



전기전자 Initiation

무거운 **주가** 가벼운 **변수**

2025.05.22

Analyst 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

하나증권

전기전자 Overweight

무거운 주가 가벼운 변수

Summary

- ✓ 관세정책은 예상대비 완화된 수준에서 협의 예상
- ✓ AI 투자는 견조하게 지속될 전망
- ✓ 최선호주 LG전자, 차선호주 삼성전기 제시

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(5월21일)
LG전자(066570)	BUY	129,000원	70,300원
삼성전기(009150)	BUY	174,000원	120,700원
LG이노텍(011070)	BUY	186,000원	144,600원
두산(000150)	BUY	570,000원	416,000원
이수페타시스(007660)	BUY	57,000원	39,850원
대덕전자(353200)	BUY	20,000원	14,830원
SKC(011790)	BUY	115,000원	93,400원
ISC(095340)	BUY	76,000원	50,800원

목차

1. 전기전자 업종 추가 점검	3
전기전자 업종 부진한 추가흐름 지속	3
2. 관세에 따른 IT 수요 영향	6
1) 1기 정책에서 실마리 찾기	6
2) 관세 부과에 따른 IT Set별 수요 영향	8
3. 중국 업체 진입에 따른 경쟁 심화	13
1) 피할 수 없는 싸움	13
2) 기판: 일반 PCB 중심으로 생산 확대 중	14
3) MLCC	17
4. 글라스 기판 도입 필요성 확대	20
기업분석	24
LG전자(066570)	24
삼성전기(009150)	28
LG이노텍(011070)	32
두산(000150)	36
이수페타시스(007660)	40
대덕전자(353200)	44
SKC(011790)	48
ISC(095340)	52

2025년 5월 22일 | 산업분석_Initiation

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 5월 21일

LG전자(066570)

BUY | TP 129,000원 | CP 70,300원

삼성전기(009150)

BUY | TP 174,000원 | CP 120,700원

LG이노텍(011070)

BUY | TP 186,000원 | CP 144,600원

두산(000150)

BUY | TP 570,000원 | CP 416,000원

이수페타시스(007660)

BUY | TP 57,000원 | CP 39,850원

대덕전자(353200)

BUY | TP 20,000원 | CP 14,830원

SKC(011790)

BUY | TP 80,000원 | CP 44,700원

ISC(095340)

BUY | TP 115,000원 | CP 93,400원

전기전자

무거운 주가, 가벼운 변수

저평가 구간에서 하방 요인 해소 기대

전통 IT Set 수요 부진이 지속되는 가운데 AI 데이터센터에 대한 인프라 투자는 견조하게 지속되고 있어 전기전자 업종 내 주가 양극화 흐름이 심화되고 있다. Set 수요 부진 외에도 미국의 관세 정책에 따른 추가적인 수요 둔화 우려 및 중국의 국산화에 따른 국내 업체들의 시장점유율 축소 또한 주가 상승을 제약하는 요인으로 작용하고 있다. 다만 미국 정부의 관세 정책은 예상대비 완화된 수준에서 협의가 마무리 될 가능성이 높아지고 있으며, 이에 따라 추가적인 IT 수요 둔화도 제한적일 것으로 판단한다. 중국 업체들의 IT 부품 국산화에 대한 우려도 이미 상당부분 주가에 반영된 상황이며, 국내 업체들은 AI 서버, 전장 및 선단공정향 고부가 제품 중심으로 포트폴리오를 재편하며 대응 중이다. 또한 미중 갈등 심화는 일부 국내 기업에 반사 수혜 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 이에 반해 LG전자, 삼성전기, LG이노텍 등 국내 주요 IT Set 및 부품사들의 주가는 밴드 차트 최하단에 근접해 있으며 주가 하방 리스크 요인 중 일부만 해소되어도 멀티플 리레이팅과 함께 주가 상승 탄력이 강해질 것으로 판단된다.

AI 투자는 견조할 것

여러 매크로 불확실성 속에서도 AI 인프라 투자는 견조하게 이어질 전망이다. AI 패권경쟁 심화에 따라 다수의 국가들이 자국 중심의 AI 생태계 구축에 적극적으로 나서고 있으며, 기업 차원에서도 업무 효율화를 위한 AI 수요가 증가하고 있기 때문이다. 또한 최근 하이퍼스케일러 업체들의 실적발표에서 운영효율 향상이 대두되었는데 이는 전력 효율성과 비용 절감 수요로 이어져 ASIC 시장의 구조적 성장 및 글라스 기판 시장 개화로 이어질 것으로 기대된다. 이에 따라 국내 AI 데이터센터향 부품 공급 업체들의 전방 시장은 더욱 확대될 것으로 예상되며, AI 인프라 투자 기반의 성장세는 중장기적으로 지속될 전망이다.

최선희주 LG전자, 차선희주 삼성전기

최선희주로 LG전자, 차선희주로 삼성전기를 제시한다. LG전자의 투자 포인트는 PBR 밴드 최하단에 근접한 현재 주가 수준에서 예상대비 완화된 관세 정책, 프리미엄 시장 내 입지 기반 견조한 실적 시현 및 신사업 실적 기여 확대는 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있다는 점이다. 삼성전기의 투자포인트는 전통적 IT 수요가 정체된 가운데 고성장 분야인 AI 서버 및 전장향 부품 공급이 본격화되며 여타 IT 부품사 대비 실적 차별화가 예상된다는 점이다.



