전기전자/디스플레이 Overweight(Maintain)

AI 네트워크 산업 전망
: ROI를 높일 최적의 해법

전기전자/디스플레이 김소원 sowonkim@kiwoom.com
US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com
RA 조재원 jwon2004@kiwoom.com

Contents

Investment Summary 2

I. AI 인프라 투자 현황 3

> AI 투자 패러다임의 변화 3
> 네트워크, AI ROI를 높이는 최적의 해법 5
> AI가 이끌 네트워크 인프라 투자 6

II. 네트워크 기초설명서 12

> 데이터센터 네트워크의 기본 구조 12
> AI 데이터센터 네트워크 트렌드 16
> GPU 끼리도 뭉쳐야 산다 19

III. 투자 전략 21

> AI 네트워크 투자 확대의 수혜 업체 주목 21

기업 분석 23

> 삼성전기 (009150) 24
> 두산 (000150) 28
> 이수페타시스 (007660) 31
> 대덕전자 (353200) 36
> 셀레스티카 (CLS.US) 39
> 암페놀 (APH.US) 43
> 코히런트 (COHR.US) 46
> 아리스타 네트웍스 (ANET.US) 50
> 시스코 시스템즈 (CSCO.US) 57
> 팰로 앨토 네트웍스 (PANW.US) 65

Compliance Notice

- 당사는 9월 1일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- "암페놀" 종목은 9월 1일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

Investment Summary

>>> AI 투자 패러다임의 변화

AI 주도권 확보를 위한 투자 열기는 여전히 뜨겁다. Alphabet과 Meta는 2Q25 실적 발표에서 올해 capex 가이던스를 상향하는 등 하이퍼스케일러들의 AI 주도권 확보에 대한 의지를 재확인했다. AI가 클라우드 이후 가장 큰 기술적 변곡점인 만큼, 중장기 경쟁력 확보를 위한 capex 증가는 지속될 가능성이 크다. 다만 이제는 단순한 투자 규모 확대보다 Capex, 총소유비용(TCO), 운영비(OpEx)를 균형 있게 고려하는 투자 효율성이 어느 때보다 중요해지고 있다. 향후 AI 투자는 단순히 더 많은 GPU 확보에 그치지 않고, TCO와 OpEx를 고려한 GPU 운영 효율성 극대화에 초점이 맞춰질 것으로 예상된다.

>>> 네트워크, AI ROI를 높일 최적의 해법

AI 데이터센터 Capex에서 네트워크가 차지하는 비중은 컴퓨팅(서버) 대비 1/10 수준으로 추정되며, AI 데이터센터의 효율적인 Capex 집행과 GPU 운영을 위해 네트워크 투자는 앞으로 더욱 가속화될 전망이다. 네트워크는 단순한 보조 인프라가 아니라, GPU 활용률을 극대화하고 시스템 효율성을 끌어올리는 핵심 축으로 자리 잡고 있다. 실제로 엔비디아의 2Q25 실적 발표를 통해 올바른 네트워킹 기술이 성능 향상 → 처리량 개선 → 비용 절감 → 투자 효율 극대화로 이어지는 선순환이 가능함을 강조했다.

>>> AI 네트워크 투자 확대의 수혜 업체 주목

하이퍼스케일러들의 AI 네트워크 투자 확대는 인피니밴드와 이더넷 진영 모두의 수혜로 이어질 전망이다. 중장기 관점에서는 범용성과 비용 효율성에 특화된 이더넷 시장의 점유율 확대를 기대한다. 이는 하이퍼스케일러들이 자체 AI 가속기 개발과 풀스택(Full-stack) 전략을 확대하고, TCO와 OpEx를 고려한 ROI 중심의 투자가 중요해지기 때문이다.

AI 데이터센터의 네트워크 투자 확대의 수혜주로 국내 전기전자 업종 내에서는 삼성전기, 이수페타시스, 두산, 대덕전자를 추천하며, 삼성전기와 이수페타시스는 업종 Top Pick을 유지한다. 유선 네트워크 시장을 주도하는 미국 기업 중에서는 Celestica, Amphenol, Coherent, Arista, Cisco가 네트워크 투자 확대의 수혜가 예상된다.

I. AI 인프라 투자 현황

>>> AI 투자 패러다임의 변화

Capex 확대 다음은 ROI 중심의 효율화로

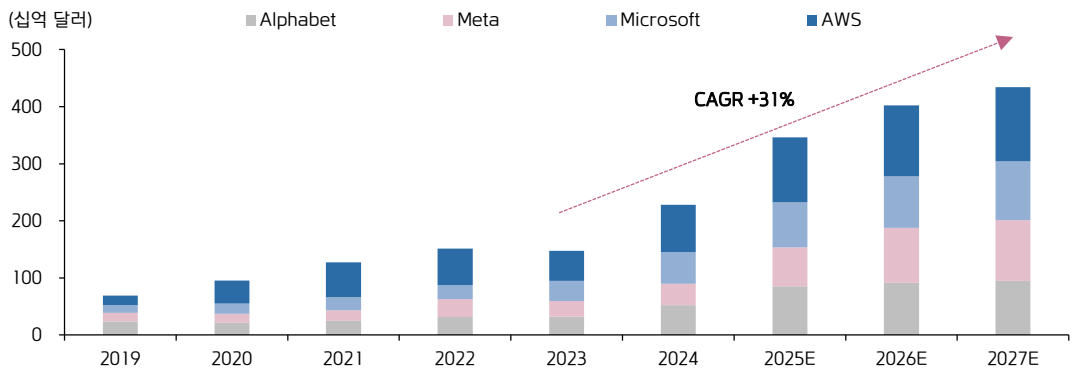
AI 주도권 확보를 위한 투자 열기는 여전히 뜨겁다. 2024년 주요 하이퍼스케일러(Alphabet(Google), Meta, Microsoft, Amazon)의 capex는 2,283억 달러(+55% YoY)로 사상 최대치를 기록한데 이어, Alphabet과 Meta는 2Q25 실적 발표에서 올해 capex 가이던스를 상향하는 등 AI 주도권 확보에 대한 의지를 재확인했다. 2025년 하이퍼스케일러 4사의 capex는 3,462억 달러(+52% YoY)로, 전년에 이어 높은 성장률을 이어가며 사상 최대치를 경신할 전망이다.

AI가 클라우드 이후 가장 큰 기술적 변곡점인 만큼, 중장기 경쟁력 확보를 위한 capex 증가는 수년간 지속될 가능성이 크다. Bloomberg 컨센서스에 따르면 주요 4사의 capex는 2026년 4,021억 달러(+16% YoY), 2027년 4,343억 달러(+8% YoY)로 추가 확대될 전망이다. 다만 최근 2년간 50% 이상의 가파른 증가를 감안하면, 향후 capex 증가율 둔화는 불가피하다. 특히 전례 없는 capex 확대는 FCF(Free cash flow) 감소로 이어지고 있고, 투자 수익률에 대한 우려 또한 상존한다.

그럼에도 불구하고 주요 하이퍼스케일러들의 2Q25 실적 발표에서 확인된 AI 수요는 여전히 견고하다. 이에 따라 장기적인 경쟁 우위를 확보하기 위한 투자 기조는 지속될 것으로 보인다. 다만 이제는 단순한 투자 규모 확대보다 Capex, 총소유비용(TCO), 운영비(OpEx)를 균형 있게 고려하는 투자 효율성이 어느 때보다 중요해지고 있다.

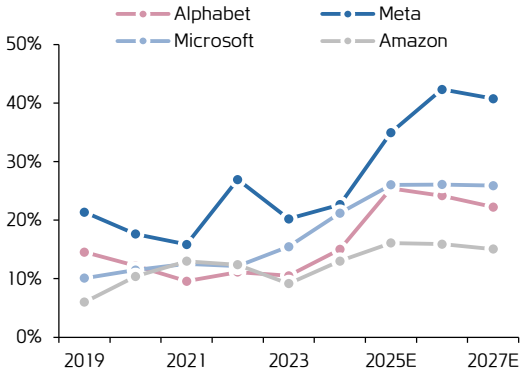
시장조사기관 Dell'Oro에 따르면, 전 세계 데이터센터 capex의 약 1/3은 GPU 및 AI 가속기에 집중되고 있으며, 이 부문이 전체 capex 상향의 가장 큰 요인이다. 이와 함께 랙, 범용 컴퓨팅, 네트워킹, 스토리지 등 인프라 전반의 투자도 강세를 보일 전망이다. GPU 투자가 가장 큰 비중을 차지하는 만큼, Google의 TPU나 Amazon의 Trainium 등 하이퍼스케일러들은 자체 AI 가속기 개발을 통한 풀스택(Full-stack) 전략을 본격 확대하고 있다. 나아가 향후 AI 투자는 단순히 더 많은 GPU 확보에 그치지 않고, TCO와 OpEx를 고려한 GPU 운영 효율성 극대화에 초점이 맞춰질 것으로 예상된다.

하이퍼스케일러 Capex 추이



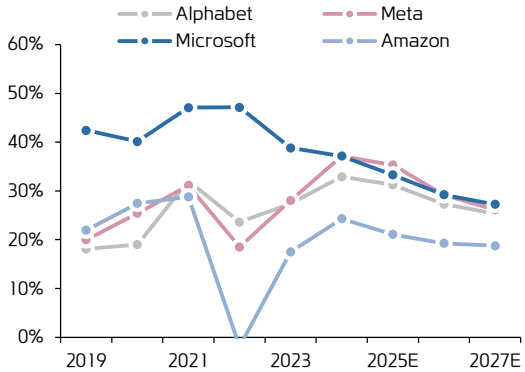
자료: 각 사, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

하이퍼스케일러 매출액 대비 Capex 비중 추이



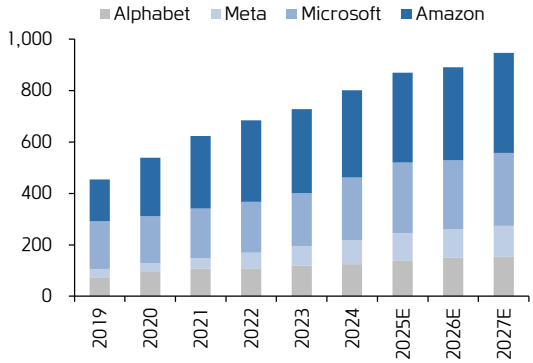
주) 전망치는 Bloomberg Consensus 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

하이퍼스케일러 ROE(Return on Equity) 추이



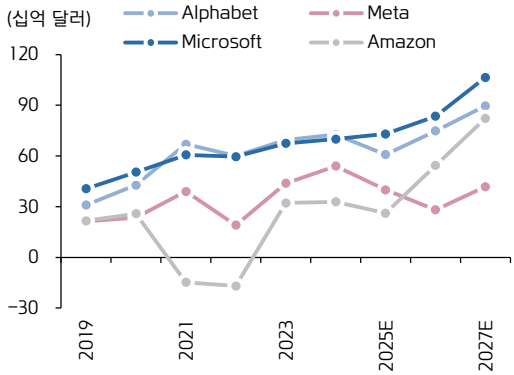
주) 전망치는 Bloomberg Consensus 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

하이퍼스케일러 부채 총액 추이



주) 전망치는 Bloomberg Consensus 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

하이퍼스케일러 FCF(Free Cash Flow) 추이



주) 전망치는 Bloomberg Consensus 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

>>> 네트워크, AI ROI를 높이는 최적의 해법

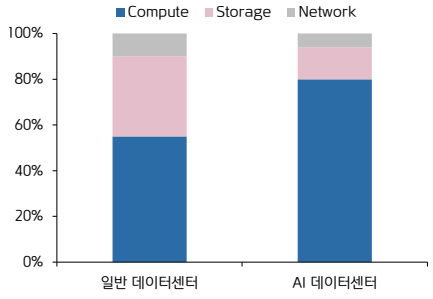
적은 비용으로 AI 성능을 극대화하는 네트워크

AI 데이터센터의 효율적인 CAPEX 집행과 GPU 운영을 위해 네트워크 투자가 앞으로 더욱 가속화될 것으로 전망된다. GPU 성능이 아무리 뛰어나더라도, 네트워크가 이를 충분히 뒷받침하지 못하면 전체 학습 효율은 크게 저하된다. 즉, 네트워크는 단순한 보조 인프라가 아니라 GPU 활용률을 극대화하고 시스템 효율성을 끌어올리는 핵심 축으로 자리 잡고 있다.

AI 데이터센터 CapEx를 컴퓨팅, 스토리지, 네트워크로 나눠보면 네트워크 비중은 아직 10% 미만에 불과하다. 그러나 Penguin Solutions에 따르면 AI 학습 과정의 최대 30%가 네트워크 응답 대기 시간에 소요된다. 이는 상대적으로 작은 투자만으로도 GPU 자원 활용도를 크게 높이고, 전체 인프라 투자 대비 가치를 극대화할 수 있음을 보여준다. 네트워크 기술 고도화가 데이터센터 효율성 제고의 레버리지 포인트가 되는 이유다.

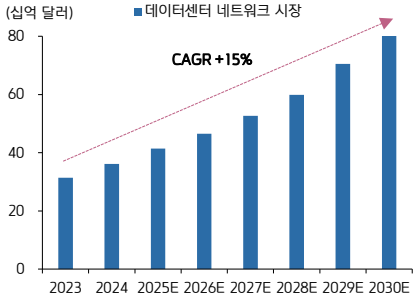
실제 산업 현황도 이를 뒷받침한다. 올해 들어 AI 데이터센터의 네트워크 기술 중요성은 한층 더 커지고 있으며, 관련 기업들의 실적 역시 가파르게 개선되고 있다. Nvidia는 최근 2Q25 실적 발표에서 네트워킹 사업부가 사상 최대 매출을 기록했다고 밝혔다. 데이터센터 매출에서 네트워크의 비중은 18%(+5%p QoQ)까지 확대되었으며, 이는 단순한 GPU 성능 경쟁을 넘어 네트워크 인프라 경쟁이 데이터센터 효율성과 직결되는 국면에 진입했음을 보여준다. 특히 Nvidia는 SpectrumX 이더넷, InfiniBand, NVLink 등 다양한 네트워크 기술 전반에서 강한 수요가 나타나고 있으며, 올바른 네트워킹 기술을 적용할 경우 성능 향상 → 처리량 개선 → 비용 절감 → 투자 효율 극대화로 이어지는 선순환이 가능함을 강조했다.

데이터센터 capex 하드웨어별 비중



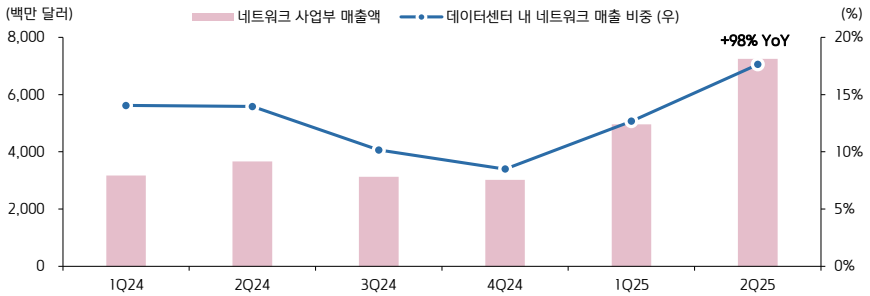
자료: ACG Research, 키움증권 리서치센터

데이터센터 네트워크 시장 추이(하드웨어 기준)



자료: Gartner, IDC, 키움증권 리서치센터

Nvidia 네트워크 사업부 매출액 추이



자료: Nvidia, 키움증권 리서치센터

>>> AI가 이끌 네트워크 인프라 투자

400Gbps → 800Gbps → 1.6Tbps로 가는 길

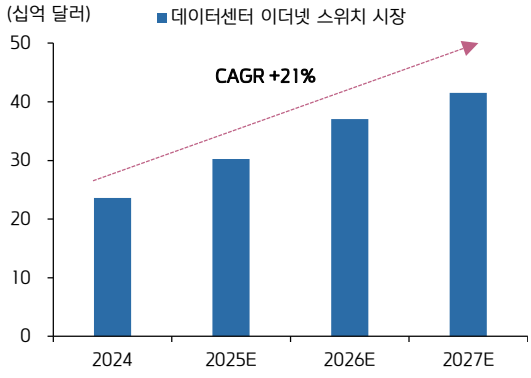
데이터센터 네트워크의 속도는 주로 스위치의 포트가 지원하는 최대 전송 속도로 정의된다.
AI 학습이나 고성능 컴퓨팅처럼 수천 개 이상의 GPU 가 동시에 데이터를 주고 받는 환경에서는 네트워크 성능이 GPU 성능 못지않게 중요하다. 이제는 단순히 GPU 와 서버만 많이 두는 것이 아니라, 이를 연결하는 네트워크 속도와 효율성이 데이터센터 경쟁력을 더욱 좌우할 것으로 전망된다.

2015년 전후부터 2018년까지는 100G 스위치가 하이퍼스케일 데이터센터의 표준이었다. 이후 2017년 말 IEEE가 400G 이더넷을 표준화하고, 2018년 초 Broadcom이 최초의 400G 스위치 칩셋 Tomahawk 3를 발표하며 400G 시장이 열리기 시작했다. 2019년부터 Cisco, Arista 등 주요 업체가 400G 스위치를 본격적으로 내놓으면서 클라우드 및 AI 데이터센터에 빠르게 확산됐다. 코로나19 시기(2020~2021년) 클라우드 사용이 급증하면서 400G는 데이터센터의 사실상 표준으로 자리잡았다.

이제 400G를 넘어 800G로의 전환이 빠르게 진행되고 있다. 2022년 Broadcom의 Tomahawk 5를 시작으로 Nvidia와 Marvell도 800G 스위치 기술을 공개하며 상용화가 시작됐다.
2023~2024년은 생성형 AI와 LLM(대규모 언어 모델)의 부상으로 GPU 클러스터 수요가 폭발하면서, AI 데이터센터는 400G의 한계가 나타나고 있다. 이로 인해 800G 네트워크는 선택이 아닌 필수로 자리 잡고 있다.

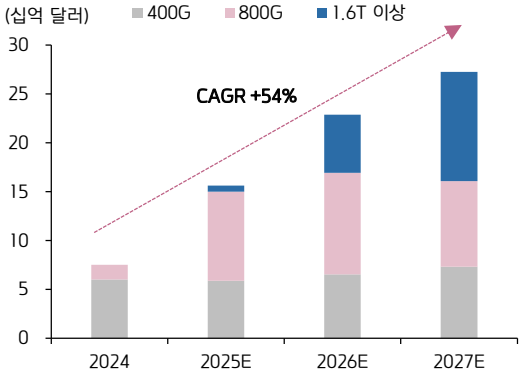
실제로 2Q25 실적 발표에서 Celestica, Viavi 등 네트워크 업체들은 고객사(하이퍼스케일러)의 800G 전환 수요가 예상 대비 더욱 강하다고 밝히며, 시장 기대치를 상회하는 가이던스를 제시했다. 더불어 2H25에는 800G 도입이 더욱 가속화되고, 2026년부터는 1.6Tbps 도입도 본격화될 것으로 전망한다.
시장조사기관 650 Group은 2024년~2027년 데이터센터용 이더넷 스위치 시장이 연평균 +21%로 성장할 것으로 전망한다. 400G 이상 고대역폭 스위치 시장은 연평균 +54%로 고성장이 예상되며, 특히 800G는 연평균 성장률 +80%로, 데이터센터 이더넷 스위치 시장 성장을 견인할 전망이다.

데이터센터 이더넷 스위치 시장 전망



자료: 650 Group, 키움증권 리서치센터

400G 이상 밴드별 이더넷 스위치 시장 전망



자료: 650 Group, 키움증권 리서치센터

네트워크 업체별 시장 현황 및 전망

기업	분류	내용
Nvidia	**AI 데이터센터향 네트워크 수요**	CY2Q25 네트워킹 매출액 73억 달러 (+46%QoQ, +98%YoY) InfiniBand 매출액은 전분기 대비 약 2배 성장 Spectrum-X(이더넷) QoQ, YoY 두 자릿수 성장. 연간 매출액 100억 달러 상회할 전망 1Q25 Spectrum-X 신규 고객으로 Google, Meta 확보. 기존 고객은 Microsoft, Oracle, xAI 등
	800G 수요	컴퓨팅 클러스터 확장 수요를 지원하기 위해, 매년 새로운 Spectrum-X 제품 출시 계획 작년에 출시된 5세대 플랫폼(Spectrum SN5000)은 800G 속도 지원. 현재 대량 판매 중 추후 1.6T 속도 지원하는 6세대 플랫폼이 출시될 예정
Celestica	**AI 데이터센터향 네트워크 수요**	하이퍼스케일러들의 CAPEX 확대 발표는 동사가 고객사들로부터 받은 전망치와 동행(혹은 후행) 2H25 수요는 여전히 강력하며, 1H26까지 하이퍼스케일러 수요 강세 예상 이미 수주한 프로그램들로 20% 이상의 성장 가능
	800G 수요	**강력한 400G 수요와 800G 램프업 효과로, 2025년 CCS 매출액 약 30% 성장 전망** CY2Q25 400G 와 800G 매출 비중은 50:50. 2H25에는 800G 성장 가속화 기대 모든 400G 고객이 그대로 800G 고객으로 전환. 800G 고객 수와 범위는 400G 대비 확대 **1.6T 프로그램은 2H26부터 매출 발생**, 2027년 본격적으로 확대될 전망
Arista Networks	**AI 데이터센터향 네트워크 수요**	AI, 클라우드 전반에서의 모멘텀 확대로, 2025년 연간 매출액 성장률 상향 조정 (17%→25%) 올해를 지나면서 **네트워킹 시장의 거대한 잠재력을 확인**. 일생에 한번 뿐인 기회라고 생각 **2025년 AI 네트워킹 매출액 15억 달러 상회 예상. 앞으로 수년간 성장 지속될 것으로 기대** Ethernet 은 모든 AI 가속기에 대해 가장 선호되는 AI 네트워킹 플랫폼으로 자리매김
	800G 수요	2H24부터 800G 포트폴리오 도입 시작. 800G 관련 상당한 성과가 2025년부터 발생할 전망
Coherent	**AI 데이터센터향 네트워크 수요**	FY2025('24년 7월~'25년 6월) 데이터센터&통신 부문 매출액 +51% YoY 성장 그 중, 데이터센터향 매출액은 60% 이상 성장 현재 백로그, 주문, 고객들의 장기 예측을 종합해 볼 때, 향후 수요 전망도 매우 강력
	800G 수요	800G 트랜시버는 작년 대비 올해 성장했으며, 내년에도 성장 지속될 전망 **고속 데이터 전송(800G 이상) 매출 성장률은 데이터센터향 매출 성장(+60% YoY)을 상회** **CY1Q25 1.6T 트랜시버 매출 발생 시작**. 올해 남은 기간과 내년에 걸쳐 물량 확대 전망
Ciena	**AI 데이터센터향 네트워크 수요**	2Q25 클라우드 제공 업체향 매출액 전년 대비 85% 성장. AI 인프라 투자 가속화 덕분 AI 관련 수요는 장기적인 추세라고 판단. 2025년 매출액 가이던스 상향 조정 (10%→14%) 2025년 클라우드 제공 업체향 주문도 전년 대비 2배가 될 전망
	800G 수요	400G, 800G Coherent 플러그형 솔루션에 대한 데이터센터향 수요 증가 **1.6T Coherent 솔루션은 2025년 말까지 샘플링 시작, 1H26 상업화 가능할 전망**

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

네트워크 업체별 시장 현황 및 전망

기업	분류	내용
Viavi	AI 데이터센터향 네트워크 수요	네트워크 사업부에서 데이터센터향 매출 비중은 약 30%. 1년 전 20% 미만에서 빠르게 확대 **FY2026에도 강력한 데이터센터향 수요 지속될 전망** **과거 데이터센터들은 네트워크 관리를 부차적인 요소로 여겼으나, 최근 주요 고객으로 부상** 몇 년 내로 기존 서비스 제공 업체향 매출보다 데이터센터향 매출 규모가 더욱 커질 전망
	800G 수요	**현재 매출 대부분은 400G, 800G 제품에서 발생** 2세대 1.6T 테스트 솔루션으로 시장 선도. 대부분의 경쟁사들은 이제 막 1세대 제품 출시 **데이터센터 생태계에서 800G, 1.6T 솔루션에 대한 매우 강력한 수요 확인**
Cisco	AI 데이터센터향 네트워크 수요	전사 네트워크 제품군 주문은 4개 분기 연속 두 자릿수 성장 CY2Q25 웹스케일 고객향 AI 인프라 수주 8억 달러 초과. FY2025 누적 수주 20억 달러 상회 엔터프라이즈 AI 관련 수억 달러의 주문을 받았으며, 현재 수억 달러의 파이프라인 확보 2026년에는 Neocloud, Sovereign AI 부문에서도 사업 기회 본격화될 전망
Amphenol	AI 데이터센터향 네트워크 수요	**2Q25 IT/데이터센터 통신 매출액 +133% YoY. 이 중 약 2/3가 AI 인프라 수요** 지금은 AI 혁명 초기 단계. 분기별 성장률에 변동성이 있더라도, 중장기 성장 지속될 전망 2025년 8월 CommScope 의 케이블 솔루션 사업 인수. 데이터센터, 건물 간 통신 솔루션 강화 AI, 데이터센터향 광섬유 및 기타 네트워크 제품 라인업 다각화 기대
Juniper	AI 데이터센터향 네트워크 수요	1Q25 전체 제품 주문 약 40% 성장. 클라우드향 주문은 전년 동기 대비 세 자릿수 성장 클라우드 고객들의 강력한 투자 수요 지속. 이 중 상당수는 아직 초기 단계에 위치 **2Q25 및 이후 성장 전망에 대한 확신을 유지하는 중** 2025년 7월 HPE 와 인수 합병 완료. 이로 인해, HPE 네트워킹 사업 규모 2배로 확대 예상
Nokia	AI 데이터센터향 네트워크 수요	2Q25 하이퍼스케일러 및 미국 CSP 향 수주 확보. 유럽 AI 기가팩토리 컨소시엄에도 참여 하이퍼스케일러는 주문 증가의 가장 큰 원동력. 연간 네트워크 인프라 부문의 강력한 성장 전망 **1H25 네트워크 인프라 사업부와 하위의 광통신 사업부 모두 Book-to-bill 이 1을 크게 상회** Nokia 는 2025년 2월 Infinera 인수를 통해, AI/클라우드향 광통신 부문에서 입지 확보
	800G 수요	2Q25 광통신 사업부에서 하이퍼스케일러향 800G 프로젝트 첫 수주

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

800G로의 전환, 단순 속도의 문제가 아니다

800G로의 전환은 단순히 속도를 두 배 높이는 수준을 넘어 AI 성능 향상에도 직접적인 영향을 미친다. AI 시대의 가속화에 따라 이제 800G는 선택이 아닌 필수가 되었다. 특히 속도뿐 아니라 전력 효율성과 확장성 측면에서의 이점이 더욱 부각되면서, 800G로의 전환은 한층 가속화될 것으로 전망된다.

400G는 50Gbps 속도의 레인 8개로 구성되었다면, 800G는 100Gbps 레인 8개로 구성되어 동일한 구조에서 두 배의 대역폭을 제공한다. 이러한 기술적 도약은 ASIC 중심의 반도체 공정 미세화(7/5nm)를 통해 가능해졌다. 이를 통해 같은 양의 데이터를 전송하더라도 전송 시간이 절반 이상 줄어들며, 비트당 전력 소모가 감소한다. 즉, 800G는 단순한 속도 향상을 넘어 에너지 효율성까지 확보한다는 점에서 의의가 크다.

AI 가속기들은 이제 800G 이상의 스위치를 필수적으로 요구하며, 800G가 점차 표준으로 자리 잡고 있다. Nvidia의 블랙웰(Blackwell)은 800G 네트워크를 전제로 설계되었으며, AWS의 Trainium2도 800G급 스위치를 요구하며, 내년 출시 예정인 AMD의 MI400도 800G 네트워킹을 채용할 예정이다. 내년부터는 800G를 넘어 2026년 출시 예정인 루빈(Rubin) 세대에서는 1.6T로, 2028년 파인만(Feynman) 세대에서 3.2T 스위치로 전환이 예상된다. 이처럼 네트워크 기술은 AI가속기의 성능을 최대한 발휘시키고, AI 클러스터의 병목을 해소하는 방향으로 진화하고 있다.

가격 측면에서도 800G 장비의 절대 금액은 400G보다 높지만, 400G 포트 두 개를 사용하는 것보다 비용 효율적이다. 결과적으로 비용 절감 효과를 기대할 수 있으며, 중장기적인 운영 비용 측면에서도 이점이 크다. 또한 확장성 면에서는 800G 스위치 포트가 제공하는 대역폭이 두 배로 증가해 더 많은 서버를 연결하거나 여러 개의 저속 링크로 분리해 활용할 수 있어, 물리적 공간과 네트워크 자원을 더욱 효율적으로 운영할 수 있다. 이처럼 AI 칩 제조사들이 800G를 넘어 1.6T로 향하는 로드맵을 제시하고 있는 상황에서, 데이터센터 네트워크는 이제 더 이상 GPU의 성능을 따라가는 보조적인 역할을 넘어, AI 성능의 한계를 결정하는 핵심 요소가 되었다.

데이터센터 이더넷 스위치 시장 전망

구분	100Gbps	400Gbps	800Gbps	1600Gbps
도입 시기	2015년~	2019년~	2024년~	2026년 이후~
레인당 속도 및 개수	25Gbps*4	50Gbps*8	100Gbps*8	200Gbps*8
신호 기술	NRZ	PAM4	PAM4	PAM4/QAM (개발중)
반도체 공정	40nm/28nm /16nm	16nm/12nm /7nm	7nm/5nm	5nm/3nm (예상)
주요 적용처	일반 데이터 센터	일반/AI 데이터센터 AI 추론 등의 워크로드	AI/HPC 데이터센터	차세대 AI/HPC 데이터센터

자료: 키움증권 리서치센터

Nvidia GPU별 스위치 포트 사양

GPU	출시 시점	스위치 포트 사양 (Gbps)
A100	2020	200
H100	2022	400
B100	2024	800
Rubin	2026E	1,600
Feynman	2027E	3,200

자료: Nvidia, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

주) **NRZ**(Non-Return-to-Zero): 한 번에 1비트를 전송하는 신호 방식
PAM4(Pulse Amplitude Modulation 4-level): 신호의 진폭을 4단계로 나누어 한 번에 2비트를 전송하는 방식. NRZ 대비 전송 효율 2배 증가
QAM(Quadrature Amplitude Modulation): 신호의 진폭과 위상을 함께 변조하여 한 번에 4비트를 전송하는 방식

이더넷의 반격: 인피니밴드와 이더넷 진영의 경쟁 심화 예상

AI 네트워크에 대한 투자는 단기 이슈가 아닌, 하이퍼스케일러들의 투자수익률(ROI)을 높이기 위한 중장기적인 투자 사이클로 이어질 것이다. 이러한 흐름에 따라 네트워크 관련 업체들의 실적 전망치 또한 상향될 가능성이 높다. 특히 AI 네트워크 투자 확대는 엔비디아의 인피니밴드와 이더넷(RoCE) 시장 모두에 수혜를 가져올 것으로 예상된다.

