 첨단 부품 채택 증가 → 기판 수요 고도화 → 글로벌 공급망 경쟁 심화 → 한국 업체의 구조적 성장이라는 일련의 산업 재편 속에서 한국 업체들이 전체 생태계에서 차지하는 위상이 한층 강화되고 있다고 판단된다.

MLCC: 팬데믹 이후 사이클은 공급 과잉 국면에

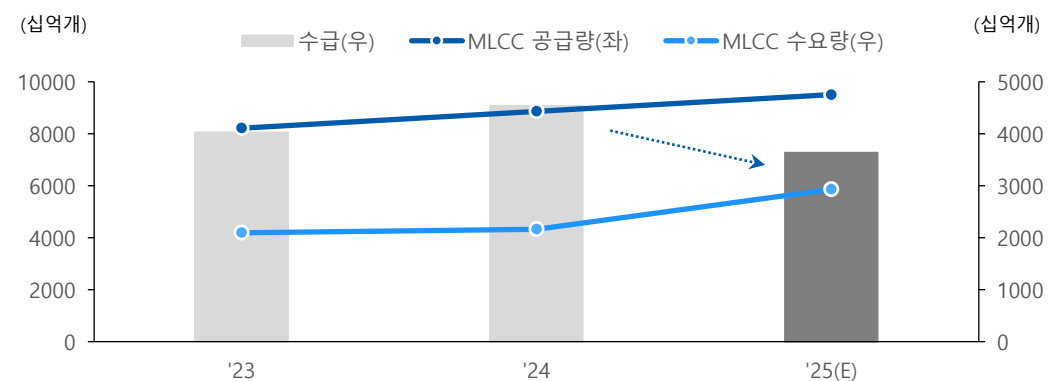
MLCC(Multi-layer Ceramic Capacitor, 다층세라믹커패시터)는 내부에 전기를 저장했다가 반도체 등 부품에 전기를 안정적으로 공급하는 역할을 하는 전자기기 내 핵심 수동소자로, 회로 내 전압 안정화는 물론 노이즈 필터링, 신호 저장 및 전달 기능을 수행한다. 모든 전자기기에는 최소 수백개에서 많게는 수천 개에 이르는 MLCC가 사용되며 그만큼 기술 필요성과 산업 내 중요도가 높다.

팬데믹 이후 촉발된 IT 및 전기차 수요 급증은 MLCC 산업의 단기 공급 능력을 초과했고 향후 수요의 추가적인 증가를 전망한 일본, 한국을 비롯한 주요 MLCC 업체들은 대규모 증설에 나섰다. 실제로 Murata, 삼성전기, Yageo를 비롯한 글로벌 Top MLCC 업체들은 전년비 기준 최대 23%에 달하는 캐파 확장에 나섰다 시장 내 공급 능력을 빠르게 확대했다.

이후 PC, 스마트폰 등 레거시 제품 중심 세트 수요가 조정 국면에 진입했고 공급 과잉이 심화되면서 MLCC 업체들의 가동률 하락은 물론, 판가 인하에 따른 수익성 저하까지 나타나기 시작했다. 현재까지도 글로벌 MLCC 시장은 공급 과잉의 여파에서 완전히 벗어나지 못한 상태다 [그림 72~73].

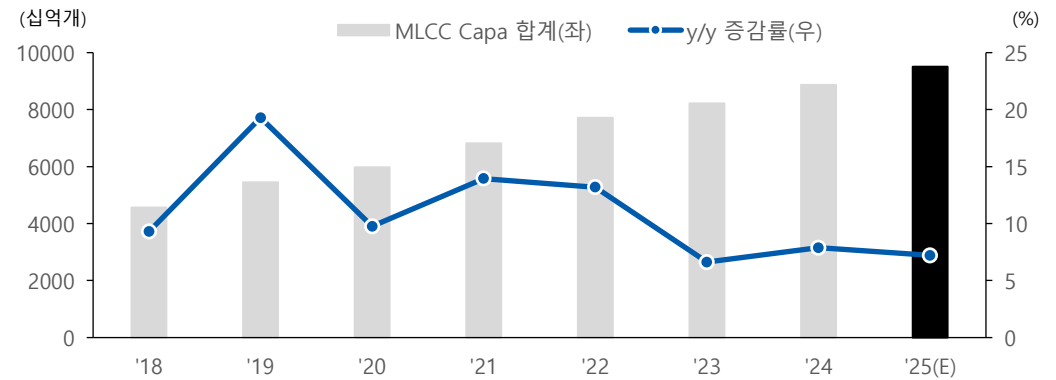
다만 '25년에 들어 전장과 AI 서버를 중심으로 새로운 수요 요인이 본격화되면서 MLCC 수요는 점진적으로 확대되고 있다. 특히 삼성전기를 제외한 일본, 대만 기업들이 공격적인 증설에 나서지 않고 있어, 공급 과잉의 여파는 점차 완화될 것으로 전망된다 [그림 74~78].

[그림 72] 글로벌 MLCC 공급/수요량 및 전체 수급 추이



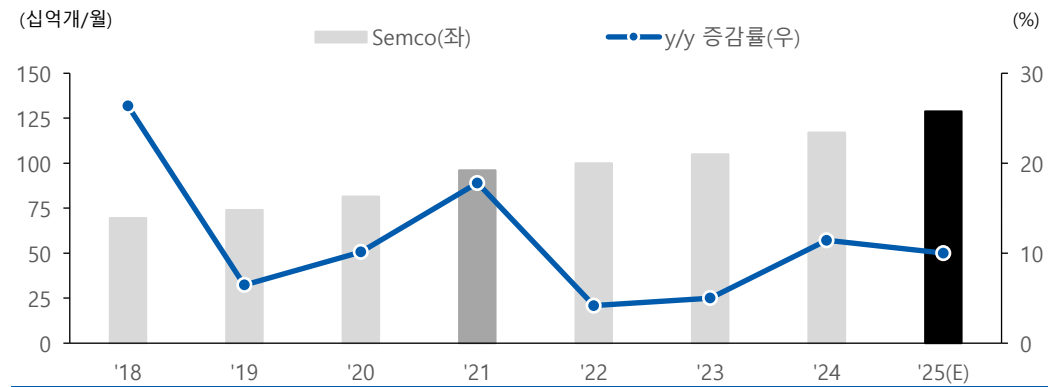
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 73] 글로벌 MLCC Capa 합계 및 전년비 증감률 추이



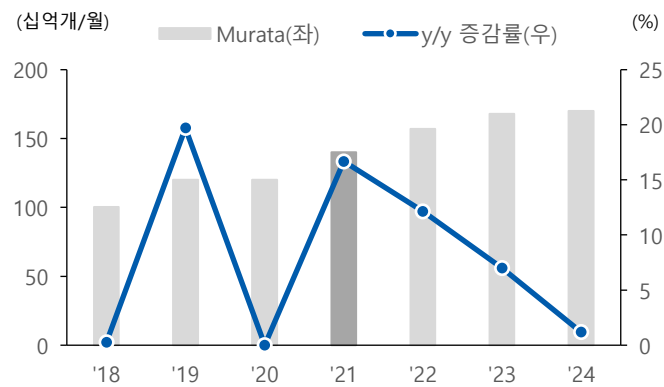
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 74] Semco(삼성전기) MLCC 월평균 Capa 합계 및 전년비 증감률



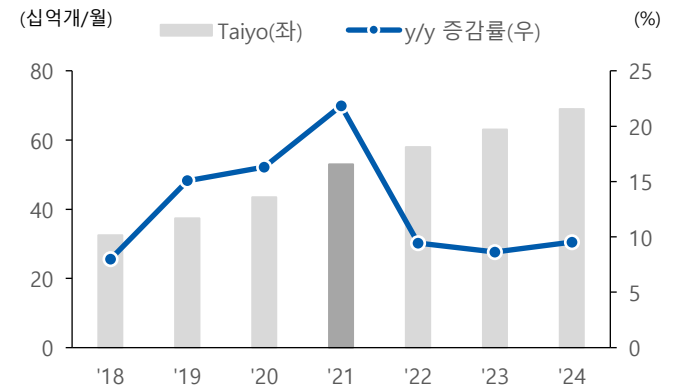
자료: 업계자료, 삼성전기 추정, 유안타증권 리서치센터

[그림 75] Murata MLCC 월평균 Capa 합계 및 전년비 증감률



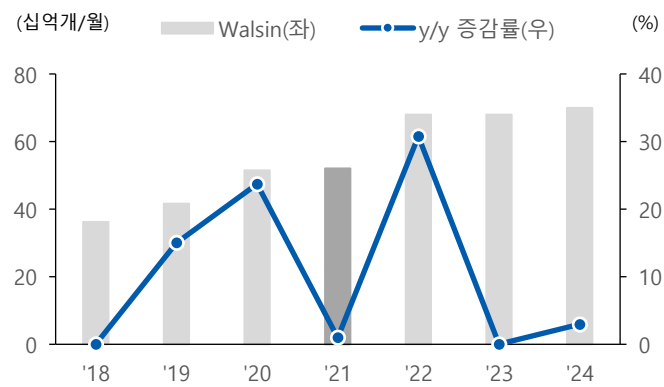
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 76] Taiyo MLCC 월평균 Capa 합계 및 전년비 증감률



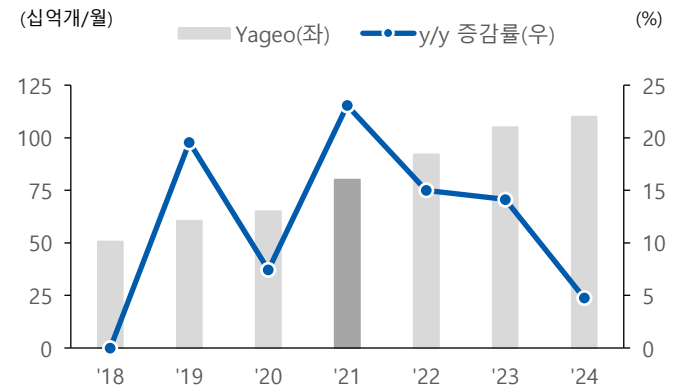
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 77] Walsin MLCC 월평균 Capa 합계 및 전년비 증감률



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 78] Yageo MLCC 월평균 Capa 합계 및 전년비 증감률



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

MLCC: 포트 전환이 Key – 기본은 서버, 활로가 된 전장

MLCC 산업이 장기 공급 과잉 국면에 머무르고 있는 가운데, AI 서버와 자동차 전장 부문이 새로운 활로로서 주목받고 있다. 일반적으로 AI 서버는 여타 응용처 대비 더 많은 MLCC 를 필요로 한다. 스마트폰 한 대에 약 400개~1천개, 전기차에는 1만개, 범용 서버에는 5천개의 MLCC 가 필요하다면 AI 서버에는 한 대당 약 2~3만개의 MLCC 가 필요하다 [그림 79].

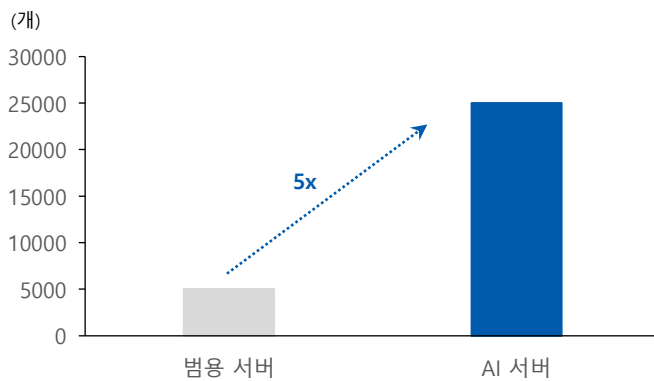
AI 서버의 경우 장착된 CPU, GPU 집적도가 높아지며 막대한 전력을 필요로 한다. 반도체 회로 내부를 구성하는 부품들이 고도화되면서 안정적인 전원 유지가 중요해지고 고주파 노이즈 발생 빈도도 높아지게 되었다. 이에 따라 고용량 MLCC 가 대량으로 필요하게 되었고, 용량이 커질수록 성능 안정성이 강화되는 특성상 고사양 MLCC 수요가 빠르게 확대되고 있다.

전장용 MLCC 의 경우 크게 인포테인먼트, 파워트레인(ICE/BEV/PHEV)과 ADAS(Level 2~3/Level 4~5) 등으로 구분된다 [그림 80~81]. 기존에는 인포테인먼트 비중이 높았으나 현재는 파워트레인과 ADAS 에 집중되고 있는 양상이다. 특히 전장용 MLCC 는 고용량 및 고온 등 악조건 속에서도 안정적인 구동이 요구되며, 높은 기술 수준과 인증 절차가 필요하다. 이로 인해 여타 응용처 대비 ASP 가 높은 특징을 가진다.

현재 MLCC 산업의 공급 과잉은 구조적 변화 과정에서 나타난 일시적 현상으로 해석된다. 기존 레거시 IT 제품 중심의 양적 성장에서, AI 서버 및 전장 등 신규 응용처 중심의 질적 성장으로 전환되는 과정에서 과잉 국면이 발생한 것이다. 스마트폰, PC 를 비롯한 기존 수요처는 이미 성숙기에 진입해 범용 MLCC 의 Q 증가 여력은 제한적이다. 대신 고용량, 고신뢰성 제품으로의 수요 전환이 진행되고 있으며, 이 과정에서는 높은 기술 역량뿐만 아니라 고객사 인증도 요구된다.

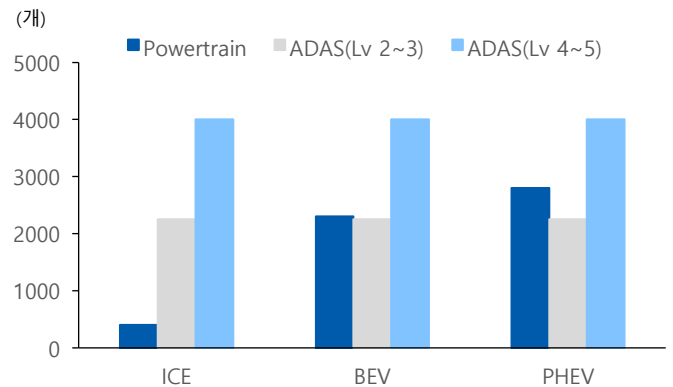
현재 MLCC 산업은 구조적 변곡점에 도달했다. 과거 수요의 중심 축이 범용 중심이었다면, 앞으로는 AI 서버, 전장, 산업용에 활용되는 고용량, 고신뢰성 중심의 고부가가치 제품이 중심이 될 것이다 [그림 82], [표 14]. 즉, 재편의 전조라 보는 것이 타당하다. Murata, 삼성전기 등 주요 MLCC 업체들도 이에 발맞추어 고신뢰성, 고용량 제품 위주로 포트폴리오를 전환하면서 새로운 수요 축으로의 이동을 가속화하고 있다.

[그림 79] 서버 MLCC 탑재량



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터, 주: 범용 대비 통상 5~10 배

[그림 80] 전장용_부품별 MLCC 탑재량



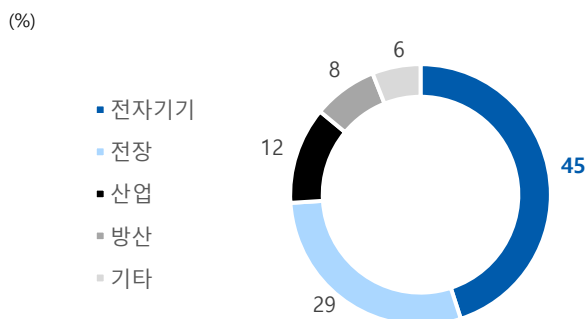
자료: Murata, 유안타증권 리서치센터, 주: ADAS MLCC 탑재량은 Range 중위값

[그림 81] 전기차(전장) 내 MLCC 활용처 - 인포테인먼트, 파워트레인, ADAS 등



자료: 삼성전기, 유안타증권 리서치센터

[그림 82] MLCC 응용처별 수요 비중



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

[표 14] MLCC 시장 수요 비중과 특징 정리

비중	비중(%)	특징
소비자 기기	45	스마트폰, 태블릿, 노트북 중심 전력 및 신호 조절, 필터링
전장	29	전기차 보급 확대에 성장 배터리 관리, 인포테인먼트, ADAS
산업	12	공장 자동화, 로봇틱스, AI IoT 기반 모니터링 및 제어
방산	8	레이더, 통신 모듈, 항공전자
기타	6	통신 인프라, 헬스케어, 재생에너지

자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

MLCC: 점진적인 회복 신호는 수출에서부터

MLCC 산업 회복 시점을 전망하는데 있어 가장 선행적인 지표는 수출이다. 산업 내 공급 과잉이라는 구조적 리스크가 존재하는 가운데 실제 고객사로의 출하가 회복되고 있는지를 판단하는 가장 객관적인 근거이기 때문이다. 특히, 기존 범용에서 고사양 제품으로 수요처가 전환되고 있는 현 국면에서는 수출에서 나타나는 국가별 수요 회복의 양상이 보다 중요하다는 판단이다.

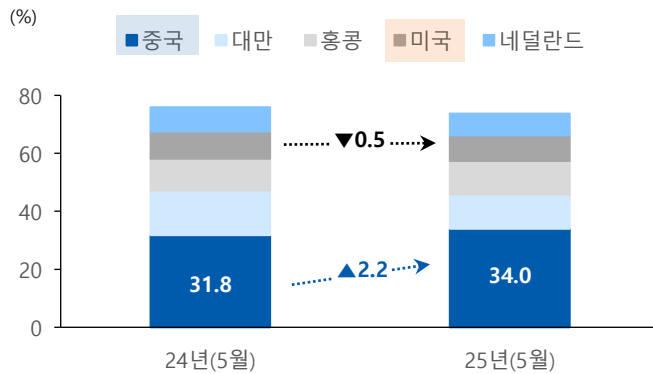
현재 일본, 한국을 비롯한 일부 국가들을 중심으로 MLCC 수출 회복(HS code 8532.24) 조짐이 나타나고 있다. 우선 Murata, TDK, Taiyo yuden 과 같이 대표적인 MLCC 업체들을 보유하고 있는 일본의 경우 독점 구조를 가지고 있는 만큼 수출과 기업 실적 사이의 상관관계가 상당히 뚜렷한 편이다.

최근 일본의 MLCC 수출 금액을 보면 전년비 증감률이 플러스로 전환되었다 [그림 83~84]. 1분기 Pull in 수요가 반영된 이후 본격적인 관세 논의가 시작되며 마이너스를 기록했던 증감률이 최근 한달이지만 재차 플러스로 전환되었다는 측면에서 긍정적이라 판단하고 있다.

한국의 수출 회복세는 일본 대비 더욱 두드러진다. 올해 들어 수출 금액이 5년 평균 수준을 상회했으며, 전년 대비 3개월 연속 플러스 성장률을 기록했다는 점에서 의미가 있다. 특히 한국은 중국, 베트남 뿐 아니라 독일, 미국 등 다양한 지역에서 수출이 증가했는데, 이는 스마트폰 중심의 증저가 MLCC 뿐 아니라 전장, 서버용 고가 MLCC 수요가 동반 확대된 결과라는 점에서 주목할 만하다 [그림 85~86].

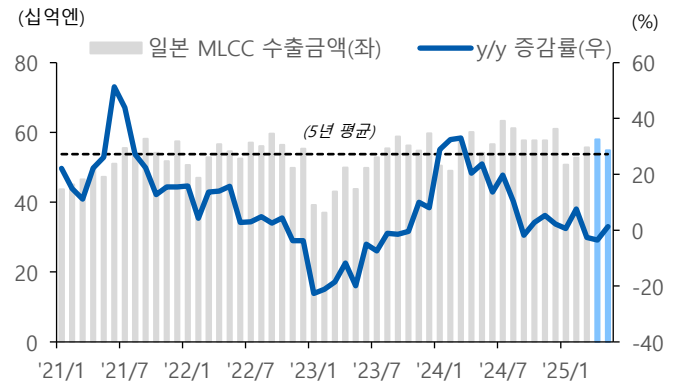
수출의 회복 조짐은 기업단에서의 생산 대비 재고 해소가 선행되고 나서야 가능한 흐름이라는 점에서 현재 주요 MLCC 수출국들의 흐름은 긍정적이다. 아직 중국(25.6월 기준 대만 수출 내 38% 차지), 베트남(13%) 등 중화권 범용 MLCC 수출 영향력이 큰 대만의 회복은 아쉬운 수준이다 [그림 87~88]. 그러나 향후 대만에서도 회복 흐름이 전개가 된다면 북미의 AI 서버, 유럽의 전장, 중화권의 증저가 수요 확대와 맞물려 글로벌 MLCC 시장의 회복세 지속을 뒷받침하는 근거가 될 것이다.

[그림 83] 일본 MLCC 국가별 수출 비중(중국 ▲2.2%, 미국 ▼0.5%)



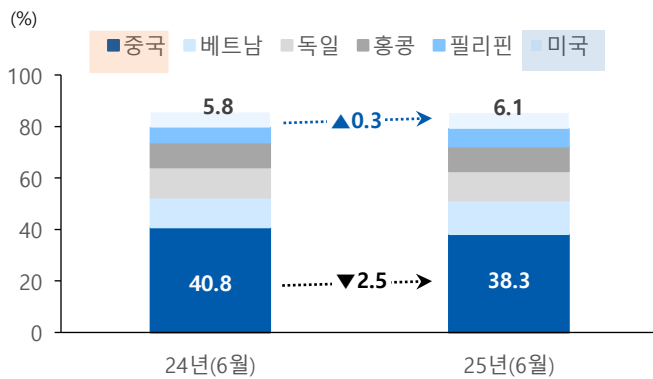
자료: Kita, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8532.24 기준

[그림 84] 일본 MLCC 수출 추이



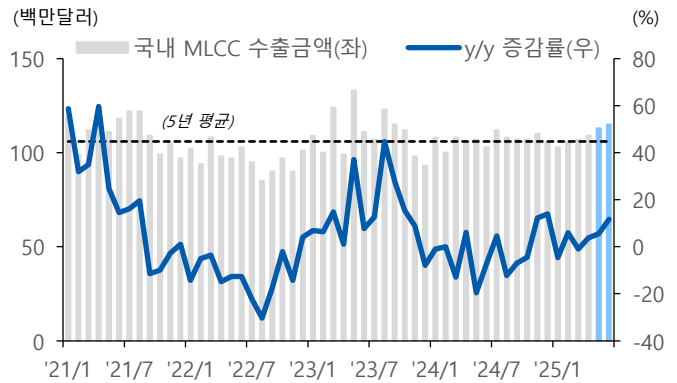
자료: Kita, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8532.24 기준

[그림 85] 한국 MLCC 국가별 수출 비중(중국 ▼2.5%, 미국 ▲0.3%)



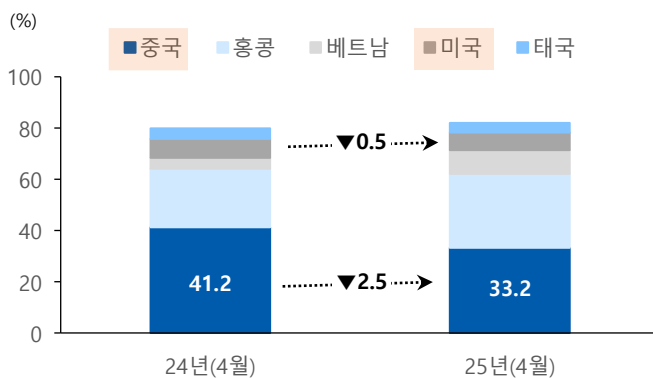
자료: Kita, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8532.24 기준

[그림 86] 국내 MLCC 수출 추이



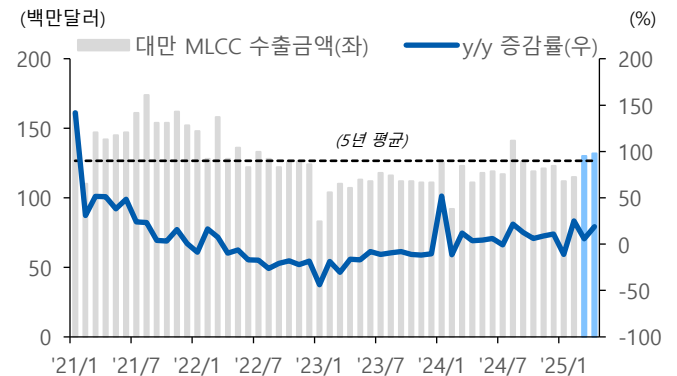
자료: Kita, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8532.24 기준

[그림 87] 대만 MLCC 국가별 수출 비중(중국 ▼2.5%, 미국 ▼0.5%)



자료: Kita, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8532.24 기준

[그림 88] 대만 MLCC 수출 추이



자료: Kita, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8532.24 기준

MLCC: 가동률 정상화와 전장 기반 수주 회복

MLCC 산업의 체감 경기와 방향성을 가장 명확히 보여주는 또 다른 지표는 선도 기업들의 가동률과 수주 추이다. 특히 가동률은 업체들의 실질적 공급 대응 강도를 반영하며, 수주는 향후 1~2개 분기 후 매출을 예고하는 선행 지표로 작용한다. 따라서 두 지표의 변화는 현재 산업이 공급 과잉 국면에서 구조적 회복 국면으로 전환하는 시기를 가늠하는 핵심 지표라 할 수 있다.

현재 '25년 상반기 일본 Murata 는 MLCC 사업부 가동률이 85~90%까지 회복되었다고 언급했으며 삼성전기의 경우 80~90% 수준으로 일본과 한국의 가동률은 현재 정상 궤도까지 올라온 상황이다. 하지만 중국의 경우 70~80%, 대만도 아직 가동률이 70% 수준에 머물러 정상화까지 시간이 더 필요할 것으로 보인다 [그림 89].

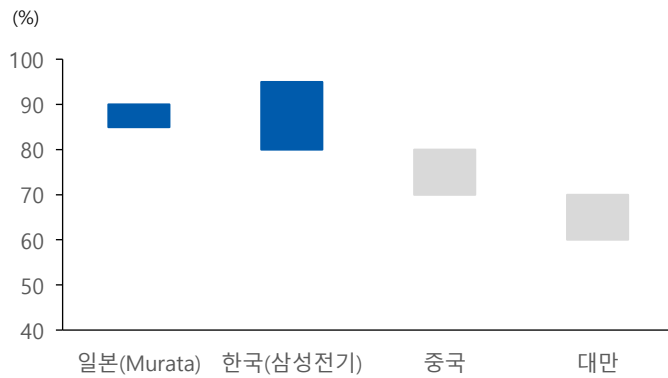
가동률은 곧 제조사의 전략적 방향성을 반영한다. 고정비 비중이 높은 MLCC 특성상 가동률 상승은 고객 수요 확대와 직결되며, 이는 곧 수주 증가로 이어진다. 그동안 가동률 부진의 주된 원인은 레거시 IT 수요 둔화에 따른 범용 MLCC 출하 부진이었다. 그러나 최근 전장향 및 AI 서버향 고성능 MLCC 수요가 유의미한 성장세를 보이고 있으며, 이는 Murata 실적에서도 확인된다. 동사는 최근 실적 발표에서 모빌리티 부문 물량 증가와 서버향 고성능 MLCC 주문이 견조했다고 언급했다 [그림 91].