Analyst 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

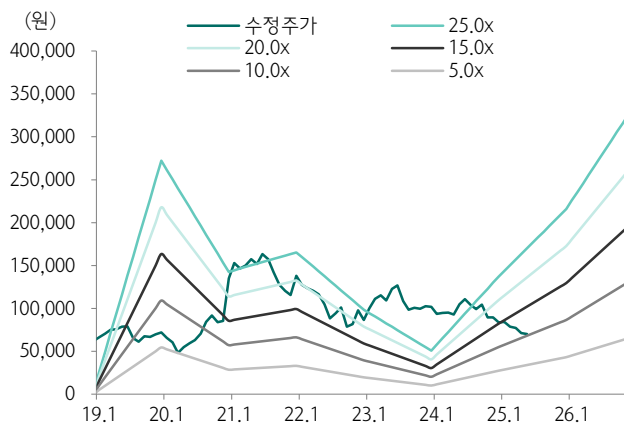
1. 전기전자 업종 추가 점검

전기전자 업종 부진한 추가흐름 지속

일부 우려 해소에 따른
리레이팅 기대

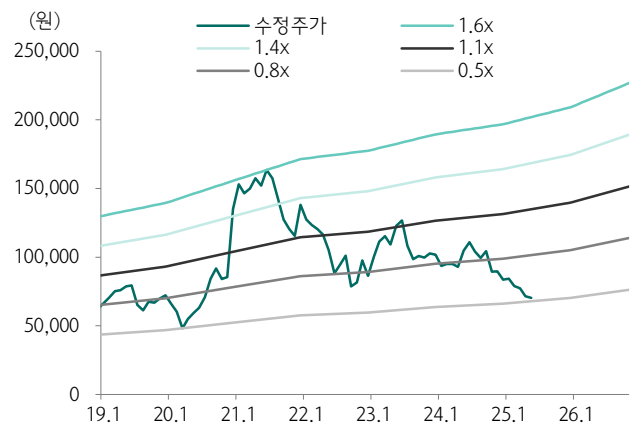
전기전자 업종 내 주요 기업들의 주가는 밴드 차트 하단에 근접해 있으나 중장기적 모멘텀은 유효하다고 판단한다. LG전자의 경우 12MF 기준 PBR 0.57배로 적자를 기록하던 스마트폰 사업부 철수 이전 추가 수준에 회귀했다. 과거 대비 실적 레벨은 높아진 반면 멀티플이 디레이팅 된 이유는 TV, 가전 등 주요 사업분야가 중국 업체 진입으로 인해 경쟁이 심화되었고 트럼프 취임 이후 관세 정책에 따른 수요 둔화 우려가 반영되었기 때문이라고 판단한다. LG이노텍과 삼성전기 역시 각각 12MF PBR 0.58배, 0.95배 수준으로 모두 밴드 하단에 근접해 있는 상황이다. 전기전자 업종 내 대표 기업 모두 외형과 이익 레벨이 과거 대비 높아졌음에도 불구하고 [1] 전방 Set 수요 부진이 지속되고 있고 [2] 중국 업체들의 진입으로 업종 내 경쟁이 심화되고 있으며 [3] 트럼프 행정부의 관세 정책으로 불확실성이 지속되고 있다는 점이 주가의 하방요인으로 작용하고 있다. 기업의 성장에 대한 기대감이 전혀 반영되어 있지 않은 현재 추가 수준에서는 일부 리스크 해소에 따른 밸류에이션 리레이팅을 노려볼 수 있다는 판단이다.