중장기 관점에서는 범용성과 비용 효율화에 특화된 이더넷 시장의 점유율 확대를 기대한다. 이는 하이퍼스케일러들이 자체 AI 가속기 개발을 통한 풀스택(Full-stack) 전략을 확대하고 있으며, 총소유비용(TCO)과 운영비(OpEx)를 고려한 투자 효율성 확보에 집중하기 때문이다.
AI 데이터센터 네트워크의 독점적 지위를 가지고 있는 Nvidia의 인피니밴드-NVLink 진영에 대항하기 위한 기술 경쟁도 치열해지고 있다. 대표적으로 2024년 AMD를 주축으로 구글, 메타, 마이크로소프트, HPE, 시스코, 브로드컴, 인텔 등이 참여해 UALink 컨소시엄을 설립했다. 이는 엔비디아의 NVLink에 대응하는 AI 가속기용 개방형 인터커넥트 표준 기술을 만들기 위한 목적으로, AMD가 2026년에 출시될 MI400 시리즈에 UALink를 최초로 지원하며 개방형 생태계 확장을 강조할 전망이다.

엔비디아 역시 이러한 이더넷 진영의 성장을 의식하여, Spectrum-X 이더넷 라인업을 강화하며 이더넷 시장에서의 지위를 공고히 하려 한다. 최근에는 Spectrum-XGS 이더넷 플랫폼을 발표하며, 데이터센터 내부 네트워크를 넘어 분산된 데이터센터를 하나의 AI 슈퍼팩토리로 통합하는 '스케일-어크로스(Scale-across)' 기술을 선보였다.

결과적으로, 엔비디아의 독점적 기술 종속에서 벗어나고자 하는 고객들의 니즈와 ROI 확대를 위한 고민이 깊어지는 가운데, 인피니밴드와 이더넷 시장에서의 견고한 지위를 유지하려는 엔비디아와 고객의 비용 효율성 및 확장성 요구를 충족시키는 이더넷 진영 간의 경쟁은 더욱 심화될 것으로 예상된다.

UALink와 NVLink 퓨전과의 비교: UALink의 개방성 강조

Ultra Accelerator Link, the Truly Open Standard

	UALINK	NVLINK FUSION
LOW ROUND TRIP LATENCY	Yes	Yes
HIGH SPEED I/O	224 Gbps	224 Gbps
MAXIMUM SCALABILITY	1024 GPUs	576 GPUs
CPU USE	Any	Only to Nvidia GPU
GPU USE	Any	Only Nvidia CPU
MANAGEMENT SOFTWARE	Open	Nvidia Proprietary
SPECIFICATION	Fully Open	Closed

자료: AMD

스위치를 비롯한 주요 부품의 기술 변화

이더넷 진영의 시장 확대는 관련 네트워크 업체들의 성장을 가속화하고 있다. 그중 가장 핵심적인 장비는 단연 스위치다. 스위치는 데이터센터의 서버와 장치들을 서로 연결하고, 데이터를 최적의 경로로 전달하는 역할을 수행한다. 스위치는 크게 스파인 스위치와 리프 스위치로 나뉘며, 고성능 ASIC이 탑재된 고부가 스위치는 한 대당 수천만 원에서 수억 원에 달한다.

전통적인 이더넷 스위치용 ASIC은 Broadcom이 강자이며, Marvell 또한 이 분야의 주요 기업으로 부상했다. 한편 Cisco와 Intel은 자체적으로 ASIC을 설계한다. 이 ASIC들을 기반으로 완제품 장비를 만드는 업체는 Arista, Cisco, Celestica, Juniper(HPE), Accton 등이 있다.

스위치 포트 속도가 400G → 800G → 1.6T 등으로 발전하면서 데이터 속도와 전송량은 가파르게 증가하며, 포트 수와 포트당 밀도 또한 높아진다. 이는 스위치 칩셋(ASIC)의 반도체 공정 미세화로 직결된다. 또한 고밀도 포트가 요구하는 기술적 난이도가 높아지면서, 전기 신호의 간섭과 왜곡을 막기 위한 스위치 기판(PCB)의 설계와 저유전율 소재 기술이 중요해진다. 이로 인해 스위치 기판은 층수를 높여 고속 신호 선로를 다른 신호와 분리하고, 신호 간 간섭과 왜곡을 최소화하는 기술이 요구된다. 또한 스위치 칩의 외부와 내부를 연결하는 입출력(I/O)의 병목을 해소하기 위해, 입출력(I/O)의 밀도와 대역폭을 극대화하기 위한 패키징 기술 또한 고도화되어야 한다. 엔비디아도 스위치 칩과 광학 부품을 통합하여 입출력(I/O)의 대역폭을 높인 'CPO(Co-packaged Optics)' 패키징 기술의 도입을 계획하고 있다.

스위치 다음으로 중요한 부품은 네트워크 카드(NIC)이다. NIC는 AI 데이터센터에서 단순한 데이터 전달을 넘어 연산 기능이 통합된 DPU(데이터 처리 장치)로 진화하며 고부가가치 제품으로 발전하고 있다. NIC 뿐 아니라 스위치의 속도가 빨라지면 스위치와 연결되는 광 트랜시버, 케이블, 커넥터 또한 스위치의 속도에 맞춰 기술과 가격이 상승한다. 이처럼 AI 데이터센터의 네트워크는 스위치가 가장 비싸고 기술 난이도가 높지만, 스위치와 함께 네트워크 생태계 전반에 걸친 기술적 변화가 요구됨에 따라 관련 업체들의 수혜가 확대될 전망이다.

데이터센터 네트워크 주요 서플라이 체인

주요 장비/부품	공급 업체
스위치	Nvidia, Broadcom, Marvell, Arista, Cisco, Juniper, Celestica, Accton(臺)
네트워크 카드(NIC)	Nvidia, Broadcom, Marvell, AMD, Intel
광 트랜시버	Coherent, Broadcom, Marvell, Innolight, Lumentum, Cisco
케이블 및 커넥터	Amphenol, TE Connectivity(愛蘭), Credo, Corning, Molex
기판 및 기판용 소재	삼성전기, Ibiden(日), Unimicron(臺), Shinko(日) 이수페타시스, 대덕전자, Gold Circuit(臺), Wus(臺), TTM, 두산, EMC(臺), Panasonic(日), TUC(臺)

주) 국내 기업 외 국가 표기가 안된 기업은 모두 미국 기업

자료: 키움증권 리서치센터

II. 네트워크 기초설명서

>>> 데이터센터 네트워크의 기본 구조

스파인-리프 구조가 오늘날 데이터센터 네트워크의 표준

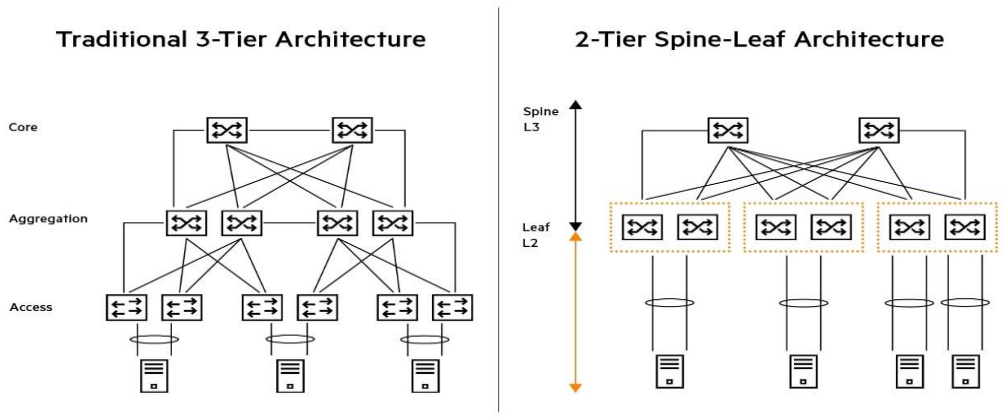
네트워크는 두 개 이상의 장치를 연결하여 데이터를 주고받는 시스템을 의미한다. 네트워크의 세 가지 핵심 요소는 노드(Node), 프로토콜(Protocol), 링크(Link)이다. 노드는 서버, 스마트폰 등 데이터를 주고 받는 장치이며, 프로토콜은 노드 간 데이터 교환 방식을 정의한 규칙(IP, 이더넷 등)이다. 링크는 와이파이나 랜선처럼 노드를 연결해주는 통신 수단을 가르킨다.

네트워크는 크게 유선 네트워크와 무선 네트워크로 나눌 수 있다. 무선 네트워크는 Wi-Fi나 5G처럼 전파를 이용해 데이터를 전송하며, 설치 용이성과 이동성 측면에서 강점이 있다.
유선 네트워크는 이더넷 케이블 같은 물리적인 선으로 장치를 연결해 데이터를 전송하며, 속도, 안정성, 보안성이 뛰어나다.

데이터센터에서는 대규모 데이터가 초고속으로 오가는 특성상 주로 유선 네트워크가 사용된다. 특히, 현재 대부분의 데이터센터 네트워크는 '**스파인-리프(Spine-Leaf) 아키텍처**'를 채택하고 있다.
2000년대 후반까지만 해도 데이터센터는 '3계층 구조(Core-Aggregation-Access)'를 주로 사용했다. 하지만 이 구조는 계층 간 연결이 복잡하고, 트래픽 증가 시 집계(Aggregation) 구간에서 병목 현상이 자주 발생하는 한계가 있었다.

반면, 스파인-리프 구조는 2계층으로 구조가 단순화되고, 모든 리프 스위치가 모든 스파인 스위치와 직접 연결된다. 이 덕분에 특정 구간에서 트래픽이 몰리더라도 다른 경로로 우회가 가능해, 3계층 대비 병목 현상을 크게 줄일 수 있고, 확장(scale-out)도 용이하다. 이런 장점 덕분에 2010년대 이후 데이터센터 네트워크의 표준 아키텍처로 자리 잡았다.

3계층 구조와 Spine-Leaf 구조



자료: HPE, 키움증권 리서치센터

데이터센터 네트워크의 흐름: 서버 → 리프 → 스파인 → 리프 → 서버

스파인 계층과 리프 계층은 모두 네트워크 스위치를 중심으로 구성되어 있다. 스위치란 네트워크에서 가장 중요한 장비 중 하나로, 서버와 장치를 연결해 데이터를 최적의 경로로 전달한다. 각 계층은 역할이 다르기 때문에 사용되는 스위치의 성능과 특성도 달라진다.

리프 층은 각 서버와 직접 연결되는 스위치들이다. 서버에서 보낸 데이터를 모아 스파인 스위치로 전송하고, 다시 스파인 스위치에서 받은 데이터를 서버로 전달한다. 모든 리프 스위치는 모든 스파인 스위치와 연결되어 있어, 데이터를 효율적으로 주고받을 수 있다. 리프 스위치는 보통 서버 랙 단위로 배치되며, 한 대의 리프 스위치에 20~48대의 서버를 연결할 수 있고, 더 큰 모델은 100대 이상의 서버도 수용할 수 있다. 최근 AI서버에는 네트워크 장애에 대비하기 위해 서버 랙당 2대 이상의 리프 스위치를 두는 방식(네트워크 이중화)이 많이 사용된다.

스파인 층은 이름처럼 척추(spine)의 역할을 한다. 데이터센터의 전체 트래픽을 처리하는 고속도로 역할을 하며, 모든 리프 스위치들을 서로 연결한다. 리프 스위치끼리는 직접 연결되지 않고, 반드시 스파인 스위치를 거쳐야 다른 서버와 통신할 수 있다. 트래픽의 흐름은 보통 서버 → 리프 → 스파인 → 리프 → 서버 순서로 진행되며, 스파인 층은 트래픽 증가 시에도 병목 현상이 발생하지 않도록 고성능 스위치를 사용한다.

리프와 스파인 스위치의 역할이 다르기 때문에 요구되는 성능도 차이가 있다.
리프 스위치는 여러 서버를 연결하기 때문에 다수의 서버 포트가 필요하다. 또한 스파인과 연결되는 리프 스위치의 업링크(uplink) 포트는 병목 현상이 생기지 않도록 서버 포트 보다 훨씬 더 초고속(100/200/400/800G)으로 작동해야 한다.

스파인 스위치는 수많은 리프에서 오는 대량의 트래픽을 처리해야 하므로 초고속, 저지연 기술이 핵심이다. 가격도 리프 스위치보다 훨씬 높으며, AI 데이터센터에는 400Gbps 이상의 고속 포트를 갖춘다. AI 데이터센터와 같은 환경에서는 대규모 트래픽이 발생하기 때문에, 스파인 스위치를 최소 2개에서 많게는 수십 개까지 배치하여 트래픽을 분산시키고 전체 네트워크 성능을 높인다.

3계층 구조와 Spine-Leaf 구조의 계층별 역할

Layer	스파인-리프 구조
Spine	모든 리프 스위치들을 서로 연결해주고, 데이터센터의 전체 트래픽을 처리하는 중추 역할
Leaf	서버와 직접 연결되는 스위치로, 서버에서 받은 데이터를 모아 스파인 스위치로 전송
Layer	**3계층 구조**
Core	데이터센터의 모든 트래픽을 빠르게 처리하는 역할로, 스파인 층과 유사. 상향식으로 트래픽이 모이는 구조적 한계로 인해 병목 현상 발생
Aggregation	액세스 스위치에서 트래픽을 모아 상위 계층인 코어 층으로 전송
Access	서버와 직접 연결되는 층. 서버↔Access↔Aggregation↔Core 구조로 중간에 과부하되는 현상 발생

자료: 키움증권 리서치센터

빛나는 조연들(Feat. NIC, 트랜시버, 케이블 등)

리프 계층은 서버에 연결된 리프 스위치를 중심으로 네트워크 카드(NIC), 케이블, 전력 분배 장치(PDU) 등이 함께 구성되어 있다. 네트워크 카드는 서버에 장착되어 리프 스위치와의 통신을 도와주는 부품으로, 서버의 데이터를 전기 신호로 바꾸거나 받은 신호를 다시 데이터로 변환하는 역할을 한다. 서버와 리프 스위치를 연결할 때는 주로 구리 케이블을 사용하는데, 구리 케이블은 주로 짧은 거리에 적합하다. AI 데이터센터에는 리프 스위치에 고속 구리 케이블(Direct Attach Cable)이나 광 섬유 케이블(Active Optical Cable) 같은 특수 케이블이 사용되기도 한다. 한편 전력 분배 장치(PDU)도 보통 서버 랙에 함께 설치 되는데, 이는 서버와 스위치에 안정적으로 전력을 공급하는 장비이다.

스파인 스위치에는 초고속 데이터 처리를 위해 설계된 고성능 ASIC이 탑재되어 있으며, ASIC 칩 등에서 발생하는 열을 식히기 위해 냉각 시스템과 안정적인 전원 공급을 위한 다중의 전원 시스템을 내장하고 있다. 스위치의 포트에는 전기 신호를 빛으로, 빛 신호를 전기 신호로 변환해주는 트랜시버가 장착되어 있다. 스파인 스위치에 부착된 트랜시버는 리프 스위치에 부착된 트랜시버와 광 케이블을 통해 데이터를 주고 받는다. 광 케이블은 빛을 이용하여 데이터를 전달하며, 유리 섬유를 이용해 빛 신호의 손실을 최소화하여 먼 거리까지 전송할 수 있다. 또한 빛은 주파수 대역이 높아 더 많은 양의 데이터를 한 번에 보낼 수 있어 광 케이블은 고대역폭과 장거리 전송에 적합하다.

네트워크 주요 장비 및 부품

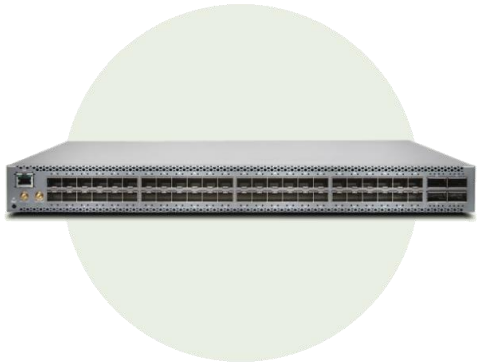
주요 장비/부품	역할 및 기능
스위치	네트워크에서 가장 핵심이 되는 장비로, 서버와 장치들을 서로 연결하여 데이터를 최적의 경로로 전달
네트워크 카드(NIC)	서버와 리프 스위치 간의 통신 부품으로, 데이터를 전기 신호로 바꾸거나, 받은 신호를 다시 데이터로 변환
트랜시버	스위치 포트에 장착되는 부품으로, 전기 신호를 빛으로, 빛 신호를 전기 신호로 변환
광 케이블	빛을 이용하여 데이터를 전달하며, 유리 섬유를 이용해 빛 신호의 손실을 최소화. 고대역폭과 장거리 전송에 유리
라우터	서로 다른 서버 랙에 있는 GPU 클러스터 간의 데이터 경로를 결정하며, 최근에는 스위치에 라우터 기능 통합

자료: 키움증권 리서치센터

스파인 스위치

자료: Nvidia

리프 스위치



자료: Juniper

광 트랜시버

자료: Coherent

스위치 포트에 꽂혀있는 트랜시버와 케이블

자료: Coherent

>>> AI 데이터센터 네트워크 트렌드

서버 간의 네트워크: 이더넷 → 인피니밴드 → 이더넷의 반란?

AI 서버 간의 네트워크 기술은 크게 이더넷(Ethernet)과 인피니밴드(InfiniBand)로 분류할 수 있다.

이더넷은 가장 범용적이고 표준화된 데이터센터 네트워크 기술이다. 데이터는 패킷 단위로 분할되어 스위치를 통해 전달되며, 스위치는 각 장비가 가진 고유의 MAC(Media Access Control) 주소를 기반으로 목적지를 식별한다. 스위치 장비는 포트별로 연결된 장치의 MAC 주소를 학습해 저장하고 있기 때문에, 데이터 패킷을 올바른 장치로 정확하게 전달한다.

이더넷은 범용성 덕분에 장비 및 부품 호환성이 뛰어나고, 인프라 구축이 용이하며 비용도 상대적으로 저렴하다. 다만, 이더넷은 네트워크 통신 과정에서 CPU가 데이터를 패킷화하고 전송 지시를 내리는 데 많은 과정을 관여하기 때문에 지연(latency)과 병목 현상이 발생하는 한계가 있다.

인피니밴드는 기존 이더넷의 한계를 극복하고, 서버 간의 통신 방식을 통합하기 위해 설계된 고성능 컴퓨팅(HPC)을 위한 네트워크 기술로, 오늘날 AI 데이터센터의 고성능 네트워크의 표준이 되었다. 2020년 Nvidia에 인수된 Mellanox가 인피니밴드의 장비를 주도해왔으며, Nvidia는 GPU와 인피니밴드를 결합해 AI 데이터센터 시장에서 독점적 지위를 강화했다.

인피니밴드는 초저지연•고대역폭 네트워크로, 수많은 GPU 서버 간 데이터 교환을 기존 이더넷보다 훨씬 빠르고 효율적으로 수행한다. 인피니밴드의 핵심은 **RDMA(Remote Direct Memory Access)** 기술이다. 이더넷은 CPU를 거쳐 데이터를 전송하지만, 인피니밴드는 서버에 장착된 전용 네트워크 카드인 HCA(Host Channel Adapter)가 CPU를 거치지 않고 한 서버의 메모리에서 다른 서버의 메모리로 직접 데이터를 전송한다. 이 과정에서 데이터 패킷 처리 및 경로 설정도 HCA가 담당하기 때문에 CPU 부하를 획기적으로 줄이고, GPU 간 대규모 병렬 연산에 최적화된 통신 환경을 제공한다.

다만, 인피니밴드는 최고의 성능을 제공하는 만큼 이더넷 대비 네트워크 장비 및 부품 가격이 높고, Mellanox(Nvidia)의 장비에 의존적이기 때문에 사실상 독점 구조를 형성하고 있다. 이로 인해 이더넷처럼 전반적인 장비의 호환성이 높지 않다는 점이 단점으로 꼽힌다.

이더넷 vs. 인피니밴드

네트워크 기술 구분	Traditional Ethernet	Infiniband
프로토콜	TCP/IP 기반	RDMA 기반
속도	상대적으로 느림	초저지연, 빠른 속도
호환성	표준 기술로 호환성 높음	폐쇄적 생태계로 호환성 낮음
비용	상대적으로 저렴(범용 장비)	고가(Mellanox 독점)
CPU 개입	데이터 전송의 모든 논리적 과정 담당	데이터 전송의 최초 명령만 담당
네트워크 카드	일반 NIC로, 데이터 변환 및 전송 담당. 비교적 간단한 칩 구조	고사양 HCA로, 데이터 전송의 모든 논리적 과정 담당. 전용 ASIC 칩 탑재

자료: 키움증권 리서치센터

이더넷 + RDMA = RoCE의 급부상

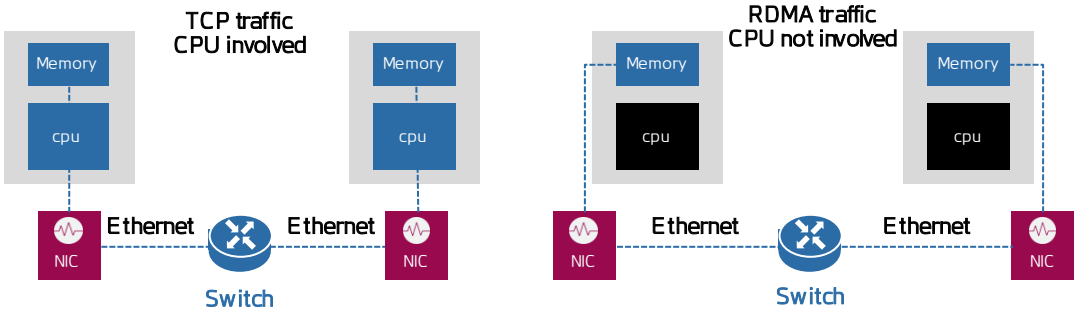
인피니밴드의 초저지연 통신은 고성능 컴퓨팅(HPC) 분야에서 표준처럼 자리 잡았지만, 이더넷의 범용성과 비용 효율성은 투자와 확장성 측면에서 여전히 중요한 요소이다. 이러한 이유로 이더넷 기반에서도 고성능 통신을 구현하려는 노력이 지속되어 왔고, 그 결과 등장한 기술이 **RoCE**(RDMA over Converged Ethernet)이다. RoCE는 이더넷의 인프라 호환성과 가격 경쟁력에 인피니밴드의 RDMA 성능을 결합한 기술이다. 2014년, 서로 다른 네트워크의 서버끼리도 통신이 가능한 RoCEv2가 등장하면서, 대규모 데이터센터와 클라우드에서 RoCE의 도입이 본격적으로 확대됐다.

RoCE는 일반적인 이더넷 스위치와 인피니밴드의 HCA(Host Channel Adapter)와 유사한 역할을 하는 RNIC(RDMA-capable NIC)만으로도 통신이 가능하다. RNIC로 인해 CPU 개입 없이 서버 메모리 간 직접 데이터 전송이 가능하므로, 지연(latency)과 CPU 과부하가 크게 줄어든다.
다만 이더넷은 네트워크가 혼잡해지면 스위치가 데이터를 버려버리는 방식이기 때문에, 근본적으로 데이터 패킷의 손실이 발생할 수 있는 환경이다. 이더넷은 데이터가 몰리면 스위치가 패킷을 버리고, 수신자는 송신자에게 데이터 재전송을 요청한다. 일반 인터넷 서비스에는 큰 문제가 되지 않지만 AI 학습이나 고성능 컴퓨팅처럼 대규모 연산 환경에서는 작은 데이터 손실도 성능 저하로 이어진다. 따라서 RoCE를 제대로 활용하려면 데이터 손실을 막는 추가 장치가 필요하며, 이 때 활용되는 대표적인 기술이 **PFC**(Priority Flow Control)와 **ECN**(Explicit Congestion Notification)이다.

PFC는 스위치의 데이터 처리 공간(버퍼)이 가득 차기 전에 송신 측에 중단 요청 신호(pause frame)를 보내고, 공간이 생기면 다시 전송을 재개한다. 또, 중요도가 높은 데이터는 보호하고 덜 중요한 데이터는 그대로 흘려보내는 방식으로 우선순위 제어도 가능하다. 다만 이 방식은 상황에 따라 여러 장치들이 동시에 서로를 멈추게 만들면서, 전체 흐름이 막히는 데드락(Deadlock) 현상이 생길 수 있다는 한계가 있다.

ECN은 네트워크가 혼잡하더라도 스위치가 데이터를 버리지 않고 해당 패킷에 혼잡 표시를 남겨 그대로 전달한다. 이를 받은 수신자(서버)는 혼잡 표시를 확인하고 송신자에게 다시 알림을 보내고, 송신자는 전송 속도를 줄여 네트워크가 안정되도록 조절한다.

일반 이더넷과 RoCE 구조 비교



자료: Broadcom, 키움증권 리서치센터

RoCE는 네트워크의 안정성을 보장하기 위해 PFC와 ECN을 함께 적용하는 것이 일반적이다. PFC는 순간적인 데이터 손실을 막고, ECN은 데이터 전송 속도를 조절함으로써 통신 혼잡을 안정적으로 완화시킨다. 이처럼 두 기술을 결합하면, RoCE는 이더넷 환경에서도 인피니밴드에 근접한 무손실·저지연 통신을 구현할 수 있다.

최근에는 이러한 장점 덕분에 RoCE의 채택이 빠르게 늘고 있다. 인피니밴드가 여전히 슈퍼컴퓨터와 HPC 환경에서 높은 성능을 제공하고 있지만, RoCE는 기존 이더넷 인프라를 활용할 수 있고 비용 효율성이 뛰어나기 때문에 클라우드와 AI 데이터센터에서 점차 비중을 확대하고 있다. NVidia, Broadcom, Marvell 등 주요 네트워크 기업들은 이러한 흐름에 맞추어 RoCE의 안정성과 성능을 높이기 위한 기술 개발을 지속적으로 이어가고 있다.

실제로 네트워크 시장조사기관 Dell'Oro에 따르면, 2023년 말 기준 AI 데이터센터 백엔드 네트워크 시장에서 InfiniBand가 80% 이상 점유율을 기록했으나, 2024년 들어서는 Ethernet 진영의 성장이 본격화되었다. 특히 Celestica, NVIDIA, Huawei가 AI 백엔드 스위치 시장을 주도했으며, Meta, Microsoft, Oracle 등 하이퍼스케일러들의 대규모 이더넷 구축이 확산되고 있다. 향후 하이퍼스케일러들의 이더넷 도입 확산과 함께 이더넷 진영의 시장 점유율이 지속 확대될 것으로 예상되며, Arista, Cisco, Juniper(HPE), Nokia 등 다양한 네트워크 장비 업체들의 시장 진입 기회 또한 확대될 것으로 예상된다.

RoCE vs. 인피니밴드

네트워크 기술 구분	RoCE	Infiniband
핵심 기술	RDMA 기반	RDMA 기반
지연 시간	낮음(μs)	매우 낮음(ns)
호환성	범용 이더넷 기반으로 호환성 높음	폐쇄적 생태계로 호환성 낮음
비용	상대적으로 저렴	고가(Mellanox 독점)
데이터 패킷 손실 유무	손실 가능. PFC, ECN 기술로 제어	손실 없음
주요 하드웨어	일반 이더넷 스위치 + RNIC	인피니밴드 전용 스위치 + HCA

자료: 키움증권 리서치센터

>>> GPU끼리도 뭉쳐야 산다

GPU 간의 네트워크: NVLink, PCIe, UA링크

NVLink는 Nvidia가 개발한 GPU-GPU 또는 GPU-CPU 간 데이터 전송을 위한 네트워크 기술을 지칭한다. 2014년에 NVLink1.0이 처음 공개되었으며, Nvidia의 GPU 아키텍처 진화에 맞춰 NVLink도 세대를 거듭해 나가고 있다. 가장 최근 세대는 NVLink5.0으로, Blackwell 아키텍처 GPU들 간의 고속 통신을 지원하고 있다.

초기 1~2세대 NVLink는 GPU 간의 연결을 위해 GPU 보드 위에 별도의 Bridge 카드를 탑재하였다. 이를 통해 케이블 없이 GPU들을 직접 연결할 수 있었으나, Bridge 카드당 연결 가능한 GPU 수가 제한된다는 단점이 있었다. 최근 3~5세대 NVLink는 각 GPU들을 케이블과 커넥터를 통해 연결하는 방식을 채택했다. 이를 위해, 각 GPU에는 NVLink 컨트롤러와 NVLink 포트가 내장되어 있다.

NVLink Switch는 여러 NVLink를 통합하여, 연결된 모든 GPU 간 직접 통신을 가능하게 만들어준다. NVLink 네트워크의 핵심으로, 연결 범위가 단일 서버를 넘어 랙 단위 이상으로 확대될 수 있다. 5세대 NVLink Switch는 최대 576개의 GPU를 하나로 연결해준다.
NVLink Switch의 핵심은 엔비디아에서 자체 설계한 ASIC 기반의 NVSwitch 칩이다. NVLink Switch 하드웨어(Switch Tray)는 이더넷/인피니밴드 스위치와 유사한 랙마운트 형태이며, 내부에 2개의 ASIC 칩이 탑재된다. 1개의 Switch Tray는 32개의 OSFP(Octal Small Form-factor Pluggable) 포트를 가지고 있으며, 각 포트에는 트랜시버가 탑재되어 있는 구조이다. 최종적으로는 GPU에 내장된 NVLink 포트와 NVLink Switch 포트가 케이블을 통해 물리적으로 연결되어, NVLink 네트워크가 구현할 수 있게 된다.

NVLink와 비교되는 다른 통신 기술로는 PCIe가 있다. PCIe는 컴퓨터의 메인보드와 그래픽카드, SSD 등 내부 구성 요소들을 연결하는 통신 표준으로, NVLink는 PCIe의 한계를 극복하기 위해 처음 개발되었다. PCIe는 기본적으로 CPU 중심의 다양한 컴퓨터 장치들을 연결할 수 있는 범용성에 초점을 맞춘 기술이다. PCIe 방식의 가장 큰 단점은 연결된 모든 장치들이 서로 통신하기 위해 '루트 컴플렉스'라는 중심 허브를 거쳐야 한다는 점이다. 즉, GPU 간 데이터 전송을 위해서는 중간에 반드시 메인 CPU를 거쳐야 하는 셈이다. 이로 인해 데이터 처리 과정에서 지연이 발생하게 되고, 이는 곧 데이터센터의 연산 속도 혹은 성능 저하로 직결될 수밖에 없다. 따라서 Nvidia는 메인 CPU를 우회해 GPU 간의 통신 속도와 효율을 높일 수 있는, GPU 간 고속 통신에 최적화된 새로운 네트워크를 구축하게 되었다.

NVLink는 PCIe 대비 GPU 당 링크 수가 많고, 레인당 전송 속도(대역폭)도 빠르다는 장점을 가지고 있다. 실제로 NVLink5.0의 레인당 전송 속도는 PCIe5.0 대비 약 12.5배 빠르다고 알려져 있다. 또한 NVLink와 PCIe 모두 스위치를 통해 여러 장치들을 관리하고 연결을 확장하는데, PCIe 스위치는 연결 가능 규모가 약 100여개 정도로 제한적인 반면 5세대 NVLink Switch는 최대 576개의 GPU를 하나로 연결할 수 있다.

NVLink의 압도적인 성능은 다수의 고객들이 AI 컴퓨팅 파워 구축을 위해 Nvidia를 선택하는 요인 중 하나이지만, NVLink는 Nvidia 하드웨어끼리만 호환이 가능하다는 결정적인 단점을 가지고 있다.
결국 AMD, Astera Labs, AWS, Google, Microsoft, Cisco, Intel 등 여러 기업들은 UALink(Ultra Accelerator Link)라는 새로운 대안을 구축하고 있다. UALink의 가장 큰 차별점은 다양한 종류의 가속기들과 호환이 가능한 개방형 생태계라는 점이다. 이외에도 NVLink 대비 더 큰 스케일업 규모, 비용 효율성 등이 경쟁력으로 꼽힌다. 2026년 AMD의 MI400 시리즈를 통해 최초로 상용화될 전망이다.