다만 PC 등 저가 및 범용 제품 중심의 과잉 구간은 여전히 부담 요인으로 남아 있다. 이에 따라 고부가 MLCC 중심으로 포트폴리오 전환을 신속히 추진한 일본과 한국 업체들은 가동률 회복세가 두드러진 반면, 스마트폰 및 PC 등 저가 제품 비중이 높은 중국 업체들은 상대적으로 더딘 회복세를 보이며 격차가 확대되고 있다.

전략적인 전환은 단기적인 가동률 회복을 넘어, MLCC 산업의 질적 리레이팅을 시도하는 구조적 변화로 전개되고 있다. 고부가가치 MLCC는 범용 대비 단가가 2~5배 이상 높고, 진입장벽도 높은 만큼, 소수 업체들에 유리한 구조를 형성한다. 실제로 이러한 변화는 수주 지표에서도 확인되고 있다.

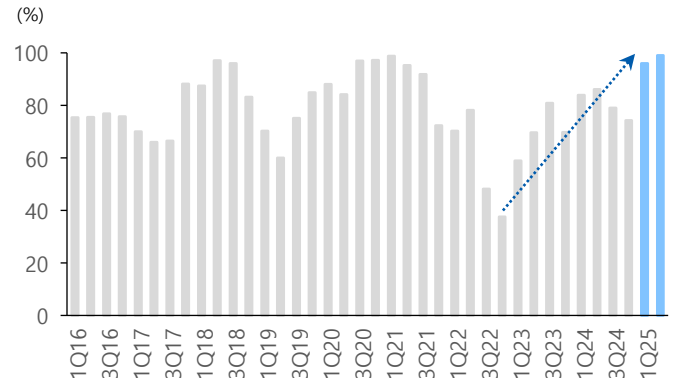
주요 MLCC 업체들의 BB Ratio는 CY3Q24 이후 점진적 우상향 추세를 보이고 있으며, 1을 상회하며 수주 증가 국면으로 전환되었다 [그림 92]. 따라서 현재 나타나는 업황 개선은 단순한 단기 반등이 아니라, 가동률과 수주 지표에서 확인되는 구조적 변화에 기반한 실질적 회복이라는 점에서 의미가 크다. 독점적 성격을 가진 MLCC 산업의 특성을 감안할 때, 개별 기업 차원에서 포착되는 회복과 반등의 신호에 주목할 필요가 있다.

[그림 89] 글로벌 MLCC 지역별 가동률 범위(1H25)



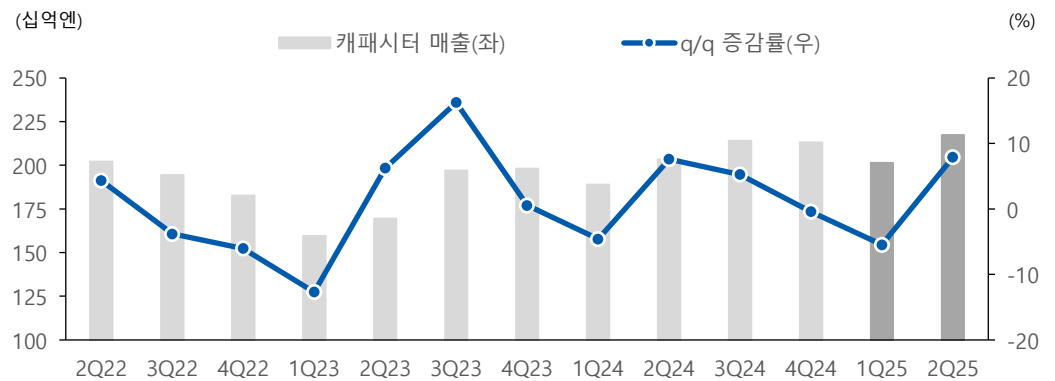
자료: 삼성전기, Murata, 유안타증권 리서치센터

[그림 90] 삼성전기_컴포넌트(MLCC 포함) 사업부 가동률



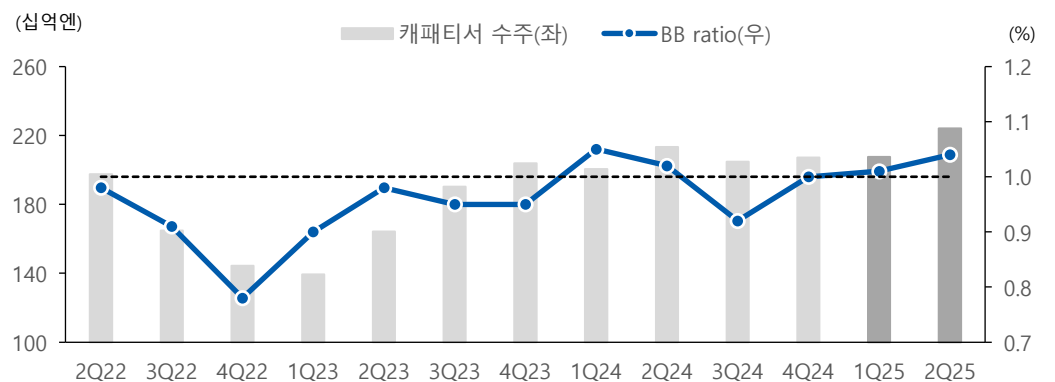
자료: 삼성전기, 유안타증권 리서치센터

[그림 91] Murata(6981.JP) 캐패시터 매출 및 전분기대비 증감률



자료: Murata, 유안타증권 리서치센터

[그림 92] Murata(6981.JP) 캐패시터 수주 및 BB ratio 추이



자료: Murata, 유안타증권 리서치센터

MLCC: 한국의 오늘과 걸어갈 내일 - 한국 포지셔닝 우위, 저평가 속 고성장

글로벌 MLCC 산업은 현재 구조적인 공급 과잉 국면에 진입해 있다. 한국 역시 일본, 대만과 마찬가지로 팬데믹 이후 급증한 IT 세트 수요에 대응하기 위해 범용 MLCC 중심의 대규모 증설에 나섰고, 이후 IT 세트 수요 급감에 따른 재고 부담에서 자유롭지 못했다.

그러나 국내 업체들은 발빠르게 고부가, 고신뢰성 MLCC 중심의 포트폴리오 전환을 추진하며 대응책을 마련했다. 이에 따라 전장과 AI 서버가 산업 내 수요의 중심축으로 부상하는 현 시점에서 구조적 우위를 확보하고 있다. 현재 국내 MLCC 업체들은 1) 높은 고사양 제품 비중, 2) 안정적인 고객사 확보 등 강점을 누리고 있다. 이러한 요인으로 인해 수출에서는 여타 지역 대비 강한 반등세가 확인되고 있으며, 기업 단위에서는 가동률이 빠르게 회복되는 등 실질적 수혜가 나타나고 있다.

범용 MLCC 중심의 글로벌 공급 과잉은 여전히 업종 전반에 걸친 부담 요인으로 남아 있다. 그러나 전장과 AI 서버에서 요구되는 고용량 및 고신뢰성 MLCC 수요는 구조적 확대 국면에 진입했으며, 국내 MLCC 산업은 고성능 MLCC 공급자로서 산업 전반의 리레이팅 기회를 맞이하고 있다.

범용 MLCC 제품 중심으로 한 글로벌 공급 과잉은 여전히 산업 전반에 걸쳐 부담으로 작용하고 있다. 그러나 전장과 AI 서버에서 요구되는 고용량, 고신뢰성 MLCC 수요는 구조적 확대 국면에 진입했으며 국내 MLCC 산업은 고성능 MLCC 공급자로서 구조적인 리레이팅 기회를 맞이하고 있다는 판단이다.

수출 회복, 가동률 정상화, 고부가 수주 확대 등 현재 관측되는 회복세는 한국 업체들이 범용 경쟁의 소외 구간을 벗어나 글로벌 고사양 MLCC 시장의 핵심 공급자로 자리매김하고 있음을 보여준다. 이러한 업황 개선은 매출을 비롯한 외형 성장뿐 아니라 주가 등 밸류에이션 측면에서도 가시화되고 있다.

카메라 모듈: 아쉬운 현재, 그러나 시위는 당겨진 상황

카메라 모듈 산업은 여타 전기전자 부품 중에서도 스마트폰에 대한 의존도가 높아, 최근 수년간 출하량 둔화와 ASP 하락 압력에 직면하며 성장 둔화 국면에 진입했다. 이로 인해 국내 기업들 또한 전통적인 성장 스토리를 상실한 상황이다.

이에 대응해 개별 기업들은 기술 경쟁력을 기반으로 사업 부문 다각화를 모색하고 있으며, 전장을 비롯한 신사업을 전개하며 활로를 찾으려는 시도를 지속하고 있다. 그러나 본질적으로 모듈과 관련하여 성장의 명확한 한계에 봉착한 것은 부인할 수 없는 사실이다.

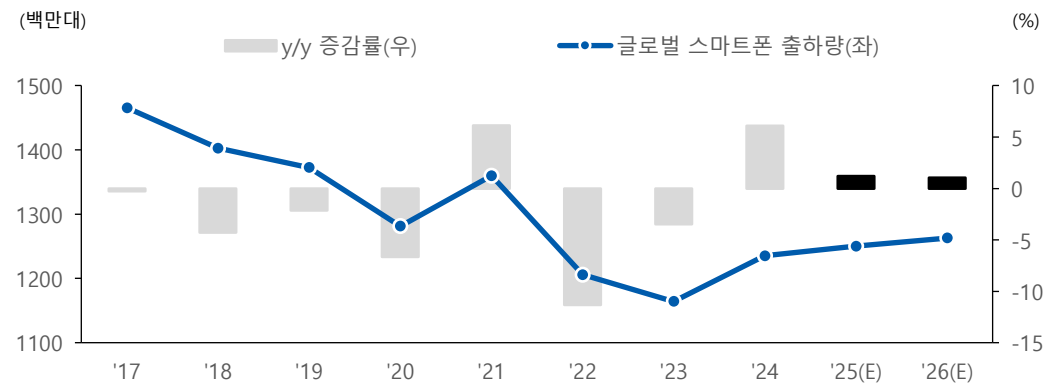
최근 로봇을 비롯한 AI 하드웨어 분야 확장이 가시화되면서, 카메라 모듈 산업은 구조적 전환점에 진입했다. 그 중심에는 삼성과 북미 전기차 기업 간 협력 확대가 있다. '25년 8월, 삼성전기가 북미 전기차 기업 T사의 휴머노이드 로봇 Optimus에 카메라 모듈을 공급한다는 보도가 있었다. 해당 모듈은 Sony 이미지센서를 기반으로 한 렌즈와 구동부 등 고사양 하드웨어로 구성되며, 로봇의 '눈' 역할을 수행하는 핵심 부품이다. T사가 자율 동작 로봇의 상용화를 추진하는 만큼, 모듈은 제품 경쟁력을 좌우하는 필수 요소라 할 수 있다.

이와 함께 삼성전자는 AI6 칩 공급자로 선정되며 두뇌(SoC)와 눈(카메라 모듈)이라는 상호 보완적 공급 지위를 확보했다. 전기차를 넘어 휴머노이드 로봇까지 공급 범위가 확대되면서, 삼성전기는 핵심 부품 밸류체인 한 축으로 자리매김하고 있다. 모빌리티에서 로봇으로 이어지는 기술 공급 범위 확대와 그룹 내 밸류체인 연계 강화는 카메라 모듈 사업의 성격을 단순 부품에서 미래 플랫폼으로 격상시키는 계기로 작용한다.

이번 협력은 카메라 모듈 산업의 투자 포지셔닝을 재평가하게 만드는 계기가 될 것이다. 과거 모바일 수요 변동에 취약했던 구조에서 벗어나, 기판과 MLCC처럼 전장에 더해 로봇이라는 새로운 성장축이 추가되면서 매출 포트폴리오의 다변화가 가능해졌다. 차량용 시장에서는 T사 외 글로벌 전기차 OEM 들로의 확장 가능성이 열려 있으며, 로봇 시장은 아직 초기 단계지만 향후 고성장이 기대된다.

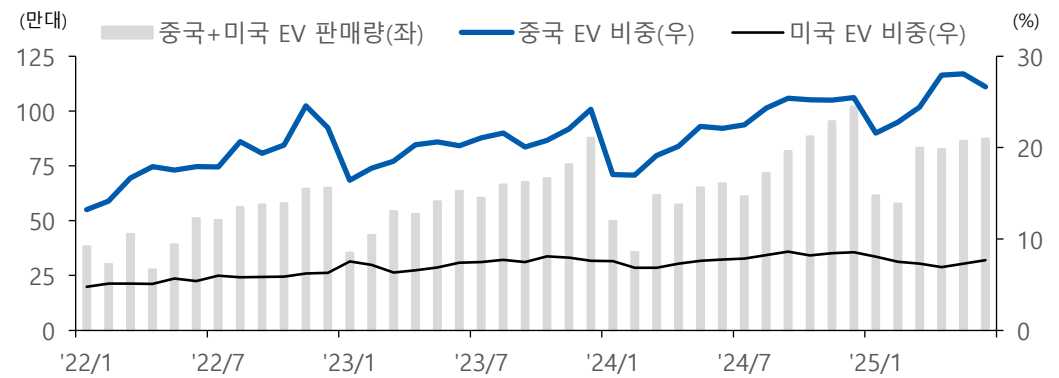
무엇보다 그룹 차원의 시너지가 주목된다. 파운드리-AI 칩-카메라 모듈로 이어지는 밸류체인 통합은 고객사 입장에서 공급 안정성과 최적화를 동시에 확보할 수 있는 매력적인 구조다. 따라서 카메라 모듈은 현재 부품 선호도에서 기판과 MLCC에 이어 상대적으로 낮은 비중을 차지하고 있으나, 향후 성장성과 미래 잠재력은 여전히 유효하다고 판단된다.

[그림 93] 글로벌 스마트폰 출하량 및 전년비 증감률 전망치



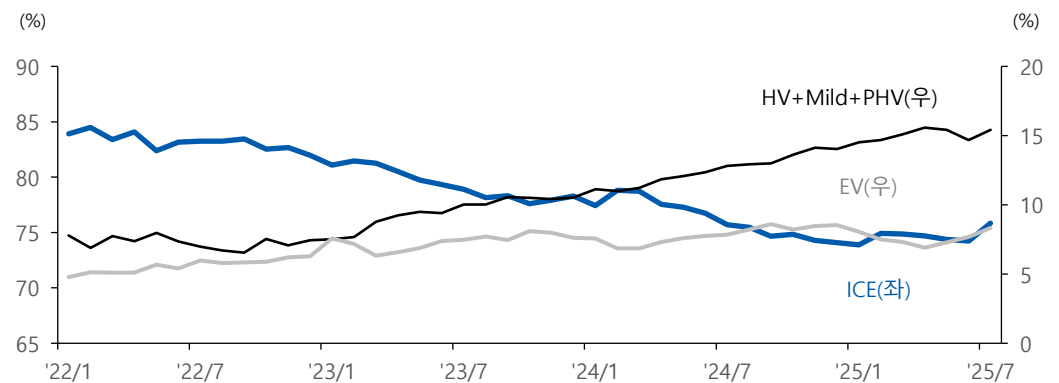
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 94] 중국+미국 EV 판매량 및 G2 전기차 비중

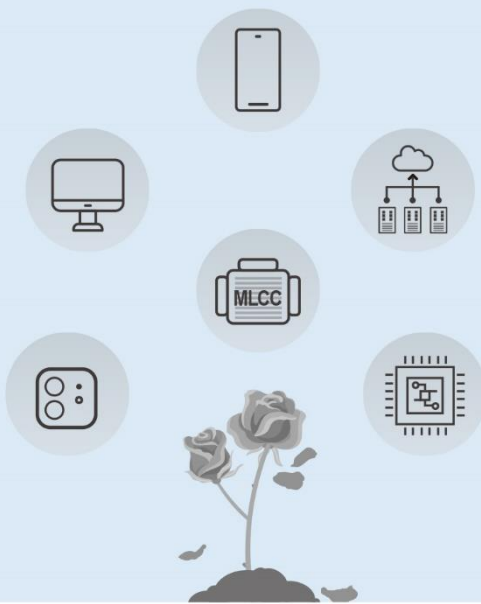


자료: Marlines, 유안타증권 리서치센터

[그림 95] 미국 자동차 판매량 차량유형별 비중



자료: Marlines, 유안타증권 리서치센터



기업분석

LG이노텍 (009150)

LG전자 (066570)

대덕전자 (353200) ★★

삼성전기 (009150)

이수페타시스 (007660) ★

LG이노텍 (011070)

Draw Scenario, 바닥 이후 반등

광학솔루션, 성수기와 함께 정상화를. '26년 스펙 업그레이드

광학솔루션 부문은 현 시점에서 P 와 Q 모두 개선 여력이 존재. 3분기부터 고객사 신제품 출시 효과와 함께 계절적 성수기에 진입하며, 가격 및 점유율 안정화가 본격화될 전망. 이를 통해 동사의 이익 체력 회복은 물론 수익성 정상화가 가능할 것으로 예상. 최종 고객사의 판가 인하 압력이 지속되는 가운데, 1) 베트남 등 전략 지역 중심의 생산 효율화를 통한 원가 절감, 2) 카메라 스펙 업그레이드에 따른 제품 믹스 개선과 ASP 상승이라는 투트랙 전략이 병행되는 중. 이러한 효과는 남은 하반기뿐 아니라 '26년까지 이어질 것으로 전망.

기판의 체질 개선과 전장의 방어력

기판소재의 경우 상반기 매출 개선 → 하반기 가속화 스토리가 유지될 것으로 판단. 모바일용 SiP 기판 수요 확대와 함께 FC-BGA 출하량이 증가하고 있으며, 고정비 레버리지와 수출 개선 효과가 누적되는 중. '26년에는 FC-BGA 적자 축소가 본격화되며 분기 실적 기여도가 확대될 전망. 즉, 하반기 Q 증가와 '26년 적자 축소를 통해 사업 체질 개선이 반등의 핵심 요인으로 작용. 전장부품 부문은 '24년 기준 13.6조원에 이르는 수주잔고를 기반으로 중기 성장 동력을 확보. 저가 수주 중심의 손실 사업 효율화와 고부가 제품 중심의 믹스 개선이 병행되며 실적 변동성을 완화시키는 구조. 전사 수익성을 뒷받침하는 안정적 방어망 역할을 할 것으로 전망.

투자의견 Buy, 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

당사 투자의견 Buy와 목표주가 200,000원을 제시하며 신규 커버리지 개시. 목표주가는 동사 12MF BPS에 '23~25년 평균 PBR을 Target PBR(0.86배)로 적용해 산출. 2Q25 실적은 컨센서스를 하회했으나, 하반기에는 반전이 기대. 광학솔루션 부문은 성수기 진입과 함께 가동률 및 제품 믹스 정상화가 예상. 전장부품 사업은 안정적 수익성을 유지. FC-BGA 중심 기판소재의 체질 개선 역시 바닥 이후 반등 시나리오를 지지. 남은 하반기와 '26년 구조적 업사이클 진입 가시화 여부가 향후 리레이팅의 핵심 변수가 될 전망.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,842	-14.8	23.1	4,974	-2.7
영업이익	167	28.1	1,366.3	164	2.1
세전계속사업이익	148	18.9	흑전	158	-6.2
지배순이익	126	19.8	흑전	115	9.2
영업이익률 (%)	3.5	+1.2 %pt	+3.2 %pt	3.3	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	2.6	+0.8 %pt	흑전	2.3	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	20,605	21,201	20,744	21,953
영업이익	831	706	558	731
지배순이익	565	449	403	601
PER	11.1	11.4	9.3	6.2
PBR	1.3	1.0	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.1	3.3	2.7	2.3
ROE	12.6	8.9	7.5	10.9

자료: 유안타증권



고선영 전기전자

sunyoung.kou@yuantakorea.com

BUY (I)
목표주가 200,000원 (I)
직전 목표주가 -원
현재주가 (8/25) 158,700원
상승여력 26%

시가총액	37,560억원
총발행주식수	23,667,107주
60일 평균 거래대금	266억원
60일 평균 거래량	172,088주
52주 고/저	280,000원 / 122,000원
외인지분율	23.85%
배당수익률	1.29%
주요주주	LG 전자 외 1인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.5	13.9	(37.5)
상대	3.1	(8.0)	(47.4)
절대 (달러환산)	3.0	13.2	(39.6)

Draw Scenario, 바닥 이후 반등

투자의견 Buy, 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy 와 목표주가 200,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 동사는 특정 고객사 의존도가 높아 분기 및 연간 단위 이익 변동성이 큰 특징을 보인다. 이러한 사업 구조를 고려해 밸류에이션은 PBR 을 Target 멀티플로 삼아 진행했다. G2 구매력 약화로 스마트폰 판매량이 부진한 상황에서 단기 EPS 추정치의 신뢰도가 낮아진 만큼, PBR 접근이 보다 설득력 있다고 판단한다.

목표주가는 동사 12MF BPS 에 ‘23~25년 평균 PBR 을 Target PBR(0.86배)을 근거로 산출했다. 팬데믹 이후 강세를 보였던 스마트폰 수요는 2023년부터 둔화되며 동사 실적에 부담으로 작용했다. 그러나 전장이라는 새로운 성장축이 부각된 이후 회복 기대가 형성되었고, 최근에는 휴머노이드 로봇 진출로 또 다른 성장 분기점을 맞이하고 있다.

이번 분기 실적은 관세 및 환율 영향으로 컨센서스를 하회했으나, 하반기에는 반전이 기대된다. 부진의 주요 원인이 됐던 광학솔루션 부문이 성수기에 진입하면서 가동률 및 제품 믹스 정상화가 예상되며, 전장부품은 안정적인 수익성을 유지하고 있다. 기판소재 부문 또한 FC-BGA 중심으로 체질 개선이 진행되며, 적자 축소 시점이 가시화되고 있다. 해당 요인들이 바닥 이후 반등이라는 시나리오를 뒷받침해줄 것으로 판단된다.

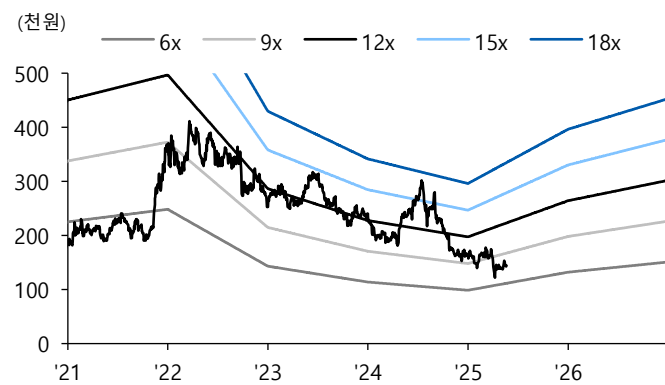
높은 고객사 의존도에서 벗어날 활로로 주목받았던 전장부품은 견조한 수주잔고를 기반으로 외형 성장을 이어가고 있다. 기판소재는 FC-BGA 적자 축소에 따른 체질 개선 국면에 진입하고 있다. 성수기 진입이라는 계절적 흐름 속에서 남은 하반기와 ‘26년 구조적 업사이클 진입 가시화 여부가 향후 리레이팅의 핵심 변수로 작용할 것으로 판단한다.

[표 1] LG이노텍 목표주가 산정방식

구분	내용	비고
BPS	234,268	12MF BPS
목표 PBR(배)	0.86	동사 '23~'25년 평균 PBR
목표 주가(원)	200,000	BPS*Target PBR
현재 주가(원)	158,900	
상승 여력(%)	25.9	

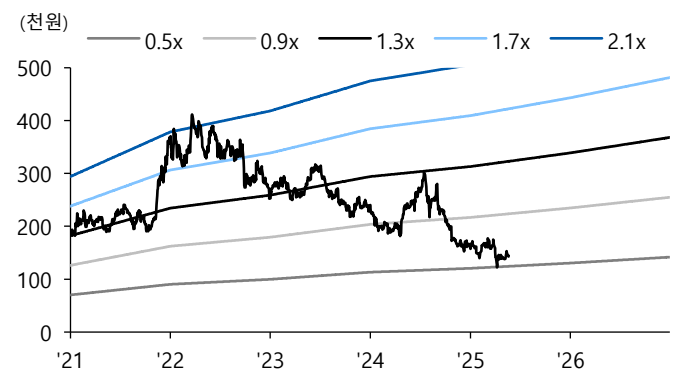
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] LG이노텍 12MF P/E Band



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] LG이노텍 12MF P/B Band



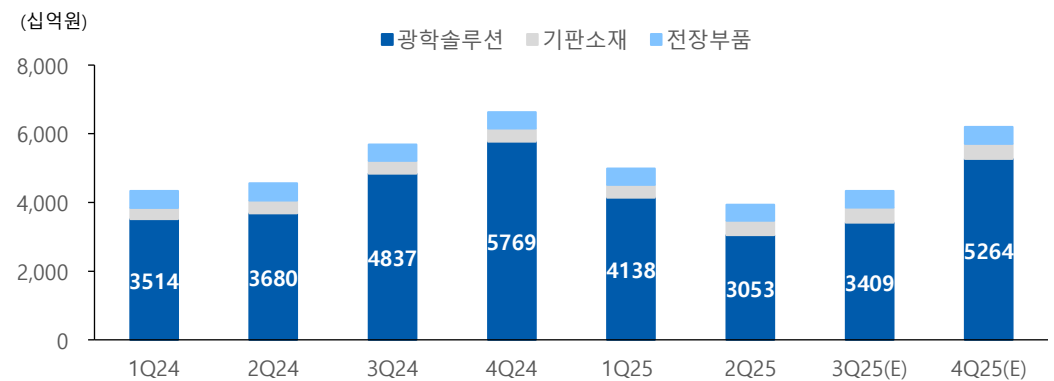
자료: 유안타증권 리서치센터

광학솔루션, 성수기와 함께 정상화를. '26년 스펙 업그레이드

동사의 광학솔루션 부문은 2분기 관세 및 환율 여파로 수익성이 급격히 악화되었지만 현 시점에서 보면 P와 Q 측면에서 모두 개선될 여지가 있다. 핵심 고객의 신모델 출시 사이클에 연동됨에 따라 3분기부터 계절적 성수기에 진입하는데 본격적인 가격 및 점유율 안정화가 예상된다. 이를 통해 동사의 이익 체력 회복과 수익성 정상화가 가능할 것으로 전망된다.