도표 1. LG전자 12MF P/E Band



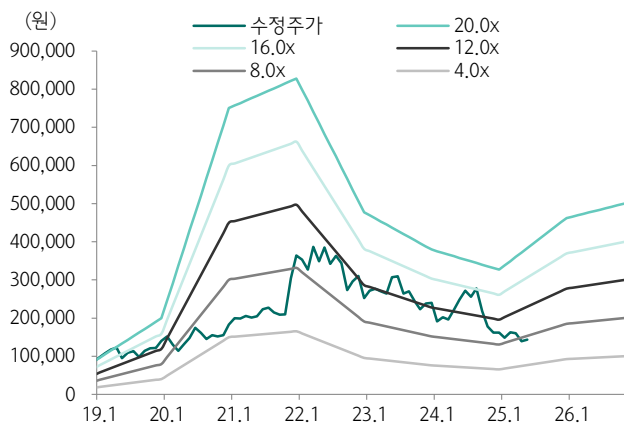
자료: WiseFn, 하나증권

도표 2. LG전자 12MF P/B Band



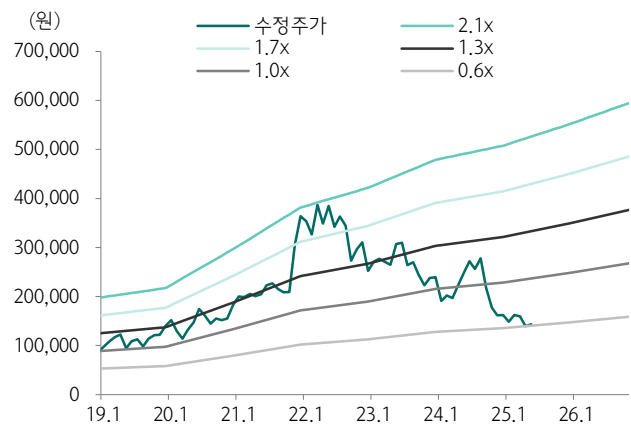
자료: WiseFn, 하나증권

도표 3. LG이노텍 12MF P/E Band



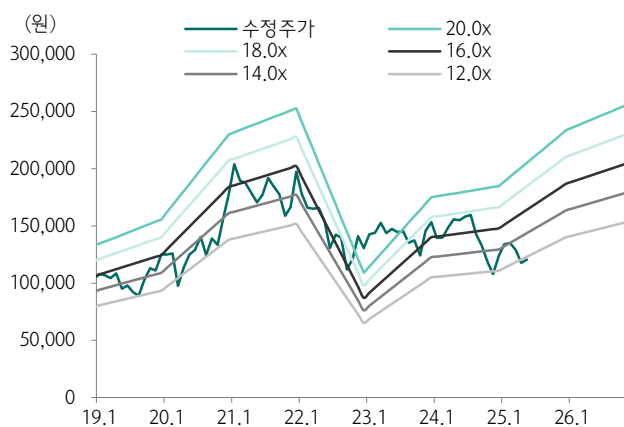
자료: WiseFn, 하나증권

도표 4. LG이노텍 12MF P/B Band



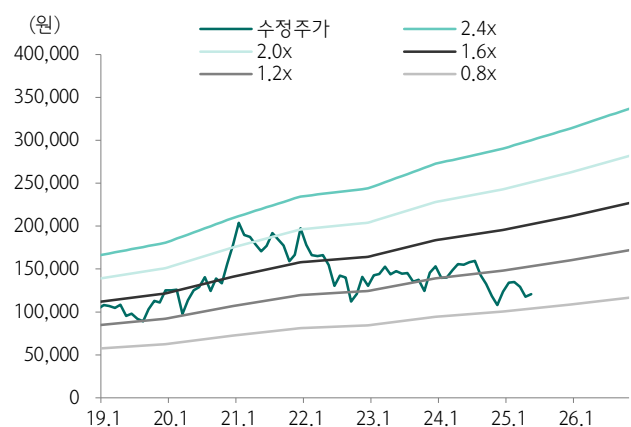
자료: WiseFn, 하나증권

도표 5. 삼성전기 12MF P/E Band



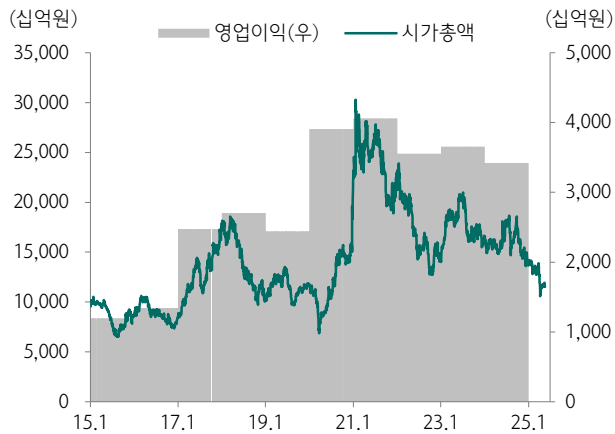
자료: WiseFn, 하나증권

도표 6. 삼성전기 12MF P/B Band



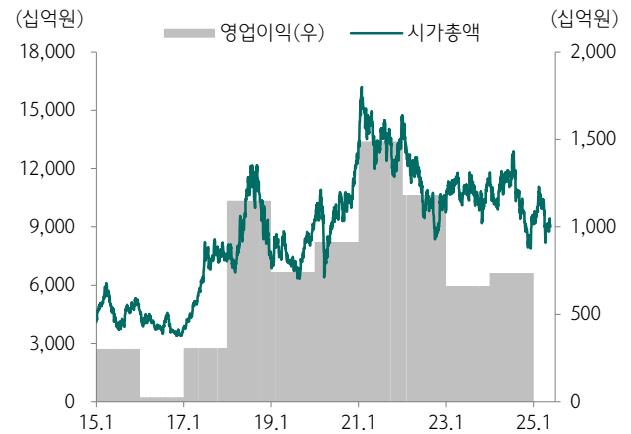
자료: WiseFn, 하나증권

도표 7. LG전자 연간 영업이익 및 시가총액 추이



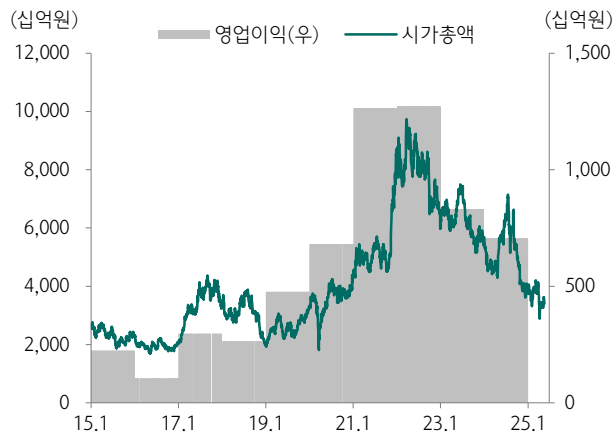
자료: Quantwise, 하나증권

도표 8. 삼성전기 연간 영업이익 및 시가총액 추이



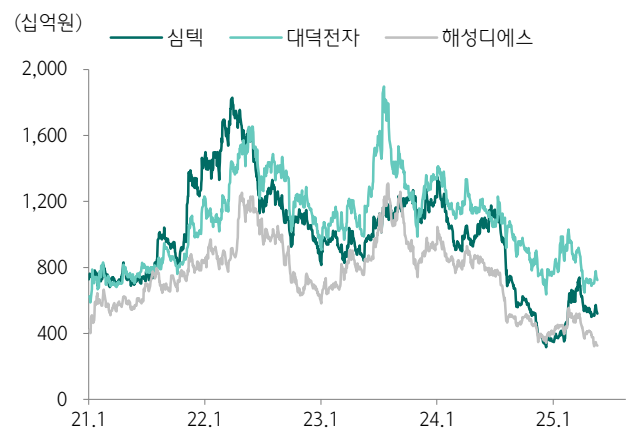
자료: Quantwise, 하나증권

도표 9. LG이노텍 연간 영업이익 및 시가총액 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 10. 기판 업종 21년 이후 주가 추이