네트워크별 특성 비교

	PCIe 5.0	NVLink 5.0	UA Link
레인당 전송 속도 (대역폭)	8GB/s	100GB/s	25GB/s
지연 시간	길다	저지연	비교적 저지연
스케일링 규모	제한적 (약 100여개)	576개 (GPU)	1,024개 (가속기)
호환성	모든 장치 호환. 범용성 높음	Nvidia 하드웨어	개방형
비용	저가	고가	중간

자료: 산업 자료, 키움증권 리서치센터

III. 투자 전략

>>> AI 네트워크 투자 확대의 수혜 업체 주목

최선호주 삼성전기, 이수페타시스 추천. 두산, 대덕전자도 네트워크 투자 수혜 전망

AI 경쟁 우위를 위한 하이퍼스케일러의 투자 확대 기조는 지속될 전망이다. 다만 이제는 단순한 투자 규모보다 CapEx와 총소유비용(TCO), 운영비(OpEx)를 균형 있게 고려하는 투자 효율성이 어느 때보다 중요해지고 있다. 향후 AI 투자는 단순히 더 많은 GPU를 확보하는 것을 넘어, TCO와 OpEx를 고려하여 GPU 운영 효율성을 극대화하는 방향에 초점이 맞춰질 것이다.

AI 데이터센터의 효율적인 Capex 집행과 GPU 운영을 위해 네트워크 투자는 앞으로 더욱 가속화될 전망이다. 네트워크는 단순한 보조 인프라가 아니라, GPU 활용률을 극대화하고 시스템 효율성을 끌어올리는 핵심 축으로 자리 잡고 있다. 이는 Nvidia의 2Q25 실적 발표를 통해서도 확인되었으며, 올바른 네트워킹 기술이 성능 향상 → 처리량 개선 → 비용 절감 → 투자 효율 극대화로 이어지는 선순환이 가능함을 강조했다.

AI 데이터센터용 네트워크 스위치 속도는 현재 400Gbps 수준에서 800Gbps로 전환이 가속화되고 있으며, 2026년부터는 1.6Tbps로의 확장 또한 본격화될 전망이다. 800G로의 전환은 단순히 속도를 두 배 높이는 수준을 넘어 AI 성능 향상에도 직접적인 영향을 미치기 때문에 선택이 아닌 필수가 되고 있다. 특히 속도뿐 아니라 전력 효율성과 비용 절감 및 확장성 측면에서의 이점이 부각되면서, 800G로의 전환은 더욱 가속화될 것이다.

하이퍼스케일러들의 AI 네트워크 투자 확대는 인피니밴드와 이더넷(RoCE) 진영 모두의 수혜로 이어질 전망이다. 중장기 관점에서는 범용성과 비용 효율성에 특화된 이더넷 시장의 점유율 확대를 기대한다. 이는 하이퍼스케일러들이 자체 AI 가속기 개발을 통한 수직 통합 전략이 확대되고, TCO와 OpEx를 고려한 ROI 중심의 투자가 중요해지기 때문이다.

AI 데이터센터의 네트워크는 스위치가 단일 제품 중 가격과 기술력이 가장 높지만, 스위치와 함께 장비/부품/소재 등 네트워크 생태계 전반에 걸친 기술적 변화가 요구됨에 따라 관련 업체들의 수혜에 주목할 필요가 있다.

국내 전기전자 업종 내에서는 삼성전기, 이수페타시스, 두산, 대덕전자를 AI 데이터센터의 네트워크 투자 확대의 수혜주로 추천하며, 삼성전기와 이수페타시스는 업종 최선호주 의견을 유지한다.
유선 네트워크 시장을 주도하는 미국 기업 중에서는 Celestica, Amphenol, Coherent, Arista, Cisco를 네트워크 투자 확대의 관심 종목으로 제안한다.

데이터센터 네트워크 주요 서플라이 체인

주요 장비/부품	공급 업체
스위치	Nvidia, Broadcom, Marvell, Arista, Cisco, Juniper, Celestica, Accton(臺)
네트워크 카드(NIC)	Nvidia, Broadcom, Marvell, AMD, Intel
광 트랜시버	Coherent, Broadcom, Marvell, Innolight, Lumentum, Cisco
케이블 및 커넥터	Amphenol, TE Connectivity(愛蘭), Credo, Corning, Molex
기판 및 기판용 소재	삼성전기, Ibiden(日), Unimicron(臺), Shinko(日) 이수페타시스, 대덕전자, Gold Circuit(臺), Wus(臺), TTM, 두산, EMC(臺), Panasonic(日), TUC(臺)

주) 국내 기업 외 국가 표기가 안된 기업은 모두 미국 기업
자료: 키움증권 리서치센터

기업분석

삼성전기 (009150)	BUY(Maintain)/목표주가 200,000원 AI 서버와 네트워크로 달라진 체질
두산 (000150)	BUY(Maintain)/목표주가 850,000원 검증된 기술력, 고객사 저변 확대 예상
이수페타시스 (007660)	BUY(Maintain)/목표주가 83,000원 네트워크 투자 확대의 최대 수혜
대덕전자 (353200)	Not Rated 준비된 자에게 오는 기회
셀레스티카 (CLS.US)	Not Rated 강력한 800G 수요 확인. White Box의 경쟁력 부각
암페놀 (APH.US)	Not Rated AI 투자 사이클로 커넥터와 케이블에 날개를 달다
코히런트 (COHR.US)	Not Rated 여전히 유효한 장기 성장 스토리
아리스타 네트웍스 (ANET.US)	Not Rated AI 네트워크 장비의 승자
시스코 시스템즈 (CSCO.US)	Not Rated A부터 Z까지, 네트워킹의 모든 것
팰로 앨토 네트웍스 (PANW.US)	Not Rated 토탈 보안 플랫폼의 반격

삼성전기 (009150)

BUY(Maintain)

목표주가 200,000원(상향)

주가(9/1) 162,200원

전기전자/디스플레이 Analyst **김소원**
sowonkim@kiwoom.com

3Q25 영업이익 2,521억원으로, 기대치 상회할 전망. 동사는 AI 서버, 네트워크, 전장 등 고부가 중심의 제품 공급을 확대하며 IT 세트 수요 영향 축소 중. 2026년은 하이퍼스케일러 고객사 내 점유율 확대 및 신규 고객사향 공급이 예상되며, AI 서버와 네트워크 시장 성장의 수혜가 확대될 전망. 목표주가 20만원으로 상향, 업종 Top Pick 유지.

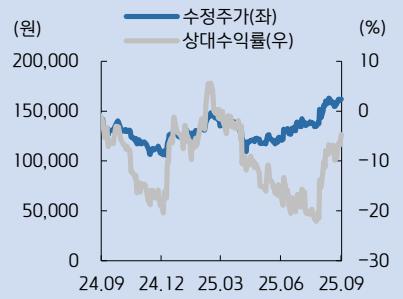
Stock Data

KOSPI (9/1)		3,142.93pt
시가총액		12조 1,153억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	162,900 원	105,600원
최고/최저가 대비 등락	-0.4%	53.6%
주가수익률	절대	상대
1M	13.2%	12.3%
6M	20.1%	-3.2%
1Y	21.3%	-0.6%

Company Data

발행주식수		74,694 천주
일평균 거래량(3M)		415천주
외국인 지분율		35.5%
배당수익률(2025E)		1.0%
BPS(2025E)		123,595원
주요 주주	삼성전자 외 5 인	23.8%

Price Trend



AI 서버와 네트워크로 달라진 체질

>>> 3Q25 실적, 기대치 상회 예상

3Q25 연결 매출액 2조 8,580억원(+3% QoQ, +9% YoY), 영업이익 2,521억원(+18% QoQ, +12% YoY)로, 시장 컨센서스(2,387억원)를 소폭 상회할 전망이다. 원/달러 환율이 예상 대비 양호하고, AI 서버 및 전장용 수요도 견고함에 따라 Blended ASP가 기대치를 상회할 것으로 예상된다. 특히 동사는 AI 서버, 네트워크, 전장용 수요 확대에 힘입어 MLCC 내 Non-IT 매출 비중이 '23년 35% → '24년 40% → '25년 48%까지 확대하며, IT 세트 수요 영향이 축소되고, 진입 장벽이 높은 고부가 제품 중심으로 믹스 개선이 지속되고 있다.

>>> AI 서버와 네트워크 시장 확대의 수혜

AI 서버와 네트워크 장비 시장의 확대가 동사의 MLCC와 패키지 기판 사업부의 수혜로 이어지며, 전사 실적 성장을 견인 중이다. 데이터센터 네트워크에서는 스위치용 ASIC뿐 아니라 네트워크 카드 등 고부가 제품 중심으로 공급하며, 향후 하이퍼스케일러의 네트워크 투자 확대의 수혜가 예상된다.

또한 동사의 AI를 포함한 서버 및 네트워크용 MLCC와 패키지 기판은 전사 수익성을 크게 상회함에 따라 고부가 제품 중심으로 체질이 개선되고 있다. 전사 영업이익에서 서버 및 네트워크가 차지하는 비중은 약 25~30%로 추정되며, 2026년은 하이퍼스케일러 고객사 내 점유율 확대 및 신규 고객사향 공급이 예상되며, AI 서버와 네트워크 시장 성장의 수혜가 확대될 전망이다. 목표주가를 20만원으로 상향하며, 업종 최선호주를 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	9,424.6	8,892.4	10,294.1	11,011.3	11,981.3
영업이익	1,182.8	660.5	735.0	820.1	998.5
EBITDA	2,061.6	1,497.2	1,575.2	1,823.3	1,988.2
세전이익	1,186.8	563.2	797.3	788.0	1,006.0
순이익	993.5	450.5	703.2	646.8	825.8
지배주주지분순이익	980.6	423.0	679.1	624.6	797.5
EPS(원)	12,636	5,450	8,752	8,049	10,277
증감률(%,YoY)	9.9	-56.9	60.6	-8.0	27.7
PER(배)	10.3	28.1	14.1	19.9	15.6
PBR(배)	1.34	1.51	1.09	1.30	1.18
EV/EBITDA(배)	4.9	7.9	6.0	6.2	5.3
영업이익률(%)	12.6	7.4	7.1	7.4	8.3
ROE(%)	13.8	5.5	8.2	6.8	7.9
순차입금비율(%)	-0.6	-0.1	-2.8	-11.9	-17.3

자료: 키움증권 리서치센터

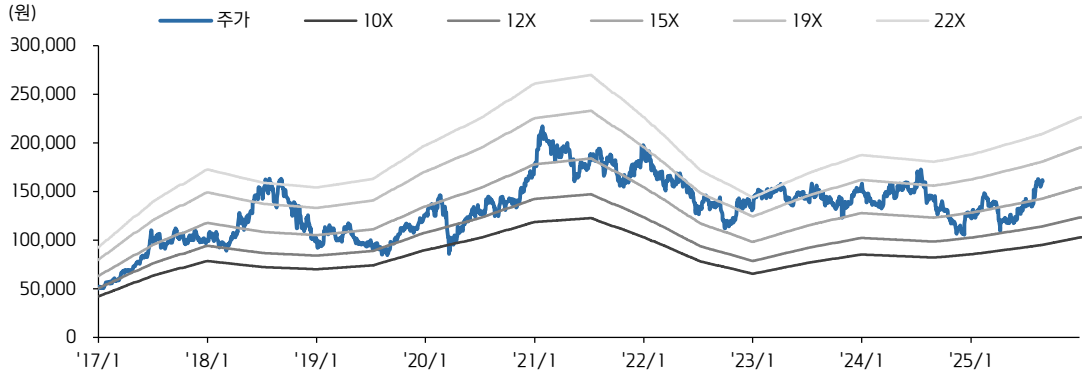
삼성전기 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**2,614**	**2,573**	**2,615**	**2,492**	**2,739**	**2,785**	**2,858.0**	**2,630**	**10,294**	**11,011**	**11,981**
%QoQ/%YoY	14%	-2%	2%	-5%	10%	2%	3%	-8%	16%	7%	9%
컴포넌트	1,023	1,160	1,197	1,082	1,216	1,281	1,421	1,149	4,462	5,067	5,707
광학통신	1,163	913	860	861	1,023	939	864	840	3,797	3,666	3,727
패키지	428	499	558	549	499	565	573	641	2,035	2,279	2,547
매출원가	2,140	2,054	2,088	2,053	2,230	2,219	2,247	2,135	8,335	8,831	9,563
매출원가율	82%	80%	80%	82%	81%	80%	79%	81%	81%	80%	80%
매출총이익	475	520	528	439	509	565	611	495	1,961	2,181	2,419
판매비와관리비	290	307	303	324	308	352	359	341	1,224	1,361	1,420
영업이익	**184**	**212**	**225**	**115**	**201**	**213**	**252**	**154**	**735**	**820**	**999**
%QoQ/%YoY	40%	15%	6%	-49%	74%	6%	18%	-39%	11%	12%	22%
컴포넌트	98	142	147	55	131	159	202	87	442	579	688
광학통신	58	26	25	18	46	27	21	18	127	111	122
패키지	28	44	53	42	24	27	29	50	166	130	189
영업이익률	**7%**	**8%**	**9%**	**5%**	**7%**	**8%**	**9%**	**6%**	**7%**	**7%**	**8%**
컴포넌트	10%	12%	12%	5%	11%	12%	14%	8%	10%	11%	12%
광학통신	5%	3%	3%	2%	4%	3%	2%	2%	3%	3%	3%
패키지	7%	9%	9%	8%	5%	5%	5%	8%	8%	6%	7%
법인세차감전손익	222	234	143	198	174	171	268	175	797	788	1,006
법인세비용	33	49	16	34	32	34	46	30	132	141	180
당기순이익	**186**	**181**	**124**	**211**	**142**	**137**	**222**	**145**	**703**	**646**	**826**
당기순이익률	7%	7%	5%	8%	5%	5%	8%	6%	7%	6%	7%
KRW/USD	1,330	1,370	1,360	1,380	1,450	1,400	1,380	1,370	1,360	1,400	1,370

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전기 12개월 Forward P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

삼성전기 12개월 Forward P/B Chart

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전기 목표주가 200,000원 제시

BPS(원)	131,739 원	12 개월 Forward BPS
Target PBR(배)	1.5 배	MLCC 와 기판 사업부 실적 개선 기대감이 본격화된 1H20 평균 12 개월 Forward P/B
목표주가(원)	195,765 원	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	9,424.6	8,892.4	10,294	11,011	11,981
매출원가	7,161.4	7,173.1	8,334.9	8,830.6	9,562.6
매출총이익	2,263.1	1,719.4	1,959.2	2,180.7	2,418.7
판관비	1,080.3	1,058.8	1,224.2	1,360.6	1,420.2
영업이익	1,182.8	660.5	735.0	820.1	998.5
EBITDA	2,061.6	1,497.2	1,575.2	1,823.3	1,988.2
영업외손익	4.0	-97.3	62.3	-32.1	7.5
이자수익	29.3	52.7	72.0	89.0	103.7
이자비용	46.3	67.7	72.7	56.2	47.6
외환관련이익	462.6	328.9	403.2	173.4	158.4
외환관련손실	449.8	347.0	288.0	208.4	193.4
종속 및 관계기업손익	-2.9	-4.7	-1.0	-1.0	-1.0
기타	11.1	-59.5	-51.2	-28.9	-12.6
법인세차감전이익	1,186.8	563.2	797.3	788.0	1,006.0
법인세비용	164.1	85.9	132.3	141.2	180.3
계속사업순손익	1,022.7	477.4	665.0	646.8	825.8
당기순이익	993.5	450.5	703.2	646.8	825.8
지배주주순이익	980.6	423.0	679.1	624.6	797.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-2.6	-5.6	15.8	7.0	8.8
영업이익 증감율	-20.5	-44.2	11.3	11.6	21.8
EBITDA 증감율	-12.4	-27.4	5.2	15.8	9.0
지배주주순이익 증감율	9.9	-56.9	60.5	-8.0	27.7
EPS 증감율	9.9	-56.9	60.6	-8.0	27.7
매출총이익율(%)	24.0	19.3	19.0	19.8	20.2
영업이익률(%)	12.6	7.4	7.1	7.4	8.3
EBITDA Margin(%)	21.9	16.8	15.3	16.6	16.6
지배주주순이익률(%)	10.4	4.8	6.6	5.7	6.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	4,888.3	5,208.4	5,891.7	6,530.2	7,441.5
현금 및 현금성자산	1,677.1	1,669.2	2,013.3	2,765.9	3,441.2
단기금융자산	59.7	59.2	14.5	15.5	16.9
매출채권 및 기타채권	1,062.5	1,241.0	1,491.5	1,376.4	1,497.7
재고자산	1,901.6	2,119.5	2,250.8	2,242.2	2,344.3
기타유동자산	187.4	119.5	121.6	130.2	141.4
비유동자산	6,108.9	6,449.5	6,900.7	6,894.4	6,968.6
투자자산	339.9	295.6	418.0	441.6	474.0
유형자산	5,235.3	5,603.3	5,933.2	5,883.4	5,889.4
무형자산	150.1	151.4	145.6	137.4	135.2
기타비유동자산	383.6	399.2	403.9	432.0	470.0
자산총계	10,997	11,657	12,792	13,424	14,410
유동부채	2,525.1	2,900.5	3,056.9	2,776.6	2,702.6
매입채무 및 기타채무	1,238.6	1,325.2	1,212.4	1,184.1	1,174.5
단기금융부채	1,212.3	1,375.5	1,636.8	1,416.8	1,366.8
기타유동부채	74.2	199.8	207.7	175.7	161.3
비유동부채	778.6	727.1	719.7	808.1	890.1
장기금융부채	474.6	346.4	140.2	190.2	220.2
기타비유동부채	304.0	380.7	579.5	617.9	669.9
부채총계	3,303.7	3,627.5	3,776.5	3,584.7	3,592.6
지배지분	7,538.5	7,847.7	8,789.2	9,591.1	10,540
자본금	388.0	388.0	388.0	388.0	388.0
자본잉여금	1,053.5	1,053.5	1,053.5	1,053.5	1,053.5
기타자본	-146.7	-146.7	-146.7	-146.7	-146.7
기타포괄손익누계액	623.2	679.8	1,003.9	1,306.0	1,608.1
이익잉여금	5,620.5	5,873.1	6,490.4	6,990.2	7,637.5
비지배지분	155.0	182.6	226.7	248.8	277.1
자본총계	7,693.5	8,030.3	9,015.9	9,839.9	10,817

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,575.4	1,180.4	1,429.8	1,882.9	1,711.4
당기순이익	993.5	450.5	703.2	646.8	825.8
비현금항목의 가감	1,321.3	1,165.1	1,056.8	1,239.9	1,242.1
유형자산감가상각비	833.7	789.0	789.9	954.8	944.0
무형자산감가상각비	45.1	47.7	50.3	48.4	45.7
지분법평가손익	-2.9	-5.9	-53.2	-1.0	-1.0
기타	445.4	334.3	269.8	237.7	253.4
영업활동자산부채증감	-431.9	-300.7	-319.3	104.7	-232.3
매출채권및기타채권의감소	144.8	-229.2	-37.8	115.1	-121.3
재고자산의감소	-230.4	-282.8	-129.8	8.6	-102.1
매입채무및기타채무의증가	-428.3	110.5	-260.2	-28.3	-9.6
기타	82.0	100.8	108.5	9.3	0.7
기타현금흐름	-307.5	-134.5	-10.9	-108.5	-124.2
투자활동 현금흐름	-1,327	-1,022	-805.9	-875.4	-932.8
유형자산의 취득	-1,296	-1,209	-776.0	-910.0	-950.0
유형자산의 처분	17.2	5.4	4.0	5.0	0.0
무형자산의 순취득	-48.5	-47.1	-50.7	-40.2	-43.5
투자자산의감소(증가)	25.5	39.6	-123.3	-24.6	-33.3
단기금융자산의감소(증가)	0.2	0.5	44.7	-1.0	-1.4
기타	-25.5	188.6	95.4	95.4	95.4
재무활동 현금흐름	193.1	-173.1	-309.1	-429.9	-268.5
차입금의 증가(감소)	425.1	102.2	-96.8	-170.0	-20.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-161.6	-160.3	-88.6	-136.1	-124.8
기타	-70.4	-115.0	-123.7	-123.8	-123.7
기타현금흐름	3.6	7.7	29.3	175.0	165.1
현금 및 현금성자산의 순증가	444.5	-7.9	344.1	752.6	675.2
기초현금 및 현금성자산	1,232.6	1,677.1	1,669.2	2,013.3	2,765.9
기말현금 및 현금성자산	1,677.1	1,669.2	2,013.3	2,765.9	3,441.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	12,636	5,450	8,752	8,049	10,277
BPS	97,145	101,129	113,261	123,595	135,828
CFPS	29,830	20,819	22,681	24,312	26,647
DPS	2,100	1,150	1,800	1,650	2,000
주가배수(배)					
PER	10.3	28.1	14.1	19.9	15.6
PER(최고)	15.7	30.3	20.2		
PER(최저)	8.6	21.9	12.1		
PBR	1.34	1.51	1.09	1.30	1.18
PBR(최고)	2.05	1.63	1.56		
PBR(최저)	1.12	1.18	0.93		
PSR	1.07	1.34	0.93	1.13	1.04
PCFR	4.4	7.4	5.5	6.6	6.0
EV/EBITDA	4.9	7.9	6.0	6.2	5.3
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	15.4	18.6	18.6	18.5	17.6
배당수익률(%,보통주,현금)	1.6	0.8	1.5	1.0	1.2
ROA	9.5	4.0	5.8	4.9	5.9
ROE	13.8	5.5	8.2	6.8	7.9
ROIC	13.2	7.2	8.2	7.6	9.1
매출채권회전율	8.0	7.7	7.5	7.7	8.3
재고자산회전율	5.1	4.4	4.7	4.9	5.2
부채비율	42.9	45.2	41.9	36.4	33.2
순차입금비율	-0.6	-0.1	-2.8	-11.9	-17.3
이자보상배율,현금	25.5	9.8	10.1	14.6	21.0
총차입금	1,686.9	1,722.0	1,777.0	1,607.0	1,587.0
순차입금	-49.8	-6.4	-250.8	-1,174	-1,871
EBITDA	2,061.6	1,497.2	1,575.2	1,823.3	1,988.2
FCF	56.5	-158.5	388.7	832.4	578.9

자료: 키움증권 리서치센터

두산 (000150)

BUY(Maintain)

목표주가 850,000원

주가(9/1) 533,000원

전기전자/디스플레이 Analyst **김소원**
sowonkim@kiwoom.com

스위치 포트 속도가 증가함에 따라 신호 손실을 줄이는 저유전율 소재의 중요성 확대. 동사는 N사향 레퍼런스를 기반으로 향후 네트워크 고부가 제품 공급 확대와 고객사 다변화의 수혜 예상. 이를 반영한 800G 매출은 '26년 +72% YoY, '27년 +68% YoY로 가파른 성장 예상. 특히 동사의 800G 제품의 ASP는 400G 대비 약 40% 높아, 가파른 매출 성장과 함께 전사 수익성 개선 효과 기대.

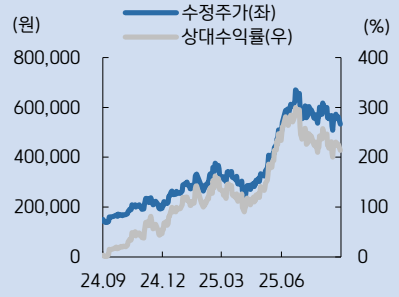
Stock Data

KOSPI (9/1)		3,142.93pt
시가총액		8조 8,072억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	670,000 원	138,900원
최고/최저가 대비 등락	-20.4%	283.7%
주가수익률	절대	상대
1M	-7.6%	-8.3%
6M	65.3%	33.2%
1Y	268.1%	214.0%

Company Data

발행주식수		16,524 천주
일평균 거래량(3M)		168천주
외국인 지분율		17.1%
배당수익률(2025E)		0.8%
BPS(2025E)		69,123원
주요 주주	박정원 외 26 인	40.1%

Price Trend



검증된 기술력, 고객사 저변 확대 예상

>>> 3Q25 실적, 추정치 부합 예상

3Q25 두산 자체사업의 실적은 매출액 5,680억원(+2% QoQ, +73% YoY), 영업이익 1,465억원(+3% QoQ, +320% YoY)로, 이전 추정치에 부합할 것으로 전망된다.

전자 BG의 영업이익은 1,404억원(+3% QoQ, +373% YoY), opm 29%로, 전 분기 수준의 실적이 예상된다. 2H25는 N사향 제품 공급에 더해, 800G 제품 공급 확대와 신규 ASIC 고객사 확보를 통한 매출처 다변화가 기대된다.

>>> 네트워크 속도 증가로 CCL 중요성 확대

스위치 포트 속도가 증가함에 따라 신호 손실을 줄이는 기판과 저유전율 소재 기술력이 더욱 중요해지고 있다. 동사는 N사향 레퍼런스를 기반으로 기술력은 입증됐으며, 향후 800G 제품 공급 확대와 고객사 다변화의 수혜가 예상된다. 400G → 800G → 1.6T로 올라가며, 동사의 수혜 또한 확대될 전망이다.

2025년 전자 BG의 매출액의 400G/800G 스위치용 비중은 17%로 예상되며, 그 중 800G 비중은 30%로 전망된다. 올해부터 본격화된 800G용 매출은 '26년 +72% YoY, '27년 +68% YoY로 가파른 성장이 예상된다. 동사의 800G 제품의 ASP는 400G 대비 약 40% 높아, 가파른 매출 성장과 함께 전사 수익성 개선 효과를 기대한다.

안정적인 Blackwell 공급 레퍼런스를 바탕으로 네트워크 투자 확대의 수혜와 신규 고객사 모멘텀이 기대됨에 따라, 투자의견 BUY 및 목표주가를 유지한다.

(억 원, IFRS 연결)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,995.8	19,130.1	18,132.9	19,460.9	20,990.4
영업이익	1,126.0	1,436.3	1,003.8	1,407.2	1,988.8
EBITDA	1,744.2	2,140.6	1,771.0	2,243.3	2,831.4
세전이익	-285.9	451.0	593.0	1,095.3	1,627.5
순이익	-581.2	272.1	302.2	630.1	936.3
지배주주지분순이익	-696.4	-388.3	-226.2	189.0	280.9
EPS(원)	-32,522	-18,133	-10,562	8,828	13,117
증감률(%,YoY)	적전	적지	적지	흑전	48.6
PER(배)	-2.6	-5.2	-24.1	63.4	42.7
PBR(배)	0.99	1.24	3.69	5.47	4.00
EV/EBITDA(배)	9.3	7.5	11.8	11.9	9.3
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	7.2	9.5
ROE(%)	-36.0	-22.7	-14.6	10.3	10.8
순차입금비율(%)	58.7	40.8	48.4	37.7	27.3

자료: 키움증권 리서치센터

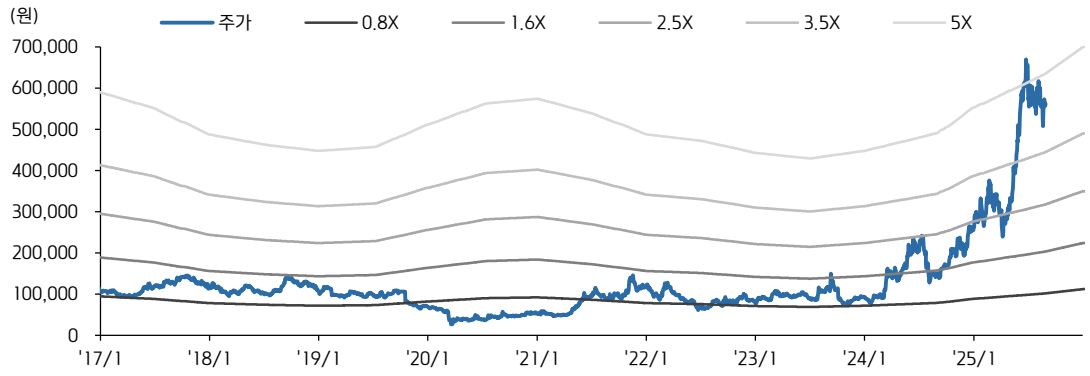
두산 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**4,462**	**4,592**	**3,879**	**5,200**	**4,299**	**5,346**	**4,585**	**5,231**	**18,133**	**19,461**	**20,990**
%QoQ/%YoY	-15%	3%	-16%	34%	-17%	24%	-14%	14%	-5%	7%	8%
두산 자체사업	264	317	328	427	485	559	568	591	1,336	2,203	2,492
두산에너빌리티	4,098	4,150	3,396	4,589	3,749	4,569	3,841	4,434	16,233	16,593	17,804
두산로보틱스	11	14	10	11	5	5	17	16	47	43	46
기타 (연결조정)	89	110	145	172	60	214	159	189	517	622	648
매출원가	3,676	3,791	3,295	4,409	3,583	4,412	3,657	4,180	15,171	15,832	16,799
매출원가율	82%	83%	85%	85%	83%	83%	80%	80%	84%	81%	80%
매출총이익	786	802	583	791	716	935	928	1,051	2,962	3,629	4,191
판매비와관리비	438	465	473	582	517	577	543	585	1,958	2,222	2,203
영업이익	**348**	**337**	**110**	**209**	**198**	**358**	**385**	**466**	**1,004**	**1,407**	**1,989**
%QoQ/%YoY	31%	-3%	-67%	90%	-5%	80%	8%	21%	-30%	40%	41%
두산	25	39	35	44	121	142	146	148	143	558	647
두산에너빌리티	358	310	115	235	142	271	279	362	1,018	1,056	1,342
두산로보틱스	-7	-8	-10	-17	-12	-16	-8	-3	-41	-39	-12
기타 (연결조정)	-35	-12	-40	-70	-65	-55	-33	-42	-157	-195	-183
영업이익률	**8%**	**7%**	**3%**	**4%**	**5%**	**7%**	**8%**	**9%**	**6%**	**7%**	**9%**
두산	9%	12%	11%	10%	25%	25%	26%	25%	11%	25%	26%
두산에너빌리티	9%	7%	3%	5%	4%	6%	7%	8%	6%	6%	8%
두산로보틱스	-63%	-55%	-96%	-147%	-229%	-345%	-48%	-18%	-88%	-90%	-25%
기타 (연결조정)	-39%	-11%	-27%	-41%	-109%	-26%	-21%	-22%	-30%	-31%	-28%
법인세차감전손익	335	304	-27	-19	106	396	315	279	593	1,095	1,627
법인세비용	109	88	68	26	95	163	110	98	291	465	691
당기순이익	**226**	**216**	**-95**	**-45**	**11**	**233**	**205**	**181**	**302**	**630**	**936**
당기순이익률	5%	5%	-2%	-1%	0%	4%	4%	3%	2%	3%	4%
KRW/USD	1,330	1,370	1,370	1,380	1,450	1,400	1,380	1,370	1,363	1,400	1,370