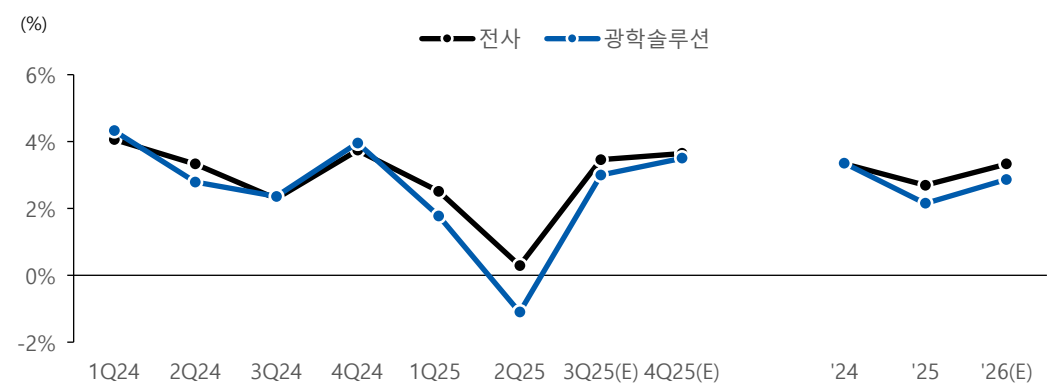
팬데믹 이후 스마트폰을 비롯한 레저시 IT 제품 수요 부진이 장기화되며 최종 고객사의 평가 인하 요구가 지속되고 있다. 동사는 활로 모색을 위해 투트랙 전략을 추진하고 있다. 1) 베트남 등 전략 지역 중심의 생산 효율화를 통한 원가 절감과 2) 카메라 스펙 업그레이드에 따른 제품 믹스 개선 및 ASP 상향이 그 핵심이다. 이러한 전략은 남은 하반기는 물론 '26년까지도 P와 Q의 동반 안정을 가능하게 하는 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

[그림 3] LG이노텍 사업부문별 매출 추이 및 전망



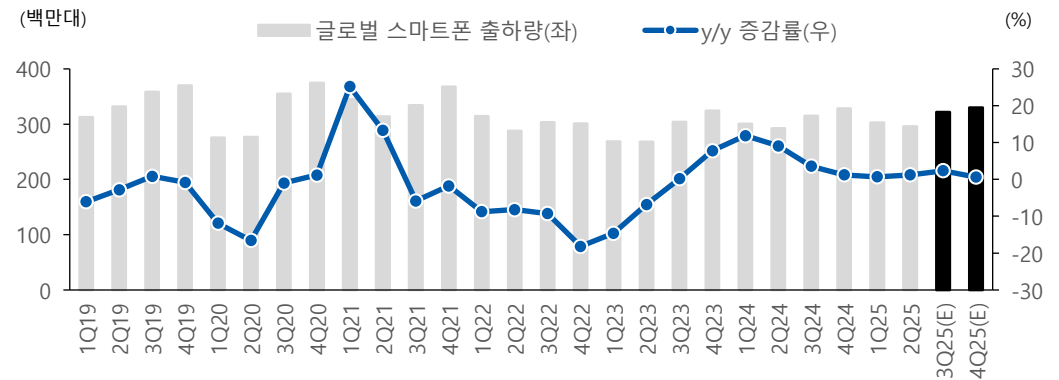
자료: LG이노텍, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] LG이노텍 사업부문별 OPM 추이 및 전망



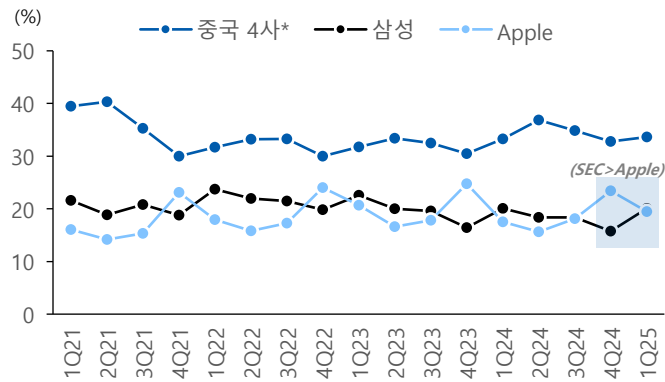
자료: LG이노텍, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 글로벌 스마트폰 출하량 및 전년비 증감률



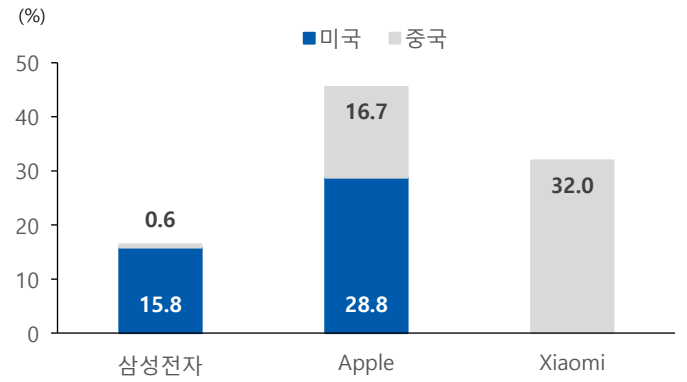
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 글로벌 스마트폰 출하량 기업별 비중



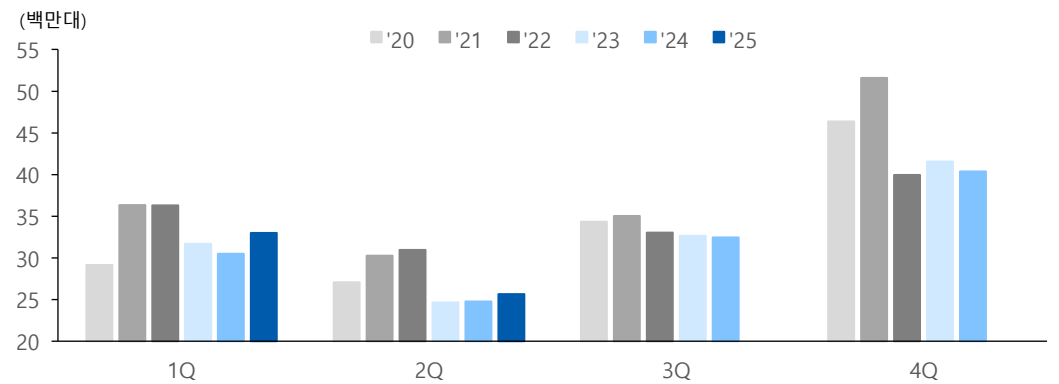
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터, *중국 4사: Xiaomi, OPPO, VIVO, Huawei

[그림 7] 글로벌 스마트폰 OEM 국가별 G2 출하량 비중



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터, *중국 OEM 4사 중 가장 비중 높음(Xiaomi: 1Q25 13.8%)

[그림 8] 미국 분기별 스마트폰 출하량



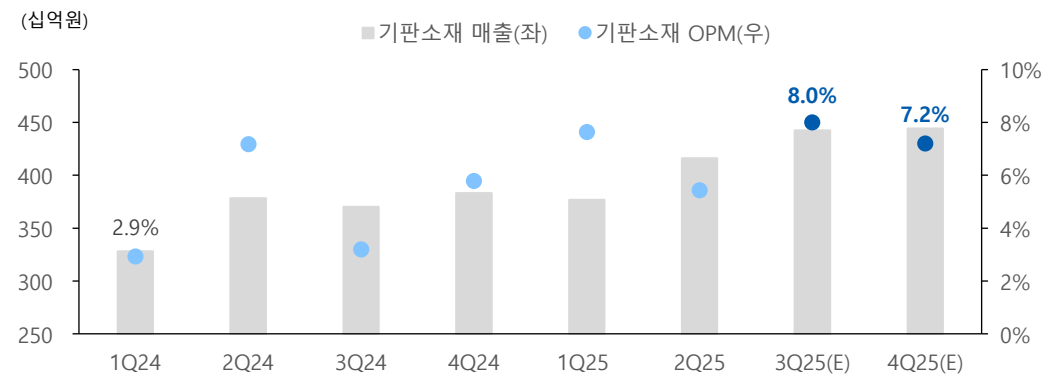
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

기판의 체질 개선과 전장의 방어력

동사 기판소재 사업은 상반기 실적 개선 흐름이 하반기에도 이어지며, 상반기 개선 → 하반기 가속화 스토리가 유지될 것으로 판단된다. 모바일용 SiP 기판 수요가 확대되는 가운데, FC-BGA 물량 증가에 따른 고정비 레버리지와 수율 개선 효과가 누적되고 있다. 과거 전체 사업부 손익에 부담을 줄 정도로 적자가 컸으나, 외형 성장이 지속되면서 적자폭 축소가 뚜렷하게 전개되고 있다. 특히 '26년에는 FC-BGA 적자 축소가 본격화되며 분기 실적 기여도가 확대될 전망이다. 하반기 Q 증가와 '26년 체질 개선 가속화가 사업 반등의 핵심 요인이 될 것으로 본다.

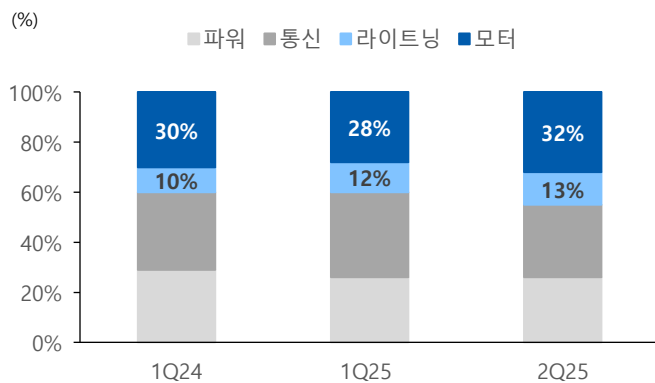
전장부품 사업은 '24년 기준 13.6조원에 달하는 강력한 수주잔고를 기반으로 중기 성장 동력을 확보하고 있다. 저가 수주 중심의 손실 사업 효율화와 고부가 제품 중심의 믹스 개선이 병행되면서 수익성 개선 및 실적 변동성 완화에 기여하고 있다. 일부 우려 요인이 존재하나, 대규모 수주잔고는 전사 수익성을 뒷받침하는 안전망 역할을 할 것으로 판단된다.

[그림 9] LG이노텍 기판소재 매출 및 OPM 추이 및 전망



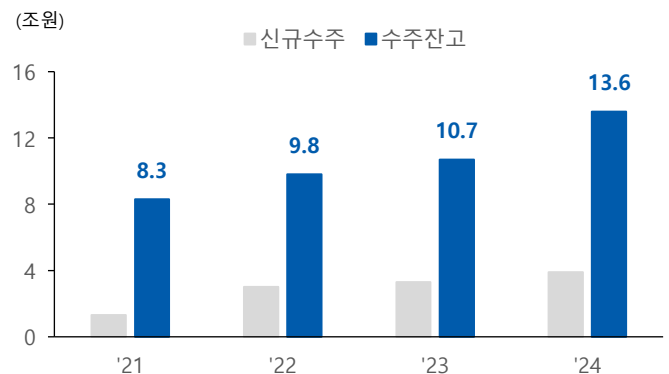
자료: LG 이노텍, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] LG이노텍 전장부품 부문별 매출 비중



자료: LG 이노텍, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] LG이노텍 전장부품 수주 추이



자료: LG 이노텍, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] LG이노텍 '10년 이후 주가 흐름 및 주요 이벤트



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] LG이노텍 실적 추이 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	4333.6	4555.3	5685.1	6626.9	4982.8	3934.6	4841.9	6984.7	21200.8	20744.0	21953.0
Y/Y 증감률(%)	-1.0%	16.6%	19.3%	-12.3%	15.0%	-13.6%	-14.8%	5.4%	2.9%	-2.2%	5.8%
Q/Q 증감률(%)	-42.7%	5.1%	24.8%	16.6%	-24.8%	-21.0%	23.1%	44.3%			
광학솔루션	3514.2	3680.3	4836.9	5768.7	4138.4	3052.7	3918.8	6050.9	17800.1	17160.8	18126.1
Y/Y 증감률(%)	-0.9%	19.4%	23.8%	-14.6%	17.8%	-17.1%	-19.0%	4.9%	3.0%	-3.6%	5.6%
Q/Q 증감률(%)	-48.0%	4.7%	31.4%	19.3%	-28.3%	-26.2%	28.4%	54.4%			
기판소재	328.2	378.2	370.3	383.3	376.9	416.2	442.5	444.3	1460.0	1680.0	1854.9
Y/Y 증감률(%)	-0.6%	12.7%	12.6%	17.0%	14.8%	10.0%	19.5%	15.9%	10.4%	15.1%	10.4%
Q/Q 증감률(%)	0.2%	15.2%	-2.1%	3.5%	-1.7%	10.4%	6.3%	0.4%			
전장부품	491.2	496.8	477.9	474.8	467.5	465.7	480.7	489.4	1940.6	1903.2	1972.0
Y/Y 증감률(%)	28.7%	27.4%	16.0%	23.7%	-4.8%	-6.3%	0.6%	3.1%	23.8%	-1.9%	3.6%
Q/Q 증감률(%)	28.0%	1.1%	-3.8%	-0.6%	-1.5%	-0.4%	3.2%	1.8%			
매출비중(%)											
광학솔루션	81.1%	80.8%	85.1%	87.1%	83.1%	77.6%	80.9%	86.6%	84.0%	82.7%	82.6%
기판소재	7.6%	8.3%	6.5%	5.8%	7.6%	10.6%	9.1%	6.4%	6.9%	8.1%	8.4%
전장부품	11.3%	10.9%	8.4%	7.2%	9.4%	11.8%	9.9%	7.0%	9.2%	9.2%	9.0%
영업이익	176.0	151.7	130.4	247.9	125.1	11.4	167.4	254.5	706.0	558.4	730.7
Y/Y 증감률(%)	21.1%	726.1%	-28.9%	-48.8%	-28.9%	-92.5%	28.3%	2.7%	-15.0%	-20.9%	30.9%
Q/Q 증감률(%)	-63.6%	-13.8%	-14.0%	90.1%	-49.5%	-90.9%	1368.3%	52.1%			
광학솔루션	151.9	102.5	114.1	228.1	73.4	-33.6	117.6	211.8	596.6	369.1	519.0
기판소재	9.6	27.1	11.8	22.2	28.8	22.6	35.4	32.0	70.8	118.8	146.7
전장부품	14.6	22.0	4.5	-2.4	22.9	22.4	14.4	10.8	38.7	70.5	65.1
영업이익률(%)	4.1%	3.3%	2.3%	3.7%	2.5%	0.3%	3.5%	3.6%	3.3%	2.7%	3.3%
광학솔루션	4.3%	2.8%	2.4%	4.0%	1.8%	-1.1%	3.0%	3.5%	3.4%	2.2%	2.9%
기판소재	2.9%	7.2%	3.2%	5.8%	7.6%	5.4%	8.0%	7.2%	4.8%	7.1%	7.9%
전장부품	3.0%	4.4%	0.9%	-0.5%	4.9%	4.8%	3.0%	2.2%	2.0%	3.7%	3.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] LG 이노텍 Peer 실적 및 Valuation

	기업명	LG 이노텍	Sunny Optical	Sharp	O-Flim
	Ticker	A011070	2382.HK	6753.JP	002456.CH
	시가총액	3,756	11,371	3,751	6,181
2022	매출액	19,589.4	4,936.6	22,224.8	2,204.9
	영업이익	1,271.8	424.3	754.4	-660.1
	영업이익률	6.5%	8.6%	3.4%	-29.9%
	당기순이익	979.9	358.1	658.9	-770.7
	PER	6.1	44.0	9.5	-
	PBR	1.4	4.1	1.5	4.7
	ROE	25.9	11.4	18.4	-88.8
	EV/EBITDA	3.6	17.5	6.8	-
2023	매출액	20,605.3	4,936.6	18,848.2	2,381.3
	영업이익	830.8	131.2	-190.2	16.8
	영업이익률	4.0%	2.9%	-1.0%	0.7%
	당기순이익	565.2	155.3	-1,929.4	10.9
	PER	10.0	64.0	-	369.1
	PBR	1.2	3.2	2.9	8.3
	ROE	12.6	11.4	-78.6	2.3
	EV/EBITDA	4.0	22.0	17.1	36.8
2024	매출액	20,917.8	5,282.2	15,523.5	3,051.1
	영업이익	755.3	370.7	165.9	80.7
	영업이익률	3.6%	2.9%	0.0	0.0
	당기순이익	540.4	356.4	136.4	49.7
	PER	7.0	31.5	27.1	123.4
	PBR	0.7	3.3	3.1	10.5
	ROE	10.9	10.7	12.8	6.0
	EV/EBITDA	2.5	15.8	11.5	37.6
2025F	매출액	20,729.5	5,282.2	12,802.0	3,249.7
	영업이익	579.1	520.3	227.5	62.3
	영업이익률	2.8%	8.6%	1.8%	1.9%
	당기순이익	377.8	482.3	208.7	33.7
	PER	9.9	31.5	15.9	176.0
	PBR	0.7	2.9	2.7	9.4
	ROE	6.9	13.1	15.4	5.6
	EV/EBITDA	2.7	12.4	11.2	41.0
2026F	매출액	21,910.9	6,751.3	12,146.4	3,602.5
	영업이익	742.8	628.5	319.7	84.9
	영업이익률	3.4%	8.6%	2.6%	2.4%
	당기순이익	508.2	571.9	222.4	55.8
	PER	7.4	19.5	16.6	109.1
	PBR	0.6	2.6	2.3	8.5
	ROE	8.6	13.1	14.5	8.9
	EV/EBITDA	2.3	10.8	9.5	36.4

자료: Quantiwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, 백만달러, 배, %

LG 이노텍 (011070) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	20,605	21,201	20,744	21,953	22,831
매출원가	18,742	19,457	19,109	20,124	21,005
매출총이익	1,863	1,744	1,635	1,829	1,826
판매비	1,032	1,038	1,077	1,098	1,142
영업이익	831	706	558	731	685
EBITDA	1,877	1,986	1,702	1,855	1,751
영업외손익	-192	-117	-78	-67	-57
외환관련손익	-39	46	-22	-32	-32
이자손익	-68	-74	-41	-29	-19
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-85	-89	-16	-6	-6
법인세비용차감전순이익	639	589	479	663	628
법인세비용	74	140	76	62	103
계속사업순이익	565	449	403	601	525
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	565	449	403	601	525
지배지분순이익	565	449	403	601	525
포괄순이익	547	701	114	237	161
지배지분포괄이익	547	701	114	237	161

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,104	1,110	171	-1,347	-1,484
당기순이익	565	449	403	601	525
감가상각비	1,000	1,229	1,098	1,086	1,034
외환손익	-8	9	16	32	32
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	341	-816	-1,471	-3,291	-3,294
기타현금흐름	206	239	124	224	218
투자활동 현금흐름	-1,904	-969	-1,047	-1,310	-1,221
투자자산	-9	-18	-7	-6	-6
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,799	-879	-780	-940	-850
유형자산 감소	11	7	0	0	0
기타현금흐름	-107	-79	-260	-365	-365
재무활동 현금흐름	608	-220	-423	-49	-49
단기차입금	-169	36	34	0	0
사채 및 장기차입금	909	-105	-429	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-98	-62	-49	-49	-49
기타현금흐름	-34	-89	20	0	0
연결범위변동 등 기타	4	19	1,367	3,023	3,024
현금의 증감	812	-60	68	316	271
기초 현금	578	1,390	1,329	1,397	1,713
기말 현금	1,390	1,329	1,397	1,713	1,983
NOPLAT	831	706	558	731	685
FCF	305	231	-609	-2,287	-2,334

자료: 유안타증권

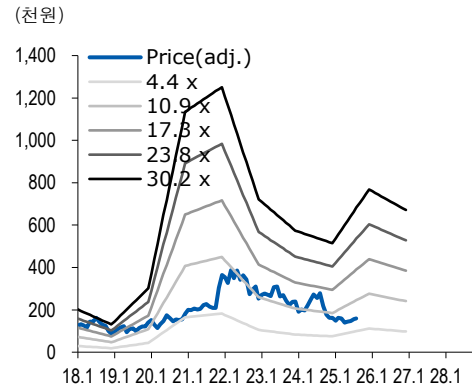
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,349	5,853	6,165	6,673	7,141
현금및현금성자산	1,390	1,329	1,397	1,713	1,983
매출채권 및 기타채권	2,293	2,810	2,962	3,081	3,204
재고자산	1,572	1,575	1,660	1,727	1,796
비유동자산	5,855	5,525	5,064	4,885	4,674
유형자산	4,856	4,480	4,025	3,879	3,695
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	145	182	194	200	206
자산총계	11,204	11,378	11,229	11,558	11,815
유동부채	4,219	3,955	4,061	4,200	4,343
매입채무 및 기타채무	3,474	3,063	3,229	3,359	3,493
단기차입금	39	73	107	107	107
유동성장기부채	510	611	506	506	506
비유동부채	2,271	2,069	1,749	1,752	1,754
장기차입금	1,497	1,186	1,049	1,049	1,049
사채	692	781	596	596	596
부채총계	6,490	6,024	5,810	5,951	6,097
지배지분	4,715	5,354	5,419	5,606	5,718
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금	3,414	3,868	4,240	4,791	5,267
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,715	5,354	5,419	5,606	5,718
순차입금	1,371	1,360	897	581	311
총차입금	2,769	2,700	2,306	2,306	2,307

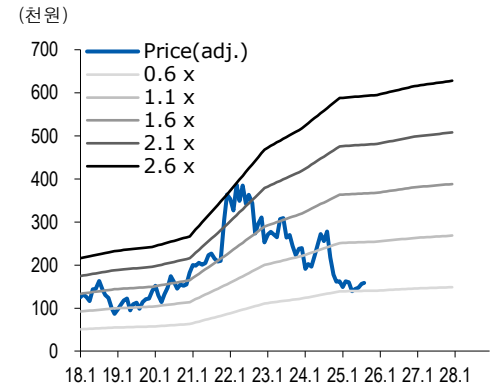
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	23,881	18,983	17,032	25,404	22,191
BPS	199,226	226,240	228,984	236,910	241,622
EBITDAPS	79,305	83,916	71,900	78,388	74,003
SPS	870,630	895,790	876,491	927,573	964,675
DPS	2,610	2,090	2,090	2,090	2,090
PER	11.1	11.4	9.3	6.2	7.2
PBR	1.3	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.1	3.3	2.7	2.3	2.3
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	5.2	2.9	-2.2	5.8	4.0
영업이익 증가율 (%)	-34.7	-15.0	-21.0	31.0	-6.2
지배순이익 증가율 (%)	-42.3	-20.5	-10.3	49.2	-12.6
매출총이익률 (%)	9.0	8.2	7.9	8.3	8.0
영업이익률 (%)	4.0	3.3	2.7	3.3	3.0
지배순이익률 (%)	2.7	2.1	1.9	2.7	2.3
EBITDA 마진 (%)	9.1	9.4	8.2	8.5	7.7
ROIC	14.2	9.5	8.5	12.0	10.7
ROA	5.4	4.0	3.6	5.3	4.5
ROE	12.6	8.9	7.5	10.9	9.3
부채비율 (%)	137.7	112.5	107.2	106.2	106.6
순차입금/자기자본 (%)	29.1	25.4	16.6	10.4	5.4
영업이익/금융비용 (배)	8.2	6.2	6.6	9.0	8.4

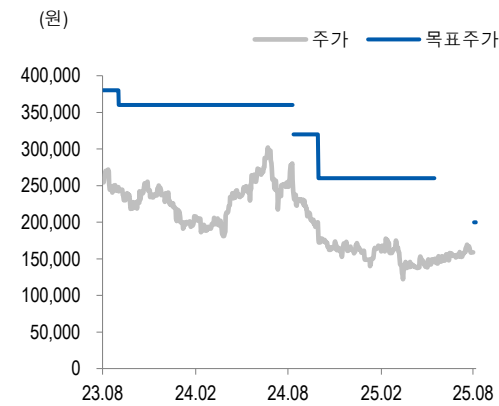
P/E band chart



P/B band chart



LG 이노텍 (011070) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-26	BUY	200,000	1년		
	담당자변경				
2024-10-24	BUY	260,000	1년	-39.36	-31.69
2024-09-05	BUY	320,000	1년	-32.83	-25.78
	담당자변경				
2023-09-26	BUY	360,000	1년	-35.72	-16.11
2023-08-16	BUY	380,000	1년	-32.86	-28.42

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **고선영**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

LG전자 (066570)

Step by step, 하나씩 그러나 완전히

Better and Better, 잘하는 본업은 더 잘하게

트럼프발 관세, 지정학적 리스크, G2 소비심리 둔화에도 불구하고 프리미엄 및 볼륨존 공략이라는 투트랙 전략을 통해 HS 사업 중심의 안정적 실적 유지. 관세 협상 이후에는 영향권에 진입하겠으나, 생산지 최적화와 판가 재책정이 가능한 프리미엄 지위를 확보하고 있다는 점에서 대응 여력이 충분. 물류비 부담 완화도 원가 환경 개선에 긍정적으로 작용. MS 사업 부진은 아쉽지만, 구독 및 WebOS 플랫폼을 중심으로 한 고성장세는 유효. VS는 유럽 중심의 주문 증가, 견조한 수주잔고를 기반으로 이익 변동성을 완충하는 역할을 수행.

에어컨에서 HVAC까지, 주주환원 통한 알파 창출은 기본

AI 서버 수요 확산은 핵심 부품군 전반의 수요 구조를 근본적으로 변화시키고 있음. 특히 HBM 기반 AI 서버의 발열 집중 특성을 고려할 때, 냉각 시스템 등 신규 시장이 개화하는 국면. 동사는 오랜 에어컨 사업 경험과 부품 내재화 역량을 기반으로 서버 열관리 부문에서 신규 강자로 부상. HVAC 제품군 확장을 통해 외형 성장과 마진을 동시에 확보할 것으로 전망. 단기 실적 부진은 불가피하나, 배당 및 자사주 소각 등 주주환원 정책은 여전히 유효. 연 2회 반기배당과 자사주 소각을 통한 적극적 환원은 투자 매력도를 높이는 요소.

투자의견 Buy, 목표주가 95,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy와 목표주가 95,000원을 제시하며 신규 커버리지 개시. 목표 주가는 12MF BPS에 '20~'24년 PBR 저점들의 평균을 Target PBR(0.78배)로 적용해 측정. MS 부문 부진은 사실이나, 오히려 바닥을 형성하며 반등의 기회를 모색할 때라는 판단. 관세 협상 이후에는 생산지 최적화, 판가 협상 등 본격적 대응이 가능. 관세 여파에도 견조했던 ES, IVI 믹스 개선을 통한 안정적인 VS의 수익성, HVAC로 확장되는 ES 신사업 등 성장과 방어 동인들은 충분. 동사의 본업 경쟁력, 신사업 확장, 적극적 주주환원이라는 세 축을 기반으로 단기 불확실성에도 구조적 성장 스토리 유지할 것으로 판단.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	21,486	-3.1	3.6	21,261	1.1
영업이익	618	-17.9	-3.4	613	0.8
세전계속사업이익	345	-38.1	-54.8	492	-29.9
지배순이익	220	353.4	-63.6	253	-12.8
영업이익률 (%)	2.9	-0.5 %pt	-0.2 %pt	2.9	0
지배순이익률 (%)	1.0	+0.8 %pt	-1.9 %pt	1.2	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	82,263	87,728	88,028	91,674
영업이익	3,653	3,420	2,755	3,183
지배순이익	713	368	1,602	1,522
PER	25.4	45.7	7.8	8.2
PBR	1.0	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.1	4.0	3.7	3.7
ROE	3.7	1.8	7.6	7.1

자료: 유안타증권



고선영 전기전자

sunyoung.kou@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 95,000원 (I)
직전 목표주가 -원
현재주가 (8/25) 75,900원
상승여력 25%

시가총액	123,631억원
총발행주식수	180,072,379주
60일 평균 거래대금	410억원
60일 평균 거래량	541,541주
52주 고/저	113,500원 / 64,700원
외인지분율	29.33%
배당수익률	1.20%
주요주주	LG 외 2 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.6)	8.4	(23.1)
상대	(2.0)	(12.4)	(35.3)
절대 (달러환산)	(2.0)	7.7	(25.6)

Step by step, 하나씩 그러나 완전히

투자의견 Buy, 목표주가 95,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy와 목표주가 95,000원을 제시하며 신규 커버리지 개시한다. 밸류에이션은 PBR 방식을 활용했으며 목표주가는 동사 12MF BPS에 '20~24년 PBR 저점 평균을 Target PBR(0.78배)로 적용해 산출했다. 동사는 트럼프발 관세, G2 구매력 약화 등 악재로 MS 사업부 중심의 부진이 불가피했다. 그러나 추가적인 부진은 제한적이며 오히려 바닥을 다지며 반등의 시기를 포착할 때라는 판단이다. 우선 그동안 동사 주가의 불확실성을 야기했던 관세 협상이 마무리되었다. 글로벌 생산 체계를 갖춘 동사의 프리미엄 지위를 감안했을 때 생산지 최적화, 판가 협상 등 관망보다 본격적인 대응의 영역에 진입한 상황이다.