자료: Quantwise, 하나증권

2. 관세에 따른 IT 수요 영향

1) 1기 정책에서 실마리 찾기

IT 하드웨어에 대한 관세는
우려대비 양호한 수준 예상

트럼프 대통령의 재집권 이후, 관세 정책에 대한 우려가 재차 부각되고 있으며, 이는 IT 업종 전반의 주가에 부담 요인으로 작용하고 있다. 특히 글로벌 공급망에 의존도가 높은 IT 하드웨어 기업들의 경우, 원가 상승 및 수요 위축 가능성이 부각되고 있다. 현재로서는 관세 정책의 방향이 확정되지 않아 불확실성이 여전히 존재한다. 다만 주가에는 관세 리스크가 상당부분 선반영 되었으며 과거 트럼프 1기 정부의 정책 흐름을 감안하면 우려대비 완화된 수준의 관세 정책이 펼쳐질 가능성이 높다.

트럼프 1기 당시에 스마트폰, 노트북 등 소비자용 IT 기기에 대한 관세 부과가 논의되었으나, 미국 내 소비자 가격 상승과 글로벌 브랜드들의 반발로 인해 최종적으로는 관세가 철회된 바 있다. 이는 미국 내 주요 IT 세트업체(Apple, HP, Dell 등)가 판가 전가를 통해 소비자 가격 상승을 유도할 수밖에 없다는 구조적 한계를 시장이 인식했기 때문이며, 관세가 미국 소비자에게 부담으로 작용할 수 있다는 우려가 정책 수위 조절의 배경이 되었다.

현재도 이러한 구조는 크게 달라지지 않았으며, 오히려 IT 기기의 중요성과 소비자 의존도가 더 높아진 만큼, 트럼프 2기 정부에서도 소비자용 IT 제품에 대한 고율 관세는 정치적·경제적 부담이 큰 선택지로 남아 있을 것이다. 이에 따라 스마트폰, 노트북, 태블릿 등 민감 소비재 중심의 IT 하드웨어에 대해서는 우려대비 양호한 수준에서 관세 정책이 결정될 가능성이 높다.

결론적으로, 단기적으로는 불확실성이 지속되겠지만, 관세 이슈는 이미 주가에 상당 부분 반영되었고, 향후 구체적인 정책 윤곽이 드러날 경우 우려 해소에 따른 반등 가능성도 존재한다. 따라서 IT 하드웨어 업종에 대한 과도한 디스카운트는 점차 해소될 수 있는 구간에 진입하고 있다고 판단한다.

도표 11. 트럼프 1기 관세 부과 리스트

리스트	시행일	규모	주요 품목	관세율
List 1	2018-07-06	340억 달러	산업용 기계, 반도체 장비, 항공 부품 등	25%
List 2	2018-08-23	160억 달러	반도체, 화학, 철강, 오토바이 등	25%
List 3	2018-09-24	2,000억 달러	중간재 및 소비재(PCB 포함)	10% → 25% (19년 5월 인상)
List 4A	2019-09-01	1,120억 달러	의류, 가방, 일부 가전	15% → 7.5% (20년 1월 인하)
List 4B	2019-12-15(철회)	1,600억 달러	스마트폰, 노트북, 게임기 등	15%(철회)