자료: 키움증권 리서치센터

두산 12개월 Forward P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	16,995.8	19,130.1	18,132.9	19,460.9	20,990.4
매출원가	14,157.7	15,885.1	15,170.7	15,831.8	16,799.0
매출총이익	2,838.0	3,245.1	2,962.1	3,629.1	4,191.4
판관비	1,712.0	1,808.8	1,958.4	2,221.9	2,202.6
영업이익	1,126.0	1,436.3	1,003.8	1,407.2	1,988.8
EBITDA	1,744.2	2,140.6	1,771.0	2,243.3	2,831.4
영업외손익	-1,411.9	-985.3	-410.8	-520.8	-427.0
이자수익	33.1	103.4	142.6	184.4	225.8
이자비용	364.8	466.4	491.6	508.4	517.5
외환관련이익	468.6	370.2	675.3	307.3	307.3
외환관련손실	679.9	370.2	571.0	276.5	276.5
종속 및 관계기업손익	-343.2	-42.2	27.9	27.9	27.9
기타	-525.7	-580.1	-194.0	-255.5	-194.0
법인세차감전이익	-285.9	451.0	593.0	1,095.3	1,627.5
법인세비용	211.3	178.9	290.7	465.1	691.2
계속사업순손익	-497.2	272.1	302.2	630.1	936.3
당기순이익	-581.2	272.1	302.2	630.1	936.3
지배주주순이익	-696.4	-388.3	-226.2	189.0	280.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	32.2	12.6	-5.2	7.3	7.9
영업이익 증감율	22.3	27.6	-30.1	40.2	41.3
EBITDA 증감율	13.7	22.7	-17.3	26.7	26.2
지배주주순이익 증감율	-441.5	-44.2	-41.7	-183.6	48.6
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	48.6
매출총이익율(%)	16.7	17.0	16.3	18.6	20.0
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	7.2	9.5
EBITDA Margin(%)	10.3	11.2	9.8	11.5	13.5
지배주주순이익률(%)	-4.1	-2.0	-1.2	1.0	1.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	9,526.3	11,446.3	11,912.6	13,584.3	15,320.0
현금 및 현금성자산	2,074.2	3,539.2	3,704.1	4,943.8	6,141.6
단기금융자산	271.4	366.0	240.8	158.4	104.2
매출채권 및 기타채권	3,327.9	3,651.6	3,867.6	4,150.9	4,477.1
재고자산	2,756.7	2,927.1	3,136.4	3,366.1	3,630.6
기타유동자산	1,096.1	962.4	963.7	965.1	966.5
비유동자산	16,789.0	16,840.5	18,230.4	18,364.5	18,522.2
투자자산	976.1	895.9	1,162.1	1,402.4	1,642.6
유형자산	6,273.3	6,509.4	7,012.5	7,086.7	7,174.6
무형자산	7,890.9	8,031.7	8,547.4	8,367.0	8,196.6
기타비유동자산	1,648.7	1,403.5	1,508.4	1,508.4	1,508.4
자산총계	26,315.4	28,286.8	30,143.1	31,948.8	33,842.2
유동부채	9,478.5	11,438.9	11,024.2	11,675.6	12,109.3
매입채무 및 기타채무	4,431.4	4,994.4	4,336.7	5,238.1	5,691.8
단기금융부채	3,393.3	4,345.9	4,219.2	4,549.2	4,729.2
기타유동부채	1,653.8	2,098.6	2,468.3	1,888.3	1,688.3
비유동부채	6,539.1	5,641.2	7,229.4	7,229.4	7,229.4
장기금융부채	4,996.1	4,131.2	5,474.4	5,474.4	5,474.4
기타비유동부채	1,543.0	1,510.0	1,755.0	1,755.0	1,755.0
부채총계	16,017.5	17,080.1	18,253.6	18,905.0	19,338.7
지배지분	1,790.7	1,624.1	1,480.2	2,193.3	2,997.7
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,604.7	1,881.2	1,928.3	1,928.3	1,928.3
기타자본	-1,194.1	-1,188.4	-1,179.3	-1,179.3	-1,179.3
기타포괄손익누계액	587.0	599.6	688.9	1,249.6	1,810.2
이익잉여금	669.5	208.0	-81.6	71.0	314.7
비지배지분	8,507.1	9,582.6	10,409.3	10,850.4	11,505.8
자본총계	10,297.8	11,206.7	11,889.5	13,043.7	14,503.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	533.2	1,908.7	307.8	1,490.7	1,657.6
당기순이익	-581.2	272.1	302.2	630.1	936.3
비현금항목의 가감	2,705.2	2,054.2	1,804.3	1,832.0	2,032.2
유형자산감가상각비	456.4	547.5	603.3	655.8	672.1
무형자산감가상각비	161.8	156.8	164.0	180.3	170.5
지분법평가손익	-343.4	-43.5	-34.6	0.0	0.0
기타	2,430.4	1,393.4	1,071.6	995.9	1,189.6
영업활동자산부채증감	-683.0	432.7	-1,052.6	-193.5	-339.1
매출채권및기타채권의감소	-507.8	-57.7	-70.1	-283.3	-326.2
재고자산의감소	-682.8	-295.6	80.8	-229.7	-264.5
매입채무및기타채무의증가	866.9	591.8	-819.2	901.4	453.7
기타	-359.3	194.2	-244.1	-581.9	-202.1
기타현금흐름	-907.8	-850.3	-746.1	-777.9	-971.8
투자활동 현금흐름	-290.9	-1,106.3	-994.8	-884.5	-942.7
유형자산의 취득	-700.0	-583.9	-710.4	-730.0	-760.0
유형자산의 처분	34.7	12.5	71.1	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-236.2	-230.4	-217.7	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	359.2	80.2	-266.2	-240.2	-240.2
단기금융자산의감소(증가)	1,054.9	-94.5	125.2	82.4	54.2
기타	-803.5	-290.2	3.2	3.3	3.3
재무활동 현금흐름	-482.0	636.3	573.9	13.4	-102.2
차입금의 증가(감소)	-2,254.2	259.4	1,079.6	330.0	180.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	-64.8	0.0	0.0
배당금지급	-125.0	-118.8	-125.1	-35.9	-36.5
기타	1,897.2	495.7	-315.8	-280.7	-245.7
기타현금흐름	78.9	26.3	278.0	620.0	585.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-160.9	1,465.0	164.9	1,239.7	1,197.8
기초현금 및 현금성자산	2,235.1	2,074.2	3,539.2	3,704.1	4,943.8
기말현금 및 현금성자산	2,074.2	3,539.2	3,704.1	4,943.8	6,141.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-32,522	-18,133	-10,562	8,828	13,117
BPS	83,627	75,846	69,123	102,429	139,993
CFPS	99,190	108,635	98,376	114,981	138,628
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	-2.6	-5.2	-24.1	63.4	42.7
PER(최고)	-4.0	-9.2	-25.9		
PER(최저)	-1.9	-4.0	-7.4		
PBR	0.99	1.24	3.69	5.47	4.00
PBR(최고)	1.57	2.20	3.96		
PBR(최저)	0.72	0.95	1.13		
PSR	0.10	0.11	0.30	0.62	0.57
PCFR	0.8	0.9	2.6	4.9	4.0
EV/EBITDA	9.3	7.5	11.8	11.9	9.3
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	-4.7	9.9	9.0	4.4	3.0
배당수익률(%,보통주,현금)	2.4	2.1	0.8	0.4	0.4
ROA	-2.2	1.0	1.0	2.0	2.8
ROE	-36.0	-22.7	-14.6	10.3	10.8
ROIC	6.1	4.4	3.0	4.7	6.6
매출채권회전율	5.3	5.5	4.8	4.9	4.9
재고자산회전율	7.1	6.7	6.0	6.0	6.0
부채비율	155.5	152.4	153.5	144.9	133.3
순차입금비율	58.7	40.8	48.4	37.7	27.3
이자보상배율,현금	3.1	3.1	2.0	2.8	3.8
총차입금	8,389.4	8,477.2	9,693.7	10,023.7	10,203.7
순차입금	6,043.8	4,572.0	5,748.8	4,921.5	3,957.8
EBITDA	1,744.2	2,140.6	1,771.0	2,243.3	2,831.4
FCF	-17.6	1,033.2	-651.5	722.2	887.6

자료: 키움증권 리서치센터

이수페타시스 (007660)

BUY(Maintain)

목표주가 83,000원(상향)

주가(9/1) 64,700원

전기전자/디스플레이 Analyst **김소원**
sowonkim@kiwoom.com

동사는 1) 다변화된 네트워크 고객사, 2) 다중적층 기술력, 3) 4Q부터 본격 확대되는 capa를 기반으로 AI 데이터센터용 네트워크 투자 확대의 수혜가 가속화될 전망. 특히 800G 스위치를 포함한 차세대 AI용 제품은 신호 간의 간섭을 최소화하고 신호 선로를 잘 분리하는 기술력이 더욱 요구됨에 따라 동사의 다중적층 기술 경쟁력이 부각될 것으로 판단. 목표주가 상향, 전기전자 업종 최선호주 유지.

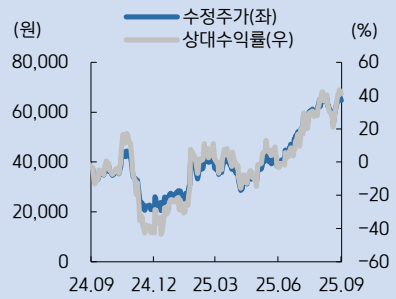
Stock Data

KOSPI (9/1)		3,142.93pt
시가총액		4조 7,496억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	66,600 원	20,520원
최고/최저가 대비 등락	-2.9%	215.3%
주가수익률	절대	상대
1M	4.0%	3.2%
6M	71.8%	38.5%
1Y	72.6%	46.3%

Company Data

발행주식수		73,409 천주
일평균 거래량(3M)		1,492천주
외국인 지분율		25.4%
배당수익률(2025E)		0.4%
BPS(2025E)		9,554원
주요 주주	이수 외 5인	26.2%

Price Trend



네트워크 투자 확대의 최대 수혜

>>> 3Q25 실적, 기대치 부합 예상

3Q25 연결 매출액 2,605억원(+8% QoQ, +26% YoY), 영업이익 466억원(+11% QoQ, +79% YoY), opm 18%로, 시장 컨센서스(457억원)에 부합할 것으로 예상된다. G사향 7세대 TPU용 공급 확대로 제품 믹스가 개선되고, 800G를 포함한 네트워크용 수요 확대가 이어질 전망이다.

>>> 고객사, 기술력, Capa 모두 준비된 네트워크 투자 확대의 최대 수혜 업체

동사는 Arista, Celestica, Cisco 등 주요 네트워크 장비 업체들을 고객사로 두고 있으며, N사향 스위치 공급도 예상되는 등 네트워크 부문에서 탄탄한 고객 기반을 갖추고 있다. 800G를 포함한 스위치 수요 강세에 힘입어, 네트워크 고객사향 수주 물량은 연중 기대치를 지속 상회하고 있다.

800G용 네트워크 스위치는 고밀도 포트의 특성상 신호 간섭과 왜곡을 줄이기 위해 기판에 더욱 높은 기술력이 요구된다. 이에 따라 동사는 층수를 높여 신호 선로를 분리하여 간섭을 최소화하는 다중적층 방식의 생산 Capa를 적극 확대 중에 있으며, 4Q부터 Capa 증설 효과가 본격화될 전망이다. 이 공법은 이전 대비 공정 부하가 3배 늘어나는 등 높은 기술력을 요구하기 때문에 기존 MLB 제품 대비 가격이 2~3배 높게 형성된다. 800G를 포함한 다중적층 제품 매출 비중은 올해 11%, 내년 21%로 증가하며, 2026년부터는 이익 레버리지 효과가 본격화될 것으로 판단된다. 목표주가를 83,000원으로 상향하며, 업종 최선호주를 유지한다.

(억 원, IFRS 연결)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	642.9	675.3	836.9	1,030.6	1,239.6
영업이익	116.6	62.2	101.9	187.4	246.8
EBITDA	129.6	77.5	126.2	218.4	304.1
세전이익	107.8	54.7	91.8	182.6	244.4
순이익	102.5	47.7	74.0	146.0	198.0
지배주주지분순이익	102.5	47.7	74.0	146.0	198.0
EPS(원)	1,545	719	1,116	1,998	2,588
증감률(%,YoY)	흑전	-53.4	55.1	79.0	29.6
PER(배)	3.5	39.8	23.8	33.3	25.7
PBR(배)	1.63	7.12	5.39	6.97	5.68
EV/EBITDA(배)	3.9	26.4	15.0	21.7	15.6
영업이익률(%)	18.1	9.2	12.2	18.2	19.9
ROE(%)	58.9	19.5	24.9	27.6	24.3
순차입금비율(%)	69.7	67.8	51.5	-21.6	-16.8

자료: 키움증권 리서치센터

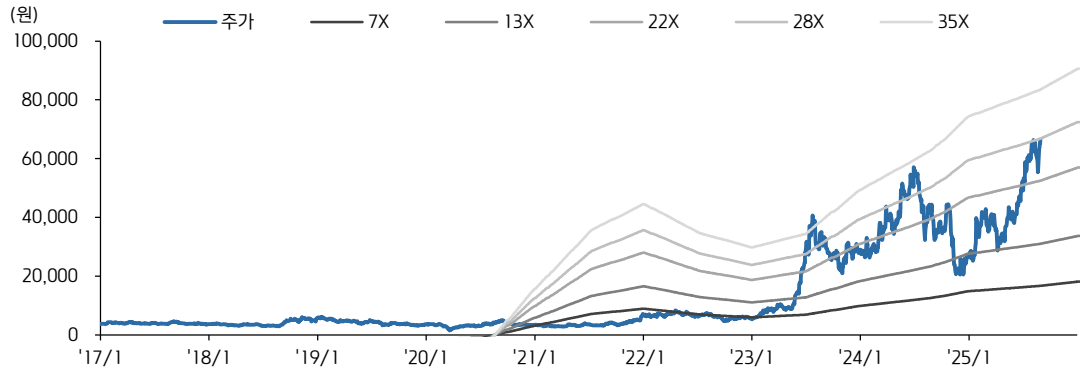
이수페타시스 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**200**	**205**	**206**	**226**	**252**	**241**	**261**	**276**	**837**	**1,031**	**1,240**
%QoQ/%YoY	15%	3%	1%	10%	12%	-4%	8%	6%	24%	23%	20%
페타시스	168	174	182	195	210	210	221	235	719	876	1,053
중국법인	37	37	34	45	54	50	52	54	152	210	243
미국법인	10	9	5	5	5	5	5	5	28	21	22
매출원가	162	162	170	186	186	185	199	209	680	780	923
매출원가율	81%	79%	82%	82%	74%	77%	76%	76%	81%	76%	74%
매출총이익	38	42	37	40	66	56	61	67	157	251	316
판매비와관리비	15	15	11	14	19	14	15	16	55	64	70
영업이익	**23**	**28**	**26**	**25**	**48**	**42**	**47**	**51**	**102**	**187**	**247**
%QoQ/%YoY	118%	20%	-6%	-2%	87%	-12%	11%	10%	64%	84%	32%
페타시스	17	24	20	20	33	32	36	40	81	141	193
중국법인	6	5	3	4	11	7	8	9	18	35	42
미국법인	1	-1	2	3	3	3	3	3	5	12	12
영업이익률	**12%**	**13%**	**13%**	**11%**	**19%**	**17%**	**18%**	**18%**	**12%**	**18%**	**20%**
페타시스	10%	14%	11%	10%	16%	15%	16%	17%	11%	16%	18%
중국법인	16%	14%	10%	9%	21%	15%	15%	16%	12%	17%	17%
미국법인	6%	-12%	48%	52%	54%	55%	55%	55%	16%	55%	54%
법인세차감전손익	21	27	19	25	47	41	45	50	92	183	244
법인세비용	4	5	4	5	8	9	9	10	18	37	46
당기순이익	**18**	**22**	**15**	**20**	**38**	**31**	**36**	**40**	**74**	**146**	**198**
당기순이익률	9%	11%	7%	9%	15%	13%	14%	15%	9%	14%	16%

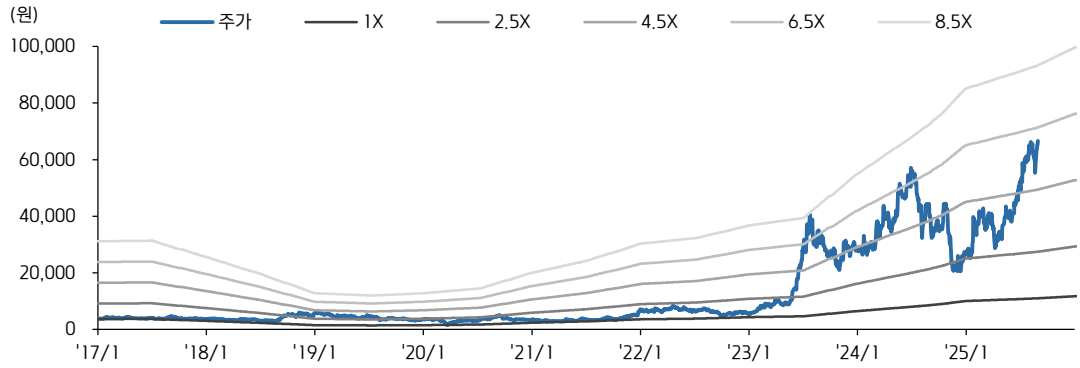
자료: 키움증권 리서치센터

이수페타시스 12개월 Forward P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

이수페타시스 12개월 Forward P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터

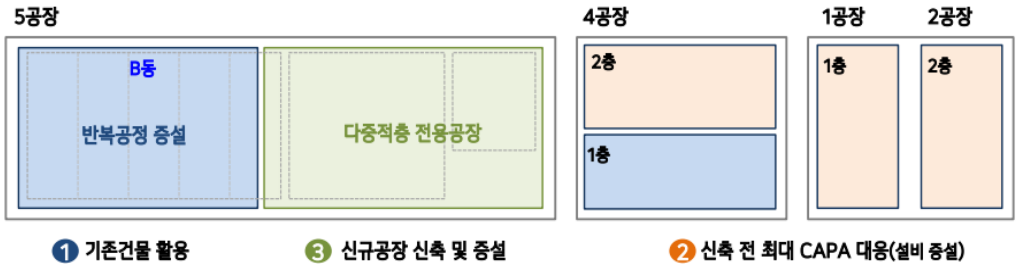
이수페타시스 목표주가 83,000원 제시

EPS(원)	2,384 원	12 개월 Forward EPS
Target PER(배)	35 배	AI 향 실적 성장 기대감이 본격화된 2H23 이후의 고점 선행 P/E
목표주가(원)	83,526 원	

자료: 키움증권 리서치센터

이수페타시스 Capa확대 계획

" 단계별 투자 진행으로 시장 수요 대응, 신규 5공장 '25년 11월 착공 및 '27년 준공 목표 "



구 분	[1단계] 5공장 기존건물 활용	[2단계] 신축 전 최대 CAPA 대응	[3단계] 신규공장 신축 및 증설
투자 방향	• 데이터센터향 대량모델 중심의 CAPA 대응 집중		• 다중적층 중심 고부가 생산체제 구축
	• 5공장(B동) + 4공장 활용 - 신축공장(2~3년 소요) 전 고객 우선대응	• 1~4공장 여유공간 활용	• 신축공장 통합 재배치 • 최대 자동화 구현
최대 매출액 (CAPA)	**• 850억/월 (연간 1조원)**	**• 950억/월 (연간 1.1조원)**	**• 1,250억/월 (연간 1.5조원)**
주요 투자공정	• 적층/드릴/도금/외층	• 드릴/도금/외층/메꿈	• 전체공정
양산 목표	**• '25년 4분기**	**• '26년 하반기**	**• '27년 3분기(준공)** **• '28년 설비 이설완료**

자료: 이수페타시스

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	642.9	675.3	836.9	1,030.6	1,239.6
매출원가	479.0	558.9	680.3	779.6	923.2
매출총이익	163.9	116.4	156.6	251.0	316.5
판관비	47.3	54.3	54.7	63.6	69.7
영업이익	116.6	62.2	101.9	187.4	246.8
EBITDA	129.6	77.5	126.2	218.4	304.1
영업외손익	-8.8	-7.5	-10.1	-4.8	-2.4
이자수익	0.1	2.7	3.0	15.8	12.4
이자비용	8.5	11.5	11.7	11.7	9.2
외환관련이익	28.5	24.8	33.6	11.9	13.9
외환관련손실	24.4	22.2	21.2	14.6	14.6
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-4.5	-1.3	-13.7	-6.1	-4.8
법인세차감전이익	107.8	54.7	91.8	182.6	244.4
법인세비용	7.5	6.9	17.8	36.6	46.4
계속사업순손익	100.3	47.7	74.0	146.0	198.0
당기순이익	102.5	47.7	74.0	146.0	198.0
지배주주순이익	102.5	47.7	74.0	146.0	198.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	36.9	5.0	23.9	23.1	20.3
영업이익 증감율	148.7	-46.7	63.8	83.9	31.7
EBITDA 증감율	101.4	-40.2	62.8	73.1	39.2
지배주주순이익 증감율	흑전	-53.5	55.1	97.3	35.6
EPS 증감율	흑전	-53.4	55.1	79.0	29.6
매출총이익율(%)	25.5	17.2	18.7	24.4	25.5
영업이익률(%)	18.1	9.2	12.2	18.2	19.9
EBITDA Margin(%)	20.2	11.5	15.1	21.2	24.5
지배주주순이익률(%)	15.9	7.1	8.8	14.2	16.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	373.9	383.6	522.7	863.6	889.8
현금 및 현금성자산	45.6	48.0	80.4	449.1	411.4
단기금융자산	6.2	0.7	1.0	1.2	1.5
매출채권 및 기타채권	147.2	151.6	228.9	194.5	213.7
재고자산	167.5	176.1	186.9	187.4	225.4
기타유동자산	7.4	7.2	25.5	31.4	37.8
비유동자산	172.2	242.8	267.4	391.9	520.5
투자자산	24.2	28.5	27.4	23.1	25.7
유형자산	131.6	192.4	201.5	330.2	456.1
무형자산	3.0	4.4	7.2	7.3	7.4
기타비유동자산	13.4	17.5	31.3	31.3	31.3
자산총계	546.0	626.4	790.1	1,255.4	1,410.2
유동부채	286.0	290.5	377.4	450.3	449.0
매입채무 및 기타채무	104.8	109.5	170.9	189.8	215.5
단기금융부채	173.0	165.1	173.5	225.5	205.5
기타유동부채	8.2	15.9	33.0	35.0	28.0
비유동부채	37.7	69.1	85.2	74.3	64.3
장기금융부채	33.8	64.5	76.7	66.7	56.7
기타비유동부채	3.9	4.6	8.5	7.6	7.6
부채총계	323.7	359.7	462.6	524.6	513.3
지배지분	222.3	266.8	327.5	730.8	896.9
자본금	63.2	63.2	63.2	73.4	73.4
자본잉여금	81.0	81.0	81.0	353.4	353.4
기타자본	-4.9	-4.9	-4.9	-4.9	-4.9
기타포괄손익누계액	6.5	13.1	15.9	9.7	3.5
이익잉여금	76.5	114.4	172.3	299.2	471.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	222.3	266.8	327.5	730.8	896.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	29.8	52.5	84.9	240.7	228.9
당기순이익	102.5	47.7	74.0	146.0	198.0
비현금항목의 가감	37.9	39.4	75.0	88.7	125.7
유형자산감가상각비	12.6	15.0	23.7	29.8	56.1
무형자산감가상각비	0.4	0.4	0.7	1.1	1.1
지분법평가손익	-0.6	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
기타	25.5	24.0	50.7	57.9	68.6
영업활동자산부채증감	-89.6	-23.4	-47.5	38.5	-51.6
매출채권및기타채권의감소	-35.7	-5.3	-67.9	34.5	-19.3
재고자산의감소	-56.1	-8.6	-12.8	-0.5	-38.0
매입채무및기타채무의증가	20.9	3.5	54.7	18.9	25.7
기타	-18.7	-13.0	-21.5	-14.4	-20.0
기타현금흐름	-21.0	-11.2	-16.6	-32.5	-43.2
투자활동 현금흐름	-12.3	-61.4	-63.0	-171.0	-201.5
유형자산의 취득	-39.7	-65.2	-59.9	-162.0	-185.0
유형자산의 처분	8.6	2.5	13.8	3.5	3.0
무형자산의 순취득	-0.2	-1.1	-2.3	-1.2	-1.2
투자자산의감소(증가)	-9.2	-4.4	1.1	4.3	-2.7
단기금융자산의감소(증가)	25.9	5.5	-0.3	-0.2	-0.3
기타	2.3	1.3	-15.4	-15.4	-15.3
재무활동 현금흐름	-17.2	10.3	3.1	313.0	-51.1
차입금의 증가(감소)	-18.2	20.0	11.4	42.0	-30.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	282.5	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-6.3	-6.3	-9.5	-19.1
기타	1.0	-3.4	-2.0	-2.0	-2.0
기타현금흐름	1.1	1.0	7.4	-14.0	-14.0
현금 및 현금성자산의 순증가	1.3	2.3	32.4	368.7	-37.7
기초현금 및 현금성자산	44.4	45.6	48.0	80.4	449.1
기말현금 및 현금성자산	45.6	48.0	80.4	449.1	411.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,545	719	1,116	1,998	2,588
BPS	3,352	4,022	4,938	9,554	11,725
CFPS	2,117	1,314	2,247	3,211	4,232
DPS	100	100	150	260	350
주가배수(배)					
PER	3.5	39.8	23.8	33.3	25.7
PER(최고)	5.5	58.5	52.0		
PER(최저)	2.9	7.1	18.3		
PBR	1.63	7.12	5.39	6.97	5.68
PBR(최고)	2.53	10.47	11.76		
PBR(최저)	1.35	1.27	4.14		
PSR	0.56	2.81	2.11	4.72	4.11
PCFR	2.6	21.8	11.8	20.7	15.7
EV/EBITDA	3.9	26.4	15.0	21.7	15.6
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	6.2	13.3	12.8	13.1	13.0
배당수익률(%,보통주,현금)	1.8	0.3	0.5	0.4	0.5
ROA	20.6	8.1	10.5	14.3	14.9
ROE	58.9	19.5	24.9	27.6	24.3
ROIC	34.8	14.3	19.0	29.7	31.7
매출채권회전율	4.8	4.5	4.4	4.9	6.1
재고자산회전율	4.6	3.9	4.6	5.5	6.0
부채비율	145.6	134.8	141.2	71.8	57.2
순차입금비율	69.7	67.8	51.5	-21.6	-16.8
이자보상배율,현금	13.8	5.4	8.7	16.0	26.9
총차입금	206.7	229.6	250.2	292.2	262.2
순차입금	154.9	180.9	168.8	-158.1	-150.7
EBITDA	129.6	77.5	126.2	218.4	304.1
FCF	-3.2	-17.7	11.9	59.6	22.4

자료: 키움증권 리서치센터

대덕전자 (353200)

Not Rated

주가(9/1) 23,600원

전기전자/디스플레이 Analyst 김소원
sowonkim@kiwoom.com

동사는 패키지 기판의 업황 개선과 함께 신규 어플리케이션 확대에 힘입어 본격적인 실적 성장 전망. 메모리 및 비메모리 패키지 기판의 업황이 모두 개선되고 있으며, AI 가속기 및 800G 스위치용 MLB 공급 본격화. 동사는 고부가 OAM 및 UBB 기판 모두를 공급하는 경쟁력을 바탕으로, capa 확대와 함께 점유율 확대 기대. 업황 개선과 신제품 공급 확대에 힘입어 2025년 영업이익 +150% YoY, 2026년 영업이익 +207% YoY로, 가파른 실적 개선 예상.

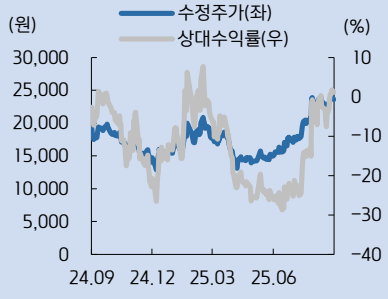
Stock Data

KOSPI (9/1)		3,142.93pt
시가총액		1조 1,662억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	24,050 원	12,870원
최고/최저가 대비 등락	-1.9%	83.4%
주가수익률	절대	상대
1M	4.0%	3.2%
6M	32.2%	6.5%
1Y	18.7%	1.2%

Company Data

발행주식수		49,417 천주
일평균 거래량(3M)		628천주
외국인 지분율		8.7%
배당수익률(2025E)		1.7%
BPS(2025E)		17,134원
주요 주주	대덕 외 5인	32.8%

Price Trend



준비된 자에게 오는 기회

>>> 실적 턴어라운드 본격화

동사의 실적은 패키지 기판의 업황 개선과 함께 신규 어플리케이션 확대에 힘입어 본격적인 성장이 전망된다. 전 분기에 이어 3Q에도 메모리와 비메모리 패키지 모두 수요 회복이 확인되고 있으며, GDDR7 신규 공급 효과도 더해질 전망이다. 메모리 패키지 기판의 가동률은 약 95%까지 회복되었고, 비메모리는 아직 50% 미만으로 추정되지만, 자율주행용 신규 수주를 확보하는 등 전장 중심의 회복세가 나타나며 2026년 상반기 중 이익 턴어라운드를 예상한다. 더불어 2Q부터 AI 가속기용 MLB 공급이 본격화되었고, 800G 스위치용 매출도 3Q부터 반영될 전망이다. 본업 회복에 신규 어플리케이션 확대 효과가 더해지며, 2025년 영업이익은 282억원 (+150% YoY), 2026년은 867억원(+207% YoY)으로 가파른 실적 개선이 예상된다.

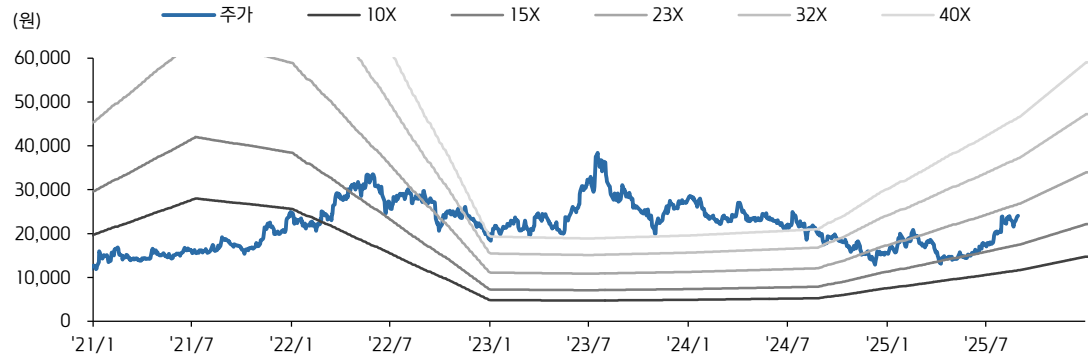
>>> AI향 MLB 성장 가속화, 재평가 기대

동사의 AI 가속기용 MLB 고객사는 하이퍼스케일러 시장에서 점유율 확대가 예상됨에 따라, 동사의 수혜 또한 확대될 것으로 전망된다. 특히 고부가 OAM 및 UBB 기판 모두를 공급하는 경쟁력을 바탕으로, capa 확대와 함께 점유율 확대를 기대한다. 현재 동사의 MLB 생산 Capa는 매출액 기준 연 2,000억원 수준이며, 4Q25 2,800~3,000억원 → 1Q26말까지 3,600억원까지 확대될 전망이다. 또한 AI 가속기뿐 아니라 800G 스위치용 신규 고객사 확보하며, 향후 AI 데이터센터용 네트워크 시장 확대의 수혜가 예상된다.