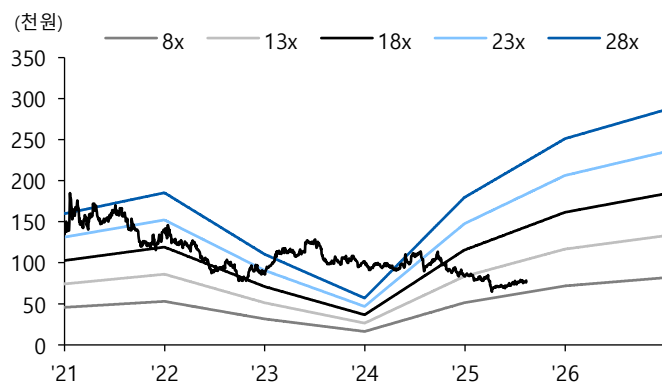
경쟁 심화로 MS 회복 시점에 대한 우려는 여전하다. 다만 관세 여파에도 견조했던 ES, IVI 중심의 제품 믹스 개선으로 안정적인 수익성을 확보한 VS, 기존 강점에 더해 HVAC 중심의 신사업 전개되는 ES 등 동사의 외형 성장을 이끌 동인들은 다수 존재한다. 더불어 연 2회의 반기배당과 자사주 소각 등 적극적인 주주환원 정책 또한 투자 매력도를 높이는 요인이다. 종합적으로, 단기 업황 부담에도 불구하고 리스크 완화와 신사업 확장, 주주환원 강화라는 세 가지 축을 기반으로 동사의 중장기 리레이팅 가능성은 유효하다고 판단한다.

[표 1] LG전자 목표주가 산정방식

구분	내용	비고
BPS	120,328	12M Forward
목표 PBR(배)	0.78	'20~24년 P/B 저점 평균
목표 주가(원)	95,000	BPS*Target PBR
현재 주가(원)	75,800	
상승 여력(%)	25.3	

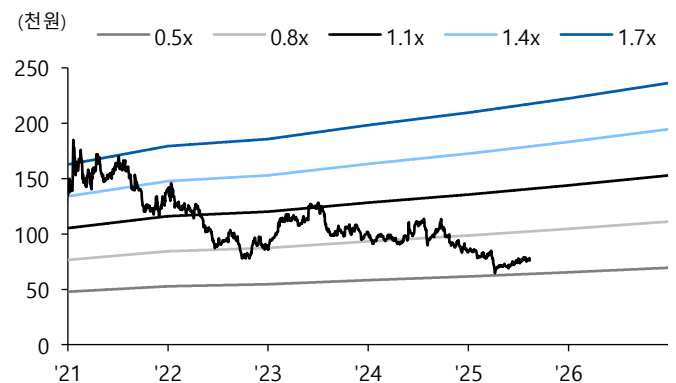
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] LG 전자 12MF P/E Band



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] LG 전자 12MF P/B Band



자료: 유안타증권 리서치센터

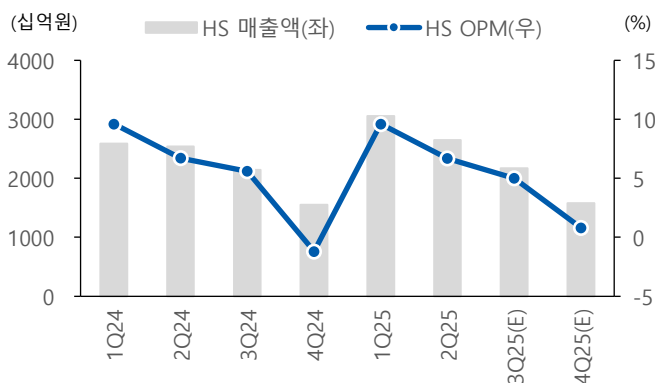
Better and Better, 잘하는 본업은 더 잘하게

동사는 트럼프발 관세, 지정학적 리스크, G2 소비심리 둔화에도 불구하고 프리미엄 및 볼륨존이라는 두트랙 전략을 통해 HS 사업 중심의 안정적인 실적을 유지하고 있다. 3분기 들어 관세 영향권에 본격 진입했으나, 불투명했던 협상 국면을 지나 실질적 여파가 가늠되면서 불확실성보다는 대응의 영역에 진입했다고 판단된다. 시장 내 프리미엄 지위를 감안하면, 글로벌 생산 체계 기반의 생산지 최적화는 물론 경우에 따라 판가 재책정까지 가능하다고 판단하고 있다. 물류비 완화도 동사 원가 환경을 개선시킬 요인으로 작용할 전망이다.

MS 사업은 TV 업황 부진과 경쟁 심화로 인해 P, Q 모두 녹록치 않아 연내 수익성 부진은 불가피하다. 다만, 동사가 활로로 주력하는 가전 구독 및 WebOS 플랫폼은 높은 성장세를 보이고 있어, 단기 부진보다는 대응 전략과 그 효과에 주목할 필요가 있다.

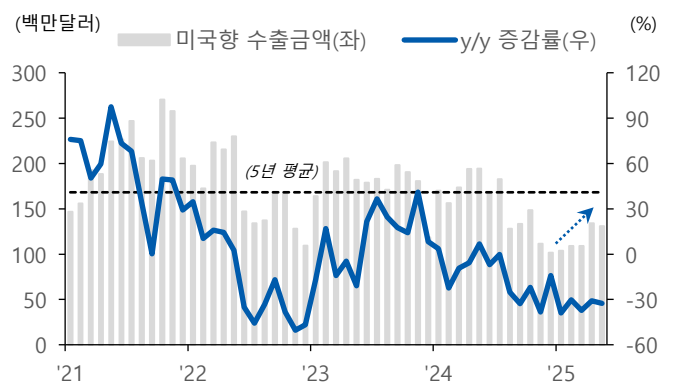
VS 사업은 유럽 중심의 주문 증가와 견조한 수주잔고를 기반으로 전사 이익 변동성을 완충하는 역할을 하고 있다. 특히 고부가가치 중심의 IVI 비중이 확대되면서 하반기는 물론 내년까지도 추가적인 수익성 개선이 가능할 전망이다. 더불어 유럽 고객사 대응을 위해 '24년 완공한 헝가리 공장이 내년 중반부터 본격 가동되면서 동사의 권역별 현지화 전략 효과가 가시화될 것으로 예상된다.

[그림 3] LG 전자 HS 매출액 및 OPM



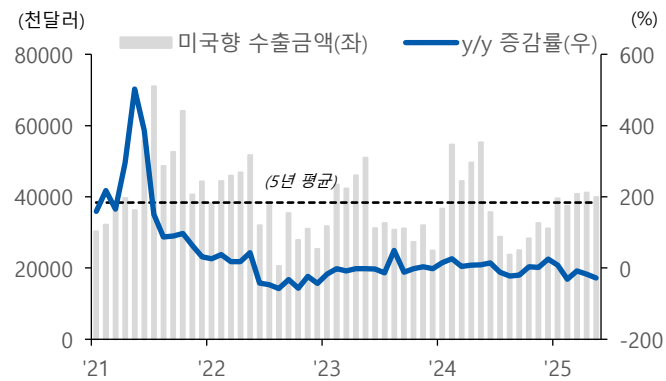
자료: LG 전자, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 한국 미국향 냉장고 수출금액 및 전년대비 증감률

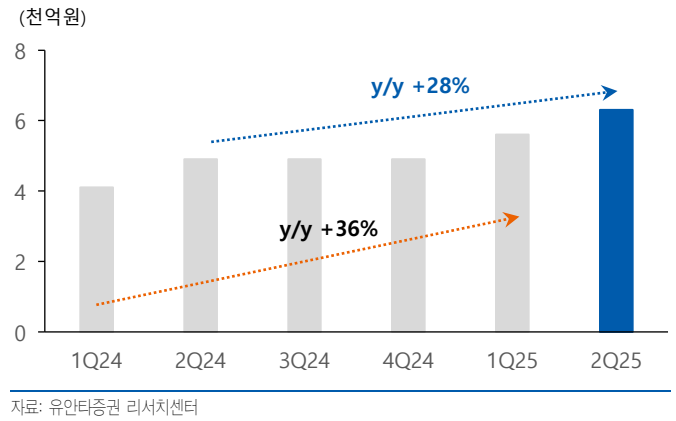


자료: KITA, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8418

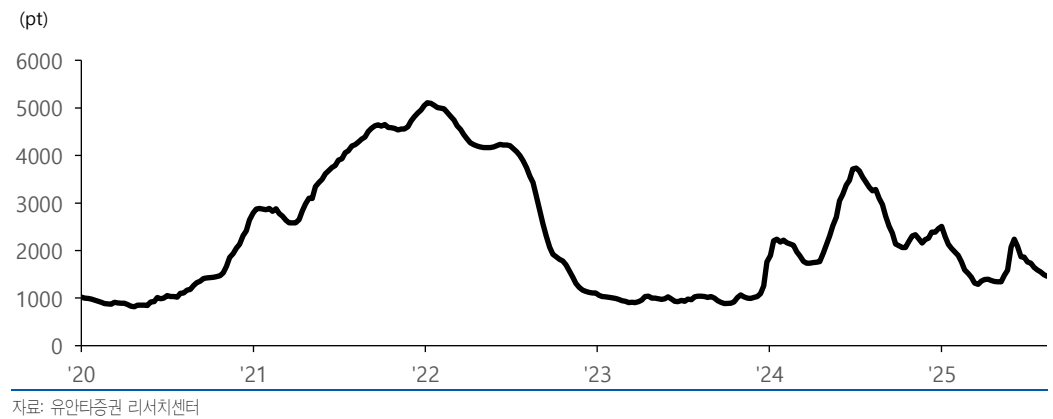
[그림 5] 한국 미국향 세탁기 수출금액 및 전년비 증감률



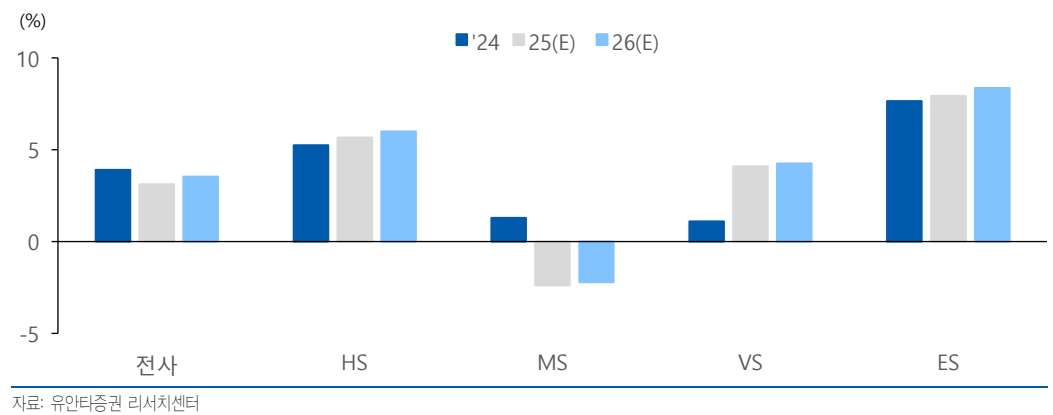
[그림 6] LG 전자 구독사업 매출



[그림 7] SCFI 컨테이너 지수



[그림 8] LG 전자 사업부문별 OPM

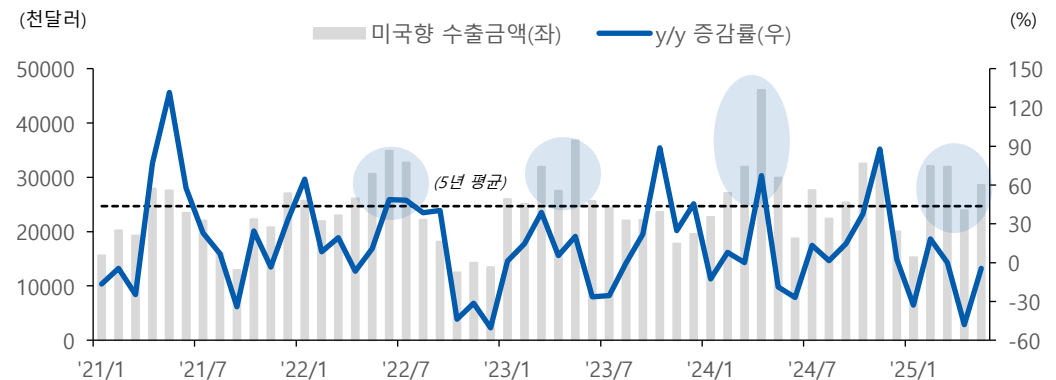


에어컨에서 HVAC 까지, 주주환원 통한 알파 창출은 기본

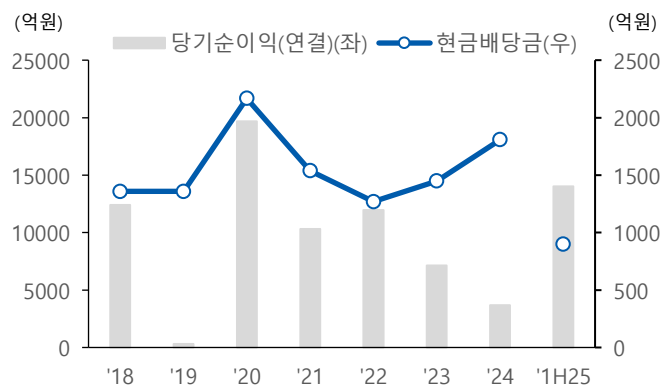
AI 서버 중심의 수요 확대는 메모리, 네트워크뿐만 아니라 이를 구성하는 핵심 부품군 전반의 수요 구조를 근본적으로 변화시키고 있다. 전력 소모 최소화를 위한 전력 관리, 중앙부 발열 집중이 심한 HBM의 구조를 고려한 냉각 시스템 등 AI 서버 확산과 함께 새로운 시장이 개화하고 있다. 동사는 에어컨 사업을 통해 축적한 신뢰감 있는 레퍼런스와 압축기, 열교환기, 인버터 컨트롤러 등 핵심 부품 내재화 역량을 기반으로, 서버 열관리 부문에서 신규 강자로 부상하고 있다. 기존 본업인 에어컨에 더해 공랭, 수랭, 액체(기존 공기 냉각, 액체 냉각은 반도체 칩 쿨링 솔루션, 연내 상용화 예정), AI 서버용 데이터센터 열관리(HVAC)에 이르기까지 제품 커버리지를 확장하고 있으며 이로 인해 외형 성장과 마진을 동시에 확보할 것으로 전망된다. AI 데이터센터는 동사 중장기 멀티플 확장의 핵심 축 중 하나가 될 것이다.

단기적으로는 실적 부진이 예상되지만, 주주환원에 대한 기대감은 여전히 유효하다. 동사는 지난해부터 연 2회 반기 배당을 지급하고 있으며 7월 말 기준 76.1만주(약 602억원) 규모의 자사주 소각도 진행했다. 더불어 '22년부터 LGD 여파로 지속됐던 지분법 손실이 이번 2분기를 기점으로 플러스로 전환되며 향후 주주환원 재원 확보 여력도 확대될 것으로 판단된다.

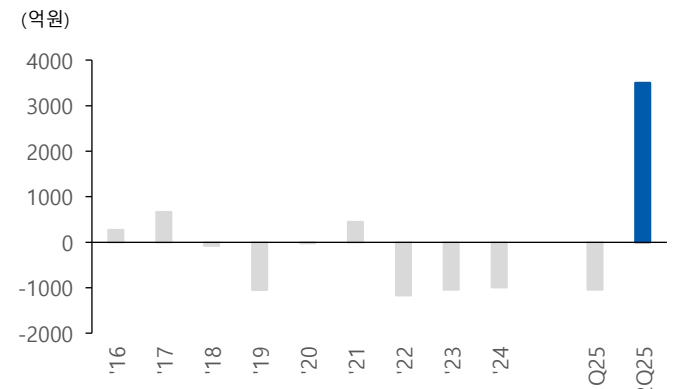
[그림 9] 한국 미국향 에어컨 수출금액 및 전년비 증감률



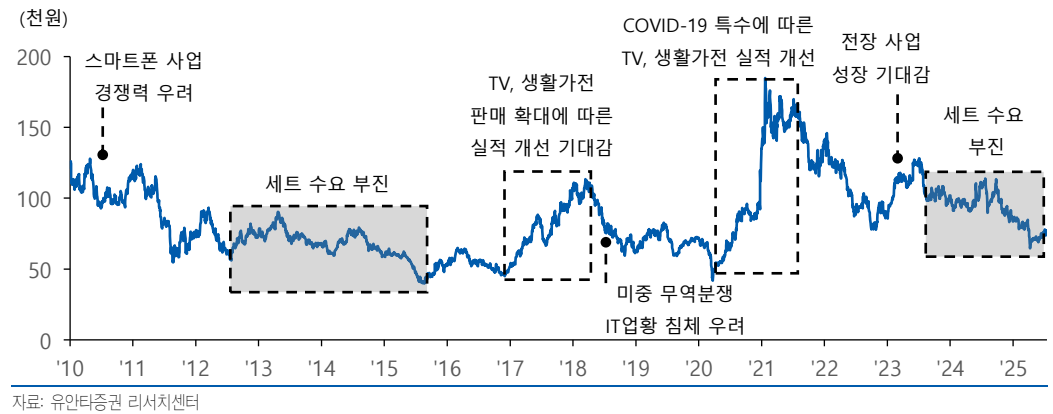
[그림 10] LG 전자 당기순이익 및 현금배당금



[그림 11] LG 전자 연간/분기 지분법 관련 수익



[그림 12] LG 전자 '10년 이후 주가 흐름 및 주요 이벤트



[표 2] LG 전자 분기 실적 추이 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액 (연결)	21,096	21,694	22,176	22,761	22,740	20,735	21,486	23,067	87,728	88,028	91,674
HS	6,129	6,416	6,282	5,978	6,697	6,594	6,403	5,928	24,805	25,623	26,212
MS	5,061	5,077	5,139	5,613	4,950	4,393	4,816	5,371	20,890	19,530	20,221
VS	2,662	2,692	2,611	2,655	2,843	2,849	2,787	2,724	10,621	11,204	11,749
ES	2,589	2,536	2,144	1,552	3,054	2,644	2,171	1,575	8,821	9,444	9,863
기타	490	616	506	516	365	458	468	483	2,128	1,774	1,678
매출 (별도)	16,931	17,337	16,682	16,314	17,909	16,939	16,644	16,082	67,265	67,574	69,721
LG 이노텍	4,334	4,555	5,685	6,627	4,983	3,935	4,842	6,985	21,201	20,744	21,953
영업이익 (연결)	1,335	1,197	752	135	1,259	639	618	239	3,420	2,755	3,183
HS	587	429	355	-69	645	440	320	47	1,302	1,453	1,545
MS	181	127	11	-50	5	-192	-144	-134	269	-465	-448
VS	52	82	1	-19	125	126	111	95	116	458	501
ES	336	249	156	-66	407	250	144	-42	675	759	835
기타	3	158	97	91	-47	-12	19	18	349	-22	19
매출 (별도)	1,159	1,045	620	-113	1,135	613	450	-16	2,711	2,182	2,452
LG 이노텍	176	152	130	248	125	11	167	255	706	558	731
OPM (%) (연결)	6.3%	5.5%	3.4%	0.6%	5.5%	3.1%	2.9%	1.0%	3.9%	3.1%	3.5%
HS	9.6%	6.7%	5.6%	-1.2%	9.6%	6.7%	5.0%	0.8%	5.2%	5.7%	5.9%
MS	3.6%	2.5%	0.2%	-0.9%	0.1%	-4.4%	-3.0%	-2.5%	1.3%	-2.4%	-2.2%
VS	1.9%	3.1%	0.0%	-0.7%	4.4%	4.4%	4.0%	3.5%	1.1%	4.1%	4.3%
ES	13.0%	9.8%	7.3%	-4.3%	13.3%	9.5%	6.6%	-2.7%	7.7%	8.0%	8.5%
기타	0.6%	25.6%	19.2%	17.6%	-12.9%	-0.5%	4.0%	3.7%	16.4%	-1.3%	1.1%
매출 (별도)	6.8%	6.0%	3.7%	-0.7%	6.3%	3.6%	2.7%	-0.1%	4.0%	3.2%	3.5%
LG 이노텍	4.1%	3.3%	2.3%	3.7%	2.5%	0.3%	3.5%	3.6%	3.3%	2.7%	3.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] LG 전자 Peer 실적 및 Valuation

	기업명	LG 전자	Whirpool	Electrolux	Hisense
	Ticker	A066570	WHR.US	ELUXA.SS	000921.CH
	시가총액	12,265	5,235	1,840	4,538
2022	매출액	83,467.3	19,724.0	13,374.7	11,021.4
	영업이익	3,551.0	-1,056.0	-21.3	397.4
	영업이익률	4.3%	-5.4%	-0.2%	3.6%
	당기순이익	1,196.4	-1,519.0	-130.9	213.4
	PER	13.1	28.5	-	7.3
	PBR	0.8	3.3	-	0.9
	ROE	8.8	-42.3	-7.5	13.1
	EV/EBITDA	3.6	7.4	-	4.8
2023	매출액	82,262.7	19,455.0	12,680.8	12,088.2
	영업이익	3,653.3	1,015.0	-281.8	610.6
	영업이익률	4.4%	5.2%	-2.2%	5.1%
	당기순이익	712.9	481.0	-493.0	400.7
	PER	25.8	11.6	-	7.4
	PBR	0.9	2.8	-	1.5
	ROE	5.0	20.5	-37.7	22.6
	EV/EBITDA	4.4	7.6	-	5.8
2024	매출액	87,538.2	16,719.9	12,274.0	12,769.9
	영업이익	3,714.2	959.3	137.4	745.6
	영업이익률	4.2%	5.7%	1.1%	5.8%
	당기순이익	1,274.4	670.2	-56.6	455.5
	PER	10.7	7.8	-	10.3
	PBR	0.7	1.7	2.1	2.2
	ROE	6.8	12.4	-7.7	21.2
	EV/EBITDA	3.0	9.3	6.3	4.5
2025F	매출액	88,134.7	15,512.0	13,770.2	13,606.5
	영업이익	2,679.8	862.7	351.8	684.1
	영업이익률	3.0%	5.6%	2.6%	5.0%
	당기순이익	1,332.8	361.8	112.8	498.3
	PER	10.2	14.4	18.5	9.5
	PBR	0.6	1.7	2.0	1.9
	ROE	6.4	11.5	13.8	21.8
	EV/EBITDA	3.0	10.1	5.2	4.4
2026F	매출액	91,269.7	15,297.1	14,123.3	14,528.0
	영업이익	3,358.9	936.7	473.9	753.3
	영업이익률	3.7%	6.1%	3.4%	5.2%
	당기순이익	1,451.3	462.3	259.3	549.0
	PER	9.3	11.4	8.6	8.7
	PBR	0.6	1.2	1.7	1.7
	ROE	6.8	7.7	18.8	21.4
	EV/EBITDA	2.6	9.4	4.6	4.1

자료: Quantiwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, 백만달러, 배, %

LG 전자 (066570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	82,263	87,728	88,028	91,674	93,508	
매출원가	62,461	66,349	66,676	68,904	70,131	
매출총이익	19,801	21,379	21,352	22,771	23,377	
판매비	16,148	17,960	18,597	19,588	19,637	
영업이익	3,653	3,420	2,755	3,183	3,740	
EBITDA	6,870	6,954	6,176	6,117	6,202	
영업외손익	-1,638	-2,084	-561	-1,074	-1,054	
외환관련손익	29	-87	-709	-1,493	-1,493	
이자손익	-97	-71	-175	-155	-134	
관계기업관련손익	-1,045	-992	531	569	569	
기타	-526	-933	-208	4	4	
법인세비용차감전순이익	2,015	1,336	2,194	2,109	2,686	
법인세비용	757	463	506	574	884	
계속사업순이익	1,258	873	1,688	1,535	1,802	
중단사업순이익	-107	-282	-2	0	0	
당기순이익	1,151	591	1,686	1,535	1,802	
지배지분순이익	713	368	1,602	1,522	1,787	
포괄순이익	1,245	2,068	473	651	918	
지배지분포괄이익	818	1,620	551	511	721	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	5,914	3,843	2,132	778	770	
당기순이익	1,151	591	1,686	1,535	1,802	
감가상각비	2,704	2,993	2,898	2,477	2,066	
외환손익	0	0	747	1,493	1,493	
중속, 관계기업관련손익	1,045	992	-531	-569	-569	
자산부채의 증감	-1,218	-3,797	-5,641	-7,536	-7,340	
기타현금흐름	2,233	3,063	2,974	3,379	3,318	
투자활동 현금흐름	-5,290	-4,212	-4,049	-3,614	-3,587	
투자자산	-173	-511	-89	-144	-79	
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,270	-2,356	-2,563	-2,752	-2,805	
유형자산 감소	47	41	62	0	0	
기타현금흐름	-1,894	-1,386	-1,459	-718	-703	
재무활동 현금흐름	1,503	-705	-1,247	-166	-173	
단기차입금	-146	-101	107	15	8	
사채 및 장기차입금	2,560	827	-1,154	0	0	
자본	-23	-55	68	0	0	
현금배당	-241	-317	-266	-181	-181	
기타현금흐름	-646	-1,060	-1	0	0	
연결범위변동 등 기타	38	159	2,969	3,477	3,303	
현금의 증감	2,165	-915	-194	476	314	
기초 현금	6,322	8,488	7,573	7,379	7,855	
기말 현금	8,488	7,573	7,379	7,855	8,168	
NOPLAT	3,653	3,420	2,755	3,183	3,740	
FCF	2,644	1,486	-431	-1,974	-2,035	