자료: 언론종합, 하나증권

도표 12. 트럼프 1기 관세 정책

시기		내용
2017년	1월	- 트럼프 취임 후 TPP(환태평양경제동반자협정) 탈퇴 및 보호무역 기조 천명 - 무역적자 시정 및 수입 규제 강화 예고
	4월	수입 철강 및 알루미늄에 대한 국가안보조사(무역확장법 232조)
	8월	중국의 지식재산권 침해 조사 착수(무역법 301조)
2018년	1월	- 미국 무역대표부(USTR) 조사 후 수입 세탁기 및 태양광 패널에 대한 관세 승인(세이프가드 발동) - 태양광 셀/모듈에 30%, 대형 가정용 세탁기에는 120만대 초과분에 50% 관세 부과
	3월	17년 4월 국가안보조사 결과 토대로 철강 제품에 25%, 알루미늄 제품에 10% 관세 부과 - 한국: 쿼터 협상으로 철강관세 면제받는 대신 수출량 제한 수용 - EU, 캐나다, 멕시코 등은 미국산 제품에 보복관세 시행하며 맞대응
	4월	- 중국, 미국산 돈육 등 8개 품목에 25%, 120개 품목에 15%의 관세 부과 - 미국, 통신장비 등 500억 달러 규모의 중국산 품목에 25% 관세 부과 계획 발표 - 중국, 미국산 대두, 자동차 등 106개 품목에 25% 보복관세 방침 공표
	5월	미중 간 협상 시도 있었으나 결렬
	6월	- 미 행정부, 500억 달러 규모의 중국산 1,102개 품목에 25% 관세 부과 발표. 주요 타겟은 중간재 및 산업 부품. 반도체 신규 포함 - 중국, 동일한 규모의 미국 농산물에 맞불 관세 예고
	7월	- 미국, 6월에 발표한 500억 달러 규모 중국산 수입품 중 340억 달러 규모의 중국산 수입품에 25% 관세 부과 - 중국, 같은 규모의 미국산 수입품에 보복 - 미국은 추가 보복 조치로 2,000억 달러 규모 중국산 품목에 10% 관세 부과 계획 발표 (네트워크 장비, 컴퓨터 부품 등 IT 하드웨어 포함)
	8월	- 미국, 나머지 160억 달러 규모 중국산 제품에 25% 관세 발효 - 중국, 동시에 160억 달러 규모 미국산 제품에 25% 관세 부과 - 미국무역대표부(USTR), 7월 발표한 2,000억 달러 규모 중국산 수입품에 대한 관세율을 10%에서 25%로 상향 검토 발표
	9월	- 미국, 2,000억 달러 규모 중국산 수입품에 대한 관세 10% 적용 시작 - 중국, 600억 달러 규모 미국산 수입품에 관세 5~10% 부과
2019년	12월	- G20 정상회의에서 미중 정상 회동해 무역협상 재개 및 추가 관세 유예(90일간)에 합의 - 미국, 2,000억 달러 품목의 관세율 인상을 19년 3월 1일까지 연기(19년 1월부터 25%로 인상 예정이었음)
	5월	협상 결렬 후 미국은 유예했던 2,000억 달러 규모 중국산 수입품에 대한 관세 인상(10% → 25%). 추가로 나머지 3,000억 달러 규모 중국산 전 품목에도 25% 관세 부과 경고
	6월	- 중국, 600억 달러 미국산 수입품에 대한 관세율 최고 25%로 인상에 맞대응 - G20 오사카 정상회의에서 미중 정상 회담 후 추가 관세 부과 보류, 협상 재개 - 미국은 3,000억 달러 규모 추가 관세 계획 일시 중단, 화웨이에 대한 일부 제재 완화
	8월	- 트럼프 대통령은 9월부터 3,000억 달러 규모 중국산 수입품에 10% 추가 관세 부과 발표(사실상 전 품목에 대한 관세 예고) - 중국은 위안화 환율 절하로 대응했으며 미국 재무부는 중국을 환율 조작국으로 지정 - 미국은 소비자 피해를 고려해 일부 품목(스마트폰, 노트북) 관세 시행을 12월 15일로 연기 발표. 나머지 품목은 9월 예정대로 시행 - 중국, 750억달러 규모 미국산 수입품목에 5~10% 보복관세 계획 발표 - 미국, 기존 2,500억 달러 중국산 품목에 부과중인 관세율 25%→30% 인상했으며 9/12월에 적용예정이던 3,000억 달러 품목 관세도 10%→15% 인상 발표
	9월	- 미국은 1,120억달러 규모 중국산 소비재에 15% 관세 부과(List 4A) - 중국도 일부 미국산에 5~10% 관세 부과 - 미국, 중국 건국 70주년 고려해 기존 관세율 인상 시행(25%→30%)을 10월 15일로 연기
	10월	- 워싱턴에서 미중 고위급 무역협상 재개. 10월 15일 예정이던 관세율 인상 조치(25%→30%) 보류 - 미중은 농산물 구매, 환율 투명성 등 일부 분야에서 원칙적 합의에 도달
	12월	- 미중 1단계 무역합의 공식 발표 - 미국, 12월 15일부터 부과 예정이던 스마트폰·노트북 등 품목(List 4B)에 대한 15% 관세 취소 - 9월에 부과한 List A에 대한 관세 15%를 7.5%로 인하 - 중국, 미국산 농산물의 대규모 수입 약속, 금융시장 개방 약속
	2020년 1월	- 트럼프 대통령과 류허 부총리 1단계 무역합의서에 서명 - 코로나 여파로 중국의 미 농산물 구매 확대 목표 달성하지 못했으나 추가 관세 조치는 없었고 기존 고율 관세는 바이든 행정부로 승계

자료: 언론보도 종합, 하나증권

2) 관세 부과에 따른 IT Set별 수요 영향

내용 요약문을 써주세요

관세 정책에 따른 IT 수요 영향은 Set 별로 상이할 것으로 예상된다. Set 별 생산구조, 미국산 기술/부품 비중, 고객 특성 및 가격 민감도에 따라 수요 반응이 차별화되기 때문이다. AI 서버는 상대적으로 견조한 수요가 이어질 것으로 예상된다. Nvidia GB200 등 AI 서버 내 가속기의 BoM Cost 비중이 70% 이상을 차지해 관세 면제 가능성이 높기 때문이다. 기타 미국산이 아닌 부품/조립비용에 대한 관세는 5~10% 수준으로 서버 제조사들이 감당할 수 있는 수준일 것으로 추정된다. 반면 일반 서버는 기업의 투자 심리가 악화로 CSP 수요 둔화로 이어질 수 있다.

PC/노트북은 중국산 부품에 대한 관세 부담으로 인해 판가가 상승할 것으로 예상되며 이는 수요 둔화로 이어질 전망이다. 스마트폰은 필수 소비재의 성격이 강한 제품군으로 관세 부과 시 여타 IT Set 대비 관세 영향이 두드러질 수 있다. 특히 중저가 스마트폰의 경우 전체 BoM Cost 내 미국산 기술/부품 비중이 작아 관세 영향을 더욱 크게 받을 것으로 예상되며 이는 판가 인상 및 수요 둔화로 이어질 수 있다.