(억 원, IFRS 연결)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	13,162	9,097	8,921	10,044	11,452
영업이익	2,325	237	113	282	867
EBITDA	3,373	1,388	1,287	1,274	1,923
세전이익	2,445	284	302	356	965
순이익	1,839	254	238	280	760
지배주주지분순이익	1,839	254	238	280	760
EPS(원)	3,570	493	461	544	1,475
증감률(%,YoY)	191.8	-86.2	-6.4	17.9	171.3
PER(배)	5.3	54.9	33.6	44.2	16.3
PBR(배)	1.14	1.60	0.91	1.40	1.32
EV/EBITDA(배)	2.4	8.5	4.5	8.1	5.2
영업이익률(%)	17.7	2.6	1.3	2.8	7.6
ROE(%)	23.9	2.9	2.7	3.2	8.3
순차입금비율(%)	-17.0	-21.1	-23.4	-19.6	-23.0

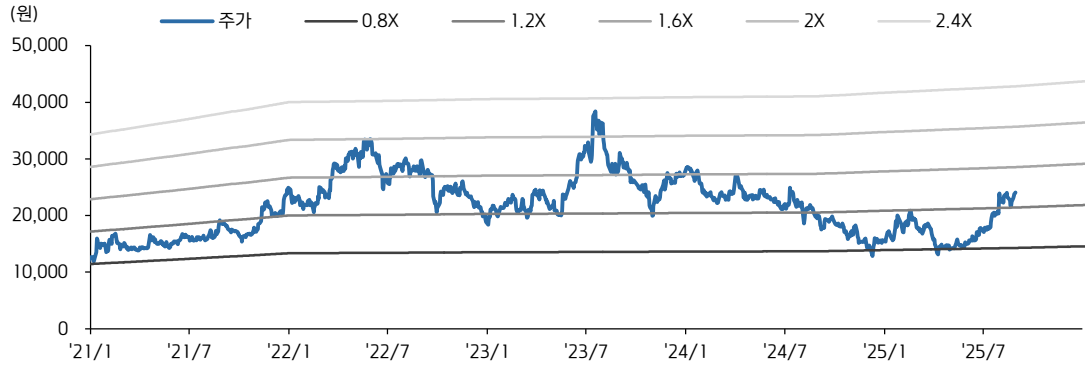
자료: 키움증권 리서치센터

대덕전자 12개월 Forward P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

대덕전자 12개월 Forward P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	13,162	9,097	8,921	10,044	11,452
매출원가	10,193	8,345	8,306	9,215	9,977
매출총이익	2,969	751	615	829	1,474
판관비	643	514	503	547	607
영업이익	2,325	237	113	282	867
EBITDA	3,373	1,388	1,287	1,274	1,923
영업외손익	120	46	189	74	97
이자수익	30	63	80	59	66
이자비용	6	9	7	27	20
외환관련이익	351	190	236	169	157
외환관련손실	274	152	138	140	115
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	19	-46	18	13	9
법인세차감전이익	2,445	284	302	356	965
법인세비용	606	30	64	75	205
계속사업순손익	1,839	254	238	280	760
당기순이익	1,839	254	238	280	760
지배주주순이익	1,839	254	238	280	760
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	31.5	-30.9	-1.9	12.6	14.0
영업이익 증감율	220.8	-89.8	-52.3	149.6	207.4
EBITDA 증감율	94.4	-58.8	-7.3	-1.0	50.9
지배주주순이익 증감율	191.8	-86.2	-6.3	17.6	171.4
EPS 증감율	191.8	-86.2	-6.4	17.9	171.3
매출총이익율(%)	22.6	8.3	6.9	8.3	12.9
영업이익률(%)	17.7	2.6	1.3	2.8	7.6
EBITDA Margin(%)	25.6	15.3	14.4	12.7	16.8
지배주주순이익률(%)	14.0	2.8	2.7	2.8	6.6

재무상태표

(단위: 억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	4,981	4,331	4,659	4,920	5,535
현금 및 현금성자산	1,224	766	382	387	508
단기금융자산	502	1,266	1,830	1,969	2,118
매출채권 및 기타채권	1,944	1,294	1,347	1,397	1,592
재고자산	1,202	906	1,005	1,076	1,226
기타유동자산	109	99	95	91	91
비유동자산	6,937	6,945	6,229	6,480	6,286
투자자산	60	70	73	76	80
유형자산	6,414	6,292	5,677	5,945	5,758
무형자산	121	128	110	90	79
기타비유동자산	342	455	369	369	369
자산총계	11,918	11,275	10,887	11,400	11,821
유동부채	2,650	1,767	1,597	2,072	1,952
매입채무 및 기타채무	1,657	1,106	1,032	1,047	1,097
단기금융부채	81	71	93	573	423
기타유동부채	912	590	472	452	432
비유동부채	717	825	535	502	492
장기금융부채	192	130	66	56	46
기타비유동부채	525	695	469	446	446
부채총계	3,368	2,592	2,132	2,574	2,444
지배지분	8,550	8,683	8,755	8,826	9,377
자본금	258	258	258	258	258
자본잉여금	5,451	5,451	5,451	5,451	5,451
기타자본	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	10	8	31	20	8
이익잉여금	2,831	2,967	3,016	3,098	3,661
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,550	8,683	8,755	8,826	9,377

현금흐름표

(단위: 억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	2,936	1,807	978	1,236	1,603
당기순이익	1,839	254	238	280	760
비현금항목의 가감	2,010	1,624	1,389	1,137	1,316
유형자산감가상각비	1,004	1,105	1,133	957	1,027
무형자산감가상각비	44	46	41	35	29
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	962	473	215	145	260
영업활동자산부채증감	-620	405	-643	-137	-314
매출채권및기타채권의감소	-307	640	-6	-49	-196
재고자산의감소	-209	126	-161	-70	-151
매입채무및기타채무의증가	-289	92	-45	15	50
기타	185	-453	-431	-33	-17
기타현금흐름	-293	-476	-6	-44	-159
투자활동 현금흐름	-2,588	-1,975	-1,161	-1,373	-1,002
유형자산의 취득	-2,048	-1,170	-596	-1,230	-850
유형자산의 처분	40	12	20	5	10
무형자산의 순취득	-26	-42	-27	-15	-15
투자자산의감소(증가)	-59	-10	-2	-4	-4
단기금융자산의감소(증가)	-488	-764	-564	-139	-149
기타	-7	-1	8	10	6
재무활동 현금흐름	122	-289	-206	261	-361
차입금의 증가(감소)	280	-80	-48	470	-160
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-155	-206	-155	-206	-198
기타	-3	-3	-3	-3	-3
기타현금흐름	-14	-2	5	-118	-118
현금 및 현금성자산의 순증가	457	-458	-384	5	122
기초현금 및 현금성자산	767	1,224	766	382	387
기말현금 및 현금성자산	1,224	766	382	387	508

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,570	493	461	544	1,475
BPS	16,598	16,857	16,996	17,134	18,204
CFPS	7,473	3,645	3,157	2,750	4,030
DPS	400	300	400	400	400
주가배수(배)					
PER	5.3	54.9	33.6	44.2	16.3
PER(최고)	9.6	80.5	64.9		
PER(최저)	5.2	36.3	27.9		
PBR	1.14	1.60	0.91	1.40	1.32
PBR(최고)	2.05	2.35	1.76		
PBR(최저)	1.13	1.06	0.76		
PSR	0.74	1.53	0.89	1.23	1.08
PCFR	2.5	7.4	4.9	8.7	6.0
EV/EBITDA	2.4	8.5	4.5	8.1	5.2
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	10.7	58.4	83.2	70.6	26.0
배당수익률(%,보통주,현금)	2.1	1.1	2.6	1.7	1.7
ROA	17.2	2.2	2.1	2.5	6.5
ROE	23.9	2.9	2.7	3.2	8.3
ROIC	24.9	2.6	1.2	3.1	9.3
매출채권회전율	7.0	5.6	6.8	7.3	7.7
재고자산회전율	11.4	8.6	9.3	9.7	9.9
부채비율	39.4	29.9	24.4	29.2	26.1
순차입금비율	-17.0	-21.1	-23.4	-19.6	-23.0
이자보상배율,현금	362.8	25.8	16.5	10.5	43.2
총차입금	273	201	160	630	470
순차입금	-1,453	-1,830	-2,052	-1,726	-2,157
EBITDA	3,373	1,388	1,287	1,274	1,923
FCF	152	543	14	-164	567

자료: 키움증권 리서치센터

전기전자/디스플레이 Analyst 김소원 sowonkim@kiwoom.com
RA 조재원 jwon2004@kiwoom.com

셀레스티카 (CLS.US)

강력한 800G 수요 확인. White Box의 경쟁력 부각

- 2Q25 실적 발표를 통해 강력한 800G 네트워크 수요 확인
- 2025년 400G 및 800G 수요 강세에 힘입어 CCS 매출액 약 +30% YoY 성장 예상
- 동사의 white box 사업은 하이퍼스케일러의 맞춤형 스위치 생산을 통해 상호 win-win 할 수 있는 구조로, AI 시대의 경쟁력 부각

AI 데이터센터계의 Foxconn, 시장 점유율 확대 중

동사는 데이터센터 네트워킹 분야의 Foxconn같은 ODM 업체로, Arista, Cisco 등 주요 네트워크 장비 업체들과 하이퍼스케일러 업체들을 모두 고객사로 확보하고 있다. 특히 기존에는 네트워크 장비 업체 중심의 공급 비중이 높았으나, 최근 하이퍼스케일러향 화이트박스(White Box) 제품 직납을 확대하며 시장 점유율을 늘리고 있다. 하이퍼스케일러들은 자사가 설계한 맞춤형 스위치를 공급받을 수 있어, AI 시대에서 화이트박스의 가치가 재평가되고 있다. 동사의 사업부는 AI 네트워킹, 클라우드 등을 담당하는 CCS(Connectivity & Cloud Solutions)와 반도체 장비, 항공우주 등을 생산하는 ATS(Advanced Technology Solutions)로 나뉘며, 최근 가파른 실적 성장은 CCS가 주도하고 있다.

2H25 800G 수요 가속화, 2H26 1.6T 매출 본격화

동사의 2Q25 실적 발표에 따르면, 400G 수요가 여전히 견조한 가운데 800G 수요가 강화되며 예상치를 상회하는 실적을 견인하고 있다. 특히 하이퍼스케일러 3사 모두로부터 800G 제품 수주를 확보했으며, 2H25에는 800G 수요가 더욱 가속화될 전망이다.

한편 Broadcom의 Tomahawk 6(1.6T) 출시와 함께 해당 칩셋 기반의 1.6Tbps용 제품 준비도 본격화되고 있다. 1.6T 제품은 2026년 하반기부터 매출 성장이 시작되어, 2027년까지 확대될 것으로 예상된다.

AI 데이터센터 네트워크 투자 사이클의 최대 수혜

동사는 기존 네트워크 장비 고객사 외에 하이퍼스케일러 시장 내 점유율을 확대하며, AI 데이터센터 네트워크 투자 사이클의 수혜가 수년간 이어질 것으로 전망된다. 특히 동사의 white box 사업은 하이퍼스케일러의 맞춤형 스위치 생산을 통해 상호 win-win 할 수 있는 구조로, AI 시대에서 white box의 가치 재평가가 지속될 것으로 판단된다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.8.29): $194.75
목표주가 컨센서스: $211

▶ 투자의견 컨센서스

매수	보유
83%	17%

Stock Data

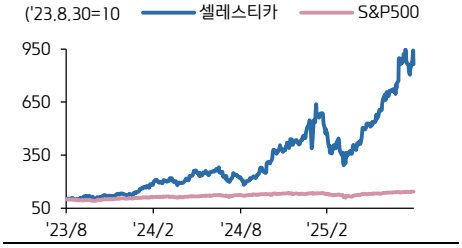
산업분류	전자 장비 기기 & 부품
S&P 500 (3/31)	6,460.26
현재주가/목표주가	194.75 / 211
52주 최고/최저 ($)	218.8 / 40.65
시가총액 (백만$)	22,382
유통주식 수 (백만)	114
일평균거래량 (3M)	3,502,699

Earnings & Valuation

(백만 $)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	7,961	9,646	11,608	13,588
영업이익	445	623	841	1,007
OPM(%)	5.6	6.5	7.2	7.4
순이익	292	461	637	766
EPS	2.4	3.9	5.6	6.7
증가율(%)	27.9	59.7	43.5	20.4
PER(배)	16.8	29.6	35.0	29.1
PBR(배)	2.0	5.6	10.9	8.5
ROE(%)	17.0	25.2	32.1	31.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Performance & Price Trend

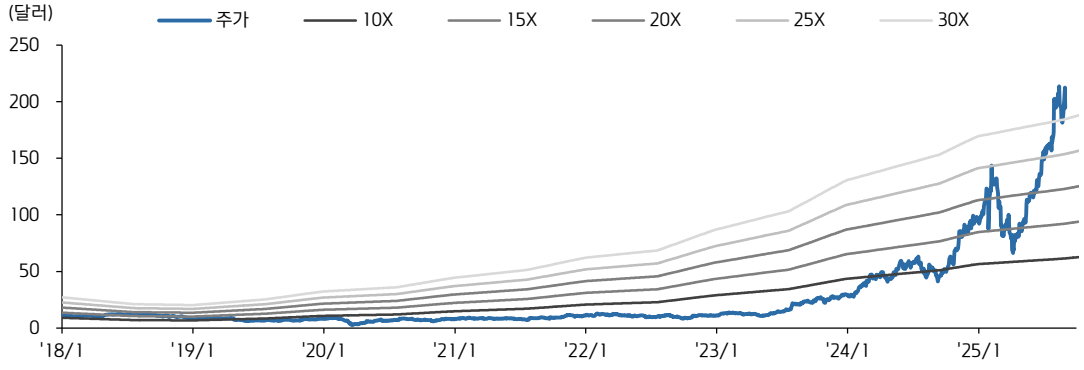
주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	111.0	-3.6	81.9	285.1
S&P Index	9.8	1.4	8.5	15.5



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치센터

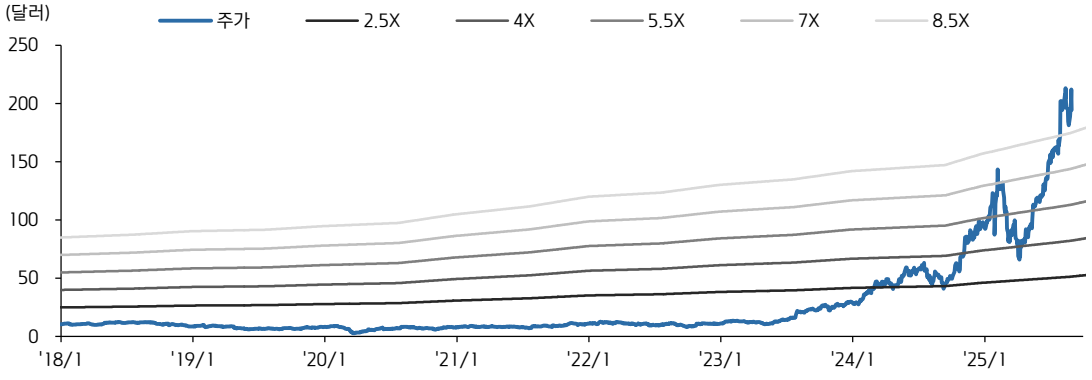
키움증권

Celestica 12개월 Forward P/E



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Celestica 12개월 Forward P/B



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

FY25 2Q 실적 비교

구분	FY25 2Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY24 Q2	성장률	FY25 Q1	성장률
매출액	2,893	2,668	8%	2,392	21%	2,649	9%
영업이익	215	191	12%	136	58%	188	14%
영업이익률(%)	7.4	7.2	0.3	5.7	1.7	7.1	0.3
순이익	211	130	62%	100	112%	86	145%
EPS (USD)	1.39	1.23	13%	0.91	53%	1.20	16%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-8-29 블룸버그 기준, GAAP 기준

실적 컨센서스

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY25 Q3	YoY	FY25 Q4	YoY	FY25	YoY	FY26	YoY
매출액	3,004	20.2%	3,057	20.1%	11,630	20.6%	13,721	18.0%
영업이익	222	32.4%	227	30.7%	846	35.8%	1,014	19.9%
영업이익률(%)	7.4	0.7	7.4	0.6	7.3	0.8	7.4	0.1
순이익	170	85.5%	173	13.8%	640	49.5%	779	21.7%
EPS (USD)	1.46	40.7%	1.48	33.3%	5.56	43.3%	6.76	21.7%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-8-29 블룸버그 기준, GAAP 기준

셀레스티카 상세 실적표

(백만 달러)	FY2Q24	FY1Q25	FY2Q25	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	2,392	2,649	2,893	21.0	9.2
매출원가	2,136	2,375	2,522	18.1	6.2
매출총이익	256	274	371	44.9	35.5
영업비용	120	145	99	-18.1	-32.1
판관비	80	113	39	-51.4	-65.4
연구개발비	19	18	34	75.3	93.2
기타 영업비용	11	10	10	-8.4	0.0
영업이익	136	129	273	100.7	111.6
기타 영업외손익	22	15	15	-30.6	0.7
구조조정	6	4	0	-100.0	-100.0
법인세비용	21	28	46	125.9	68.4
순이익	100	86	211	111.8	144.8
희석 EPS(달러/주)	0.83	0.74	1.82	119.3	145.9
희석 non-GAAP EPS(달러/주)	0.91	1.20	1.39	52.7	15.8
희석 가중평균주수(백만주)	119	117	116	-2.9	-0.9
[영업 데이터]					
세부 매출					
ATS	768	807	819	6.7	1.5
CCS	1,624	1,841	2,074	27.7	12.6
Communications	935	1,428	1,641	75.5	15.0
Enterprise	689	414	433	-37.1	4.7

자료: Celestica, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

전기전자/디스플레이 Analyst 김소원 sowonkim@kiwoom.com
RA 조재원 jwon2004@kiwoom.com

암페놀 (APH.US)

AI 투자 사이클로 커넥터와 케이블에 날개를 달다

- AI 데이터센터향 저지연, 저전력 커넥터 공급
- 2Q25 IT/Datacom 부문 매출액 +133% YoY. 전사 실적 성장 견인
- 고부가 제품 확대, M&A를 통한 장기 성장 지속 기대

AI 시대에 부각되는 저지연, 저전력 커넥터

전자 부품 간 전기적 연결에 필요한 커넥터, 케이블 등을 생산한다. 최근 AI발 수혜로 IT/데이터센터 매출 비중이 2024년 24%에서 2Q25 36%까지 확대되었다. 데이터센터가 점차 고도화되면서, 칩, 서버, 스위치, 광케이블 등 구성 요소 간의 더 많은 연결이 필요하기 때문이다. 특히 동사의 커넥터, 케이블 연결 제품군은 고객들의 저지연, 저전력 요구를 충족시켜 준다는 점에서 각광받고 있다.

AI가 견인한 2Q25 호실적

2Q25 매출액 $5.65B(+17%QoQ, +57%YoY), EPS $0.86(+48% QoQ, +110%YoY)로, 기대치를 상회하는 호실적을 기록했다. IT/Datacom 부문 매출액이 +133% YoY 성장하며, 전사 실적 성장을 견인했다. 동사는 이번 실적 발표에서 AI가 IT/데이터센터 부문 성장의 약 2/3를 차지하고 있으며, 향후 수년간 장기적인 성장 기회가 지속될 수 있다는 자신감을 표명했다.

고부가 제품 확대, M&A를 통한 성장 지속

동사는 기존 사업부와 인수 기업 간 M&A 시너지, 고부가 제품 비중 확대를 통해 이익률을 꾸준히 개선시켜왔다. 전사 영업이익률은 2022년 20%에서 2Q25 25%로 상승했다. 앞으로도 AI 데이터센터향 고사양 커넥터, 광섬유 케이블 솔루션 판매가 확대되며, 제품 mix 개선에 따른 이익률 상승이 기대된다. 동사는 올해 8월 광섬유 케이블 솔루션 강화를 위해 CommScope 통신/케이블 솔루션(CCS) 사업을 인수했다. 이 역시 궁극적으로 전사 이익률 상승에 기여할 전망이다.

현재 주가는 12개월 선행 P/E 33배로, 최근 5년간 밴드 상단이었던 30배를 상향 돌파했다. AI/네트워크 투자 확대에 따른 장기 수혜가 예상되는 바, 조정 시 매수 전략을 권고한다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.8.29): $108.86
목표주가 컨센서스: $115.21

▶ 투자의견 컨센서스

매수	보유
55%	45%

Stock Data

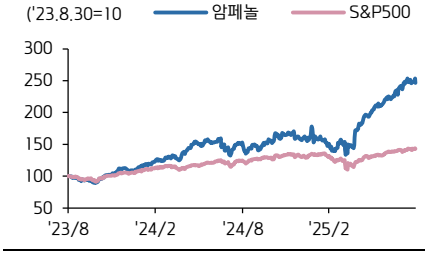
산업분류	전자 장비 기기 & 부품
S&P 500 (8/29)	6,460.26
현재주가/목표주가	108.86 / 115.21
52주 최고/최저 ($)	112.35 / 56.45
시가총액 (백만$)	132,909
유통주식 수 (백만)	1,214
일평균거래량 (3M)	8,545,269

Earnings & Valuation

(백만 $)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	12,555	15,223	21,683	24,012
영업이익	2,594	3,303	5,208	5,839
OPM(%)	20.7	21.7	24.0	24.3
순이익	1,870	2,382	3,789	4,294
EPS	1.5	1.9	3.0	3.4
증가율(%)	0.3	25.6	60.8	13.4
PER(배)	31.4	34.4	35.8	31.6
PBR(배)	7.1	8.6	10.5	8.4
ROE(%)	24.4	26.3	32.7	28.7
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.6	0.7

Performance & Price Trend

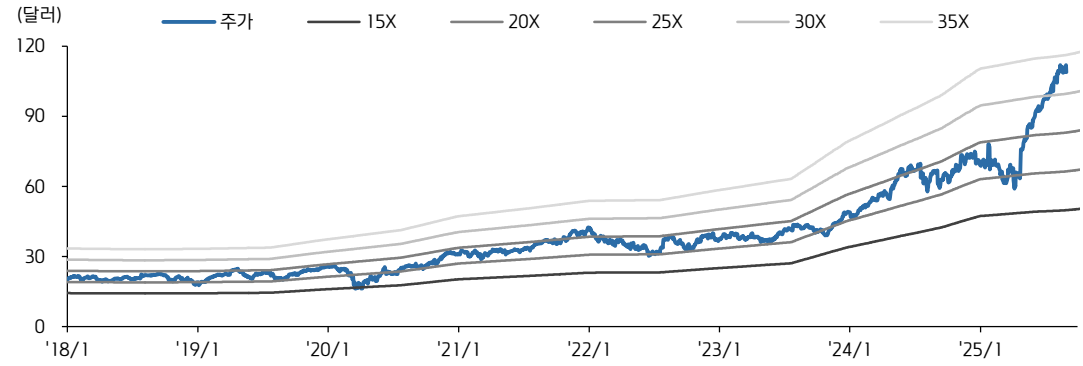
주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	56.7	3.4	63.5	63.0
S&P Index	9.8	1.4	8.5	15.5



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치센터

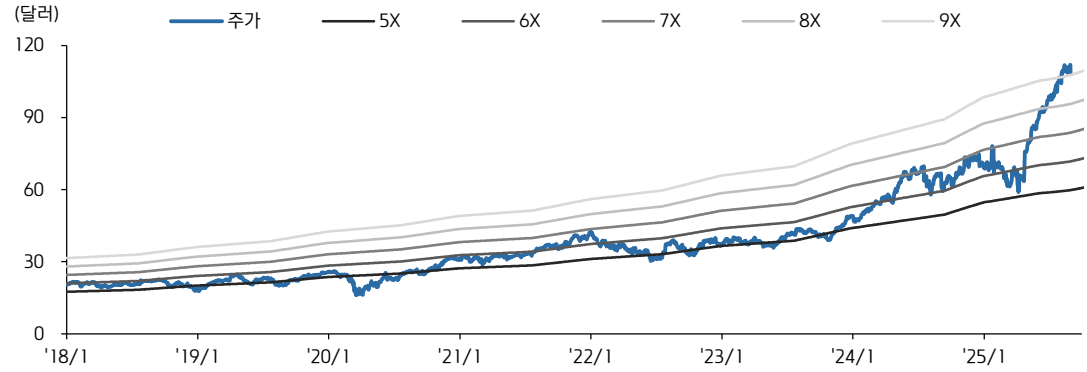
키움증권

Amphenol 12개월 Forward P/E



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Amphenol 12개월 Forward P/B



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

FY25 2Q 실적 비교

구분	FY25 2Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY24 Q2	성장률	FY25 Q1	성장률
매출액	5,650	5,042	12.1%	3,610	56.5%	4,811	17.4%
영업이익	1,419	1,186	19.6%	699	103.0%	1,025	38.4%
영업이익률(%)	25.1	23.5	1.6	19.4	5.8	21.3	3.8
순이익	1,091	844	29.3%	525	107.9%	738	47.9%
EPS (USD)	0.86	0.67	28.7%	0.41	109.8%	0.58	48.3%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-8-29 블룸버그 기준, GAAP 기준

실적 컨센서스

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY25 Q3	YoY	FY25 Q4	YoY	FY25	YoY	FY26	YoY
매출액	5,541	37.2%	5,688	31.7%	21,696	42.5%	24,084	11.0%
영업이익	1,407	59.3%	1,417	46.7%	5,396	63.4%	6,035	11.8%
영업이익률(%)	25.4	3.5	24.9	2.5	24.9	3.2	25.1	0.2
순이익	1,012	67.4%	1,020	36.7%	3,861	59.3%	4,370	13.2%
EPS (USD)	0.81	69.2%	0.82	38.1%	3.07	59.7%	3.50	14.1%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-8-29 블룸버그 기준, GAAP 기준

Amphenol 상세 실적표

(백만 달러)	FY2Q24	FY1Q25	FY2Q25	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	3,610	4,811	5,650	56.5	17.4
매출원가	2,397	3,167	3,597	50.1	13.6
매출총이익	1,213	1,644	2,053	69.3	24.9
판관비	444	575	623	40.1	8.2
영업이익	699	1,025	1,419	103.0	38.4
이자비용	56	77	81	43.7	5.8
기타 영업외손익	-21	-15	-10	적지	적지
합병/인수 비용	70	44	12	-82.9	-72.7
법인세비용	135	219	247	83.0	13.1
순이익	525	738	1,091	107.9	47.9
희석 EPS(달러/주)	0.41	0.58	0.86	109.8	48.3
희석 non-GAAP EPS(달러/주)	0.46	0.61	0.87	90.0	42.9
희석 가중평균주수(백만주)	1,265	1,266	1,272	0.6	0.5
[영업데이터]					
세부 매출					
Harsh Environment Solutions	1,046	1,268	1,445	38.2	14.0
Communications Solutions	1,445	2,414	2,910	101.4	20.6
Interconnect & Sensor Systems	1,119	1,129	1,295	15.7	14.7

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-9-1 블룸버그 기준, GAAP 기준

전기전자/디스플레이 Analyst 김소원 sowonkim@kiwoom.com
RA 조재원 jwon2004@kiwoom.com

코히런트 (COHR.US)

여전히 유효한 장기 성장 스토리

- 네트워크 인프라에 필수적인 광 트랜시버 제조사
- FY2025 데이터센터향 매출액 +61% YoY
- AI 데이터센터향 네트워크 투자 확대로, 초고속 트랜시버 수요 성장 기대

초고속(800G, 1.6T) 광 트랜시버 제조사

통신, 산업, 전자 부문에 사용되는 트랜시버, 레이저 등 광학 부품 및 소재를 제조한다. 네트워킹, 레이저, 소재 사업부로 구분되며, FY2025(CY3Q24~2Q25) 기준 네트워킹 사업부가 매출 비중(59%)과 성장률(+49%YoY) 모두 가장 높다. 실적에서 가장 중요한 제품은 광트랜시버로, 네트워크 장비와 광케이블 사이에서 전기와 광 신호를 변환해주는 역할을 한다. 고속, 대용량 데이터 전송이 요구되는 AI 데이터센터향 수요가 급증하면서, 초고속(800G, 1.6T) 트랜시버 수요도 같이 확대되는 추세이다.

수직계열화에서 나오는 경쟁력

동사가 보유한 트랜시버 경쟁력은 광학 부품(레이저 등)부터 최종 조립까지 전체 공급망을 수직계열화 했다는 점에 있다. 트랜시버의 핵심 소자인 레이저를 직접 제작하며, 여기에 필요한 6인치 화합물 반도체 웨이퍼(InP)도 직접 생산한다. 이는 트랜시버 성능 향상, 생산 효율성 증대, 가격 경쟁력 확보로 이어진다. 동사는 800G, 1.6T와 같은 차세대 트랜시버 시장을 선도하며, 경쟁 우위를 유지하고 있다. Datacom 광학 부품 시장 내 동사 점유율은 20%를 상회하는 수준으로 추산된다.

장기간 지속될 네트워크 투자 확대 수혜

FY2025 데이터센터향 매출액은 전년 대비 61% 성장했다. 800G 트랜시버 성장률은 이를 상회하며, 전사 실적 성장에 기여했다. CY2Q25부터는 1.6T 트랜시버 출하도 시작됐다. 800G, 1.6T로 갈수록 마진이 개선된다는 점이 긍정적이다. 수요 증가에 대응하기 위해 6인치 웨이퍼 CAPA를 전년 대비 3배로 확대했으며, 추가적인 CAPA 확장도 계획 중이다.