자료: 유안타증권

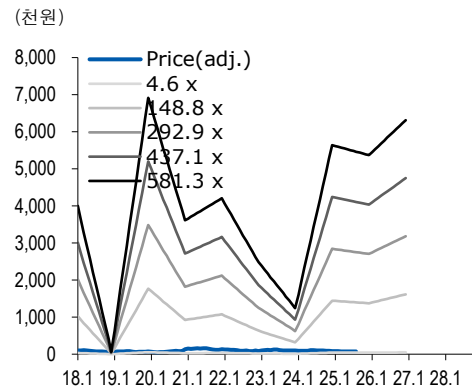
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,341	33,924	34,082	35,565	36,418
현금및현금성자산	8,488	7,573	7,379	7,855	8,168
매출채권 및 기타채권	9,844	11,345	11,497	11,931	12,154
재고자산	9,125	10,729	10,873	11,283	11,509
비유동자산	29,900	31,706	31,147	31,109	31,531
유형자산	16,819	17,075	16,270	16,546	17,284
관계기업등 자본관련자산	3,004	2,776	2,813	2,919	2,977
기타투자자산	1,758	1,268	1,283	1,320	1,341
자산총계	60,241	65,630	65,229	66,675	67,949
유동부채	24,160	27,307	27,637	28,571	29,084
매입채무 및 기타채무	17,595	19,401	19,661	20,402	20,810
단기차입금	708	564	667	667	667
유동성장기부채	1,894	2,325	2,225	2,225	2,225
비유동부채	12,582	13,110	12,071	12,112	12,135
장기차입금	5,537	4,713	4,502	4,502	4,502
사채	5,183	6,380	5,537	5,537	5,537
부채총계	36,742	40,418	39,707	40,683	41,219
지배지분	19,665	20,995	21,362	21,820	22,542
자본금	904	904	904	904	904
자본잉여금	3,025	2,970	3,038	3,038	3,038
이익잉여금	16,201	16,353	17,853	19,194	20,800
비지배지분	3,834	4,217	4,160	4,173	4,187
자본총계	23,499	25,212	25,522	25,992	26,730
순차입금	5,943	6,833	5,968	5,473	5,149
총차입금	14,576	15,302	14,255	14,270	14,278

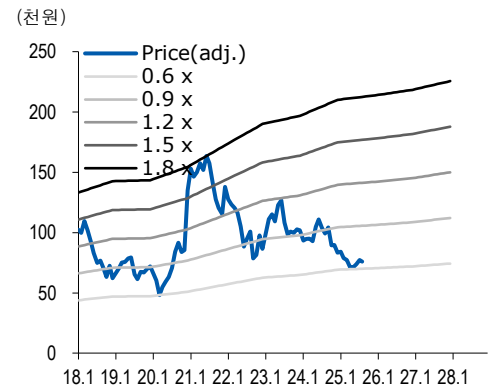
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	4,267	2,136	9,700	9,235	10,862	
BPS	109,209	116,595	118,634	121,175	125,188	
EBITDAPS	37,992	38,453	34,214	33,968	34,444	
SPS	454,908	485,132	487,646	509,097	519,279	
DPS	800	1,000	1,000	1,000	1,000	
PER	25.4	45.7	7.8	8.2	7.0	
PBR	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6	
EV/EBITDA	4.1	4.0	3.7	3.7	3.6	
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-1.4	6.6	0.3	4.1	2.0	
영업이익 증가율 (%)	2.9	-6.4	-19.4	15.5	17.5	
지배순이익 증가율 (%)	-40.4	-48.4	336.0	-5.0	17.4	
매출총이익률 (%)	24.1	24.4	24.3	24.8	25.0	
영업이익률 (%)	4.4	3.9	3.1	3.5	4.0	
지배순이익률 (%)	0.9	0.4	1.8	1.7	1.9	
EBITDA 마진 (%)	8.4	7.9	7.0	6.7	6.6	
ROIC	11.5	10.6	10.2	11.0	11.8	
ROA	1.2	0.6	2.4	2.3	2.7	
ROE	3.7	1.8	7.6	7.1	8.1	
부채비율 (%)	156.4	160.3	155.6	156.5	154.2	
순차입금/자기자본 (%)	30.2	32.5	27.9	25.1	22.8	
영업이익/금융비용 (배)	6.8	6.0	4.7	5.5	6.5	

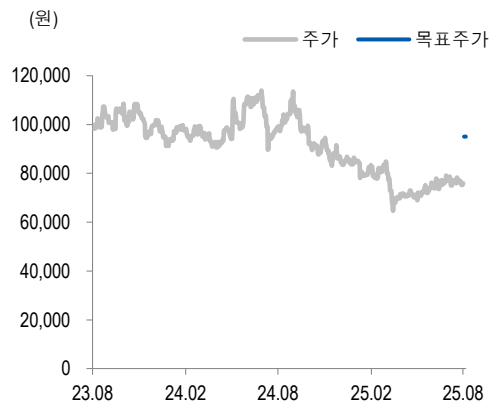
P/E band chart



P/B band chart



LG 전자 (066570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-26	BUY	95,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 고선영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

대덕전자 (353200)

Worth the wait, 인내는 쓰나 열매는 달다

날개짓은 AI로, MLB의 구조적 성장은 제품 믹스에서부터

북미 AI 가속기 고객사향 매출(UBB, OAM)이 이번 2Q25부터 인식되기 시작. 전분기 전체 MLB 매출 내 1%에 불과했던 AI 비중은 단 1개 분기 만에 11%로 확대. AI 가속기 관련 수요는 하반기는 물론 내년에도 지속될 전망. 기존 주력 수요처인 네트워크도 800G 스위치 전환으로 견조한 회복세를 보이고 있으며 방산까지 더해지며 응용처 확장 진행. 제품 믹스 개선에 따른 수익성 회복 가시화. 현재 수요 상황 감안, MLB 생산 캐파 내년 2분기까지 2배 확대할 계획. 병목 공정 위주 증설만큼 완공 직후 매출 기여도 빠르게 전개될 것.

패키지 회복 확인, FC-BGA BEP 시점 가시화

패키지 기판은 전장, PC/서버, 모바일을 비롯해 전 응용처 회복세 확인. 레거시 IT 세트 수요 둔화 우려는 있으나, 서버 중심의 견조한 출하량 지속으로 DDR5 중심 메모리 부문은 성장세를 유지할 전망. 비메모리 부문 또한 FC-BGA를 중심으로 저점을 통과했으며 전장용 FC-BGA Ramp-up으로 가동률 및 수익성 개선 확인. 3Q25부터 자율주행칩향 FC-BGA 양산이 시작되며 4Q부터 매출 기여가 본격화될 전망. 이로 인해 내년 상반기 BEP 달성 가능할 것으로 판단. 환율 부담 완화로 3Q25부터 영업이익 개선세가 본격화되고 '26년에는 제품 믹스 개선 및 가동률 상승 효과로 마진 확대 기대.

목표주가 32,000원으로 커버리지 개시, 커버 내 Top pick

투자 의견 BUY와 목표주가 32,000원을 제시하며 신규 커버리지 개시. 목표주가는 본격적인 실적 개선세가 확인될 '26년 예상 EPS에 글로벌 주요 기판 업체들의 '26년 평균 PER을 적용해 산정함. 동사가 여전히 일본, 대만 대비 시장 점유율, 고객사 측면에서 확장 단계에 있는 점을 감안해 20% 할인율을 적용. 최근 실적에서 컨센서스를 하회하는 영업이익을 발표했으나 이는 구조적 턴어라운드 과정에서 불가피한 구간이라 판단. 오히려 AI 서버 중심 MLB 고성장, FC-BGA 수익성 개선 가시화, '26년 실적 턴어라운드 본격화에 따른 리레이팅 가능성을 근거로 동사를 전기전자 업종 내 Top pick으로 제시.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	262	12.8	6.7	265	-1.0
영업이익	12	33.8	560.8	13	-5.3
세전계속사업이익	17	161.2	흑전	16	9.9
지배순이익	14	163.7	209.7	13	2.9
영업이익률 (%)	4.7	+0.7 %pt	+3.9 %pt	4.9	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	5.2	+3.0 %pt	+3.4 %pt	5.0	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	910	892	1,007	1,154
영업이익	24	11	23	90
지배순이익	25	24	28	78
PER	50.9	45.9	40.7	14.5
PBR	1.5	1.3	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.9	6.7	8.1	5.5
ROE	2.9	2.7	3.2	8.7

자료: 유안타증권



고선영 전기전자

sunyoung.kou@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 32,000원 (I)
직전 목표주가 -원
현재주가 (8/25) 23,050원
상승여력 39%

시가총액	11,391억원
총발행주식수	51,512,444주
60일 평균 거래대금	125억원
60일 평균 거래량	604,685주
52주 고/저	24,000원 / 12,870원
외인지분율	8.63%
배당수익률	2.58%
주요주주	대덕 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.8	59.4	12.4
상대	13.3	28.7	(5.4)
절대 (달러환산)	13.3	58.4	8.7

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

Worth the wait, 인내는 쓰나 열매는 달다

투자의견 Buy, 목표주가 32,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy와 목표주가 32,000원을 제시하며 신규 커버리지 개시한다. 밸류에이션은 PER을 활용했다. 그 이유는 1) 서버 중심의 성장 모멘텀이 EPS에 직결되고, 2) 일본, 대만 등 글로벌 Peer와의 비교가 용이하며, 3) 현재 국면에서는 자산 가치보다 이익 창출력이 주가를 좌우하기 때문이다. 목표주가는 본격적인 실적 개선세가 확인될 '26년 예상 EPS에 글로벌 주요 기관 업체 '26년 평균 PER을 적용해 산출했으며, 동사가 여전히 일본, 대만 peer 대비 시장점유율과 고객사 측면에서 개척 및 확장 단계에 있다는 점을 감안해 평균 대비 20% 할인율을 반영했다.

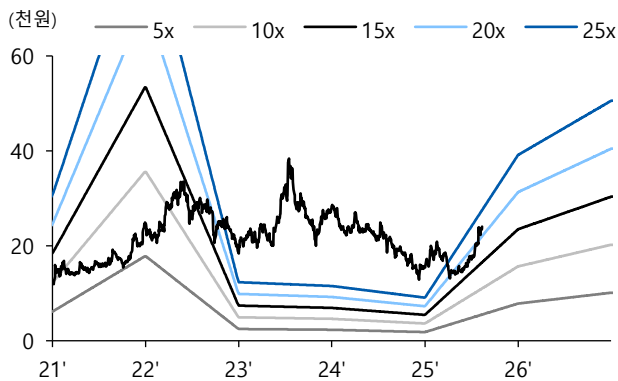
최근 실적은 컨센서스를 하회했으나, 이는 구조적 전환 과정에서 불가피한 구간으로 판단된다. 오히려 '23년 이후 이어진 부진을 지나, 인내에 대한 보상이 가시화되는 시점이다. 남은 하반기부터 '26년까지 동사를 억눌렀던 요인들의 반전이 사업 전반에서 확인되고 있으며, 이에 따라 실적 턴어라운드와 회복 기반의 리레이팅 가능성이 높다고 본다. 종합적으로, 동사를 **서버 중심 성장 모멘텀 + FC-BGA 회복 가시화 + 글로벌 Peer 대비 밸류에이션 매력**을 근거로 전기 전자 업종 내 Top pick으로 제시한다.

[표 1] 대덕전자 목표주가 산정방식

구분	내용	비고
EPS(원)	1,588	'26년 예상 EPS
목표 PER(배)	20.1	Ibiden, Unimicron, Kinsus, 코리아씨키트, 이수페타시스 '26년 평균 PER 대비 20% 할인
목표 주가(원)	32,000	
현재 주가(원)	22,950	
상승 여력(%)	39.4	

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 대덕전자 12MF P/E Band



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 대덕전자 12MF P/B Band



자료: 유안타증권 리서치센터

날개짓은 AI 로, MLB 의 구조적 성장은 제품 믹스에서부터

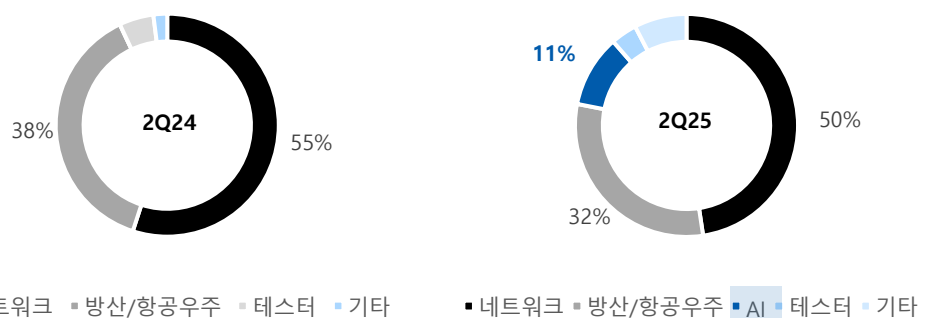
동사의 AI 서버 관련 최대 수혜측인 MLB 부문이 본격적으로 반응하기 시작했다. 2Q25 실적에서 북미 AI 가속기(UBB, OAM) 고객사향 매출이 41억원 인식되며, 지난해 2분기까지만 해도 비중이 전혀 관측되지 않던 AI 매출이 1Q25 기준 1% 도달한 이후 단 한 분기 만에 11%까지 확대되었다. 이러한 AI 가속기 관련 매출은 하반기, '26년에도 지속적으로 확대될 것으로 전망된다.

기존 MLB 주력 수요처였던 네트워크도 800G 스위치 전환으로 인해 견조한 회복세를 보이고 있으며 최근에는 방산으로까지 응용처가 확장되었다. 이에 따라 MLB 부문의 제품 믹스 개선 효과가 가시화되며 수익성 개선으로 이어질 것으로 판단된다.

2Q25 기준 아직 전사 가동률은 72% 수준에 불과하지만 MLB 부문은 이미 90%에 근접해 시장 내 타이트한 수요를 반영하고 있다. 글로벌 기관 시장에서 '24년 이후 CapEx 전환에 적극적인 국가는 일본 외 한국에 한정되며, 동사는 선제적으로 생산 캐파 확대에 나선 대표적 업체다.

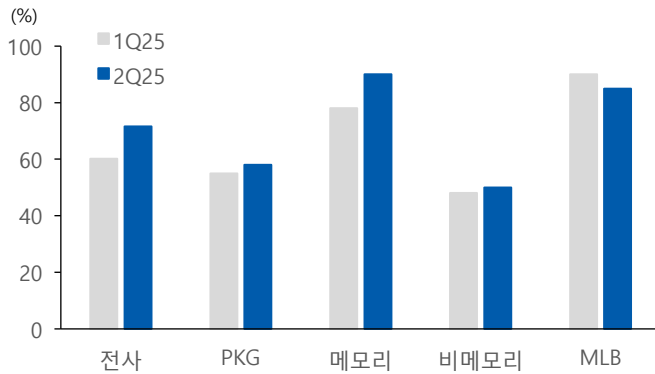
현재 수요 상황을 감안하여 동사는 현재 분기당 약 450억원 규모인 MLB 생산 캐파는 내년 2분기까지 900억원으로 약 2배 확장할 계획을 가지고 있다. 연간으로는 최대 3,600억원에 달하는 규모로 단기간 효과 극대화를 위해 병목 공정 위주의 증설이 진행되고 있다. 이에 따라 증설 완료 이후 매출 반영 또한 빠르게 전개될 것으로 예상된다.

[그림 3] MLB 사업별 매출 비중



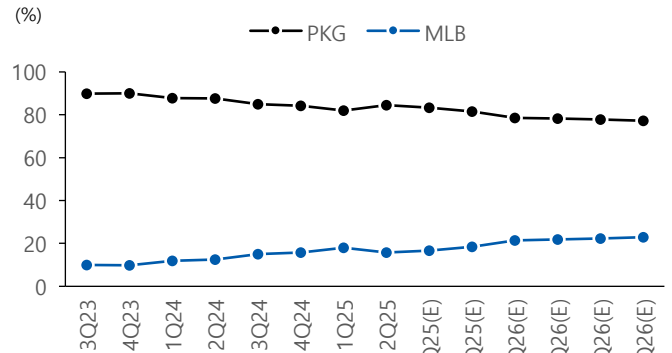
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 대덕전자 분기별 가동률



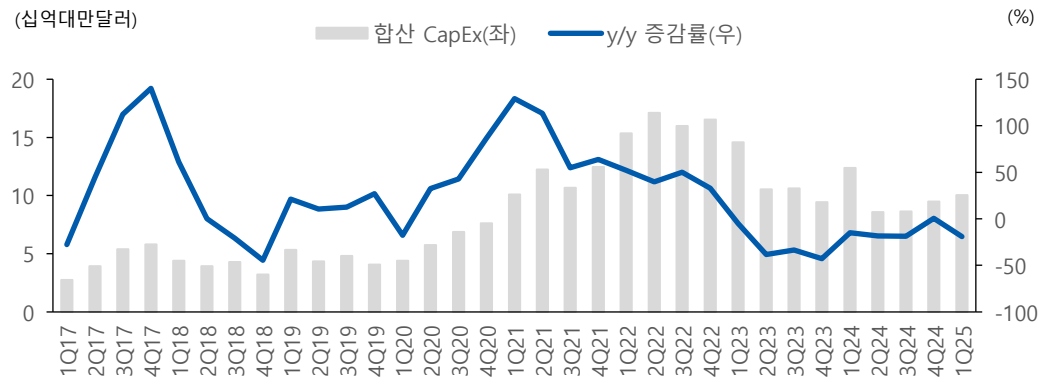
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 대덕전자 부문별 매출 비중



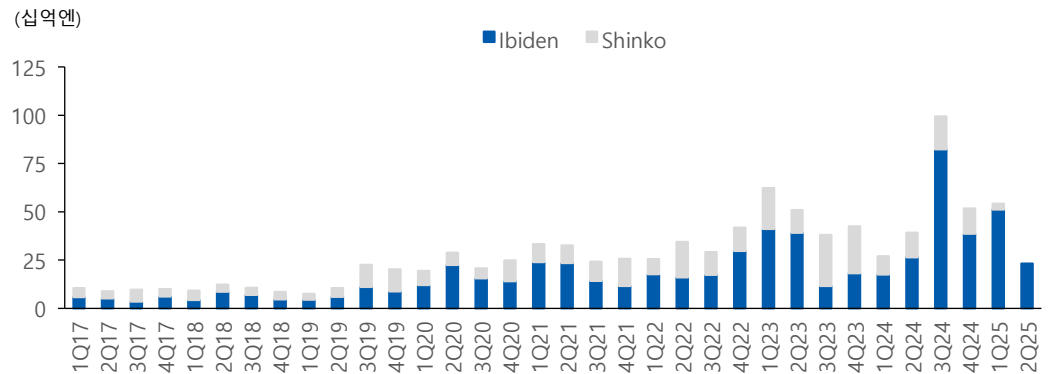
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 대만 주요 PCB 3사 합산 CapEx 추이('17~'25년)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: Unimicron, Kinsus, Nanya PCB 합산 CapEx

[그림 7] 일본 Top 2 PCB 업체 CapEx 합산



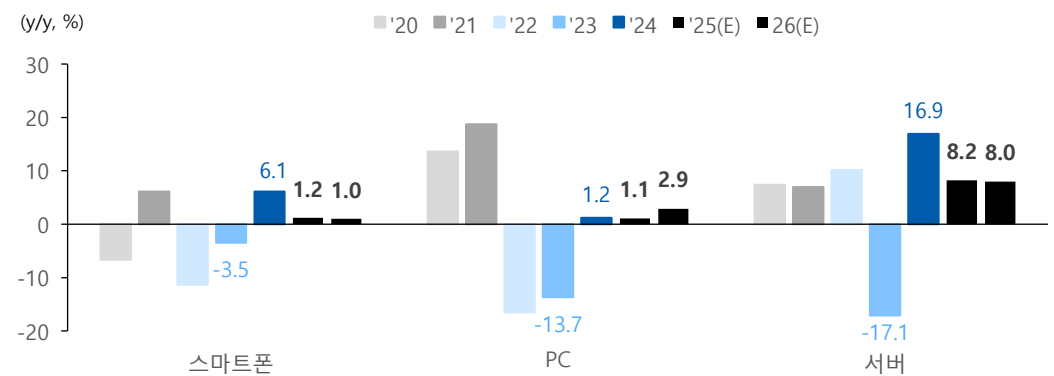
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

패키지 회복 확인, FC-BGA BEP 시점 가시화

이번 실적에서 전장, PC/서버, 모바일을 비롯해 패키지 기판(메모리/비메모리) 전 응용처의 회복이 확인되었다. 물론 1) 지속될 관세 여파, 2) G2 중심 구매력 부진에 따른 레거시 IT 세트 수요 둔화 가능성은 여전히 부담 요인이다. 그러나 서버 중심의 견조한 출하량이 이어지고 있어, DDR5 중심의 메모리 부문은 견조한 성장세를 지속할 것으로 보인다.

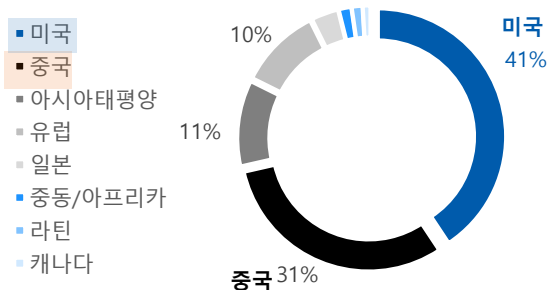
비메모리 부문 또한 FC-BGA를 중심으로 저점을 통과했다. 전장용 FC-BGA Ramp-up에 따른 가동률 증가와 수익성 개선이 확인되고 있다. 3Q25부터는 자율주행칩향 FC-BGA 양산이 시작될 전망이다. 이에 따라 4Q25부터 매출 기여가 본격화될 것으로 예상된다. 늦어도 내년 상반기 중에는 FC-BGA 부문의 BEP 달성이 가능할 것으로 보인다. 상반기 실적에 부담을 주었던 환율 영향도 점차 완화되고 있어, 3Q25부터는 영업이익 개선세가 본격화될 것으로 보인다. '26년에는 제품 믹스 개선 및 가동률 상승 효과가 결합되며 마진 확대가 본격화될 것으로 예상된다.

[그림 8] 레거시 IT 연간 출하량 전년비 증감률 추이 및 '25~'26년 전망



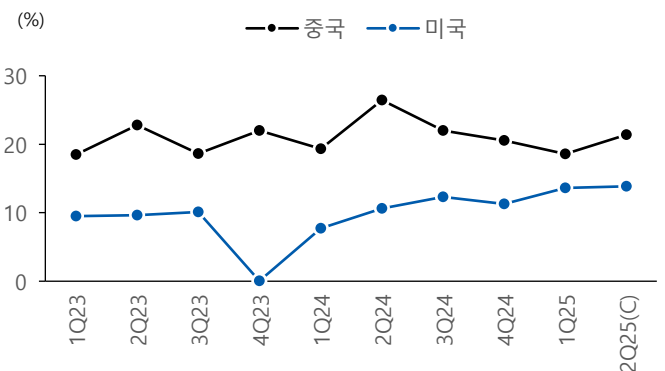
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 글로벌 서버 출하량 국가별 비중(24년) - 미국 41%, 중국 31%



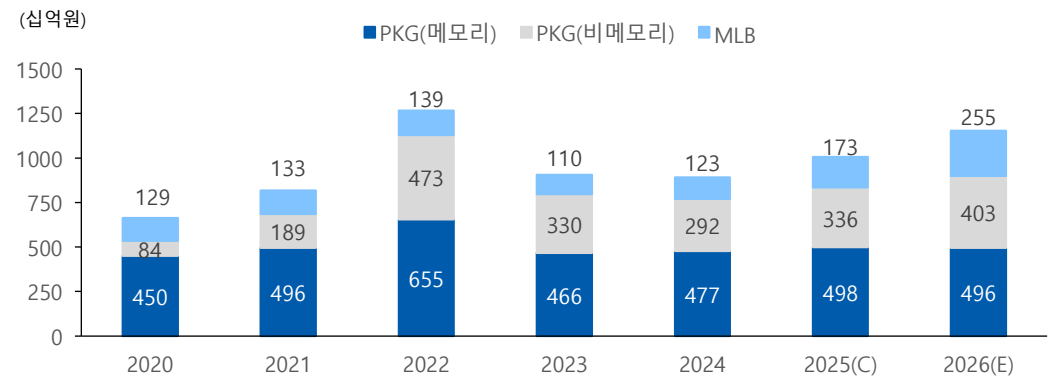
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 대덕전자 G2 매출 비중



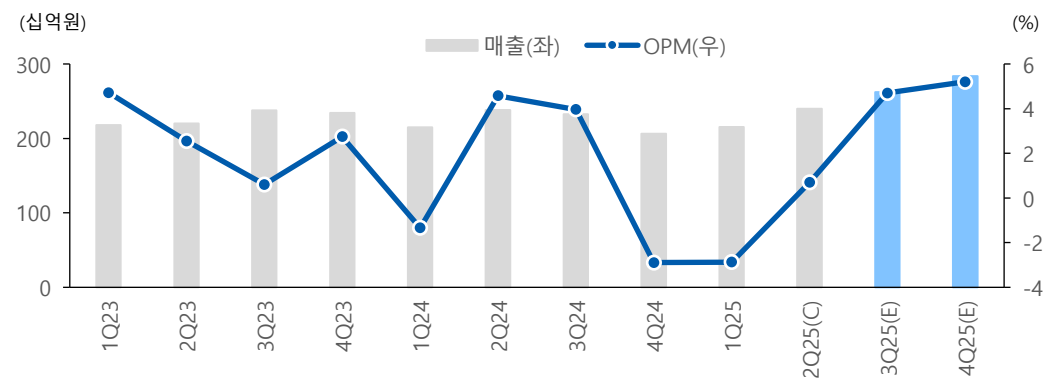
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 대덕전자 제품별 연간 매출 추이 및 전망



자료: 대덕전자, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 대덕전자 제품별 연간 매출 추이 및 전망



자료: 대덕전자, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 대덕전자 '20년 이후 주가 흐름 및 주요 이벤트