도표 13. 관세 부과에 따른 Set 출하 전망(YoY Growth)

	AI system	Server	Smartphone	PC
Base Scenario	25%	5%	2%	3%
Worst Scenario	18%	2%	-5%	2%

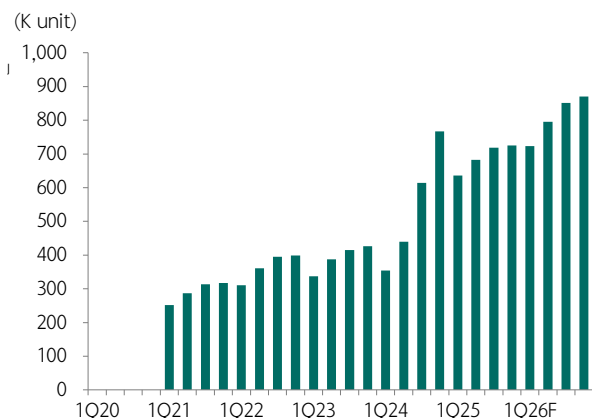
자료: Trendforce, 하나증권 추정

AI서버: YoY +25%

일반서버: YoY +5%

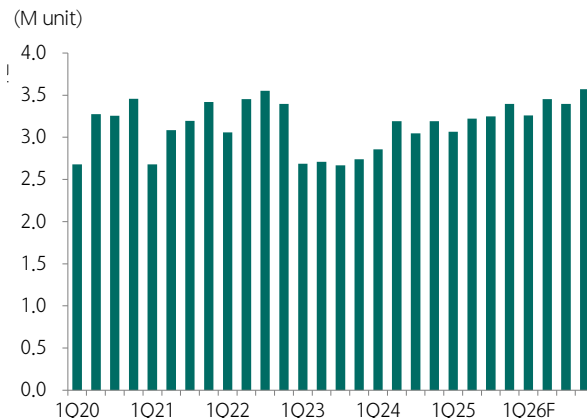
25년 글로벌 AI 서버 출하량은 전년대비 25% 증가할 전망이다. 매크로 불확실성에도 불구하고 하이퍼스케일러 업체들이 AI를 미래 핵심 전략으로 삼고 AI 데이터센터에 대한 투자를 견조하게 유지하고 있기 때문이다. 최근 실적발표에서 Microsoft 및 Google은 AI 인프라 투자 규모를 유지하겠다고 밝혔으며 Meta는 25년 연간 CapEx를 상향조정한 바 있다. Quanta Computer는 여전히 강한 AI 서버 수요에 대응하기 위해 생산능력을 확대하고 있으며 Foxconn은 관세 리스크에 대비해 서버 제조시설을 건설중에 있다. 25년 글로벌 일반 서버 출하량은 전년대비 5% 증가할 전망이다. 20~22년 대규모 데이터센터 투자 이후 서버 교체주기가 도래하고 있으며 전력소모 효율화, 손실 최소화 등의 문제를 해결하기 위해 고효율 서버에 대한 교체 수요 반등이 성장의 주 요인으로 파악된다.

도표 14. AI 서버 출하량 전망



자료: 하나증권

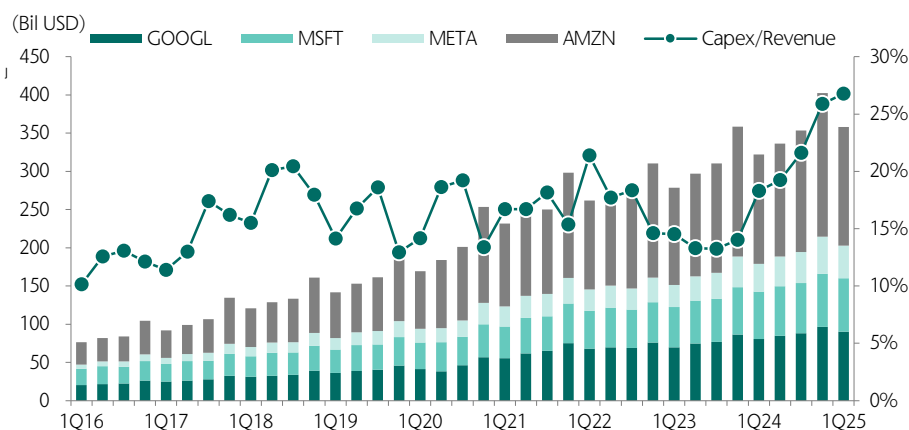
도표 15. 일반 서버 출하량 전망(Non-AI)