최근 주가는 QoQ 성장률 둔화와 보수적인 가이던스로 하락했으나, 네트워크 투자 확대에 따른 장기 수혜 전망은 여전히 유효하다고 판단한다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.8.29): $90.47
목표주가 컨센서스: $110.39

▶ 투자의견 컨센서스

Stock Data

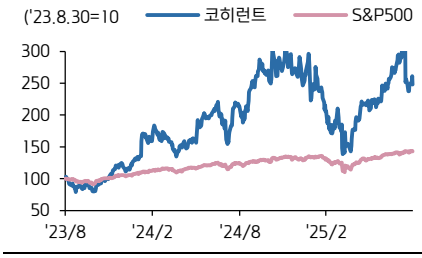
산업분류	전자 장비 기기 & 부품
S&P 500 (3/31)	6,460.26
현재주가/목표주가	90.47 / 110.39
52주 최고/최저 ($)	123.25 / 45.58
시가총액 (백만$)	14,096
유통주식 수 (백만)	154
일평균거래량 (3M)	3,644,743

Earnings & Valuation

(백만 $)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	4,708	5,810	6,299	7,008
영업이익	710	1,037	1,201	1,463
OPM(%)	15.1	17.8	19.1	20.9
순이익	381	563	747	1,002
EPS	1.7	3.5	4.6	6.0
증가율(%)	-44.3	111.4	29.7	30.7
PER(배)	-	67.4	19.8	15.1
PBR(배)	2.1	2.5	1.9	1.8
ROE(%)	6.1	7.2	9.5	10.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Performance & Price Trend

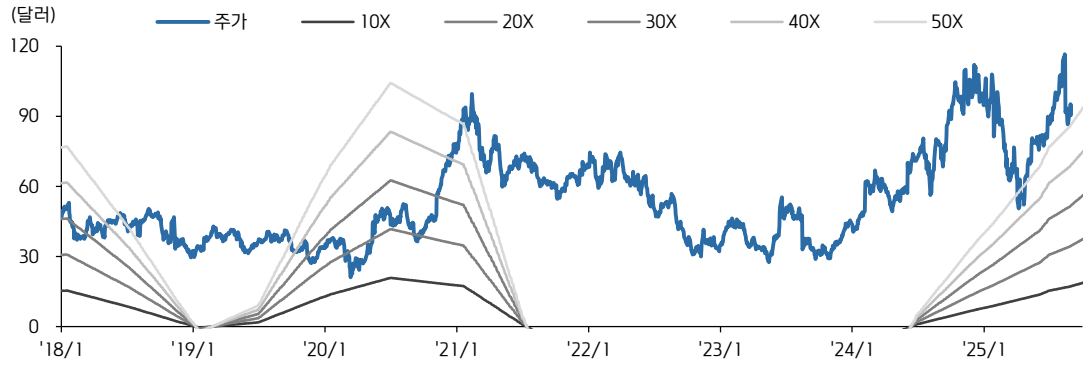
주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-4.5	-15.4	20.3	16.4
S&P Index	9.8	1.4	8.5	15.5



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치센터

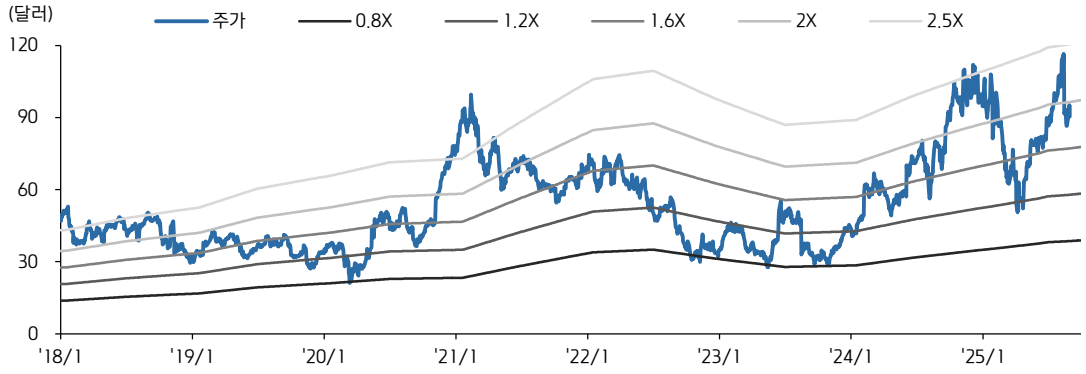
키움증권

Coherent 12개월 Forward P/E



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Coherent 12개월 Forward P/B



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

FY25 4Q (CY25 2Q) 실적 비교

구분	FY25 4Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY24 Q4	성장률	FY25 Q3	성장률
매출액	1,529	1,512	1.1%	1,314	16.4%	1,498	2.1%
영업이익	159	277	-42.4%	125	27.6%	152	4.9%
영업이익률(%)	10.4	18.3	-7.9	9.5	0.9	10.1	0.3
순이익	-96	166	적전	-47	적지	16	적전
EPS (USD)	-0.83	0.92	적전	-0.52	적지	-0.11	적지

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-8-29 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

실적 컨센서스

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY26 Q1	YoY	FY26 Q2	YoY	FY26	YoY	FY27	YoY
매출액	1,538	14.1%	1,561	8.8%	6,299	8.4%	6,970	10.7%
영업이익	287	129.3%	297	95.4%	1,193	107.9%	1,444	21.0%
영업이익률(%)	18.7	9.4	19.0	8.4	18.9	9.1	20.7	1.8
순이익	190	663.7%	205	98.4%	818	1555.0%	1,046	28.0%
EPS (USD)	0.25	흑전	0.37	-15.0%	1.46	흑전	3.06	109.2%

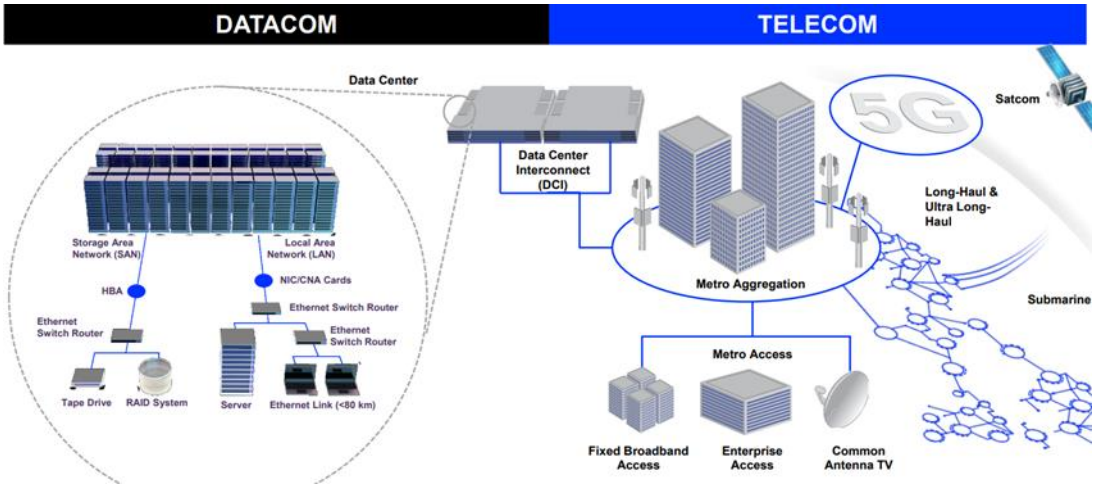
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-8-29 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

Coherent 상세 실적표

(백만 달러)	FY4Q24	FY3Q25	FY4Q25	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	1,314	1,498	1,529	16.4	2.1
매출원가	882	970	984	11.5	1.4
매출총이익	432	528	546	26.3	3.4
판관비	228	225	260	13.9	15.2
연구개발비	127	150	156		
영업이익	125	152	159	27.6	4.9
이자비용	68	57	55	-18.9	-4.0
기타 영업외손익	-15	5	14	흑전	214.6
구조조정 비용	14	74	54	279.6	-26.9
법인세비용	67	24	44	-34.4	84.7
순이익	-47	16	-96	적지	적전
희석 EPS(달러/주)	-0.52	-0.11	-0.83	적지	적지
희석 non-GAAP EPS(달러/주)	-0.18	0.33	0.10	흑전	-70.9
희석 가중평균주수(백만주)	153	155	156	1.9	0.2
[영업데이터]					
세부 매출					
Networking	580	897	945	63.0	5.3
Materials	279	237	236	-15.4	-0.2
Lasers	455	364	348	-23.6	-4.4

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-9-1 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

Datacom, Telecom 시장 도식



자료: Coherent, 키움증권 리서치센터

미국 전략/주식 Analyst 김승혁 ocean93@kiwoom.com

아리스타 네트웍스 (ANET.US)

AI 네트워크 장비의 승자

- 아리스타 네트웍스는 고성능 스위치와 솔루션을 제공하는 네트워크 장비 기업
- AI 시대에 최적화된 초저지연/고확장 네트워크 포트폴리오 확보
- 해외 시장 확대와 프론트엔드 영역 진출로 사업 확장을 진행 중

AI 네트워크 시대의 승자

아리스타 네트웍스는 대규모 데이터센터, 클라우드, 캠퍼스 및 라우팅 환경을 위한 네트워크 인프라를 제공한다. 동사의 핵심 강점은 AI 생태계에 최적화된 포트폴리오다. AI 데이터센터는 단일 서버 내 GPU 확장(스케일업)에서 수천 대 GPU 서버를 연결하는 스케일아웃 방식으로 전환되고 있으며, 스케일아웃 백엔드 또한 기존 InfiniBand 에서 UEC(Ultra Ethernet Consortium) 사양 기반 이더넷으로 빠르게 이동하고 있다. 이는 1)표준화된 부품 생태계, 2)대규모 구축 비용 효율성, 3)높은 확장성 때문으로 평가된다. 동사의 Ethernet 스위치 포트폴리오(Etherlink)는 20 여 개 제품군으로 구성돼 업계에서 가장 폭넓은 솔루션을 제공하며, EOS 운영체제를 통해 시스템 안정성을 극대화한다. 또한 1-Tier(단일 계층) 또는 2-Tier(Leaf-Spine) 구조만으로도 AI 클러스터 구축이 가능해 저지연·무손실·단순화 측면에서 경쟁우위를 확보하고 있다. 이러한 특성은 고확장성과 초저지연 백엔드 장비를 필요로 하는 AI 기업들에게 가장 매력적인 선택지로 작용한다. 현재 동사는 백엔드 네트워킹 부문 목표액인 7.5 억 달러 달성을 향해 순항 중이며, TAM 이 연평균 6.5%인 AI 네트워킹 시장에서 2025 년 15 억 달러 이상의 매출을 달성할 것으로 예상된다.

해외 진출과 사업 다변화를 추진 중

네트워크 장비 수요는 미국 내수를 넘어 해외에서도 구조적으로 확대되는 흐름이며, 동사는 중동·아프리카 데이터센터 네트워킹 시장에서 주요 사업자로 거론되고 있다. FY2Q25 기준 지역별 매출 성장률은 유럽·아프리카 YoY +55.6%, 아시아 태평양 YoY +42.9%로, 해외 수요의 고성장이 확인된다. 특히 유럽과 중동에서 추진되는 소버린 AI 프로젝트는 초저지연 백엔드 스위칭/라우팅 장비에 대한 투자 집행을 견인하며 동사의 수주잔고 확대에 지속 기여할 가능성이 높다. 한편 동사는 SD-WAN 선도업체 VeloCloud를 인수해 데이터센터 중심의 백엔드 사업구조를 기업들 지사·사내 네트워크(프론트엔드)까지 확장하는 중이다. 이는 전략적 관점에서 TAM 확대와 고객 접점 다변화란 의미가 있지만, 단기·중기 매출 드라이버는 여전히 1)하이퍼스케일러의 초저지연 백엔드 장비 투자, 2)유럽·중동 소버린 AI 프로젝트에 따른 해외 매출이며, 프론트엔드 사업 기여도 증가는 점진적으로 반영될 전망이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.8.28): $136.23
목표주가 컨센서스: $144.62

▶ 투자의견 컨센서스

매수	보유
75%	25%

Stock Data

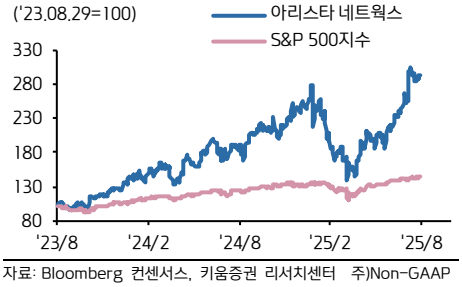
산업분류	통신 장비
S&P 500 (8/28)	6,501.86
현재주가/목표주가	136.23 / 144.62
52주 최고/최저 ($)	141.99 / 59.43
시가총액 (백만$)	171,223
유통주식 수 (백만)	1,257
일평균거래량 (3M)	9,539,642

Earnings & Valuation

(백만 $)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	5,860	7,003	8,770	10,427
영업이익	2,603	3,327	4,157	4,855
OPM(%)	44.4	47.5	47.4	46.6
순이익	2,199	2,910	3,559	4,137
EPS	1.74	2.27	2.80	3.25
증가율(%)	51.5	30.8	23.5	15.8
PER(배)	35.8	54.6	48.6	42.0
PBR(배)	10.2	13.9	13.4	10.5
ROE(%)	34.5	33.1	30.0	27.0
배당수익률(%)	-	-	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	23.3	14.8	46.4	57.2
S&P Index	10.5	2.1	9.2	16.3



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치센터 주)Non-GAAP 기준

키움증권

아리스타 네트웍스 FY25 2Q ('25.04.01~06.30)

구분	FY25 2Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY24 2Q	성장률	FY25 1Q	성장률
매출액	2,205	2,109	4.6%	1,690	30.4%	2,005	10.0%
영업이익	1,076	971	10.9%	786	37.0%	957	12.4%
영업이익률(%)	48.8%	46.0%	2.8%p	46.5%	2.3%p	47.8%	1.1%p
순이익	924	826	11.8%	673	37.3%	826	11.8%
EPS (USD)	0.73	0.65	12.3%	0.53	39.0%	0.65	12.3%

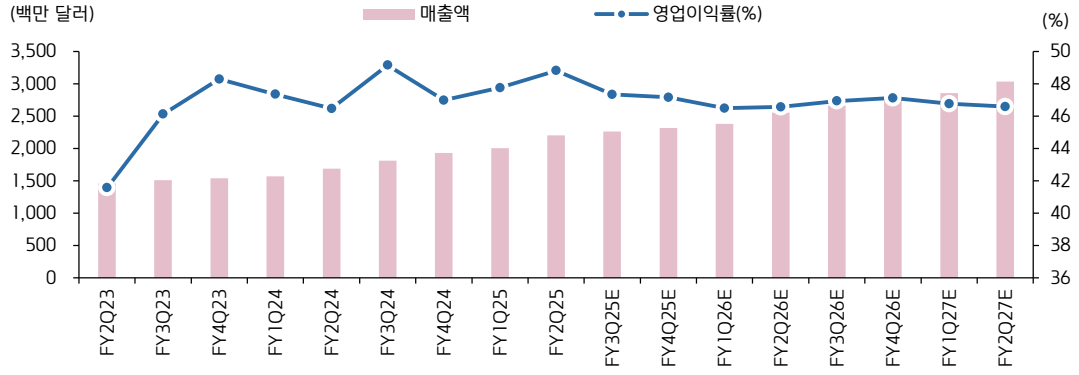
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-08-28 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

향후 실적 컨센서스

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY25Q3	YoY 성장률	FY25Q4	YoY 성장률	FY25	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률
매출액	2,262	24.9%	2,319	20.1%	8,770	25.2%	10,427	18.9%
영업이익	1,071	20.3%	1,094	20.6%	4,157	25.0%	4,855	16.8%
영업이익률(%)	47.3%	-1.8%p	47.2%	0.2%p	47.4%	-0.1%p	46.6%	-0.8%p
순이익	909	18.2%	930	12.0%	3,559	22.3%	4,137	16.2%
EPS (USD)	0.71	18.8%	0.73	12.0%	2.80	23.5%	3.25	15.8%

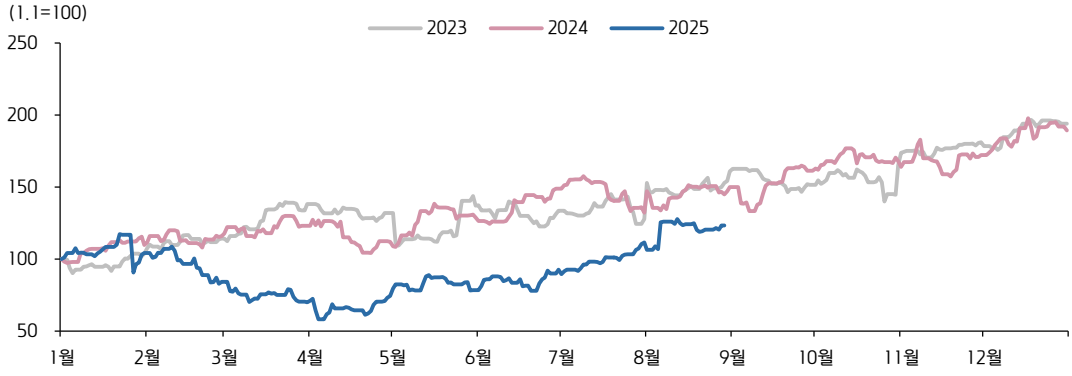
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-08-28 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

아리스타 네트웍스 분기 실적 추이



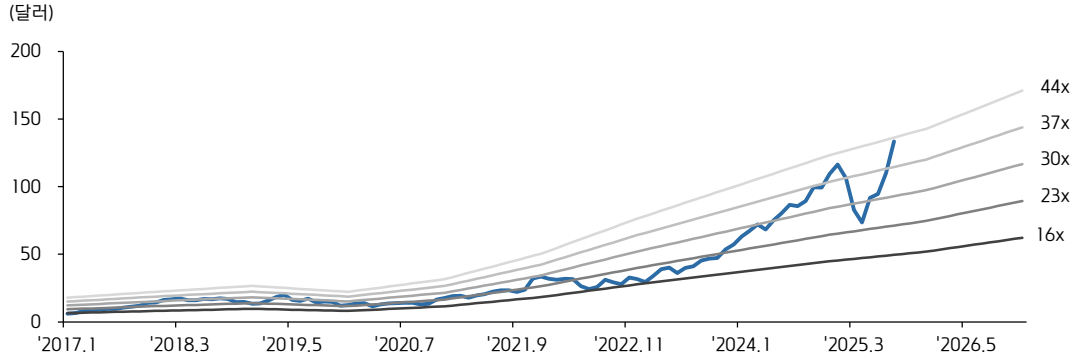
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-08-28 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

아리스타 네트워스 최근 3개년 연도별 주가 추이



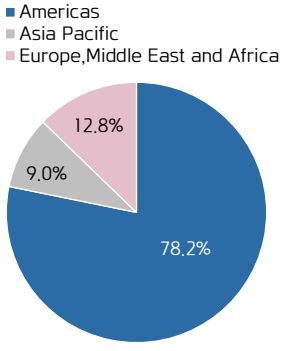
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

아리스타 네트워스 12MF PER 밴드



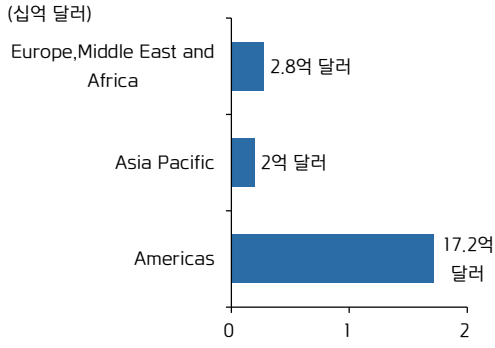
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

아리스타 네트워스 해외 매출 비중



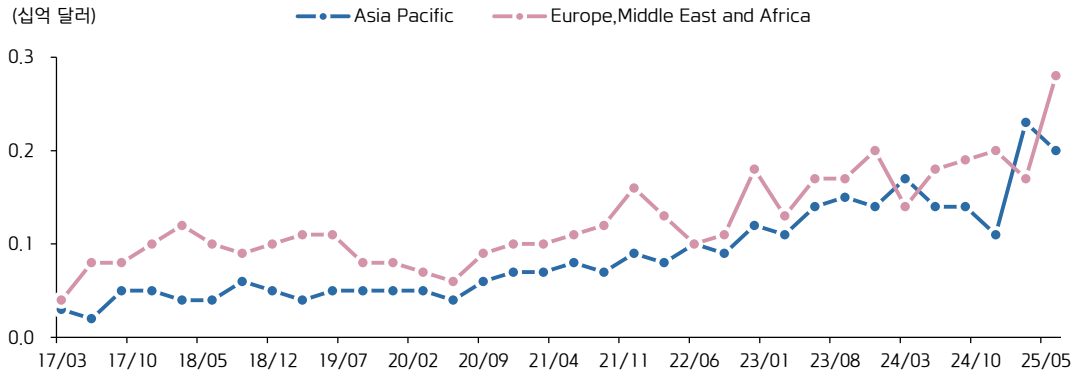
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치센터

아리스타 네트워스 해외 매출액



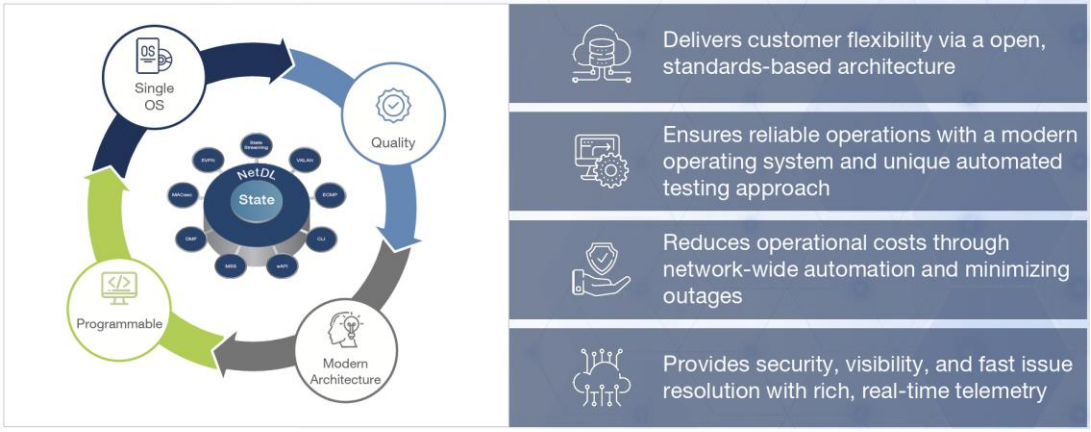
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치센터

빠르게 늘어나는 유럽/중동/아프리카 부문 매출



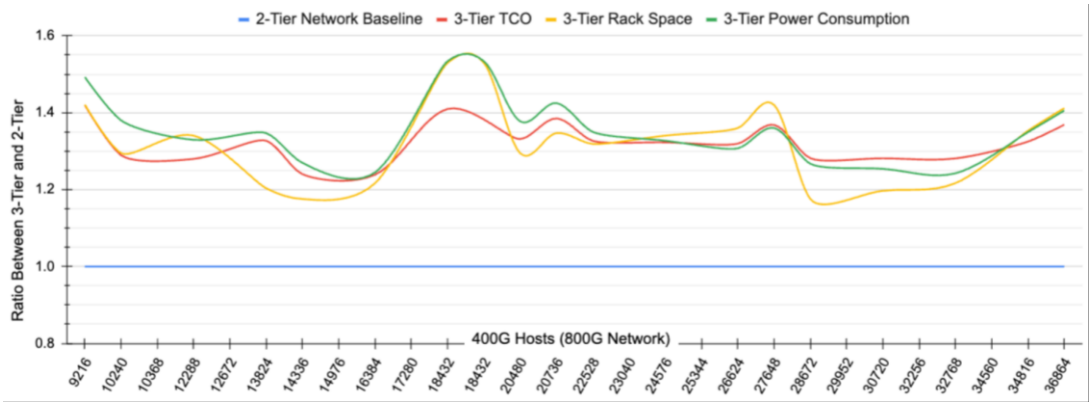
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치센터

아리스타 네트워스 EOS(Extensible Operating System)의 강점



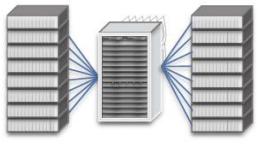
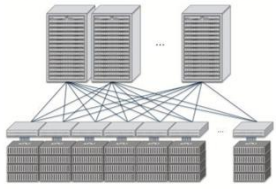
자료: 아리스타 네트워스

2-Tier 네트워크와 3-Tier 네트워크 비용·공간·전력 효율성 비교



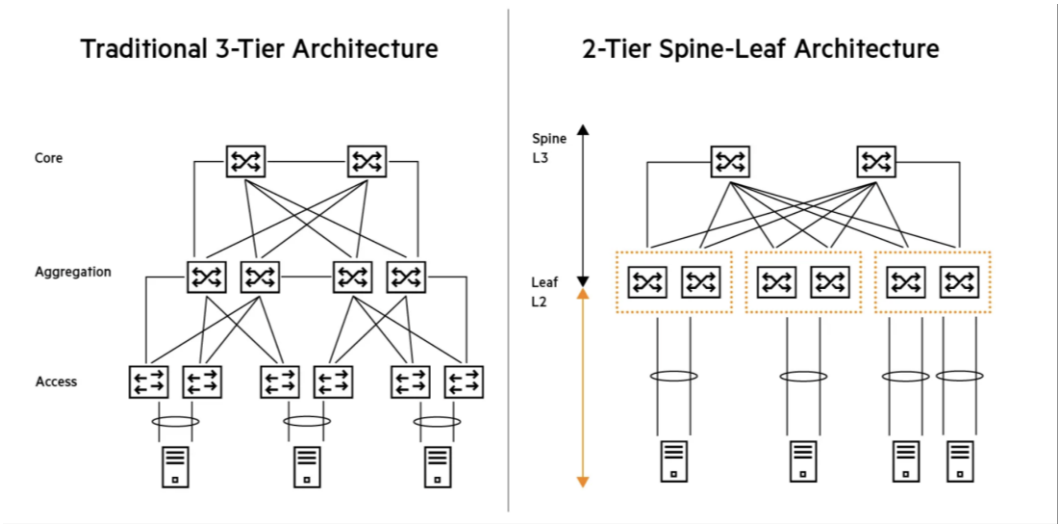
자료: 아리스타 네트워스, 주) 파란선-기준선, 빨간선-총소유비용, 노란선-전력 소모량, 초록선-랙 공간 사용량

아리스타 네트워스의 확장에 최적화된 네트워크 포트폴리오(Tier1/Tier2)

Single Device	7060 Leaf and Spine	7060 Leaf and 7800 Spine
		
400G Hosts 7060X6: ≤ 128 780xR4: 129 – 1,152 800G Hosts 7060X6: ≤ 64 780xR4: 65 – 576	400G Hosts (400G L-S) 1,153 – 8,192 400G Hosts (800G L-S) 1,153 – 4,096 800G Hosts 577 – 2,048	400G Hosts (400G L-S) 8,193 – 73,728 400G Hosts (800G L-S) 4,096 – 36,864 800G Hosts 2,049 – 18,432
Distributed Etherlink Switch Single Logical Hop		400G Hosts Up to 31k 800G Hosts Up to 27k

자료: 아리스타 네트워스

Tier2와 Tier3의 아키텍처 차이 도식화



자료: HPE

아리스타 네트웍스 상세 실적표

(백만 달러)	FY2Q24	FY1Q25	FY2Q25	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	1,690	2,005	2,205	30.4	10.0
상품	1,423	1,693	1,877	31.9	10.9
서비스	267	312	328	22.7	5.0
매출원가	593	729	766	29.2	5.1
상품	540	673	707	30.9	5.1
서비스	53	56	59	11.6	5.2
매출총이익	1,097	1,276	1,439	31.1	12.7
영업비용	398	417	452	13.8	8.4
R&D	268	266	297	10.8	11.3
판매&마케팅비	104	117	127	21.2	8.5
일반관리비	26	34	29	14.4	-14.3
영업이익	700	859	986	41.0	14.8
영업외이익	71	96	94	32.8	-2.3
세전이익	770	955	1,080	40.2	13.1
법인세비용	105	141	191	82.3	35.6
순이익	665	814	889	33.6	9.2
희석 EPS(달러/주)	0.52	0.64	0.70	34.6	9.4
희석 가중평균주수(백만주)	1,280	1,279	1,271	-0.7	-0.6
[Non-GAAP]					
매출총이익	1,105	1,285	1,447	30.9	12.6
매출총이익률(%)	65.4	64.1	65.6	0.2%p	1.5%p
영업이익	786	957	1076	37.0	12.4
영업이익률(%)	46.5	47.8	48.8	2.3%p	1%p
희석 EPS(달러/주)	0.53	0.65	0.73	37.7	12.3

자료: 아리스타 네트웍스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

손익계산서

($ 백만)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	**2,318**	**2,948**	**4,381**	**5,860**	**7,003**
매출원가	836	1,067	1,706	2,230	2,512
매출총이익, GAAP	**1,482**	**1,881**	**2,676**	**3,630**	**4,491**
판관비	296	369	420	518	550
연구개발비	487	587	728	855	997
영업이익, GAAP	**875**	**1,141**	**1,796**	**2,603**	**3,327**
영업외 (이익)손실	-39	-6	-55	-165	-320
세전이익, GAAP	**739**	**931**	**1,582**	**2,422**	**3,265**
법인세비용	104	90	229	335	413
당기순이익, GAAP	**635**	**841**	**1,352**	**2,087**	**2,852**
EPS, GAAP	**0.52**	**0.69**	**1.10**	**1.69**	**2.27**
희석 EPS, GAAP	**0.50**	**0.6575**	**1.0675**	**1.645**	**2.23**
영업이익, 조정	**875**	**1,141**	**1,796**	**2,603**	**3,327**
당기순이익, 조정	**642**	**915**	**1,448**	**2,199**	**2,910**
EBITDA	**919**	**1,191**	**1,859**	**2,674**	**3,389**

재무상태표

($ 백만)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	**4,739**	**5,734**	**6,775**	**9,957**	**14,044**
유동자산	3,837	4,813	5,551	8,400	11,911
현금 및 현금성자산	2,873	3,408	3,024	5,008	8,303
매출채권	390	517	923	1,034	1,140
재고자산	480	650	1,290	1,945	1,835
비유동자산	902	922	1,225	1,557	2,133
유형자산	110	144	148	102	99
무형자산	312	282	388	357	331
부채총계	**1,419**	**1,756**	**1,890**	**2,738**	**4,049**
유동부채	768	1,110	1,294	1,919	2,732
매입채무	278	429	525	842	816
단기성부채	18	20	20	21	22
비유동부채	650	646	596	818	1,317
장기성부채	72	57	44	44	37
자본총계	**3,320**	**3,979**	**4,886**	**7,219**	**9,995**

현금흐름표

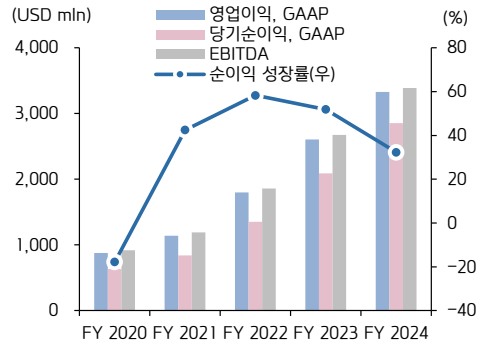
($ 백만)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	**735**	**1,016**	**493**	**2,034**	**3,708**
감가상각비, 무형자산상각비	45	50	63	71	62
운전자본 변동	-108	3	-885	-73	1172
투자활동으로 인한 현금흐름	**-609**	**-926**	**216**	**-687**	**-2,457**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-15	-65	-45	-34	-32
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-346**	**-361**	**-655**	**-84**	**-422**
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자사주매입	-338	-344	-622	-50	-363
현금증가	**-218**	**-272**	**51**	**1,263**	**824**
기초현금	1,116	897	625	676	1,939
기말현금	897	625	676	1,939	2,764
FCF	**720**	**951**	**448**	**2,000**	**3,676**
FCFF	**720**	**951**	**448**	**2000**	**3,676**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

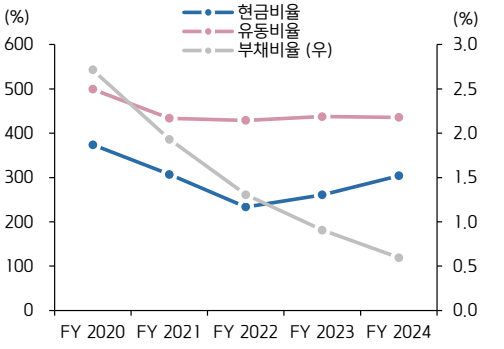
(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	27.38	28.52	30.87	35.62	40.73
영업이익률	30.19	31.37	34.86	38.52	42.05
EBITDA 마진	33.12	33.86	36.84	40.13	42.93
ROE	20.42	23.04	30.51	34.49	33.14
ROA	14.22	16.06	21.62	24.95	23.77
ROIC	20.02	24.04	32.13	33.35	29.67
부채비율	2.72	1.93	1.31	0.91	0.60
순차입금비율	-83.81	-83.74	-60.58	-68.46	-82.48
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	373.95	307.10	233.76	260.91	303.91
유동비율	499.45	433.64	429.12	437.63	435.94
PER	35.90	62.70	31.46	35.83	54.64
PBR	6.67	11.12	7.62	10.19	13.95
EV/EBIT	27.47	43.94	22.37	30.32	44.55
EV/EBITDA	25.21	40.97	21.24	29.17	43.63

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

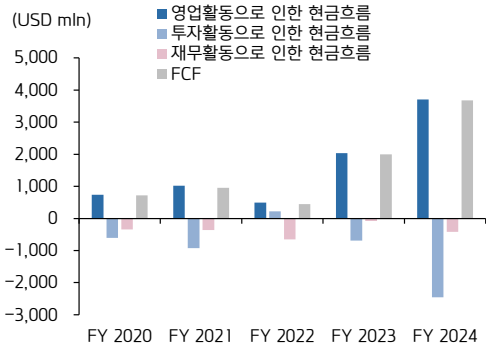
이익 추이



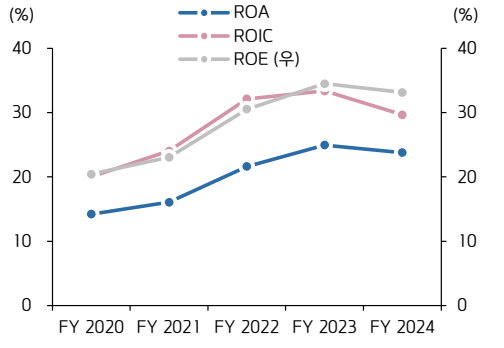
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



미국 전략/주식 Analyst 김승혁 ocean93@kiwoom.com

시스코 시스템즈 (CSCO.US)

A부터 Z까지, 네트워킹의 모든 것

- 시스코는 네트워크 인프라, 보안 솔루션 등을 보유한 글로벌 1위 네트워크 장비 기업
- 단일 벤더 통합, 글로벌 TAC, 높은 교체 비용 등은 고객 락인 효과를 강화
- 업무용 AI 확산과 네트워크 장비 교체 사이클이 맞물릴 경우 기회로 작용

풀스택 생태계와 신뢰로 다져온 1위

시스코 시스템즈의 경쟁력은 '풀스택' 네트워킹과 보안·ID를 포괄하는 폭넓은 제품 스펙트럼, 세계적 수준의 TAC(Technical Assistance Center) 지원 체계에서 나온다. 접속-전송-코어-데이터센터에 이르는 전 구간을 하나의 벤더가 설계·공급·운영 지원까지 일관되게 제공하므로 대규모 구축에서 설계 리스크와 운영 복잡도가 낮아진다. 특히 캠퍼스 및 엔터프라이즈 영역에서 약 46%의 높은 점유율과 레퍼런스가 신뢰를 공고히 하며, "문제 생기면 시스코가 책임진다"는 인식이 강력한 무형 자산으로 작용한다. 이에 동사는 글로벌 1위 네트워크 장비 기업이다.