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 대덕전자 분기 실적 추이 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	214.8	238.2	232.7	206.5	215.4	245.9	262.4	283.7	892.2	1001.1	1153.7
Y/Y 증감률(%)	-1.3%	8.3%	-2.1%	-11.9%	0.3%	3.2%	12.8%	37.4%	-1.9%	12.2%	15.2%
Q/Q 증감률(%)	-8.4%	10.9%	-2.3%	-11.3%	4.3%	14.2%	6.7%	8.1%			
패키지 기판(PKG)	188.5	208.6	197.7	173.9	176.6	207.9	218.6	231.4	768.7	834.5	898.5
Y/Y 증감률(%)	4.3%	9.0%	-7.4%	-17.6%	-6.3%	-0.3%	10.6%	33.0%	-3.5%	8.6%	7.7%
Q/Q 증감률(%)	-10.7%	10.7%	-5.2%	-12.0%	1.6%	17.7%	5.2%	5.8%			
메모리	117.6	129.6	127.3	102.0	101.3	127.1	132.5	137.4	476.5	498.3	495.6
Y/Y 증감률(%)	33.6%	11.7%	-3.1%	-22.1%	-13.9%	-1.9%	4.1%	34.7%	2.2%	4.6%	-0.6%
Q/Q 증감률(%)	-10.2%	10.2%	-1.8%	-19.9%	-0.7%	25.5%	4.3%	3.7%			
비메모리	70.9	79.1	70.4	72.0	75.3	80.7	86.1	93.9	292.4	336.0	402.9
Y/Y 증감률(%)	-23.5%	5.0%	-14.4%	-10.2%	6.2%	2.0%	22.3%	30.5%	-11.5%	14.9%	19.9%
Q/Q 증감률(%)	-11.6%	11.6%	-11.0%	2.3%	4.6%	7.2%	6.7%	9.1%			
MLB	25.5	29.5	35.0	32.6	38.8	37.7	43.8	52.3	122.6	172.6	255.3
Y/Y 증감률(%)	-28.0%	5.0%	48.3%	42.4%	52.2%	27.8%	25.0%	60.4%	11.5%	40.8%	47.9%
Q/Q 증감률(%)	11.4%	15.7%	18.6%	-6.9%	19.0%	-2.8%	16.1%	19.5%			
매출비중(%)											
PKG	88%	88%	85%	84%	82%	85%	83%	82%	86%	83%	78%
메모리	55%	54%	55%	49%	47%	52%	51%	48%	53%	50%	43%
비메모리	33%	33%	30%	35%	35%	33%	33%	33%	33%	34%	35%
MLB	12%	12%	15%	16%	18%	16%	17%	18%	14%	17%	22%
영업이익	-2.9	10.9	9.2	-6.0	-6.2	1.9	12.3	14.7	11.3	22.5	90.4
영업이익률(%)	-1.3%	4.6%	4.0%	-2.9%	-2.9%	0.8%	4.7%	5.2%	1.3%	2.2%	7.8%
당기순이익	2.0	12.2	5.2	4.4	-5.7	2.7	10.5	11.2	23.8	18.7	80.6

자료: 유안타증권 리서치센터

[표3] 대덕전자 Peer 실적 및 Valuation

	기업명	대덕전자	Ibiden	Unimicron	코리아써킷	이수페타시스
	Ticker	A353200	4062.JT	3037.TT	A007810	A007660
	시가총액	1,109	6,777	6,755	269	4,338
2022	매출액	1,316.2	3,051	3,744	12.2	643
	영업이익	232.5	364	472	2.4	117
	영업이익률	17.7%	11.9%	12.6%	20.0%	18.1%
	당기순이익	183.9	242	473	68.6	102
	PER	5.3	27.7	25.7	4.8	3.5
	PBR	1.1	2.2	5.6	0.7	1.6
	ROE	23.9	8.8	24.2	12.2	58.9
	EV/EBITDA	2.3	10.0	15.0	2.4	4.0
2023	매출액	909.7	3,572	4,715	1,332.2	675
	영업이익	23.7	631	1,281	-32.1	62
	영업이익률	2.6%	17.7%	27.2%	-2.4%	9.2%
	당기순이익	25.4	367	994	-36.6	48
	PER	54.9	20	6	-15.0	39
	PBR	1.6	2	2	1.3	7
	ROE	3.0	12	40	-3.9	20
	EV/EBITDA	8.5	7	3	8.4	26
2024	매출액	902.1	3,089	3,338	1,401.2	832
	영업이익	23.4	535	286	-29.8	106
	영업이익률	2.6%	17.3%	8.6%	-2.1%	12.8%
	당기순이익	26.1	386	384	-40.3	79
	PER	44.3	14.1	22.3	-7.7	49.5
	PBR	1.3	1.8	3.0	0.8	11.6
	ROE	3.0	13.3	13.6	-4.5	26.2
	EV/EBITDA	5.7	5.6	10.6	7.9	20.0
2025F	매출액	1,003.5	2,567	3,592	1,401.6	1,023
	영업이익	26.1	305	159	31.5	186
	영업이익률	2.6%	11.9%	4.4%	2.2%	18.2%
	당기순이익	26.2	213	158	25.5	145
	PER	44.1	32.7	42.2	12.2	29.0
	PBR	1.3	1.9	2.3	0.8	8.1
	ROE	3.0	6.1	5.5	3.4	33.5
	EV/EBITDA	7.3	10.1	10.0	7.0	20.2
2026F	매출액	1,187.4	2,791	4,350	1,472.6	1,219
	영업이익	84.7	373	262	76.6	237
	영업이익률	7.1%	13.4%	6.0%	5.2%	19.4%
	당기순이익	75.6	247	173	49.3	186.33
	PER	15.3	27.2	38.8	6.3	23.3
	PBR	1.2	1.9	2.1	0.7	6.1
	ROE	8.3	7.3	5.3	8.4	29.9
	EV/EBITDA	4.9	7.6	8.4	4.0	15.5

자료: Quantiwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, 백만달러, 배, %

대덕전자 (353200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	910	892	1,007	1,154	1,236
매출원가	835	831	933	1,015	1,067
매출총이익	75	62	74	138	169
판매비	51	50	51	48	49
영업이익	24	11	23	90	120
EBITDA	139	129	119	177	196
영업외손익	5	19	6	18	21
외환관련 손익	4	10	-10	0	0
이자손익	5	7	7	6	9
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	2	9	12	12
법인세비용차감전순이익	28	30	28	109	141
법인세비용	3	6	0	30	24
계속사업순이익	25	24	28	78	117
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	24	28	78	117
지배지분순이익	25	24	28	78	117
포괄순이익	34	23	20	67	106
지배지분포괄이익	34	23	20	67	106

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	181	98	46	189	225
당기순이익	25	24	28	78	117
감가상각비	110	113	93	84	74
외환손익	2	-4	3	0	0
종속, 관계기업 관련 손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	40	-64	-117	-17	-9
기타현금흐름	3	29	38	43	42
투자활동 현금흐름	-197	-116	-110	-141	-25
투자자산	-77	-56	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-117	-60	-94	-130	0
유형자산 감소	1	2	0	0	0
기타현금흐름	-4	-3	-16	-11	-25
재무활동 현금흐름	-29	-21	6	-20	-20
단기차입금	-1	2	30	0	0
사채 및 장기차입금	-6	-6	-3	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-21	-15	-21	-20	-20
기타현금흐름	-1	-1	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	64	-31	-37
현금의 증감	-46	-38	6	-3	143
기초 현금	122	77	38	44	41
기말 현금	77	38	44	41	184
NOPLAT	24	11	23	90	120
FCF	64	38	-48	59	225

자료: 유안타증권

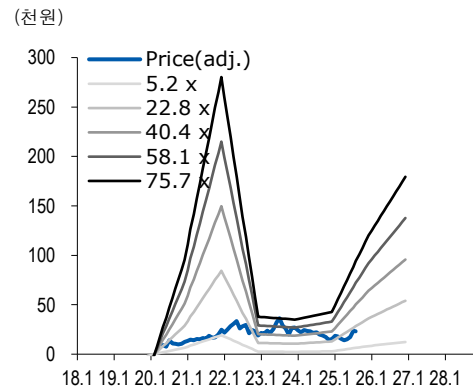
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표			(단위: 십억원)		
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	433	466	572	606	790
현금및현금성자산	77	38	44	41	184
매출채권 및 기타채권	129	135	185	206	220
재고자산	91	101	138	153	164
비유동자산	694	623	616	660	584
유형자산	629	568	570	616	542
관계기업등 자본관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	7	7	7	7	7
자산총계	1,128	1,089	1,188	1,266	1,374
유동부채	177	160	246	269	285
매입채무 및 기타채무	111	103	142	158	169
단기차입금	0	2	32	32	32
유동성장기부채	7	7	7	7	7
비유동부채	82	54	68	75	80
장기차입금	13	7	3	3	3
사채	0	0	0	0	0
부채총계	259	213	314	344	365
지배지분	868	876	875	922	1,008
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	545	545	545	545	545
이익잉여금	297	302	309	368	465
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	868	876	875	922	1,008
순차입금	-183	-205	-193	-190	-347
총차입금	20	16	43	43	43

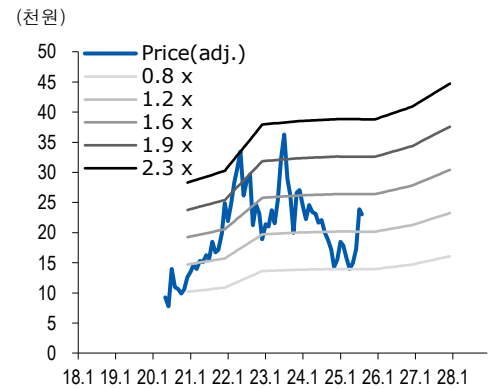
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	501	464	566	1,588	2,370	
BPS	16,857	16,996	16,977	17,901	19,575	
EBITDAPS	2,694	2,498	2,319	3,435	3,798	
SPS	17,659	17,319	19,554	22,397	24,002	
DPS	300	400	400	400	400	
PER	50.9	45.9	40.7	14.5	9.7	
PBR	1.5	1.3	1.4	1.3	1.2	
EV/EBITDA	7.9	6.7	8.1	5.5	4.1	
PSR	1.4	1.2	1.2	1.0	1.0	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-30.9	-1.9	12.9	14.5	7.2	
영업이익 증가율 (%)	-89.8	-52.6	101.8	298.3	32.5	
지배순이익 증가율 (%)	-86.2	-6.4	17.8	180.5	49.2	
매출총이익률 (%)	8.3	6.9	7.3	12.0	13.7	
영업이익률 (%)	2.6	1.3	2.3	7.8	9.7	
지배순이익률 (%)	2.8	2.7	2.8	6.8	9.5	
EBITDA 마진 (%)	15.3	14.4	11.9	15.3	15.8	
ROIC	3.0	1.3	2.9	8.8	13.6	
ROA	2.2	2.1	2.5	6.4	8.9	
ROE	2.9	2.7	3.2	8.7	12.1	
부채비율 (%)	29.9	24.4	35.8	37.3	36.2	
순차입금/자기자본 (%)	-21.1	-23.4	-22.1	-20.6	-34.4	
영업이익/금융비용 (배)	25.8	16.5	17.7	64.3	85.2	

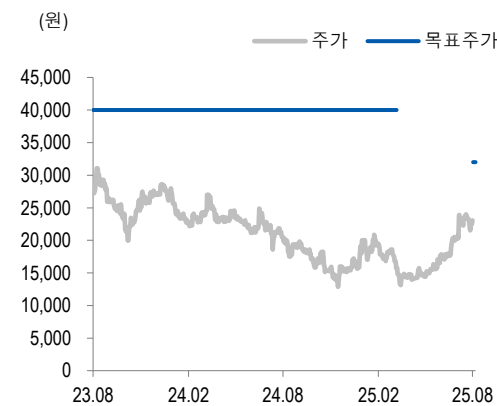
P/E band chart



P/B band chart



대덕전자 (353200) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최 저) 주가 대 비
2025-08-26	BUY	32,000	1년		
2024-07-12	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-55.48	-39.50
2023-07-12	BUY	40,000	1년	-35.72	-4.00

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-25

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 고선영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

삼성전기 (009150)

AI Driven, 레거시부터 전장, 서버까지

MLCC, AI 서버 및 전장 중심 믹스 개선 중

컴포넌트 사업 내 AI 서버, 네트워크, 전장 관련 매출 비중이 점차 확대. 전사 응용처 전반에서 MLCC 출하량이 증가하는 가운데, 전장 및 AI 서버 중심의 제품 믹스 개선이 병행되며 Q, P 측면에서 모두 우호적인 모습. 출하량 증가로 재고 일수는 평년 4~6주에서 4주 미만으로 축소되었으며, 가동률은 1Q 85%, 2Q 90%에서 하반기 95% 수준에 도달 전망. 이는 하반기, '26년 컴포넌트 사업 내 안정적 외형 성장과 마진 방어를 가능하게 하는 요인.

FC-BGA, AI 가속기와 ASIC으로 중기 외형 성장과 수익성 개선

FC-BGA 중심의 성장은 지속되고 있으며, 최근 북미 CSP 향 AI 가속기 기판 공급도 시작. 응용처 내 서버 비중은 40%를 상회하며 기존 PC 중심 수요를 넘어서는 모습. '26년까지 북미 빅테크의 자체 ASIC 개발이 연속적으로 진행되고, 대규모 AI 서버 클러스터 투자 계획이 가시화되면서 AI 가속기 및 ASIC 향 FC-BGA 수요는 확대될 수밖에 없는 상황. 글로벌 공급 가능한 업체 수가 제한적이어서 수급은 타이트해질 전망이며, 이에 따라 동사를 비롯한 일부 업체들의 수혜 강도도 점차 강화될 전망.

투자 의견 Buy, 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy와 목표주가 200,000원을 제시하며 신규 커버리지 개시. 목표주가는 동사 12MF BPS에 경쟁사 '25년 평균 PBR을 Target PBR(1.7배)로 적용해 산출. AI 및 전장 중심의 구조적 재편이 진행되는 가운데, 동사는 북미 핵심 고객사와의 협업을 다방면으로 확대하며 '26년 실적 가시성을 확보. 특히 삼성전자 수주 발표 이후 전장, 서버, 휴머노이드 등 응용처 확장이 기대되면서 이익 레벨업, P/B 상단 복귀, 리레이팅 사이클 진입이라는 세 가지 조건이 충족될 가능성이 높은 상황.



고선영 전기전자
sunyoung.kou@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 200,000원 (I)
직전 목표주가 -원
현재주가 (8/25) 157,600원
상승여력 27%

시가총액	117,717억원
총발행주식수	77,600,680주
60일 평균 거래대금	599억원
60일 평균 거래량	420,588주
52주 고/저	162,900원 / 105,600원
외인지분율	35.44%
배당수익률	1.45%
주요주주	삼성전자 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	16.8	34.4	10.1
상대	16.3	8.5	(7.3)
절대 (달러환산)	16.3	33.5	6.5

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)					
	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,849	9.7	2.3	2,810	1.4
영업이익	248	7.0	16.4	238	4.0
세전계속사업이익	268	80.4	56.2	231	15.9
지배순이익	213	84.6	63.9	183	16.0
영업이익률 (%)	8.7	-0.2 %pt	+1.1 %pt	8.5	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	7.5	+3.1 %pt	+2.8 %pt	6.5	+1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	8,892	10,294	11,122	11,854
영업이익	661	735	843	1,066
지배순이익	423	679	636	912
PER	25.8	15.6	18.7	13.0
PBR	1.4	1.2	1.3	1.3
EV/EBITDA	7.4	6.7	6.7	6.1
ROE	5.5	8.2	7.1	10.1

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

AI Driven, 레거시부터 전장, 서버까지

투자의견 Buy, 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy 와 목표주가 200,000원을 제시하며 신규 커버리지 개시한다. 밸류에이션은 PBR 을 타겟 멀티플로 활용해 측정했다. 전방 수요 영향을 많이 받는 동사 주력 제품인 MLCC, 기판 특성을 감안해본다면 EPS 의 경우 미래 수요 상황에 따라 왜곡될 가능성이 높은 만큼 자본 기반 의 PBR 이 안정적인 평가 지표로 적합하다는 판단에서다.

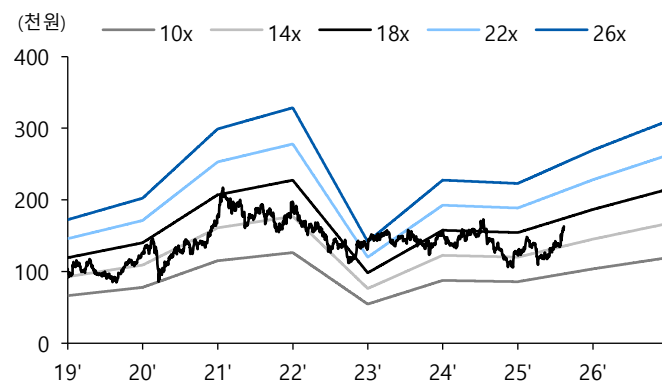
목표주가는 동사 12MF BPS 에 동사 MLCC 경쟁사인 Murata, Taiyo Yuden, TDK, Yageo, Ibiden 의 '25년 평균 BPR 을 Target PBR(1.7배)로 적용해 산출했다. 동사는 과거 MLCC 중심 의 사업 구조로 인해 IT 세트 수요 전망에 민감하게 반응했으나, 최근에는 서버, AI 및 전장 중심으로 구조적 재편이 진행되고 있다. 특히 북미 핵심 고객사들과의 협업 범위가 MLCC를 넘어 기판과 카메라 모듈까지 확대되며 '26년 실적 가시성이 높아지고 있다. 더불어 삼성전자향 수 주 발표 이후 해당 고객사향으로 전장에서 서버, 휴머노이드까지 응용처 확장이 가시화되면서, 향후 이익 레벨업, P/B 상단 복귀(현재 1.2배 → 업황 회복 시 1.8배 이상) 등 조건 충족 시 주가 상승 사이클 및 리레이팅 가능성이 열려 있다고 판단한다.

[표 1] 삼성전기 적정 주가 산출표

구분	내용	비고
BPS	120,039	12MF BPS
목표 PBR(배)	1.7	Murata, Taiyo Yuden, TDK, Yageo, Ibiden '25년 평균 PBR
목표 주가(원)	200,000	BPS*Target PBR
현재 주가(원)	157,600	
상승 여력(%)	26.9	

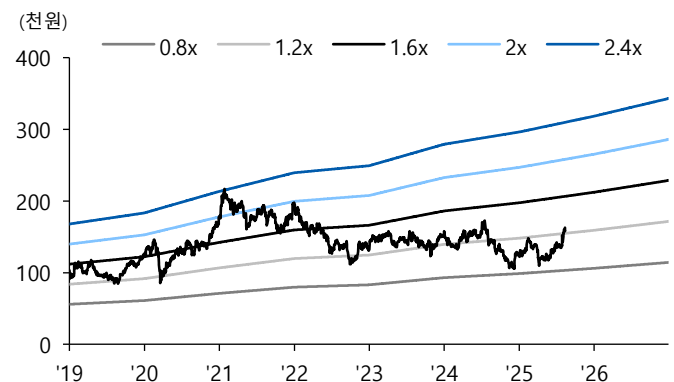
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 삼성전기 12MF P/E Band



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 삼성전기 12MF P/B Band



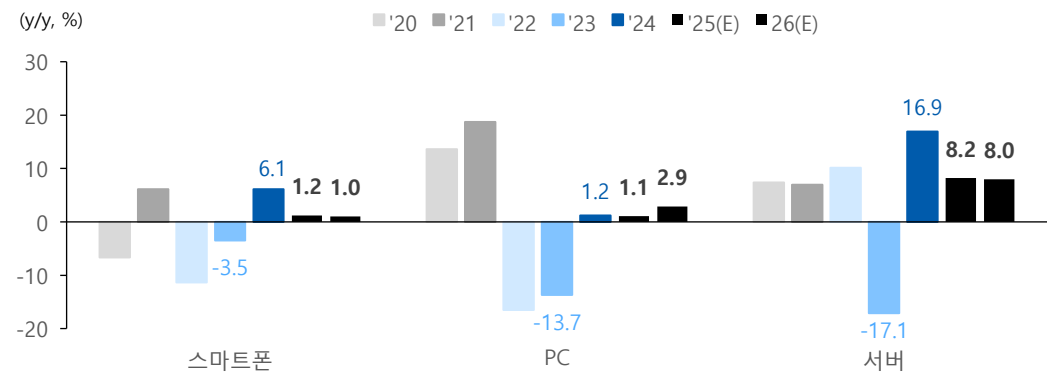
자료: 유안타증권 리서치센터

MLCC, AI 서버 및 전장 중심 믹스 개선 중

동사 컴포넌트 사업 내 수요 중심축이 기존 레거시 IT 제품에서 AI 서버, 네트워크, 전장으로 이동하고 있다. AI 서버는 높은 CPU/GPU 집적도와 부품 고도화로 인해 막대한 전력을 필요로 하며, 안정적인 전원 유지와 성능 확보를 위해 대량의 고용량 MLCC 수요가 발생하게 된다. 최근 동사의 MLCC 출하량은 전 응용처에서 증가세를 보이고 있으며, 특히 전장 및 AI 서버 중심의 제품 믹스 개선이 병행되면서 Q, P 측면 모두에서 우호적인 국면이 전개되고 있다. IT 세트 수요가 여전히 부진한 반면, 서버향 수요는 견조하게 유지되고 있으며, 특히 고부가 MLCC를 공급할 수 있는 기업이 제한적인 만큼 일본과 한국 업체 중심으로 수혜가 집중되고 있다.

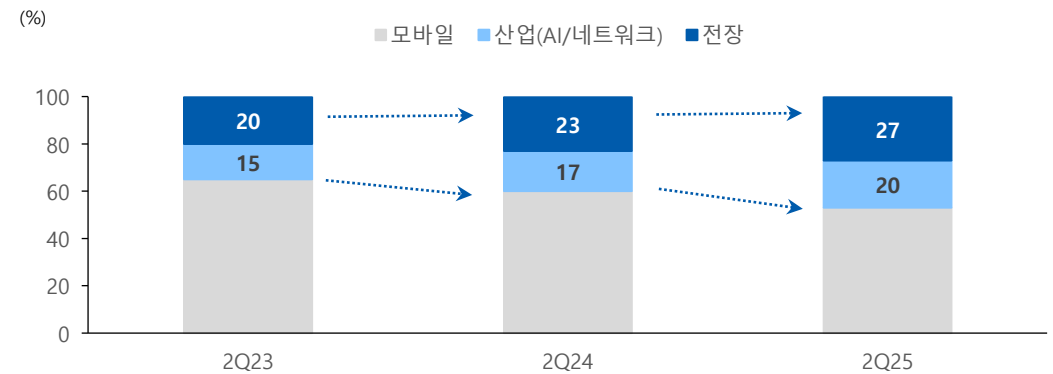
출하량 증가에 따라 동사의 재고 일수는 평년 4~6주에서 4주 미만으로 축소되었으며, 가동률도 전분기 85%에서 90%로 상승했다. 3Q에는 95%에 도달할 것으로 전망된다. 이러한 흐름은 남은 하반기뿐 아니라 '26년까지 동사 컴포넌트 사업의 안정적 외형 성장과 마진 방어를 가능하게 하는 핵심 요인이 될 것으로 판단된다.

[그림 3] 레거시 IT 연간 출하량 전년비 증감률 추이 및 '25~'26년 전망



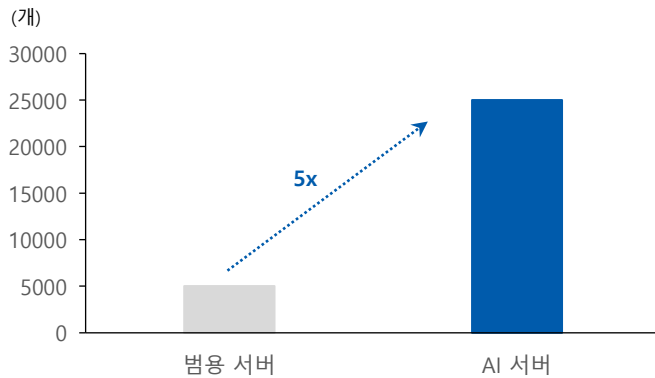
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 삼성전기 MLCC 적용처별 매출 비중



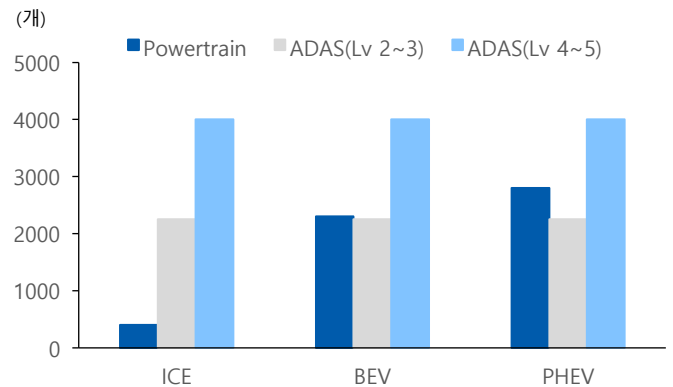
자료: 삼성전기, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 서버 MLCC 탑재량



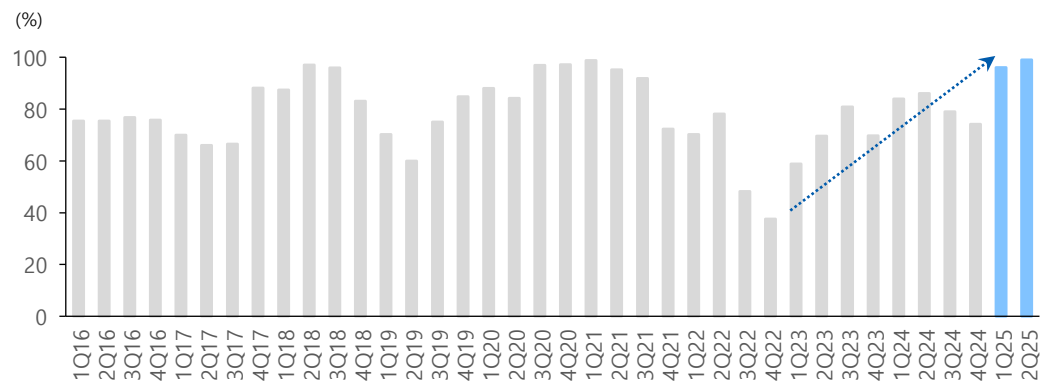
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터, 주: 범용 대비 통상 5~10 배

[그림 6] 전장용_부품별 MLCC 탑재량



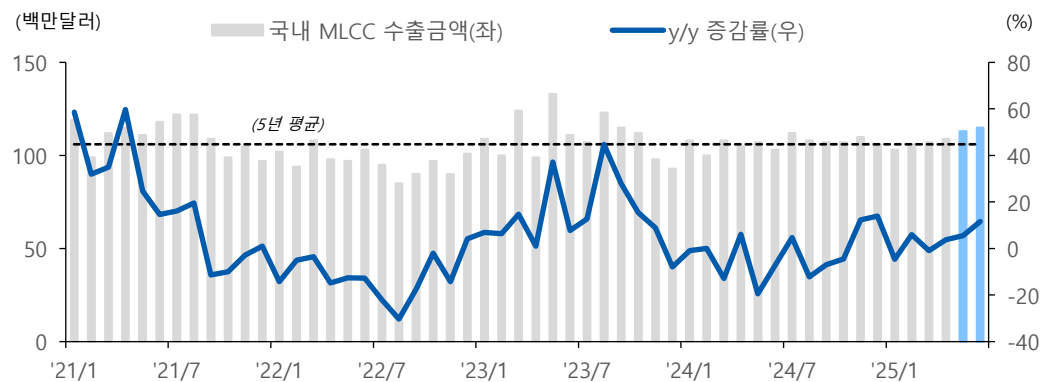
자료: Murata, 유안타증권 리서치센터, 주: ADAS MLCC 탑재량은 Range 중위값

[그림 7] 삼성전기_컴포넌트(MLCC 포함) 사업부 가동률



자료: 삼성전기, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 국내 MLCC 수출 추이



자료: Kita, 유안타증권 리서치센터, 주: HS 코드 8532.24 기준

FC-BGA, AI 가속기와 ASIC 으로 중기 외형 성장과 수익성 개선

패키지솔루션은 전체 매출의 약 절반을 차지하는 FC-BGA를 중심으로 성장을 지속할 전망이다. 동사는 최근 북미 CSP 향 AI 가속기 기판 공급을 개시했으며, 이번 분기 FC-BGA 응용처 내 서버 비중이 40%를 상회하며 기존 주력 수요처였던 PC를 넘어섰다. 응용처별 비중을 보면 일반 서버, 네트워크가 40%대 초반까지 확대된 반면 PC는 30% 중반, 전장은 10%대 후반으로, 수요 축의 이동이 이미 뚜렷하게 나타나고 있다. 하반기에는 고객사의 전략적 조정으로 AI 가속기 관련 신규 물량은 제한적일 수 있으나, 일반 서버와 네트워크향 수요는 견조하게 유지될 것으로 전망된다. 더불어 '26년은 북미 빅테크들의 자체 ASIC 개발이 본격화되는 시기로, MI350/MI355, Trainium 3 등 주요 AI GPU, 반도체 칩 출시가 대규모 AI 서버 클러스터 투자와 맞물리며 FC-BGA 수요 확대를 견인할 것이다.