자료: 하나증권

도표 16. 하이퍼스케일러 매출 및 Capex 추이

하이퍼스케일러
대규모 Capex 지속 전망

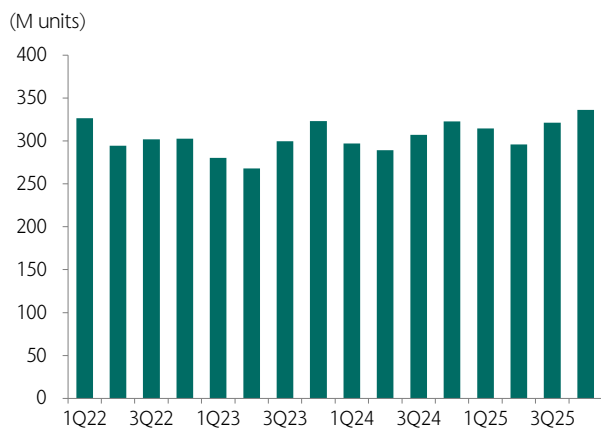


자료: 각 기업, 하나증권

스마트폰: YoY +2%

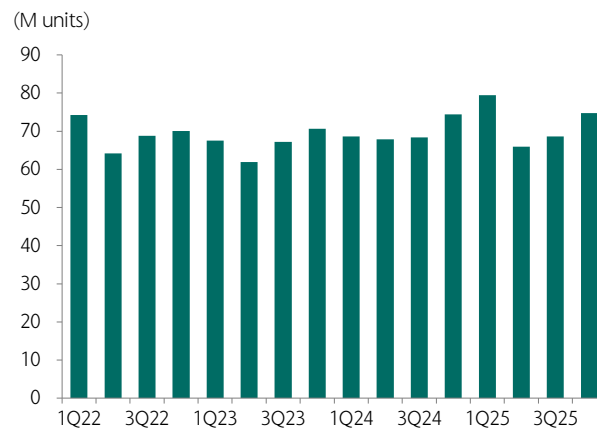
25년 글로벌 스마트폰 출하량은 전년대비 약 2% 증가한 12.4억대를 기록할 전망이다. 연초 이구환신 정책으로 인해 중국 시장 중심의 스마트폰 수요 회복을 기대했으나 실질적인 수요 진작보다는 일시적인 효과에 그칠 것으로 파악된다. 다만 미국이 중국 및 베트남 등 스마트폰 주요 생산거점이 위치한 국가들과 관세 협상을 진행하고 있어 관세부과에 따른 추가적인 수요감소 영향은 다소 완화될 전망이다.