단일 벤더 통합이 만든 높은 락인 효과

엔터프라이즈 시장에서 동사의 풀스택 솔루션은 단순하면서도 강력한 장점을 가진다. 네트워크·보안·ID를 한 시스템에서 통합 관리할 수 있어 보안 공백이 줄고 운영이 깔끔해진다. 문제가 생겨도 여러 벤더를 오가며 해결할 필요 없이 동사 한 곳에서 지원받을 수 있어 대응 속도가 빠르고 안정적이다. 또한 본사-지사-클라우드를 하나로 연결하는 구조를 제공해 확장 과정에서도 아키텍처가 일관되고 비용 예측이 용이하다. 이런 이유로 기존 고객들은 이미 투자된 장비, 운영팀의 경험, 유지보수 계약, 시스템 변경 시 발생할 다운타임 위험 등을 고려해 쉽게 다른 벤더로 바꾸지 않는다. 결국 많은 기업이 기존 시스코 시스템은 유지하면서 일부 신규 프로젝트에만 다른 벤더를 도입하는 방식을 택하고 있으며, 시간이 흐를수록 동사의 고객 락인 구조는 강화된다.

기업들의 AI 활용 증가와 교체 사이클은 기회

FY4Q25 실적에서 확인된 바와 같이, 연방 정부 물량을 제외한 '일반 기업' 대상 보안 장비 주문은 두 자릿수 성장을 기록하였다. 이는 단순한 일회성 수요가 아니라, 업무용 AI 에이전트 확산에 따른 기업 네트워크 트래픽 증가가 장비 수요로 연결되고 있음을 반영한다. 특히 제조업과 금융권 등 전통 산업군에서는 과거 대비 크게 높아진 보안 사고에 따른 기회비용을 감안해, 초저지연보다는 보안·안정성을 우선시한다. 이는 동사에게 유리한 지점이다. 또한 역사상 가장 빠르게 성장한 스위치 Catalyst 9000의 첫 출시해가 2017년이고 교체 주기가 일반적으로 8~10년임을 감안할 때, 장비 교체 주기와 AI 확산으로 인한 장비 업그레이드 수요가 더해질 경우 향후 동사 매출 성장의 핵심 동력이 될 수 있다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.8.28): $69.43
목표주가 컨센서스: $76.43

▶ 투자의견 컨센서스

매수	보유	매도
56%	41%	4%

Stock Data

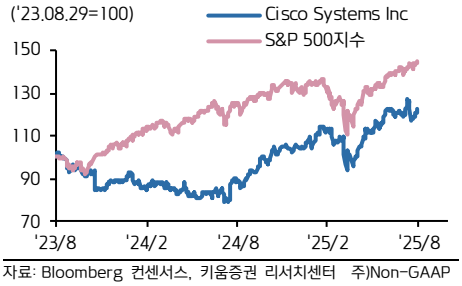
산업분류	통신 장비
S&P 500 (8/28)	6,501.86
현재주가/목표주가	69.43 / 76.43
52주 최고/최저 ($)	72.55 / 47.85
시가총액 (백만$)	274,943
유통주식 수 (백만)	3,960
일평균거래량 (3M)	20,251,166

Earnings & Valuation

(백만 $)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	53,803	56,654	59,622	62,586
영업이익	18,377	19,491	20,441	20,853
OPM(%)	34.2	34.4	34.3	33.3
순이익	15,150	15,213	15,999	16,845
EPS	3.73	3.81	4.05	4.35
증가율(%)	-4.1	2.1	6.2	7.4
PER(배)	16.7	25.7	17.2	16.0
PBR(배)	4.2	5.8	5.5	5.0
ROE(%)	23.0	22.6	32.0	32.7
배당수익률(%)	2.3	2.3	2.4	2.5

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	17.3	2.2	8.3	39.3
S&P Index	10.5	1.8	9.2	16.3



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치센터 주)Non-GAAP 기준

키움증권

시스코 시스템즈 FY25 4Q ('25.04.27~07.26)

구분	FY25 4Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY24 4Q	성장률	FY25 3Q	성장률
매출액	14,673	14,633	0.3%	13,642	7.6%	14,149	3.7%
영업이익	5,029	4,986	0.9%	4,440	13.3%	4,880	3.1%
영업이익률(%)	34.3%	34.1%	0.2%p	32.5%	1.7%p	34.5%	-0.2%p
순이익	3,951	3,907	1.1%	3,531	11.9%	3,831	3.1%
EPS (USD)	0.99	0.98	1.1%	0.87	13.8%	0.96	3.1%

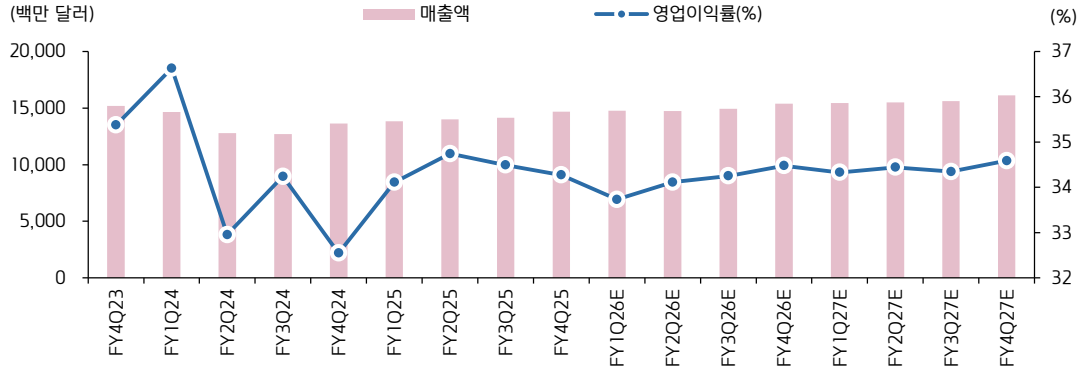
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-08-28 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

향후 실적 컨센서스

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY26Q1	YoY 성장률	FY26Q2	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	14,759	6.6%	14,745	5.4%	59,622	5.2%	62,586	5.0%
영업이익	4,979	5.5%	5,030	3.5%	20,441	4.9%	20,853	2.0%
영업이익률(%)	33.7%	-0.4%p	34.1%	-0.6%p	34.3%	-0.1%p	33.3%	-1.0%p
순이익	3,893	6.0%	3,940	4.8%	15,999	5.2%	16,845	5.3%
EPS (USD)	0.98	7.6%	1.00	5.9%	4.05	6.2%	4.35	7.4%

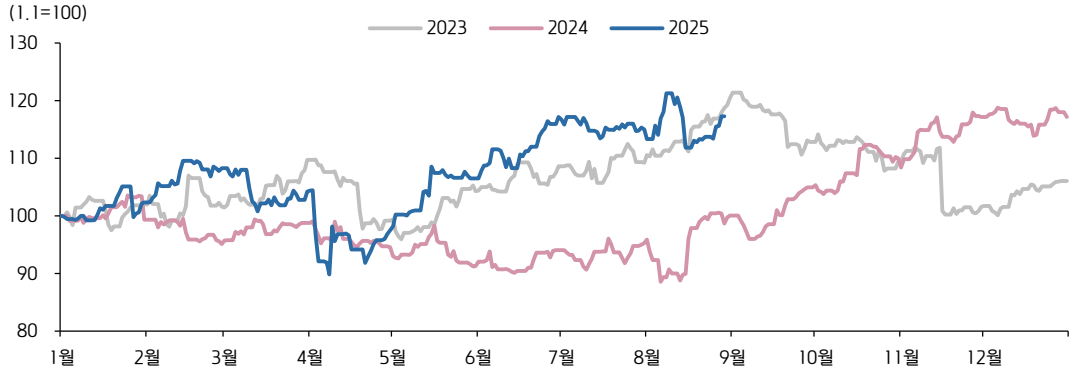
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-08-28 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

시스코 시스템즈 분기 실적 추이



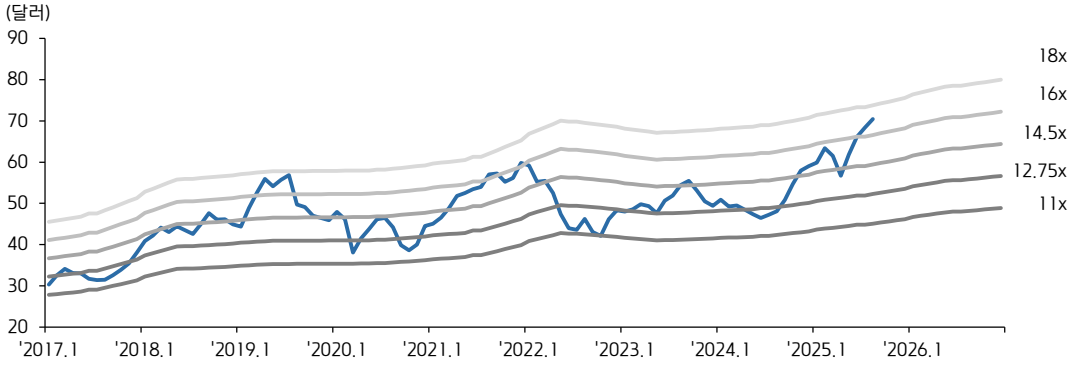
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-08-28 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

시스코 시스템즈 최근 3개년 연도별 주가 추이



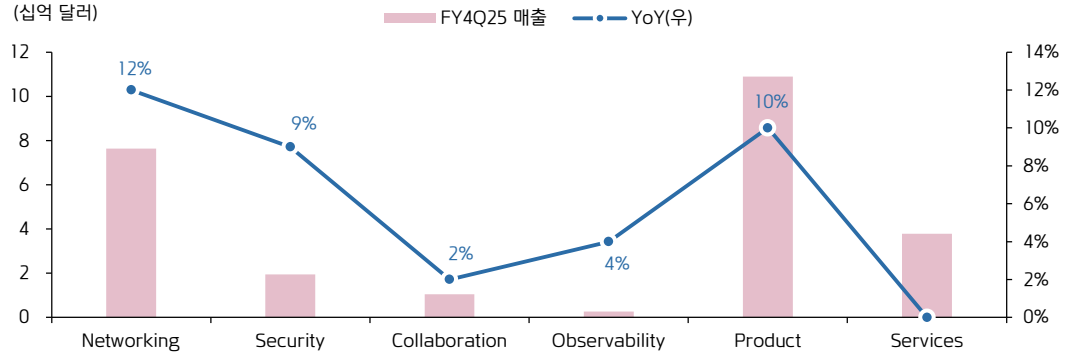
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

시스코 시스템즈 12MF PER 밴드



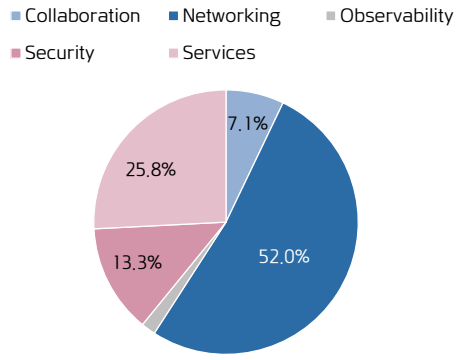
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

시스코 시스템즈 사업 부문별 매출액 및 성장률



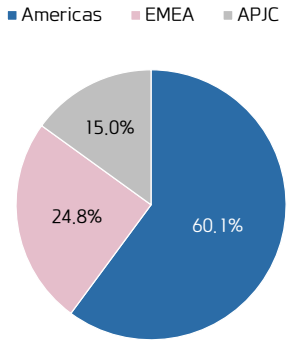
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

시스코 시스템즈 사업 부문별 비중



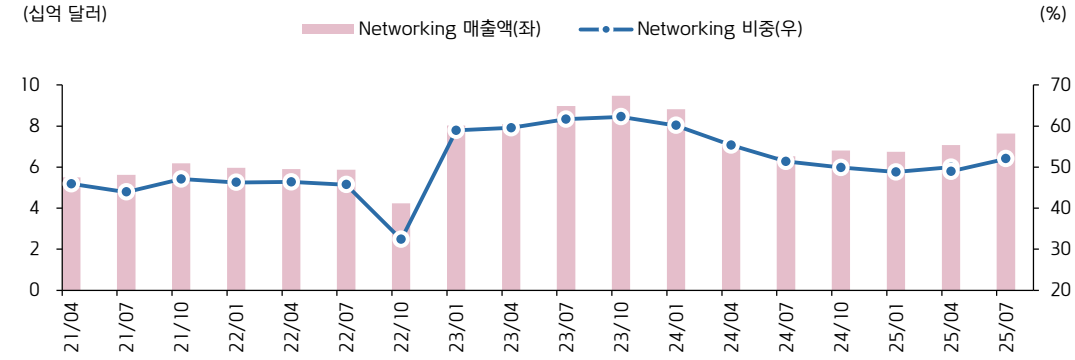
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치센터

시스코 시스템즈 해외 매출 비중



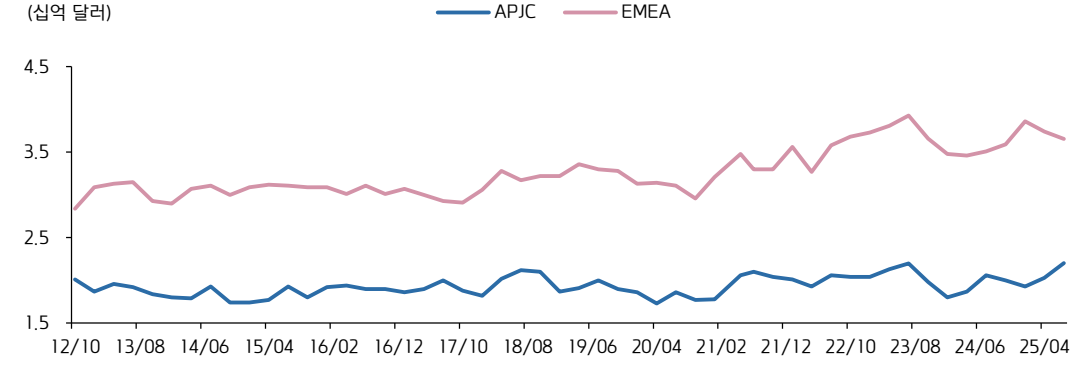
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치센터

시스코 시스템즈 네트워킹 부문 매출 추이



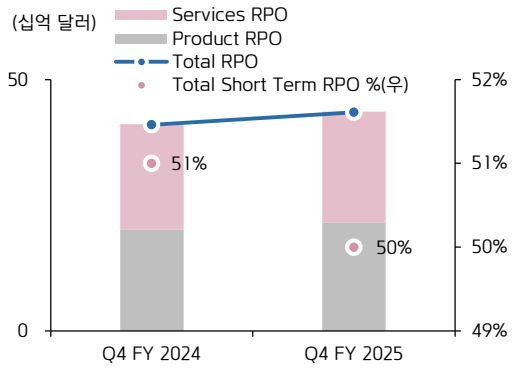
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치센터

시스코 시스템즈 아시아 태평양 및 유럽·중동·아프리카 부문 매출 추이



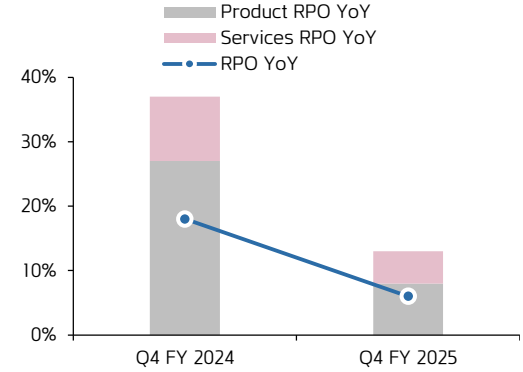
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치센터

시스코 시스템즈 RPO



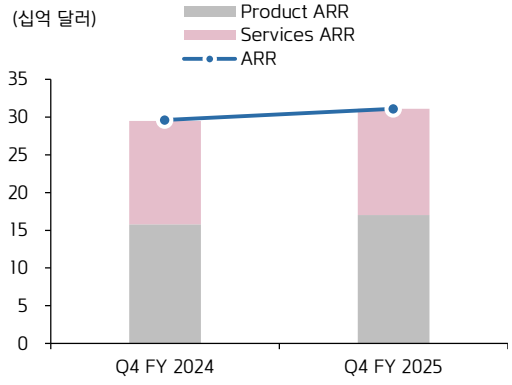
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치센터

시스코 시스템즈 RPO YoY 변화율



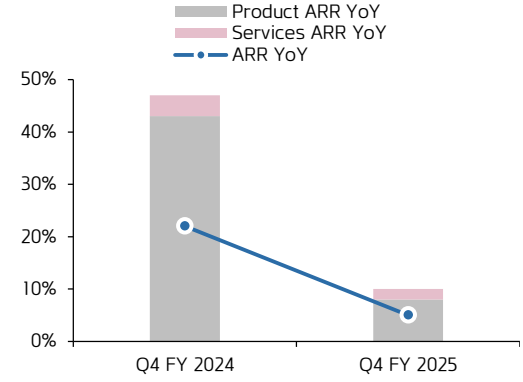
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치센터

시스코 시스템즈 ARR



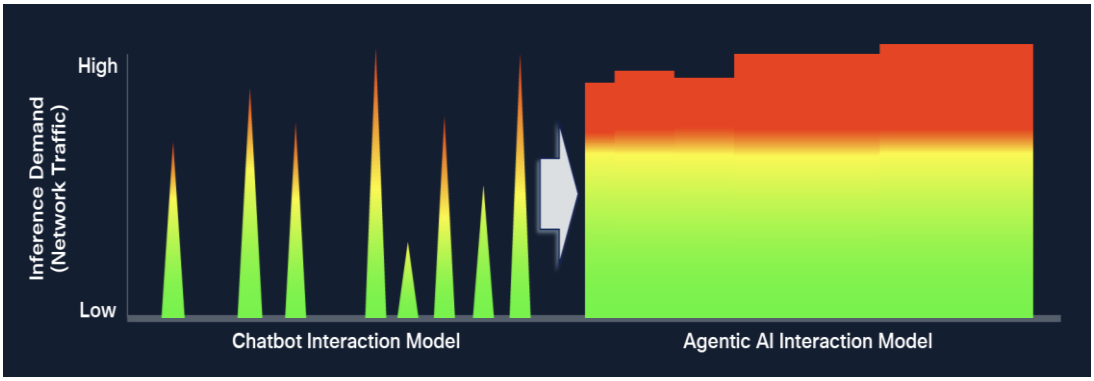
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치센터

시스코 시스템즈 ARR YoY 변화율



자료: Refinitiv, 키움증권 리서치센터

AI 모델 사용 방식 변화에 따른 네트워크 트래픽 변화(챗봇 vs AI Agent)



자료: 시스코 시스템즈

사업 부문별 주요 영역 및 세부 내용

구분	주요 영역	세부 내용
AI-ready Data Centers (AI 대응 데이터 센터)	Full-Stack AI Infrastructure	- N9300 시리즈 스마트 스위치
		- 통합 Nexus 대시보드
		- Cisco 스위치 + NVIDIA Spectrum-X 통합
		- NVIDIA NeMo 프레임워크용 AI 방어 기능
	보안 내재화: Hybrid Mesh Firewall	- Firewall 6100 시리즈
		- 서드파티 방화벽 정책 제어
		- Live Protect 보안 기능
	서비스 사업자 지원	- 신형 Cisco 8000 라우터
Future-proofed Workplaces (미래 대응형 업무환경)	AI 기반 운영 단순화	- Meraki + Catalyst 통합 플랫폼
		- 통합 클라우드 관리 (Meraki + Catalyst)
		- 다계층 보증 (자사 + 타사 장비)
		- Agentic Ops (딥 네트워크 모델, AI Canvas)
	AI 대응 장비 확장	- Cisco C9350, C9610 스마트 스위치
		- Cisco 8000 시큐어 라우터
		- IoT 산업용 스위치
		- Wi-Fi 7 확장 + 캠퍼스 게이트웨이
		- 초고신뢰 무선 백홀
		- Firewall 200 시리즈
	보안 강화	- Agentic AI 보안 (UZTNA 기반)
	AI 경험	- Cisco PTZ 카메라
Digital Resilience (디지털 회복탄력성)	Assurance & Observability	- AI 기반 가시성/관측 기능
		- Splunk + ThousandEyes 통합
		- Splunk + Catalyst/Meraki 통합
	보안 운영 (Security Ops)	- Cisco 방화벽 로그를 Splunk에 통합
	데이터 플랫폼	- Splunk PODs

자료: 키움증권 리서치센터

시스코 시스템즈 상세 실적표

(백만 달러)	FY4Q24	FY3Q25	FY4Q25	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	13,642	14,149	14,673	7.6	3.7
매출원가	4,861	4,871	5,038	3.6	3.4
매출총이익	8,781	9,278	9,635	9.7	3.8
영업비용	6,163	6,076	6,193	0.5	1.9
판관비	2,841	2,724	2,818	-0.8	3.5
R&D	2,179	2,335	2,380	9.2	1.9
기타 영업비용	1,143	1,017	995	-12.9	-2.2
영업이익	2,618	3,202	3,442	31.5	7.5
이자비용	148	153	141	-4.7	-7.8
기타 영업외손익	-74	-102	53	-171.6	-152.0
법인세비용	234	456	531	126.9	16.4
순이익	2,162	2,491	2,823	30.6	13.3
희석 EPS(달러/주)	0.54	0.62	0.71	31.5	14.5
희석 가중평균주수(백만주)	4,035	4,002	3,992	-1.1	-0.2
[영업데이터]					
[품목별 매출]					
Total Product	9,858	10,373	10,886	10.4	4.9
Networking	6,804	7,068	7,633	12.2	8.0
Security	1,787	2,013	1,952	9.2	-3.0
Collaboration	1,019	1,031	1,042	2.3	1.1
Observability	248	261	259	4.4	-0.8
Services	3,784	3,775	3,787	0.1	0.3
[권역별 매출]					
Americas	8,068	8,379	8,822	9.3	5.3
Product	5,790	6,125	6,562	13.3	7.1
Service	2,278	2,254	2,260	-0.8	0.3
EMEA	3,511	3,736	3,645	3.8	-2.4
Product	2,587	2,805	2,705	4.6	-3.6
Service	924	931	940	1.7	1.0
APJC	2,064	2,034	2,206	6.9	8.5
Product	1,482	1,444	1,619	9.2	12.1
Service	582	590	587	0.9	-0.5

자료: 시스코 시스템즈, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

손익계산서

($ 백만)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	**49,818**	**51,557**	**56,998**	**53,803**	**56,654**
매출원가	17,924	19,309	21,245	18,975	19,509
매출총이익, GAAP	**31,894**	**32,248**	**35,753**	**34,828**	**37,145**
판관비	11,411	11,186	12,358	13,177	13,958
연구개발비	6,549	6,774	7,551	7,983	9,300
영업이익, GAAP	**16,702**	**17,345**	**19,071**	**18,377**	**19,491**
영업외 (이익)손실	-429	-508	-287	-53	660
세전이익, GAAP	**13,262**	**14,477**	**15,318**	**12,234**	**11,455**
법인세비용	2,671	2,665	2,705	1,914	1,002
당기순이익, GAAP	**10,591**	**11,812**	**12,613**	**10,320**	**10,453**
EPS, GAAP	**2.51**	**2.83**	**3.08**	**2.55**	**2.63**
희석 EPS, GAAP	**2.50**	**2.82**	**3.07**	**2.54**	**2.61**
영업이익, 조정	**16,702**	**17,345**	**19,071**	**18,377**	**19,491**
당기순이익, 조정	**11,498**	**14,094**	**15,979**	**15,150**	**15,213**
EBITDA	**18,564**	**18,824**	**20,930**	**21,033**	**22,115**

재무상태표

($ 백만)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	**97,497**	**94,002**	**101,852**	**124,413**	**122,564**
유동자산	39,112	36,717	43,348	36,862	35,341
현금 및 현금성자산	24,518	19,267	26,146	17,854	16,110
매출채권	10,146	10,527	9,206	10,023	9,762
재고자산	1,559	2,568	3,644	3,373	3,095
비유동자산	58,385	57,285	58,504	87,551	87,223
유형자산	3,433	3,000	3,056	3,156	2,113
무형자산	41,787	40,873	40,353	69,879	68,311
부채총계	**56,222**	**54,229**	**57,499**	**78,956**	**75,448**
유동부채	26,257	25,640	31,309	40,584	35,064
매입채무	6,981	6,558	10,532	7,351	7,996
단기성부채	2,845	1,421	2,046	11,705	5,232
비유동부채	29,965	28,589	26,190	38,372	40,384
장기성부채	9,849	9,140	7,365	20,527	22,861
자본총계	**41,275**	**39,773**	**44,353**	**45,457**	**47,116**

현금흐름표

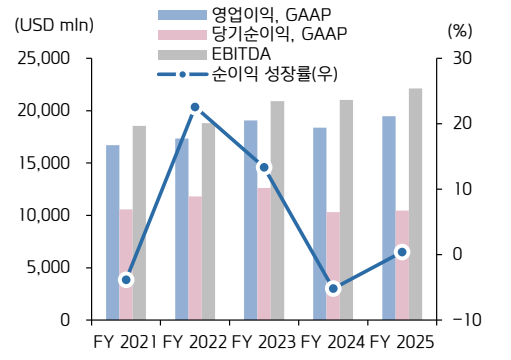
($ 백만)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	**15,454**	**13,226**	**19,811**	**10,880**	**14,193**
감가상각비, 무형자산상각비	1,862	1,957	1,726	2,507	2,811
운전자본 변동	2,827	-642	4962	-4119	-1131
투자활동으로 인한 현금흐름	**-5,285**	**1,553**	**-5,110**	**-20,478**	**1,733**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-692	-477	-849	-670	-905
유, 무형자산 처분	28	91	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-12,097**	**-15,962**	**-11,626**	**6,844**	**-15,815**
지급배당금	-6,163	-6,224	-6,302	-6,384	-6,437
차입금의 증가(감소)	-3,005	-1,895	-1102	19,330	-2,812
자사주매입	-2,870	-7721	-4190	-6065	-6486
현금증가	**-1,870**	**-1,363**	**2970**	**-2,785**	**68**
기초현금	11,812	9,942	8,579	11,627	8,842
기말현금	9,942	8,579	11,627	8,842	8,910
FCF	**14,762**	**12,749**	**18,962**	**10,210**	**13,288**
FCFF	**15,109**	**13,043**	**19,314**	**11059**	**14,742**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

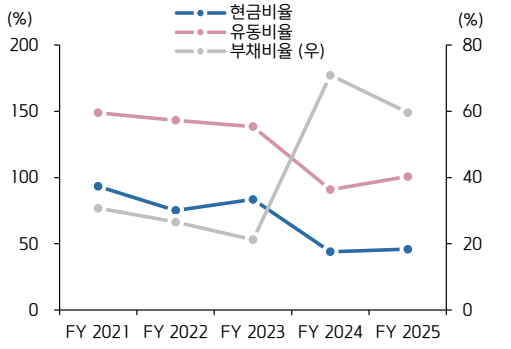
(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	21.26	22.91	22.13	19.18	18.45
영업이익률	25.76	27.09	26.37	22.64	21.38
EBITDA 마진	30.30	31.65	30.14	28.08	26.35
ROE	26.75	29.15	29.99	22.98	22.58
ROA	11.01	12.34	12.88	9.12	8.46
ROIC	20.25	23.35	25.12	16.49	14.72
부채비율	30.75	26.55	21.22	70.91	59.63
순차입금비율	-28.65	-21.89	-37.73	31.63	25.43
EBITDA/현금지급이자	34.46	45.96	45.70	25.91	9.95
현금비율	93.38	75.14	83.51	43.99	45.94
유동비율	148.96	143.20	138.45	90.83	100.79
PER	20.34	16.25	16.00	16.71	25.67
PBR	5.66	4.69	4.78	4.22	5.77
EV/EBIT	17.25	12.70	12.95	16.87	23.44
EV/EBITDA	14.69	10.90	11.35	13.65	19.03

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

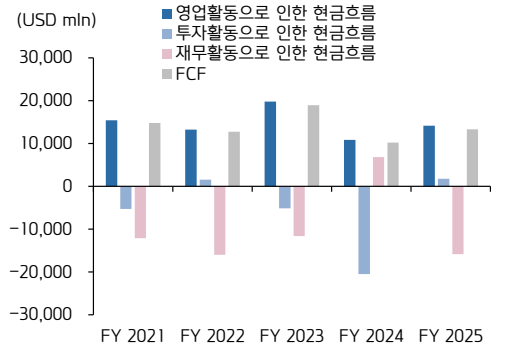
이익 추이



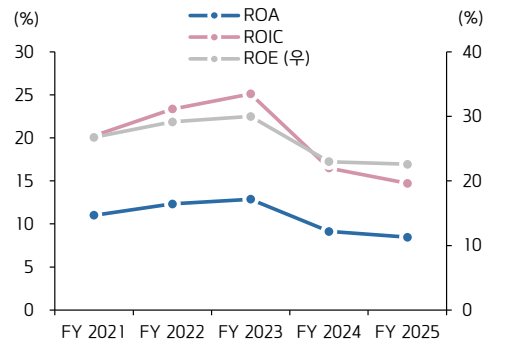
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



미국 전략/주식 Analyst 김승혁 ocean93@kiwoom.com

팔로 앨토 네트웍스 (PANW.US)

토탈 보안 플랫폼의 반격

- 팔로 앨토 네트웍스는 토털 보안 플랫폼을 제공하는 글로벌 사이버 보안 기업
- AI 확산 속 통합 보안 플랫폼으로 급증하는 트래픽 수요를 선점
- CyberArk 인수로 아이덴티티까지 아우르며 토털 보안 표준과 경쟁 우위를 강화

토탈 보안 플랫폼의 성장

팔로 앨토 네트웍스는 '네트워크 보안(SASE·차세대 방화벽)-클라우드 보안(CNAPP)-SOC 자동화(XSIAM)'를 하나로 묶은 토털 보안 플랫폼 기업이다. FY4Q25의 차세대 보안 ARR은 55.8억 달러로 YoY +32% 증가했고, 수주잔고(RPO)도 158억 달러로 YoY +24% 늘어 대형 계약의 가시성을 확보했다. 분기 중 3,300만/6,100만/1.1억 달러 등 굵직한 거래도 연속으로 체결되었다. 2024년 2월 발표한 보안 플랫폼으로의 전략적 선택이 네트워크 트래픽 급증으로 인해 성과를 보인 것이다. 특히 네트워크 보안 구독 기반 매출(ARR)은 YoY +35% 성장한 39억 달러를 기록했고, 2030년까지 NGS ARR 150억 달러 달성 목표를 제시했다.