공급 측면에서는 상황이 점차 타이트해질 것으로 보인다. FC-BGA는 높은 공정 난이도, 수율 확보, 층간 접합력, 열 확산 설계 등 복합적 기술 역량이 요구되어 글로벌 공급 업체가 일본 및 대만 및 일부 국내 기업으로 제한되어 있다. 이로 인해 수요 확대 속 수급 불균형은 심화될 가능성이 높으며, 동사를 비롯한 일부 기업들의 수혜 강도는 '26년으로 갈수록 더욱 커질 것으로 판단된다.

[표 2] 북미 CSP 업체들 ASIC 개발 로드맵('25~26년 상반기)

항목	Amazon(AWS)	Meta	Microsoft
자체 칩 이름	Trainium 3	MTIA T1	Maia 200
예정 출시시기	'25년 말	'26년 초	'26년
제조 공정(노드)	3nm	3nm	3nm
HBM 세대	HBM3e	HBM3e	HBM3e

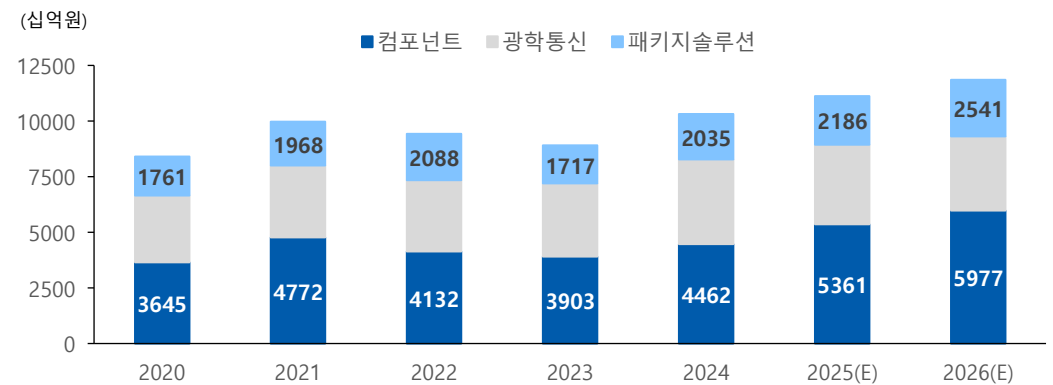
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 대형 AI 학습 클러스터 구축 스케줄 ('26년말까지)

AI 클러스터	Anthropic - Project Rainier	OpenAI - Stargate	Meta - Prometheus
IT 전력	780 MW	880 MW	1,020 MW
칩 종류	Trainium 2(Microsoft)	GB200/300(NVIDIA)	GB200/300(NVIDIA)
칩 수량	800,000	400,000	500,000
총 성능(TFLOPS)	1,040,000,000	2,469,594,595	3,171,044,226
GPU/XPU 제공	AWS	Oracle	Meta

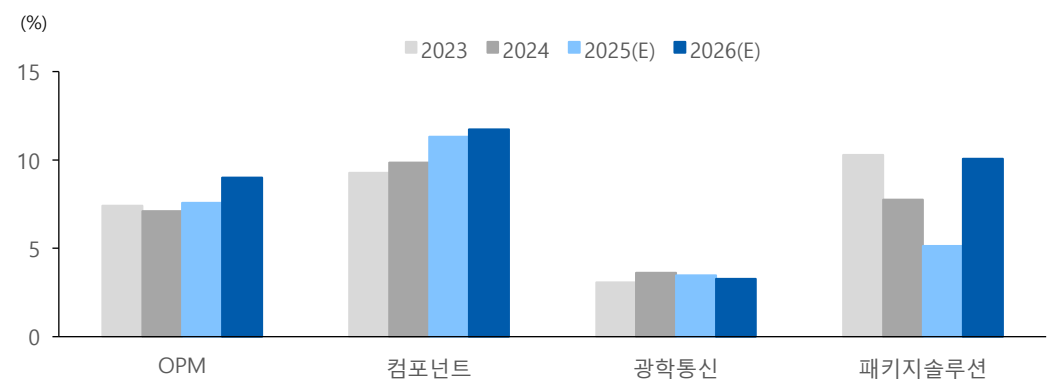
자료: 유안타증권 리서치센터, 주: TFLOPS - Tera Floating Point Operations Per Second, 1 초당 부동소수점 연산 횟수, 1 조 단위

[그림 9] 삼성전기 사업부문별 매출 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 삼성전기 사업부문별 OPM 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 삼성전기 '10년 이후 주가 흐름 및 주요 이벤트



[표 4] 삼성전기 분기 실적 추이 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	2624.3	2580.1	2615.3	2492.3	2738.7	2784.6	2848.8	2750.1	10312.1	11122.2	11854.1
Y/Y 증감률(%)	29.8%	16.2%	10.8%	8.1%	4.4%	7.9%	8.9%	10.3%	15.7%	7.9%	6.6%
Q/Q 증감률(%)	13.8%	-1.7%	1.4%	-4.7%	9.9%	1.7%	2.3%	-3.5%			
컴포넌트솔루션	1023.0	1160.3	1197.0	1081.8	1216.2	1280.7	1454.2	1409.9	4462.1	5361.0	5977.3
Y/Y 증감률(%)	23.9%	15.3%	9.2%	10.9%	18.9%	10.4%	21.5%	30.3%	14.3%	20.1%	11.5%
Q/Q 증감률(%)	4.9%	13.4%	3.2%	-9.6%	12.4%	5.3%	13.5%	-3.0%			
광학통신솔루션	1173.3	920.7	860.1	861.2	1023.0	939.3	845.9	767.0	3815.3	3575.2	3335.5
Y/Y 증감률(%)	46.9%	18.6%	4.2%	-3.1%	-12.8%	2.0%	-1.7%	-10.9%	16.0%	-6.3%	-6.7%
Q/Q 증감률(%)	32.1%	-21.5%	-6.6%	0.1%	18.8%	-8.2%	-9.9%	-9.3%			
패키지솔루션	428.0	499.1	558.2	549.3	499.4	564.6	548.7	573.2	2034.6	2185.9	2541.3
Y/Y 증감률(%)	7.6%	14.1%	27.0%	24.1%	16.7%	13.1%	-1.7%	4.4%	18.5%	7.4%	16.3%
Q/Q 증감률(%)	-3.3%	16.6%	11.8%	-1.6%	-9.1%	13.1%	-2.8%	4.5%			
매출비중(%)											
컴포넌트솔루션	39.0%	45.0%	45.8%	43.4%	44.4%	46.0%	51.0%	51.3%	43.3%	48.2%	50.4%
광학통신솔루션	44.7%	35.7%	32.9%	34.6%	37.4%	33.7%	29.7%	27.9%	37.0%	32.1%	28.1%
패키지솔루션	16.3%	19.3%	21.3%	22.0%	18.2%	20.3%	19.3%	20.8%	19.7%	19.7%	21.4%
영업이익	183.7	208.1	224.9	115.0	200.6	213.0	247.3	181.4	731.7	842.3	1065.8
Y/Y 증감률(%)	19.9%	1.5%	19.5%	0.7%	9.2%	2.4%	10.0%	57.7%	10.8%	15.1%	26.5%
Q/Q 증감률(%)	60.7%	13.3%	8.1%	-48.8%	74.3%	6.2%	16.1%	-26.6%			
컴포넌트솔루션	96.9	141.8	145.4	55.6	133.5	156.7	189.0	126.9	439.7	606.1	700.9
광학통신솔루션	62.7	24.7	33.7	16.6	44.3	31.5	25.4	23.0	137.6	124.2	109.1
패키지솔루션	20.7	41.6	52.5	42.9	22.7	24.8	32.9	31.5	157.6	112.0	255.8
영업이익률(%)	7.0%	8.1%	8.6%	4.6%	7.3%	7.6%	8.7%	6.6%	7.1%	7.6%	9.0%
컴포넌트솔루션	9.5%	12.2%	12.1%	5.1%	11.0%	12.2%	13.0%	9.0%	9.9%	11.3%	11.7%
광학통신솔루션	5.3%	2.7%	3.9%	1.9%	4.3%	3.4%	3.0%	3.0%	3.6%	3.5%	3.3%
패키지솔루션	4.8%	8.3%	9.4%	7.8%	4.6%	4.4%	6.0%	5.5%	7.7%	5.1%	10.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] 삼성전기 Peer 실적 및 Valuation

	기업명	삼성전기	Murata	Taiyo Yuden	TDK	Yageo	Ibiden	Unimicron
	Ticker	A009150	6981.JP	6976.JP	6762.JP	2327.TT	4062.JP	3037.TT
	시가총액	11,555	31,979	2,611	25,373	9,256	6,777	6,755
2022	매출액	9,424.6	16,141.7	3,113.7	16,939.6	4,064.2	3,051.2	3,743.7
	영업이익	1,182.8	3,776.5	607.5	1,485.2	973.0	364.4	471.5
	영업이익률	12.6%	23.4%	19.5%	8.8%	23.9%	11.9%	12.6%
	당기순이익	980.6	2,797.5	484.1	1,169.3	763.0	242.4	473.4
	PER	10.3	16.5	12.8	12.9	10.2	27.7	25.7
	PBR	1.3	2.3	2.3	1.3	1.6	2.2	5.6
	ROE	13.6	15.0	20.0	11.6	22.6	8.8	24.2
	EV/EBITDA	4.7	8.1	6.8	5.4	6.2	10.0	15.0
2023	매출액	8,892.4	12,477.1	2,363.3	16,131.3	3,452.6	3,572.4	4,715.4
	영업이익	660.5	2,206.0	236.6	1,248.8	655.5	630.7	1,281.2
	영업이익률	7.4%	17.7%	10.0%	7.7%	19.0%	17.7%	27.2%
	당기순이익	423.0	1,804.4	171.7	844.6	559.1	367.2	994.1
	PER	28.1	62.5	23.8	15.7	17.2	20.5	6.0
	PBR	1.5	2.1	1.7	1.2	1.8	2.3	2.1
	ROE	5.7	10.6	7.5	8.3	13.6	12.1	40.4
	EV/EBITDA	8.2	10.1	8.5	4.9	10.7	6.8	3.2
2024	매출액	10,167.8	12,051.2	2,328.0	15,188.9	3,707.7	3,088.6	3,337.9
	영업이익	757.7	2,118.4	65.6	1,584.5	729.0	535.3	286.2
	영업이익률	7.5%	17.6%	2.8%	10.4%	19.7%	17.3%	8.6%
	당기순이익	565.2	1,718.6	41.4	1,177.1	632.5	386.0	384.4
	PER	21.2	18.2	62.9	21.9	13.0	14.1	22.3
	PBR	1.4	1.7	1.1	2.0	1.9	1.8	3.0
	ROE	7.2	9.4	1.9	9.6	14.5	13.3	13.6
	EV/EBITDA	5.7	8.9	8.5	8.6	9.8	5.6	10.6
2025F	매출액	11,052.2	11,275.7	2,342.9	15,251.9	4,346.0	2,566.9	3,591.8
	영업이익	819.9	1,750.0	115.8	1,620.0	927.7	305.3	159.3
	영업이익률	7.4%	15.5%	4.9%	10.6%	21.3%	11.9%	4.4%
	당기순이익	598.7	1,373.3	69.4	1,200.2	733.9	212.6	158.2
	PER	20.1	21.8	37.0	20.7	13.5	32.7	42.2
	PBR	1.3	1.7	1.1	1.9	1.7	1.9	2.3
	ROE	6.8	8.1	3.2	9.6	13.0	6.1	5.5
	EV/EBITDA	6.3	9.6	7.3	8.2	8.5	10.1	10.0
2026F	매출액	11,905.5	12,159.0	2,495.0	16,126.0	4,691.2	2,790.5	4,349.5
	영업이익	987.0	2,187.7	176.2	1,868.7	1,045.4	372.6	261.6
	영업이익률	8.3%	18.0%	7.1%	11.6%	22.3%	13.4%	6.0%
	당기순이익	766.6	1,704.6	120.5	1,386.7	835.9	247.0	173.3
	PER	15.7	17.6	21.1	17.9	11.9	27.2	38.8
	PBR	1.2	1.6	1.1	1.8	1.5	1.9	2.1
	ROE	8.1	9.4	5.7	10.3	13.9	7.3	5.3
	EV/EBITDA	5.5	8.2	6.4	7.4	7.6	7.6	8.4

자료: Quantilise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, 백만달러, 배, %

삼성전기 (009150) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,892	10,294	11,122	11,854	12,565
매출원가	7,173	8,335	8,969	9,427	10,052
매출총이익	1,719	1,959	2,153	2,428	2,513
판매비	1,059	1,224	1,310	1,362	1,458
영업이익	661	735	843	1,066	1,055
EBITDA	1,497	1,575	1,735	1,944	1,743
영업외손익	-97	62	-29	82	89
외환관련손익	-18	115	-78	0	0
이자손익	-15	-1	6	16	22
관계기업관련손익	-5	-1	-4	1	1
기타	-59	-51	47	65	65
법인세비용차감전순이익	563	797	814	1,148	1,144
법인세비용	86	132	141	184	187
계속사업순이익	477	665	673	964	957
중단사업순이익	-27	38	0	0	0
당기순이익	450	703	673	964	957
지배지분순이익	423	679	636	912	905
포괄순이익	497	1,074	195	292	285
지배지분포괄이익	468	1,028	180	227	222

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,180	1,430	1,333	2,046	1,939
당기순이익	450	703	673	964	957
감가상각비	789	790	853	848	665
외환손익	16	-141	94	0	0
중속, 관계기업관련손익	5	1	4	-1	-1
자산부채의 증감	-301	-319	-555	61	151
기타현금흐름	220	396	264	174	167
투자활동 현금흐름	-1,023	-806	-1,398	-1,860	-1,855
투자자산	106	-17	-23	-15	-11
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,210	-776	-945	-1,000	-1,000
유형자산 감소	5	4	1	0	0
기타현금흐름	76	-17	-432	-845	-844
재무활동 현금흐름	-173	-309	364	-45	-45
단기차입금	258	246	516	0	0
사채 및 장기차입금	-166	-206	-64	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-160	-89	-138	-136	-136
기타현금흐름	-104	-260	50	91	91
연결범위변동 등 기타	8	29	301	-298	-334
현금의 증감	-8	344	601	-156	-294
기초 현금	1,677	1,669	2,013	2,614	2,458
기말 현금	1,669	2,013	2,614	2,458	2,164
NOPLAT	661	735	843	1,066	1,055
FCF	-29	654	389	1,046	939

자료: 유안타증권

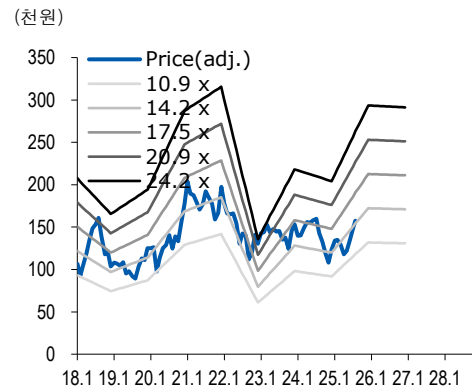
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,208	5,892	6,894	7,129	7,110
현금및현금성자산	1,669	2,013	2,614	2,458	2,164
매출채권 및 기타채권	1,241	1,492	1,646	1,796	1,899
재고자산	2,120	2,251	2,484	2,711	2,874
비유동자산	6,449	6,901	6,805	6,941	7,264
유형자산	5,603	5,933	5,748	5,900	6,235
관계기업 등 자본관련 자산	66	65	72	78	83
기타투자자산	229	353	462	470	476
자산총계	11,658	12,792	13,698	14,070	14,373
유동부채	2,900	3,057	3,641	3,790	3,897
매입채무 및 기타채무	1,325	1,212	1,338	1,460	1,548
단기차입금	1,068	1,314	1,829	1,829	1,829
유동성장기부채	262	266	182	182	182
비유동부채	727	720	809	876	924
장기차입금	217	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,628	3,777	4,450	4,666	4,821
지배지분	7,848	8,789	9,000	9,103	9,199
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054	1,054
이익잉여금	5,873	6,490	6,990	7,765	8,534
비지배지분	183	227	248	301	354
자본총계	8,030	9,016	9,248	9,404	9,553
순차입금	-132	-392	-542	-387	-94
총차입금	1,597	1,636	2,088	2,088	2,088

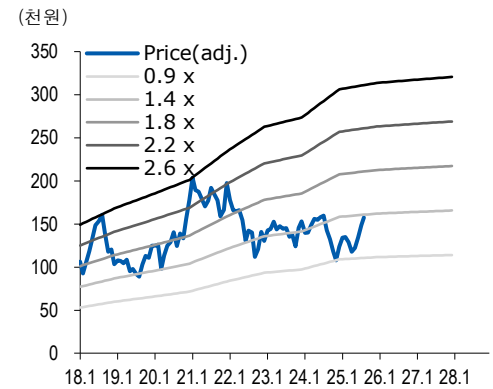
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,617	9,022	8,442	12,133	12,041
BPS	103,878	116,340	119,131	120,493	121,765
EBITDAPS	19,294	20,299	22,360	25,051	22,467
SPS	114,592	132,655	143,326	152,758	161,924
DPS	1,150	1,800	1,800	1,800	1,800
PER	25.8	15.6	18.7	13.0	13.1
PBR	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	7.4	6.7	6.7	6.1	7.0
PSR	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-5.6	15.8	8.0	6.6	6.0
영업이익 증가율 (%)	-44.2	11.3	14.7	26.4	-1.0
지배순이익 증가율 (%)	-56.9	60.6	-6.4	43.4	-0.8
매출총이익률 (%)	19.3	19.0	19.4	20.5	20.0
영업이익률 (%)	7.4	7.1	7.6	9.0	8.4
지배순이익률 (%)	4.8	6.6	5.7	7.7	7.2
EBITDA 마진 (%)	16.8	15.3	15.6	16.4	13.9
ROIC	7.6	7.6	8.4	10.3	9.7
ROA	3.7	5.6	4.8	6.6	6.4
ROE	5.5	8.2	7.1	10.1	9.9
부채비율 (%)	45.2	41.9	48.1	49.6	50.5
순차입금/자기자본 (%)	-1.7	-4.5	-6.0	-4.3	-1.0
영업이익/금융비용 (배)	9.8	10.1	-18.5	-11.7	-11.6

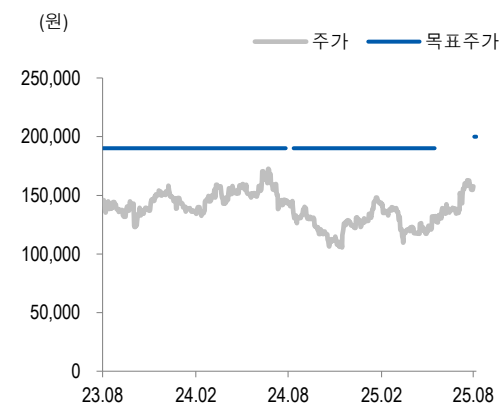
P/E band chart



P/B band chart



삼성전기 (009150) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-26	BUY	200,000	1년		
2024-09-05	BUY	190,000	1년	-33.68	-22.00
2023-10-27	1년 경과 이후		1년	-22.15	-9.11
2022-10-27	BUY	190,000	1년	-24.47	-16.84

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-25

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 고선영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

이수페타시스 (007660)

Pie Expansion, 서버가 만든 성장의 경로

AI 네트워크와 ASIC 사이클의 구조적 수혜

빅테크들의 CapEx 가이드선상향과 글로벌 네트워크 업체들의 400G→800G 전환 가속은 AI 인프라 투자 연속성을 확인시킨 이벤트. 기판 사양은 고층, 고밀도, 다면적, 저손실 요구로 빠르게 상향되고 있으며, 이는 동사 전략 방향성과도 합치. 동사는 생산설비 확충을 통해 다중적층 기반 고마진 제품 포트폴리오로의 전환을 가속화하고 있으며, '26년은 800G 전환과 빅테크들의 ASIC 차기 모델 양산이 겹치며 제품 수요 탄력이 확대될 시점.

4Q25부터 증설 램프업 + 다중적층 본격화

국내 5공장의 경우 당장 올해 11월부터 증설 물량이 반영되기 시작(월간 Capa 4Q24 650억원 → 4Q25 850억원). 이후 '28년까지 단계적인 Capa 확장 계획을 추진할 예정. 2H26 1~4공장 유휴 공간을 활용한 추가 설비 증설이 진행 (→ 950억원). '27년이 신규 공장이 완공되면 다중적층 중심의 고부가가치 제품으로 생산 체제가 본격화되며 월 Capa 1,250억원까지 확대될 전망. '26년 이후 동사 외형 성장과 마진 상승의 핵심 변수로 작용할 것. 다중적층은 글로벌 공급 소티지 국면에 진입한 만큼 수출 정상화 시 마진 레버리지 효과가 커져 리레이팅 여지 크다는 판단.

투자의견 Buy, 목표주가 79,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy와 목표주가 79,000원을 제시하며 신규 커버리지 개시. 목표주가는 본격적인 실적 개선세가 확인될 동사 '26년 예상 EPS에 글로벌 경쟁사들의 '26년 PER 멀티플을 적용. 고성능 네트워크 교체 수요와 고객사들의 ASIC 출시 계획이 동사 실적 상승을 구조적으로 견인. 공장 증설('25년 11월), 2H26 설비 확장, 3Q27 신규 공장 가동으로 ASP 상승 및 제품 믹스 개선이 동반될 전망. 고객사들의 신모델 출시 타이밍의 변동성, 다중적층 수출 회복 시점, 소재(CCL), 환율 등 변수 존재하나 캐파 확장 시기에 맞춘 마진 개선 및 EPS 상승세가 확인될 경우 리레이팅 가능할 전망.



고선영 전기전자
sunyoung.kou@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **79,000원 (I)**

직전 목표주가 **-원**

현재주가 (8/25) **63,200원**

상승여력 **25%**

시가총액	46,395억원
총발행주식수	73,409,219주
60일 평균 거래대금	802억원
60일 평균 거래량	1,492,533주
52주 고/저	66,300원 / 20,520원
외인지분율	24.02%
배당수익률	0.54%
주요주주	이수 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.5	59.2	45.4
상대	4.0	28.6	22.4
절대 (달러환산)	3.9	58.1	40.6

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	257	24.4	6.3	256	0.2
영업이익	45	73.3	6.8	46	-1.8
세전계속사업이익	55	193.0	34.9	44	25.1
지배순이익	46	213.1	45.2	35	30.1
영업이익률 (%)	17.5	+4.9 %pt	+0.1 %pt	17.9	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	17.7	+10.7 %pt	+4.7 %pt	13.7	+4.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	675	837	1,033	1,278
영업이익	62	102	185	231
지배순이익	48	74	165	216
PER	27.7	33.1	27.3	21.5
PBR	5.0	7.5	6.1	4.9
EV/EBITDA	19.0	20.4	21.7	17.8
ROE	19.5	24.9	30.5	25.4

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

Pie Expansion, 서버가 만든 성장의 경로

투자의견 Buy, 목표주가 79,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy 와 목표주가 79,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 밸류에이션은 PER 을 타겟 멀티플로 활용해 측정했다. 동사 목표주가는 본격적인 실적 개선세가 확인될 '26년 예상 EPS 에 경쟁사 '26년 PER 멀티플을 적용해 산정했다. AI 활용 증대에 따른 고성능 네트워크 교체 수요(400G→800G→1.6T)와 동사 고객사들의 ASIC 출시 계획이 동사 실적 상승을 구조적으로 견인하고 있다. 고객 대응을 위한 5공장 양산은 '25년 11월부터, 분기 기준 4Q25부터 반영될 예정이며, '26년 하반기에는 1~4공장을 활용한 추가 설비 증설이 진행된다.

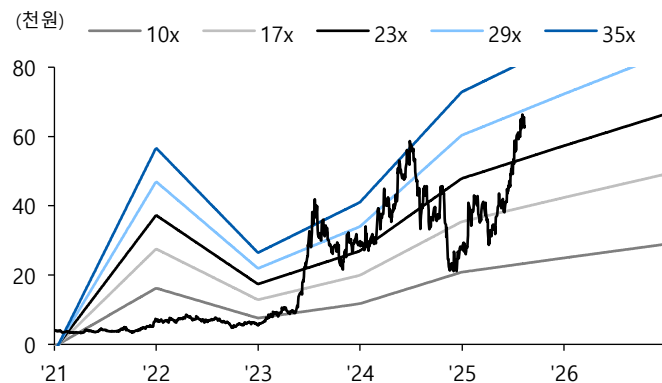
'27년 3분기 준공되는 신규 공장은 다중적층 중심의 생산 체제를 갖추고 있어, ASP 상승과 고부가가치 제품 중심 믹스 개선을 더욱 가속화할 전망이다. 특히 글로벌 공급 쇼티지 국면 속에서 현재 80%대 중반 수준인 수율이 90%대 중반까지 정상화될 경우, 마진 레버리지 효과는 본격화될 것으로 보인다. 물론 고객사 신모델 출시 일정, 다중적층 수율 회복 속도, 소재(CCL) 및 환율 등 변수는 존재한다. 그러나 설비 증설과 수요 사이클이 맞물리는 구간에서 마진 개선과 EPS 상승세가 확인된다면, 리레이팅 가능성은 충분하다고 판단된다.