AI 트래픽 급증이 불러온 통합 보안 수요

AI 확산은 기업 트래픽의 양과 흐름을 동시에 변화시키며 네트워크 보안의 필요성을 크게 높였다. 생성형 AI와 업무용 에이전트가 보편화되면서 본사 중심의 데이터 경로가 지사, 원격 근무, 클라우드로 분산되었고, 2024년 기준 GenAI 트래픽은 전년 대비 890% 이상 급증하며 보안 사고도 두 배 이상 늘었다. 이 지점에서 동사의 경쟁력이 두드러진다. 동사의 SASE와 차세대 방화벽은 모든 접점에서 동일한 정책으로 트래픽을 제어하고, CNAPP은 클라우드 설정 오류와 데이터 노출을 점검하며, XSIAM은 경보를 자동 분류해 MTTR을 분 단위로 단축한다. 네트워크-클라우드-운영을 하나의 플랫폼으로 연결함으로써 효과적인 보안 체계를 구현한 것이다. 네트워크 고도화 시대에는 보안 예산이 개별 제품보다 통합 제어 솔루션에 집중될 가능성이 크다

마지막 퍼즐, CyberArk 인수

향후 관건은 '토털 보안'을 얼마나 높은 완성도로 확장할 수 있느냐에 있다. 경쟁사인 크라우드스트라이크는 엔드포인트, 지스케일러는 SSE에 강점을 지니지만, 아이덴티티까지 포함한 전방위 보안 플랫폼을 제공하는 데에는 한계가 있다. 동사는 약 250억 달러 규모의 CyberArk 인수를 통해 정체성 보안을 보강하고, 네트워크-클라우드-SOC 전 구간을 단일 플랫폼으로 연결하는 차세대 전략을 추진하고 있다. AI 확산으로 트래픽이 24시간 연결되는 환경에서, 동사가 경쟁사보다 앞서 통합 네트워크 보안의 표준으로 자리매김할 가능성이 높은 이유이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.8.28): $191.02
목표주가 컨센서스: $214.60

▶ 투자의견 컨센서스

Stock Data

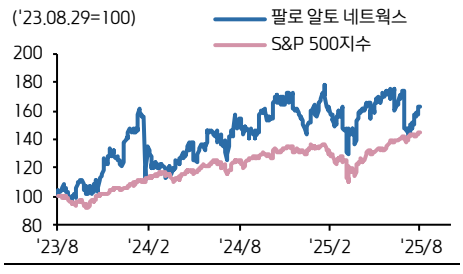
산업분류	소프트웨어
S&P 500 (8/28)	6,501.86
현재주가/목표주가	191.02 / 214.6
52주 최고/최저 ($)	210.39 / 144.15
시가총액 (백만$)	127,372
유통주식 수 (백만)	667
일평균거래량 (3M)	7,590,372

Earnings & Valuation

(백만 $)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	8,028	9,222	10,514	11,943
영업이익	2,190	2,652	3,094	3,596
OPM(%)	27.3	28.8	29.4	30.1
순이익	1,948	2,345	2,714	3,104
EPS	2.84	3.34	3.80	4.30
증가율(%)	27.7	17.8	13.7	13.2
PER(배)	122.8	109.9	50.3	44.4
PBR(배)	20.4	14.8	12.8	9.9
ROE(%)	74.5	17.5	25.0	22.7
배당수익률(%)	-	-	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	5.0	-6.6	0.3	9.0
S&P Index	10.5	1.8	9.2	16.3



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치센터 주)Non-GAAP 기준

팔로 앨토 네트웍스 FY25 4Q ('25.05.01~07.31)

구분	FY25 4Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY24 4Q	성장률	FY25 3Q	성장률
매출액	2,536	2,502	1.4%	2,190	15.8%	2,289	10.8%
영업이익	768	719	6.8%	588	30.6%	627	22.5%
영업이익률(%)	30.3%	28.7%	1.5%p	26.9%	3.4%p	27.4%	2.9%p
순이익	673	625	7.6%	522	28.9%	561	20.0%
EPS (USD)	0.95	0.89	7.3%	0.76	25.8%	0.80	18.8%

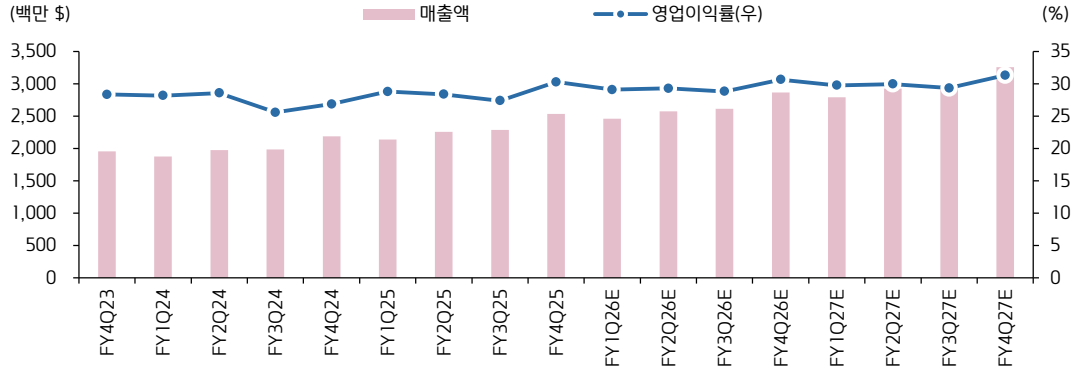
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-08-28 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

향후 실적 컨센서스

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY26Q1	YoY 성장률	FY26Q2	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	2,459	15.0%	2,577	14.2%	10,514	14.0%	11,947	13.6%
영업이익	715	16.1%	755	17.9%	3,095	16.7%	3,600	16.3%
영업이익률(%)	29.1%	0.3%p	29.3%	0.9%p	29.4%	0.7%p	30.1%	0.7%p
순이익	633	16.1%	661	16.9%	2,715	15.8%	3,106	14.4%
EPS (USD)	0.89	14.2%	0.93	14.9%	3.80	13.8%	4.30	13.2%

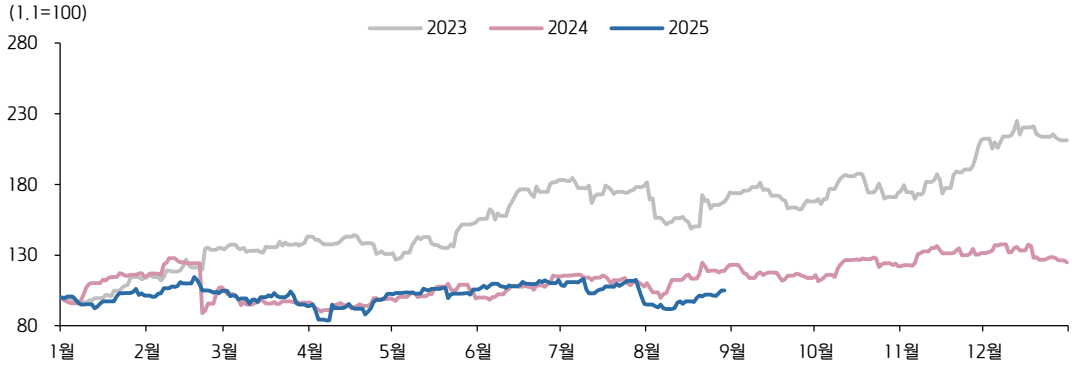
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-08-28 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

팔로 앨토 네트웍스 분기 실적 추이



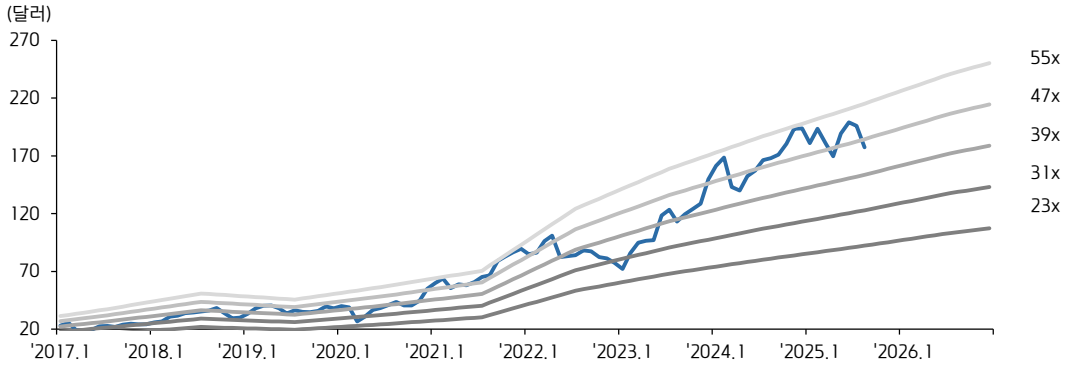
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 컨센서스는 2025-08-28 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

팔로 앨토 네트웍스 최근 3개년 연도별 주가 추이



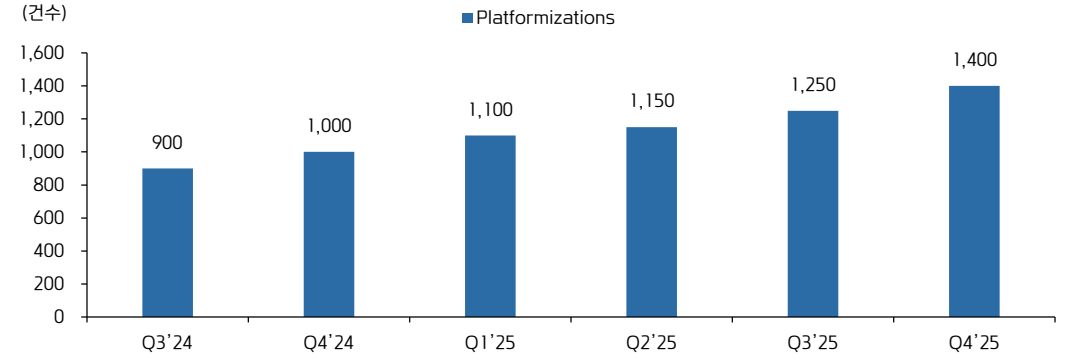
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

팔로 앨토 네트웍스 12MF PER 밴드



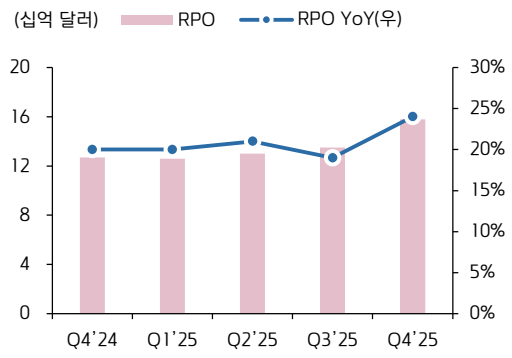
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

플랫폼화 전략에 따라 신규로 확보하거나 전환한 계약 건수



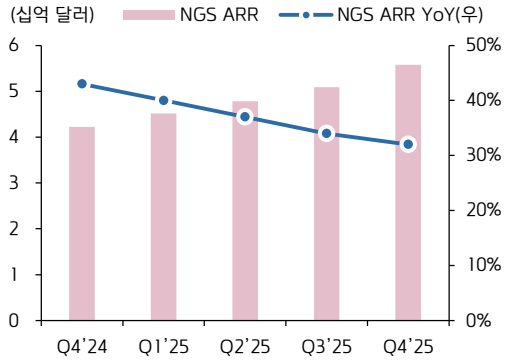
자료: 팰로 앨토 네트웍스, 키움증권 리서치센터

팰로 앨토 네트워스 RPO 추이



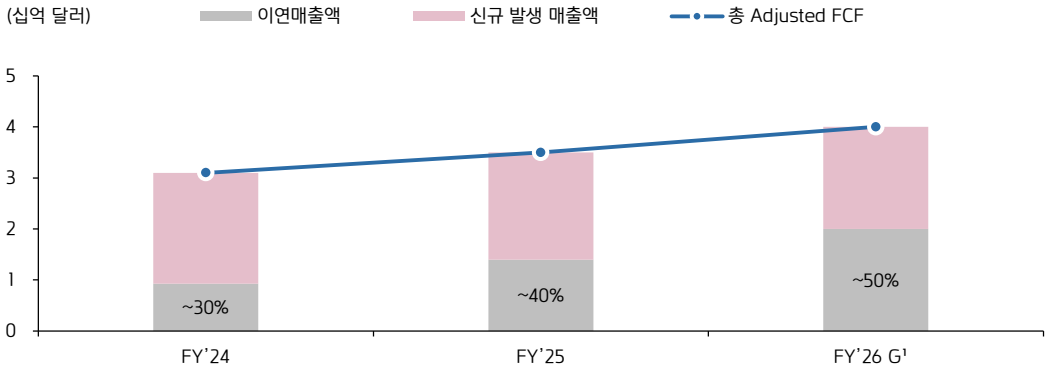
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치센터

팰로 앨토 네트워스 NGS ARR 추이



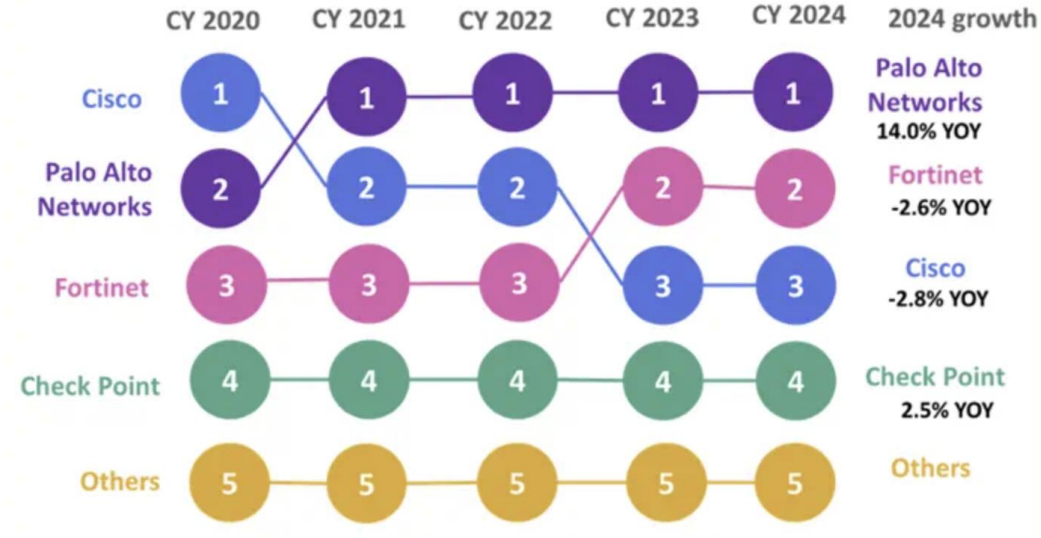
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치센터

지속적으로 높아지는 FCF 총액과 이연매출 비중



자료: Refinitiv, 키움증권 리서치센터, 주) FY'26 G¹ 는 회사 가이던스 기반 수치

네트워크 보안시장 기업별 점유율(팰로 앨토 네트워스: 28.4%)



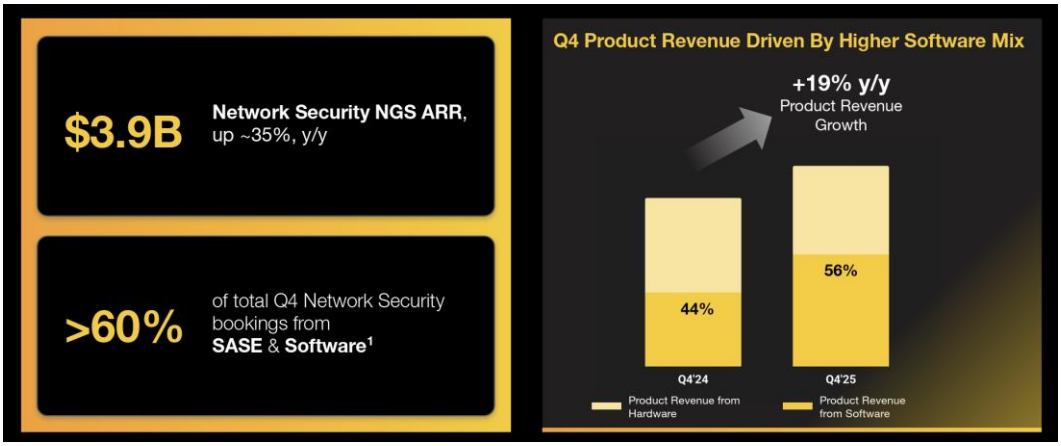
자료: Omdia

팔로 앨토 네트웍스 SASE 성장 및 고객 현황

구분	지표
성장률	SASE ARR 성장률: +35%
고객 비중	2024년 기준 Fortune 500 중 1/3 (약 33%)은 SASE 고객
고객 수	총 고객 수: 약 6,350, YoY +18%

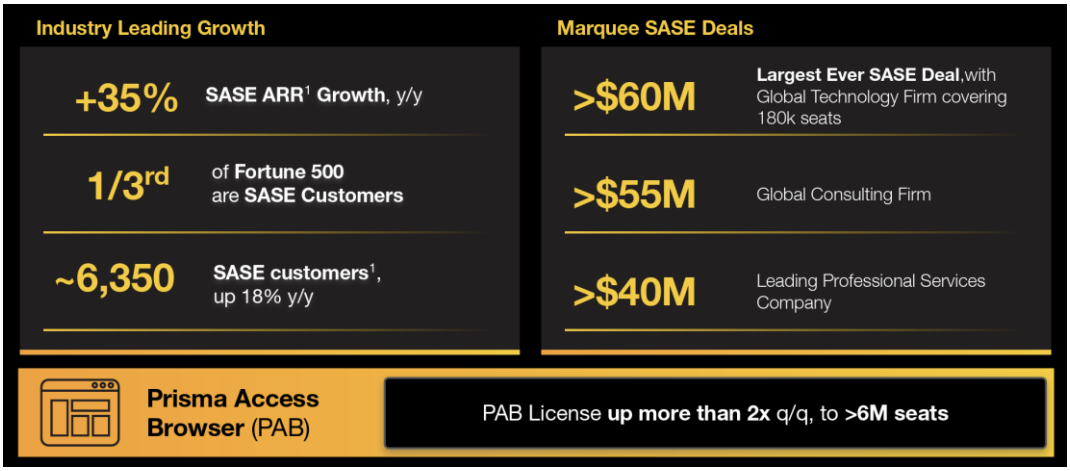
자료: 팔로 앨토 네트웍스, 키움증권 리서치센터

NGS 및 SASE 기반 네트워크 보안 성장



자료: 팔로 앨토 네트웍스

SASE 성장성 및 성과와 대형 계약들



자료: 팔로 앨토 네트웍스

팔로 앨토 네트웍스 상세 실적표

(백만 달러)	FY4Q24	FY3Q25	FY4Q25	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	2,190	2,289	2,536	15.8	10.8
Product	481	453	574	19.4	26.8
Subscription & Support	1,709	1,836	1,962	14.8	6.9
매출원가	574	619	679	18.4	9.6
Product	105	101	136	30.1	35.3
Subscription & Support	469	518	543	15.7	4.8
매출총이익	1,616	1,670	1,857	14.9	11.2
영업비용	1,377	1,451	1,360	-1.3	-6.3
판관비	742	793	829	11.7	4.6
R&D	495	495	504	1.8	1.8
일반 관리비	140	164	27	-80.5	-83.3
영업이익	238	219	497	108.6	127.2
기타 영업외손익	81	92	95		
세전이익	319	311	592		
법인세비용	-39	48	338		
순이익	358	263	254	-29.1	-3.3
희석 EPS(달러/주)	0.51	0.37	0.36	-29.4	-2.7
희석 가중평균주수(백만주)	708	707	709	0.2	0.2
Key Metrics [Non-GAAP]					
순이익	522	561	673	28.9	20.0
희석 EPS(달러/주)	0.75	0.80	0.95	26.7	18.8
Next-Generation Security ARR ($bn)	4.22	5.09	5.58	32.2	9.6
Remaining performance obligations(RPO) ($bn)	12.7	13.5	15.8	24.4	17.0

자료: 팔로 앨토 네트웍스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

손익계산서

($ 백만)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	**4,256**	**5,502**	**6,893**	**8,028**	**9,222**
매출원가	1,275	1,719	1,910	2,059	2,452
매출총이익, GAAP	**2,981**	**3,783**	**4,983**	**5,968**	**6,770**
판관비	2,145	2,554	2,992	3,475	3,543
연구개발비	1,140	1,415	1,605	1,809	1,984
영업이익, GAAP	**802**	**1,043**	**1,660**	**2,190**	**2,652**
영업외 (이익)손실	161	18	-179	-304	-353
세전이익, GAAP	**-465**	**-207**	**566**	**988**	**1,596**
법인세비용	34	60	127	-1,589	462
당기순이익, GAAP	**-499**	**-267**	**440**	**-267**	**1,134**
EPS, GAAP	**-0.8633**	**-0.4517**	**0.73**	**4.035**	**1.71**
희석 EPS, GAAP	**-0.86**	**-0.4517**	**0.64**	**-0.3771**	**1.6**
영업이익, 조정	**802**	**1,043**	**1,660**	**2,190**	**2,652**
당기순이익, 조정	**-344**	**803**	**1,440**	**1,948**	**2,345**
EBITDA	**1,063**	**1,325**	**1,942**	**2,472**	**3,349**

재무상태표

($ 백만)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	**10,242**	**12,254**	**14,501**	**19,991**	**23,576**
유동자산	4,647	6,415	6,048	6,850	7,523
현금 및 현금성자산	2,901	3,635	2,390	2,579	2,903
매출채권	1,240	2,143	2,463	2,619	2,965
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,594	5,839	8,453	13,141	16,053
유형자산	581	600	618	747	734
무형자산	3,209	3,132	3,242	3,725	5,329
부채총계	**9,478**	**12,044**	**12,753**	**14,821**	**15,752**
유동부채	5,117	8,306	7,738	7,683	7,988
매입채무	751	988	1,071	1,112	1,686
단기성부채	1,624	3,677	1,992	1,030	0
비유동부채	4,361	3,737	5,015	7,139	7,764
장기성부채	1,982	276	279	381	338
자본총계	**764**	**210**	**1,748**	**5,170**	**7,824**

현금흐름표

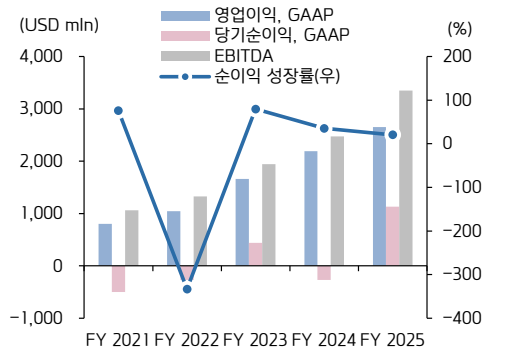
($ 백만)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,503**	**1,985**	**2,778**	**3,258**	**3,716**
감가상각비, 무형자산상각비	260	283	282	283	343
운전자본 변동	-848	-1449	-1000	-404	-506
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1,481**	**-933**	**-2,034**	**-1,510**	**-2,205**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-116	-193	-146	-157	-246
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-1,104**	**-807**	**-1,726**	**-1,343**	**-779**
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-1	-1	-1692	-1,034	-966
자사주매입	-1,074	-756	-14	-283	371
현금증가	**-1,082**	**245**	**-983**	**405**	**732**
기초현금	2,962	1,880	2,125	1,142	1,547
기말현금	1,880	2,125	1,142	1,547	2,279
FCF	**1,387**	**1,792**	**2,631**	**3,101**	**3,470**
FCFF	**—**	**—**	**2,652**	**—**	**3,472**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

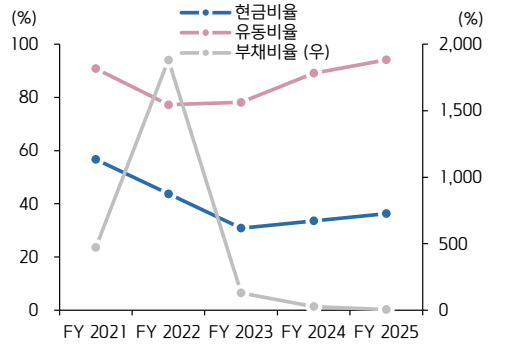
(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	-11.72	-4.85	6.38	32.11	12.30
영업이익률	-7.15	-3.43	5.62	8.52	13.48
EBITDA 마진	0.37	1.71	9.71	12.99	17.20
ROE	-53.49	-54.85	44.90	74.52	17.45
ROA	-5.17	-2.37	3.29	14.95	5.21
ROIC	-8.30	-5.90	7.34	54.33	16.98
부채비율	472.13	1882.33	129.87	27.28	4.32
순차입금비율	-24.12	-349.29	-181.15	-103.33	-103.79
EBITDA/현금지급이자	0.78	4.64	33.14	186.21	—
현금비율	56.70	43.76	30.89	33.57	36.34
유동비율	90.83	77.23	78.16	89.16	94.18
PER	—	—	189.31	122.83	109.88
PBR	50.85	236.72	44.08	20.42	14.79
EV/EBIT	—	—	190.80	142.33	86.60
EV/EBITDA	2477.14	522.14	110.37	96.11	67.85

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

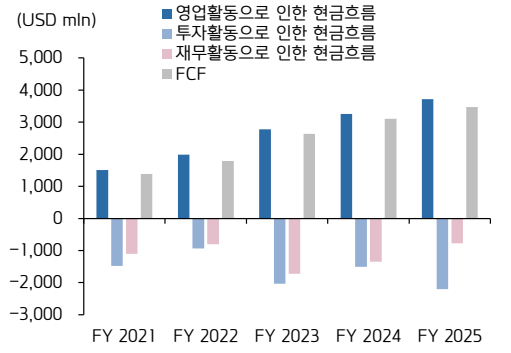
이익 추이



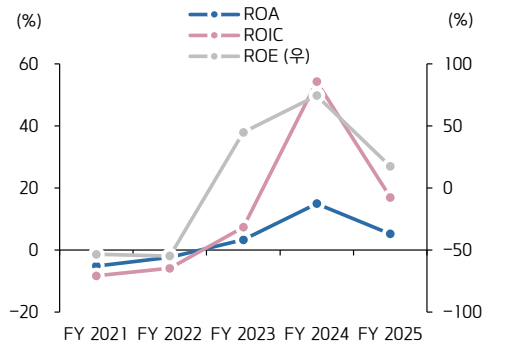
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



고지사항

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

투자의견 변동내역 (2개년)

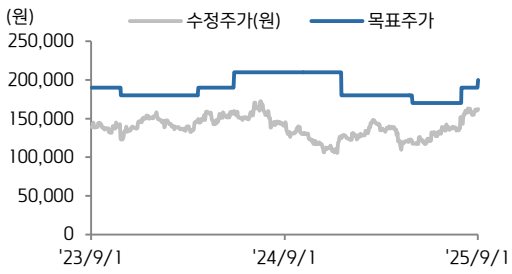
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
삼성전기	2023/09/11	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-27.16	-23.79
(009150)	2023/10/27	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-26.79	-22.56
	2023/11/16	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-24.44	-18.50
	2024/03/21	BUY(Reinitiate)	190,000원	6개월	-20.99	-16.37
	2024/04/30	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-20.09	-16.05
	2024/05/28	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-25.00	-17.76
	2024/08/01	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-27.06	-17.76
	2024/09/03	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-28.94	-17.76
	2024/09/26	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-31.20	-17.76
	2024/10/30	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-32.91	-17.76
	2024/11/20	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-33.50	-17.76
	2024/12/17	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-29.57	-27.11
	2025/01/31	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-27.38	-17.67
	2025/04/30	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-29.54	-25.71
	2025/05/29	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-23.79	-10.65
	2025/08/01	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-17.28	-14.26
	2025/09/01	BUY(Maintain)	200,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
두산	2025/05/29	BUY(Initiate)	620,000원	6개월	-6.61	8.06
(000150)	2025/07/28	BUY(Maintain)	850,000원	6개월	-33.27	-27.41
	2025/09/01	BUY(Maintain)	850,000원	6개월		
이수페타시스	2024/03/21	BUY(Reinitiate)	50,000원	6개월	-22.42	-12.67
(007660)	2024/05/16	BUY(Maintain)	54,000원	6개월	-8.65	-4.55
	2024/05/28	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-28.92	-18.45
	2024/07/01	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-39.02	-25.31
	2024/08/16	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-46.60	-25.31
	2024/11/15	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-52.04	-51.37
	2024/11/20	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-38.49	-11.61
	2025/02/13	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-28.85	-16.35
	2025/05/15	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-29.94	-27.67
	2025/05/29	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-11.06	14.31
	2025/08/18	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-20.80	-14.62
	2025/09/01	BUY(Maintain)	83,000원	6개월		

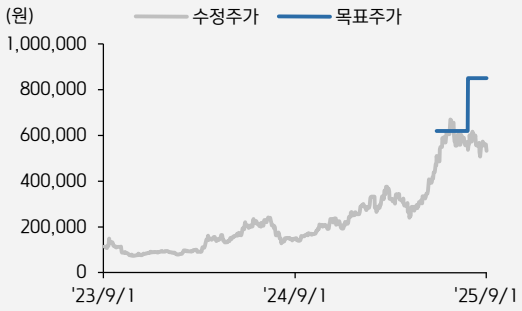
*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

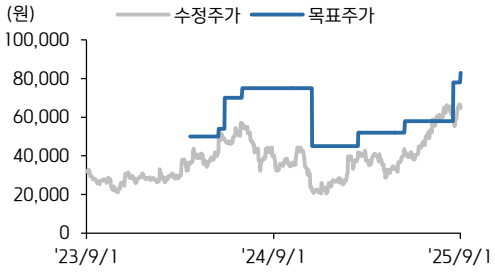
삼성전기 (009150)



두산 (000150)



이수페타시스 (007660)



투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%