[표 1] 이수페타시스 목표주가 산정방식

구분	내용	비고
EPS(원)	2,942	'26년 예상 EPS
목표 PER(배)	26.9	Shennan, WUS, Victory Giant '26년 평균 PER
목표 주가(원)	79,000	EPS*Target PER
현재 주가(원)	63,200	
상승 여력(%)	25.0	

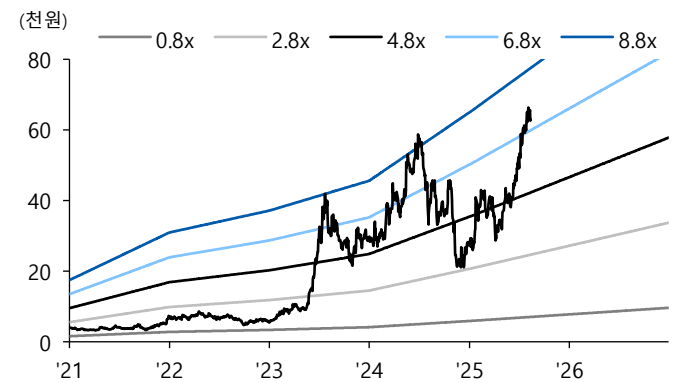
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 이수페타시스 12MF P/E Band



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 이수페타시스 12MF P/B Band



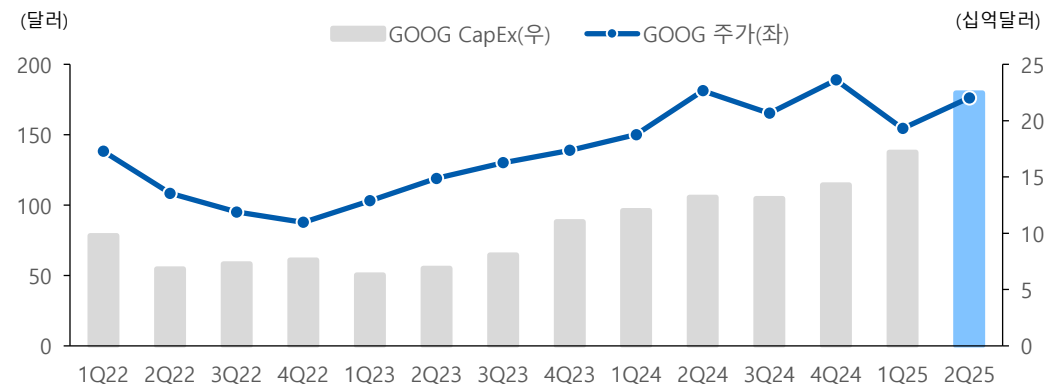
자료: 유안타증권 리서치센터

AI 네트워크와 ASIC 사이클의 구조적 수혜

2Q25 실적에서 확인된 Meta, Microsoft 등 북미 빅테크들의 CapEx 가이드스 상향과 네트워크 업체들의 400G → 800G 전환 가속은, 연초 우려와 달리 AI 인프라 투자의 연속성을 재확인시킨 이벤트였다. 하반기 GPU 신제품 출시와 '26년까지 예정된 ASIC 신모델 양산을 앞두고, 기판 사양은 고층, 고밀도, 다면적, 저손실 등으로 빠르게 고도화되고 있으며 이는 동사가 추구하는 전략적 방향성과 일치한다.

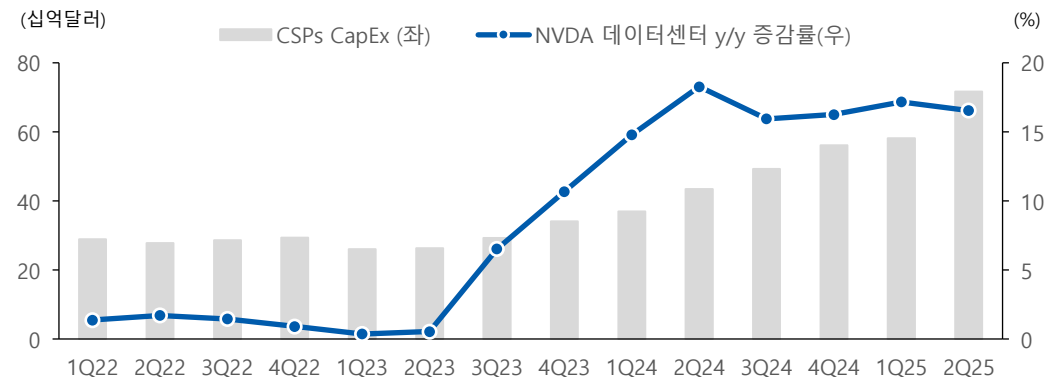
동사는 생산설비 확충을 통해 다중적층 기반의 고마진 제품 포트폴리오 전환을 가속화하고 있으며, '26년은 800G 네트워크 전환 및 1.6T 진입, 빅테크들의 ASIC 양산이 동시에 전개되는 구간으로 제품 수요 탄력이 크게 확대될 전망이다. 이 과정에서 동사 제품 내 다중적층 비중이 증가하면서 ASP 인상 효과와 함께 수익성 개선이 본격화될 것으로 예상된다.

[그림 3] GOOG 주가 및 CapEx 추이 - 성장과 동행하는 투자



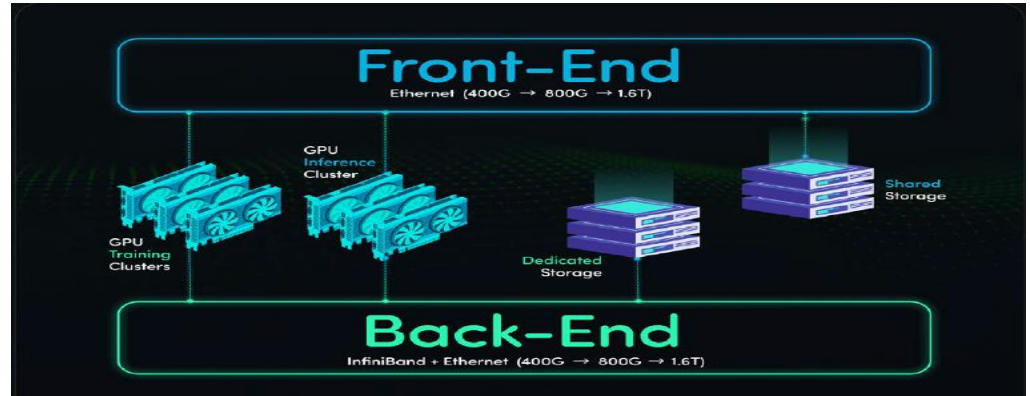
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] NVDA 데이터센터 매출 전년비 증감률 및 CSP 3사 CapEx 추이



자료: NVIDIA, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: CSP 3사는 AMZN, GOOGL, MSFT

[그림 5] 고속 이더넷 전환점, AI → 트래픽 모델 변동(기존 북-남 → 동-서), AI 학습 중 데이터 동기화 및 처리량 부담 Back end



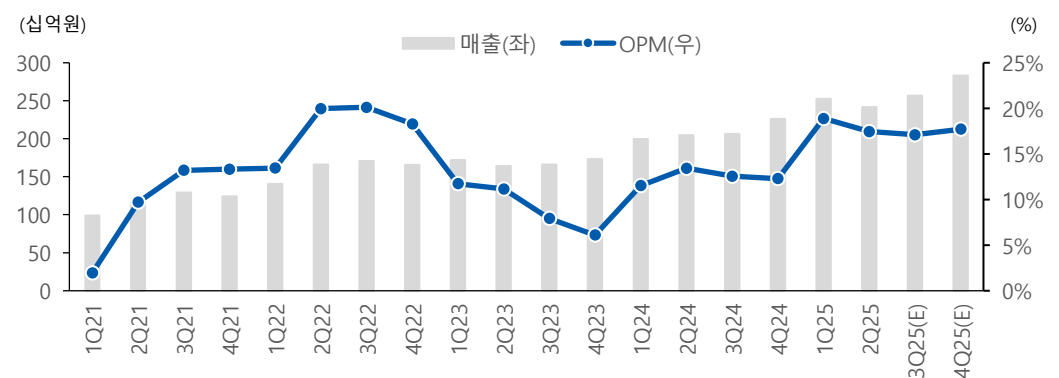
자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 고속 이더넷 포트 출하량(23년 7천만개 → 24~26년까지 연간 8천만개), 400G 대규모 채택/800G 전환/1.6T(IEEE 표준 26년 완료)



자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 이수페타시스 분기별 매출 및 마진 추이



자료: 이수페타시스, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 주요 범용 칩셋 업체 반도체/슈퍼칩 개발 로드맵(양산 기준)

구분				2024				2025				2026			
기업	칩	노드	세대	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
NVIDIA	A100	N7	HBM2/2E												
	H100	N4	HBM3												
	GH200	N4	HBM3/3E												
	H20	N4	HBM3												
	H200	N4	HBM3E												
	B100	N4P	HBM3E												
	B200	N4P	HBM3E												
	B200 Ultra	N4P	HBM3E												
	GB200	N4P	HBM3E												
	GB200 Ultra	N4P	HBM3E												
	GB300	N4P	HBM3E												
	Rubin	N3	HBM4												
	Rubin Ultra	N3	HBM4												
AMD	MI250X	N6	HBM2E												
	MI300X	N5/6	HBM3												
	MI325X	N5/6	HBM3E												
	MI350X	N3	HBM3E												
	MI355X	N3	HBM3E												
	MI400X		HBM4												
Intel	Gaudi2	N7	HBM2E												
	Gaudi3	N5	HBM2E												

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 북미 CSP 업체들 ASIC 개발 로드맵('25~'26년 상반기)

항목	Amazon(AWS)	Meta	Microsoft
자체 칩 이름	Trainium 3	MTIA T1	Maia 200
예정 출시시기	'25년 말	'26년 초	'26년
제조 공정(노드)	3nm	3nm	3nm
HBM 세대	HBM3e	HBM3e	HBM3e

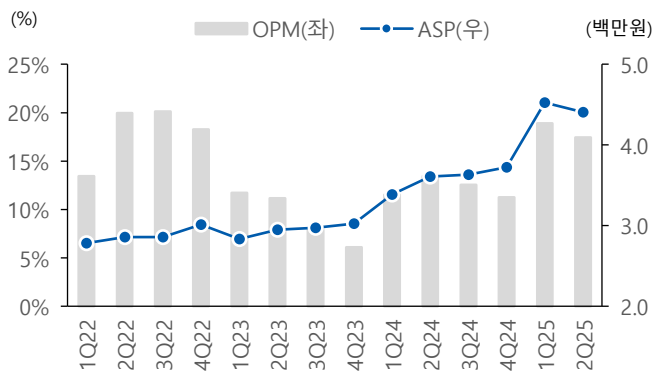
자료: 유안타증권 리서치센터

4Q25부터 증설 램프업 + 다중적층 본격화

국내 5공장은 '25년 11월부터 증설 물량이 반영되며 이로 인해 4Q25 기준 월간 Capa 는 지난해 말 650억 원에서 850억 원(연간 2,400억 원)으로 확대된다. 이후 '26년 하반기까지 1~4공장 유휴 공간을 활용한 추가 증설을 통해 월간 950억 원(연간 1.1조 원)까지 확대될 예정이다. '27년 신규 공장이 본격 가동되면 다중적층 중심의 고부가가치 생산 체제로 전환되며 월간 1,250억 원(연간 1.5조 원) 규모로 성장할 전망이다.

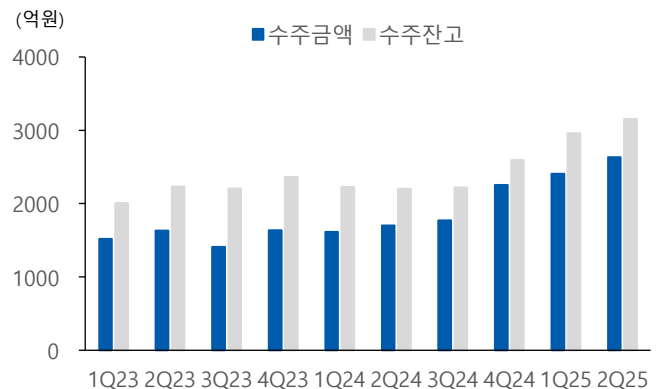
이러한 증설 효과는 '26년 이후 동사의 외형 성장과 마진 개선의 핵심 변수로 작용할 것이다. 현재 빅테크들의 수요 상황과 달리 다중적층 기판은 글로벌 공급 쇼티지 국면에 있으며, 현 80%대 중반 수준인 수율이 90%대 중반(전사 평균 93%, 주요 고객사 E 사, B 사 95%)까지 정상화될 경우, 마진 레버리지 효과가 본격화되며 리레이팅 여지가 확대될 것으로 판단된다.

[그림 8] 이수페타시스 마진 및 ASP



자료: 이수페타시스, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 이수페타시스 수주 현황



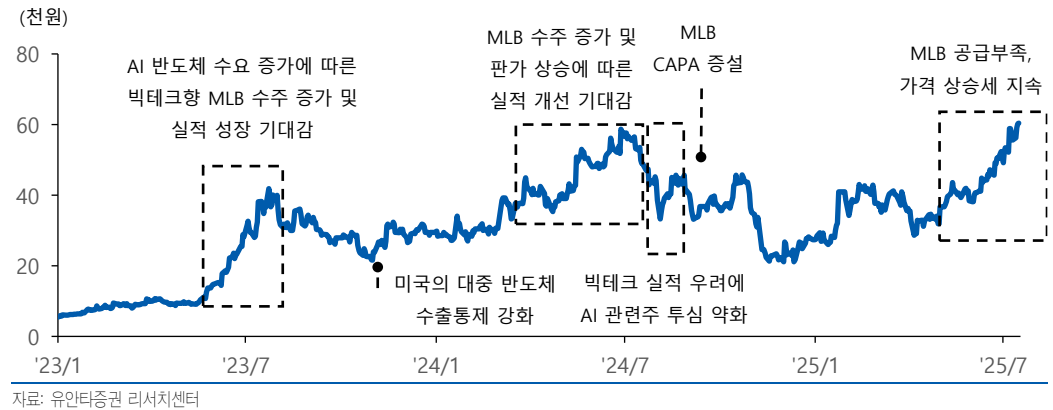
자료: 이수페타시스, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 이수페타시스가 '28년까지 추진할 Capa 확대 계획, 기존건을 활용 → 신축 전 여유공간 활용 → 신규공장 통합 순서

구분	5공장 기존건을 활용	신축 전 최대 Capa 대응	신규 공장 신축 및 증설
투자방향	데이터센터향 대량모델 중심 Capa 대응		다중적층 중심 고부가 생산
	5공장+4공장 활용	1~4공장 여유공간 활용	신축공장 통합 재배치
최대 매출액(CAPA)	850억/월(연 1조원)	950억/월(연 1.1조원)	1,250억/월(연 1.5조원)
주요 투자공정	적층/드릴/도금/외층	드릴/도금/외층/메꿈	전체공정
양산목표	4Q25	2H26	3Q27(준공), 28년(설비 이설)

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 이수페타시스 '13년 이후 주가 흐름 및 주요 이벤트



[표 5] 이수페타시스 실적 추이 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	199.6	204.7	206.4	226.1	252.5	241.4	256.7	282.9	836.9	1033.5	1278.1
Y/Y 증감률(%)	16.1%	25.0%	24.2%	30.5%	26.5%	17.9%	24.4%	25.1%	23.9%	23.5%	23.7%
Q/Q 증감률(%)	15.2%	2.6%	0.8%	9.5%	11.7%	-4.4%	6.3%	10.2%			
페타시스	168.4	174.2	181.6	194.6	209.6	209.7	217.1	244.1	718.8	880.5	1109.9
중국후난	36.8	37.2	33.8	44.6	53.8	50.0	52.4	52.2	152.4	208.4	223.8
미국법인	9.9	8.6	4.6	5.2	5.4	5.3	5.1	5.6	28.3	21.4	22.0
영업이익	23.0	27.5	25.9	27.8	47.7	42.1	44.9	50.1	104.2	184.8	231.2
Y/Y 증감률(%)	14.0%	50.5%	96.9%	163.0%	107.4%	53.1%	73.4%	80.1%	67.6%	77.3%	25.1%
Q/Q 증감률(%)	117.5%	19.6%	-5.8%	7.3%	71.5%	-11.7%	6.7%	11.5%			
페타시스	16.5	23.7	20.2	18.1	33.4	31.8	34.6	40.1	78.5	139.8	189.1
중국후난	5.8	5.1	3.4	4.1	11.3	7.0	7.2	7.0	18.4	32.5	30.3
미국법인	0.6	-1.0	2.2	2.8	2.9	3.2	3.1	3.0	4.6	12.2	11.8
영업이익률(%)	11.5%	13.4%	12.6%	12.3%	18.9%	17.4%	17.5%	17.7%	12.5%	17.9%	18.1%
페타시스	9.8%	13.6%	11.1%	9.3%	15.9%	15.2%	15.9%	16.4%	10.9%	15.9%	17.0%
중국후난	15.8%	13.7%	10.1%	9.2%	21.0%	14.0%	13.7%	13.4%	12.1%	15.6%	13.5%
미국법인	6.1%	-11.6%	47.8%	53.8%	53.7%	60.4%	61.7%	53.4%	16.3%	57.2%	53.8%
당기순이익	17.5	22.0	14.5	19.9	38.3	31.4	43.5	47.9	74.0	161.1	215.7

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] 이수페타시스 Peer 실적 및 Valuation

	기업명	이수페타시스	Shennan	WUS	Victory Giant
	Ticker	A007660	002916.CH	002463.CH	300476.CH
	시가총액	4,338	13,942	14,927	26,484
2022	매출액	643	2,081	1,240	1,173
	영업이익	117	252	222	125
	영업이익률	18.1%	12.1%	17.9%	10.6%
	당기순이익	102	244	202	118
	PER	3.5	22.4	16.6	14.1
	PBR	1.6	3.0	2.7	1.6
	ROE	58.9	15.8	17.6	12.0
	EV/EBITDA	4.0	14.0	12.6	10.6
2023	매출액	675	1,910	1,262	1,120
	영업이익	62	202	229	109
	영업이익률	9.2%	10.6%	18.1%	9.7%
	당기순이익	48	197	214	95
	PER	39.0	26.0	27.8	23.7
	PBR	7.0	2.8	4.3	2.1
	ROE	19.5	11.0	16.8	9.2
	EV/EBITDA	26.0	14.8	20.7	15.6
2024	매출액	832	2,421	1,737	1,551
	영업이익	106	291	402	182
	영업이익률	12.8%	12.0%	23.1%	11.7%
	당기순이익	79	277	356	162
	PER	49.5	49.8	41.6	161.6
	PBR	11.6	6.7	9.1	22.0
	ROE	26.2	13.8	22.5	13.8
	EV/EBITDA	20.0	29.3	32.5	85.1
2025F	매출액	1,023	2,988	2,471	2,759
	영업이익	186	350	592	759
	영업이익률	18.2%	11.7%	23.9%	27.5%
	당기순이익	145	334	512	712
	PER	29.0	39.3	29.3	37.9
	PBR	8.1	5.5	7.5	14.1
	ROE	33.5	15.1	26.1	37.7
	EV/EBITDA	20.2	25.2	23.0	28.9
2026F	매출액	1,219	3,506	3,132	3,610
	영업이익	237	438	774	1,061
	영업이익률	19.4%	12.5%	24.7%	29.4%
	당기순이익	186.33	418	674	994
	PER	23.3	31.4	22.2	27.2
	PBR	6.1	4.8	6.0	9.8
	ROE	29.9	16.5	27.7	36.3
	EV/EBITDA	15.5	20.7	17.3	21.4

자료: Quantiwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, 백만달러, 배, %

이수페타시스 (007660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	675	837	1,033	1,278	1,572
매출원가	559	680	784	968	1,195
매출총이익	116	157	249	310	377
판매비	54	55	64	78	94
영업이익	62	102	185	231	283
EBITDA	78	126	211	253	302
영업외손익	-8	-10	17	41	44
외환관련손익	3	12	-9	0	0
이자손익	-9	-9	1	7	10
관계기업관련손익	0	0	0	1	1
기타	-1	-14	26	33	33
법인세비용차감전순이익	55	92	202	272	327
법인세비용	7	18	37	56	64
계속사업순이익	48	74	165	216	264
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	48	74	165	216	264
지배지분순이익	48	74	165	216	264
포괄순이익	51	67	155	202	250
지배지분포괄이익	51	67	155	202	250

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	52	85	229	341	360
당기순이익	48	74	165	216	264
감가상각비	15	24	26	21	18
외환손익	0	-7	3	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	-1	-1
자산부채의 증감	-23	-48	6	71	46
기타현금흐름	13	42	29	34	34
투자활동 현금흐름	-61	-63	-174	-104	-105
투자자산	3	-2	25	-5	-7
유형자산 증가 (CAPEX)	-65	-60	-122	-83	-83
유형자산 감소	2	14	1	0	0
기타현금흐름	-2	-15	-77	-15	-15
재무활동 현금흐름	10	3	240	-9	-8
단기차입금	-15	14	-37	2	2
사채 및 장기차입금	38	13	-6	0	0
자본	0	0	281	0	0
현금배당	-6	-6	-9	-10	-10
기타현금흐름	-6	-18	11	0	0
연결범위변동 등 기타	1	7	-98	-163	-156
현금의 증감	2	32	196	66	91
기초 현금	46	48	80	277	343
기말 현금	48	80	277	343	433
NOPLAT	62	102	185	231	283
FCF	-13	25	107	258	277

자료: 유안타증권

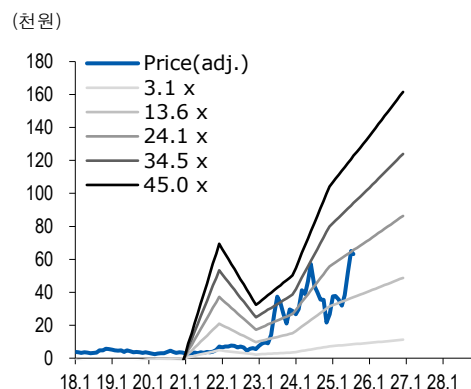
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	384	523	830	1,011	1,253
현금및현금성자산	48	80	277	343	433
매출채권 및 기타채권	152	229	286	346	423
재고자산	176	187	234	282	347
비유동자산	243	267	397	463	535
유형자산	192	202	293	355	420
관계기업 등 자본관련 자산	1	2	2	3	3
기타투자자산	27	26	33	38	44
자산총계	626	790	1,227	1,474	1,788
유동부채	291	377	395	448	519
매입채무 및 기타채무	109	171	214	258	318
단기차입금	143	151	112	112	112
유동성장기부채	22	23	28	28	28
비유동부채	69	85	77	79	82
장기차입금	60	73	62	62	62
사채	0	0	0	0	0
부채총계	360	463	472	527	601
지배지분	267	328	755	947	1,186
자본금	63	63	73	73	73
자본잉여금	81	81	352	352	352
이익잉여금	114	172	329	534	788
비지배지분	0	0	1	1	1
자본총계	267	328	755	947	1,187
순차입금	180	176	-63	-128	-216
총차입금	230	257	215	217	219

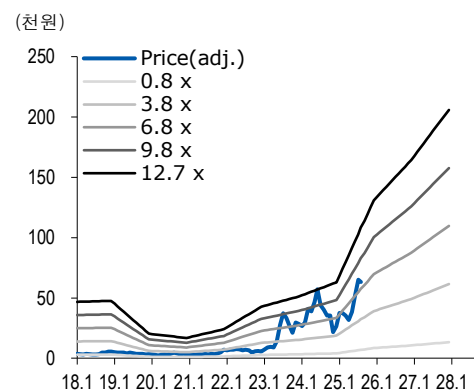
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	719	1,116	2,317	2,942	3,592
BPS	4,022	4,938	10,283	12,895	16,159
EBITDAPS	1,168	1,903	2,962	3,452	4,110
SPS	10,182	12,617	14,503	17,411	21,415
DPS	95	143	143	143	143
PER	27.7	33.1	27.3	21.5	17.6
PBR	5.0	7.5	6.1	4.9	3.9
EV/EBITDA	19.0	20.4	21.7	17.8	14.7
PSR	2.0	2.9	4.4	3.6	3.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	5.0	23.9	23.5	23.7	23.0
영업이익 증가율 (%)	-46.7	63.9	81.3	25.2	22.4
지배순이익 증가율 (%)	-53.4	55.1	123.0	30.8	22.1
매출총이익률 (%)	17.2	18.7	24.1	24.2	24.0
영업이익률 (%)	9.2	12.2	17.9	18.1	18.0
지배순이익률 (%)	7.1	8.8	16.0	16.9	16.8
EBITDA 마진 (%)	11.5	15.1	20.4	19.8	19.2
ROIC	14.6	19.1	28.0	27.7	28.6
ROA	8.1	10.5	16.4	16.0	16.2
ROE	19.5	24.9	30.5	25.4	24.7
부채비율 (%)	134.8	141.2	62.5	55.6	50.6
순차입금/자기자본 (%)	67.5	53.7	-8.4	-13.5	-18.2
영업이익/금융비용 (배)	5.4	8.7	20.5	28.3	34.3

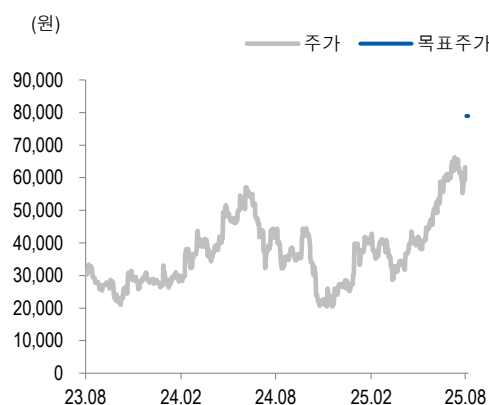
P/E band chart



P/B band chart



이수페타시스 (007660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-26	BUY	79,000	1년		
2024-11-29	담당자변경				
2024-11-29	Not Rated	-	1년		
2023-10-24	1년 경과 이후		1년	166.57	51.79
2022-10-24	BUY	13,615	1년	15.86	198.93

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-25

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 고선영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

Head of Research Center **윤여철**
3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 **이안나**
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com		
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com	Research Assistant	박성철 3632 seongcheol.park@yuantakorea.com
Passive/ ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com	Research Assistant	임지윤 3527 jiyoon.lim@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	김혜원 3526 hyewon.kim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com	Research Assistant	김세빈 3646 sebin2.kim@yuantakorea.com
Quant Analyst	신현웅	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com		

기업분석

팀장 2차전지/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com		
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com	금융	우도형 5589 dohyeong.woo@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com	전기전자	고선영 3525 sunyoung.kou@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com	방산/AI/로보틱스	백종민 5598 jongmin.baik@yuantakorea.com
철강/비철금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com	운송	최지운 3640 jiyun.choi@yuantakorea.com
화장품/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	박현주 2672 hyunjoo.park@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com	Research Assistant	김도엽 5580 doyub.kim@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	서석준 5585 seokjun.seo@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	조혜빈 5594 hevin.cho@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	한동우 3647 dongwoo.han@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com	Research Assistant	임석민 3648 seokmin.lim@yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com	Research Assistant	김고은 3649 koeun2.kim@yuantakorea.com
건설/기계	장윤석	5583	yoonseok.chang@yuantakorea.com	Research Assistant	배종성 3643 jongsung.bae@yuantakorea.com

채권분석

팀장 Credit Analyst	유태인	3770-5571	taein.yoo@yuantakorea.com		
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com	Credit Analyst	이소윤 5572 soyeon.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com	Credit Analyst	황태웅 5578 taewoong.hwang@yuantakorea.com
Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com		

우아한 야만의 시대, 활로 찾기