도표 17. 글로벌 스마트폰 출하량 추이 및 전망



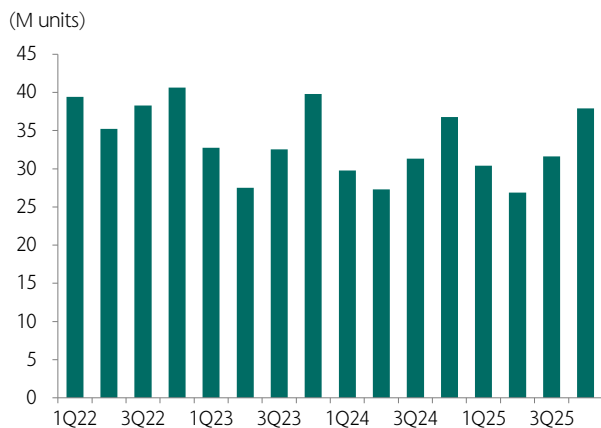
자료: Counterpoint, 하나증권

도표 18. 중국 스마트폰 출하량 추이 및 전망



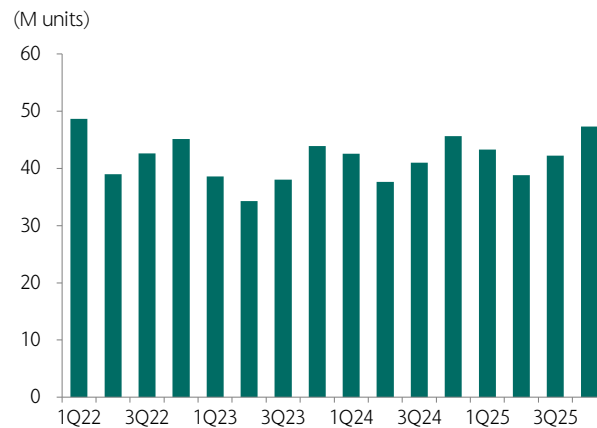
자료: Counterpoint, 하나증권

도표 19. 북미 스마트폰 출하량 추이 및 전망



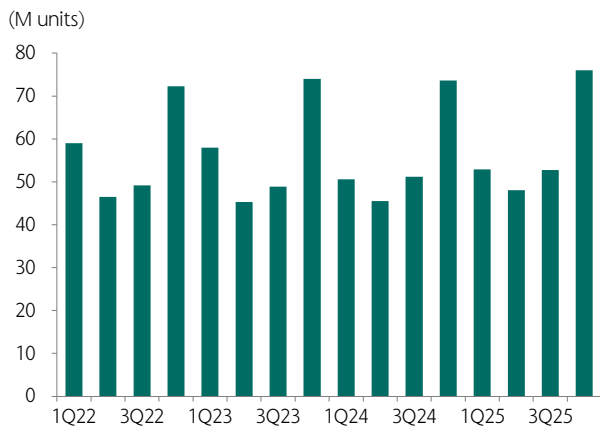
자료: Counterpoint, 하나증권

도표 20. 유럽 스마트폰 출하량 추이 및 전망



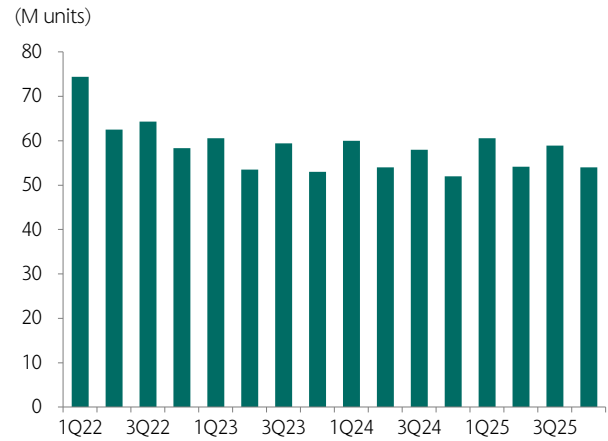
자료: Counterpoint, 하나증권

도표 21. iPhone 출하량 추이 및 전망



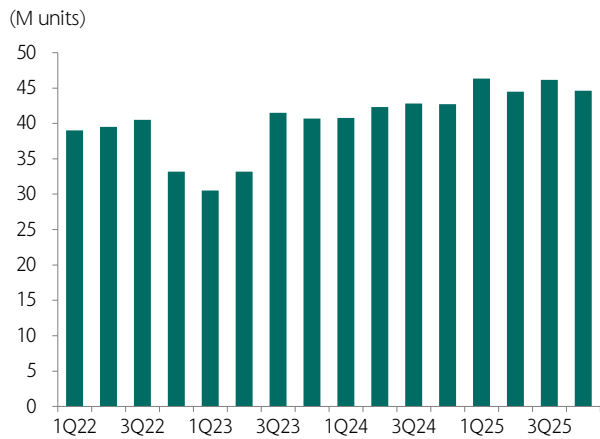
자료: Counterpoint, 하나증권

도표 22. 삼성전자 스마트폰 판매량 추이 및 전망



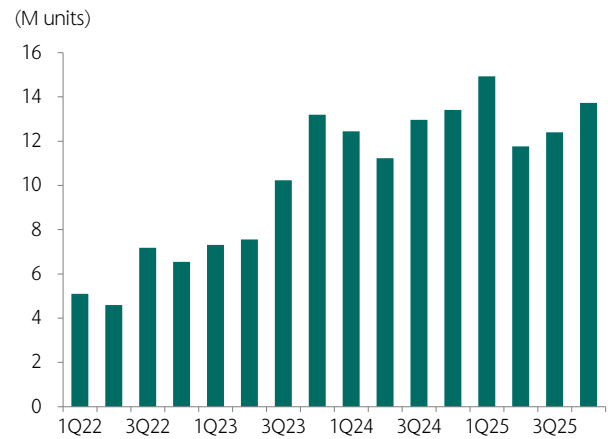
자료: Counterpoint, 하나증권

도표 23. Xiaomi 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: Counterpoint, 하나증권

도표 24. Huawei 스마트폰 출하량 추이 및 전망



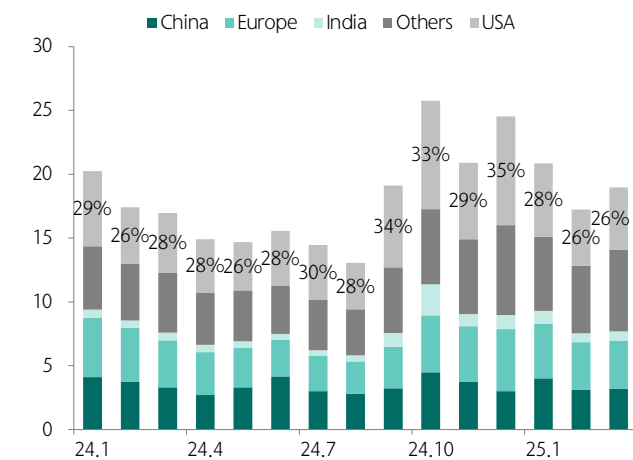
자료: Counterpoint, 하나증권

업체별 관세 영향 상이

스마트폰 업체별 관세 영향은 미국향 매출 비중 및 생산지역 비중에 따라 차별화 될 것으로 예상된다. iPhone의 경우 판매량의 약 30%는 미국이 차지하고 있는 반면 iPhone의 주요 생산 거점은 중국에 집중되어 있다. Apple은 코로나 시기 Foxconn 정저우 공장 섯다운 이후 인도로 생산을 다변화하고 있으나 아직 인도내 생산 비중은 10% 미만에 불과하다. 트럼프 대통령은 최근 Apple에 인도 내 거점을 확대하는 대신 미국내 생산을 촉구한 바 있으나 미국 생산시설의 운영 비용 및 인력 확보를 고려하면 가능성이 높지 않다고 판단한다. 다만, 스마트폰은 여러 IT Set 중 필수재 성격이 강하며 미국 내 iPhone 점유율은 50%를 초과해 소비자 가격 인상으로 이어지는 경우 미국 내 소비자 피해로 이어질 가능성이 높다. 이러한 이유로 지난 1기 정권에서도 스마트폰에 대한 관세가 철회된 바 있으며 트럼프 2기 정권에서도 유사한 흐름이 나올 수 있다. 뿐만 아니라 iPhone의 경우 미국산 기술/부품 비중이 높아 관세 부과 부담이 생각보다 양호한 수준에 그칠 수 있다고 판단한다.

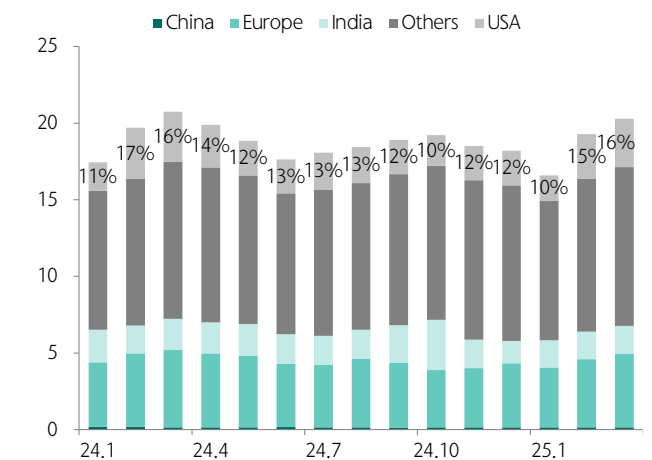
삼성전자는 미국향 스마트폰을 대부분 베트남에서 생산하고 있다. 삼성전자는 Apple 대비 가격 민감도가 높은 소비자 층이 높아 불리한 측면이 있으나 베트남 정부가 미국과 관세를 협상에 적극적으로 나서고 있어 삼성전자 스마트폰에 대한 영향도 예상대비 양호한 수준에 그칠 것으로 예상된다.

도표 25. iPhone 지역별 판매량 추이



자료: Counterpoint, 하나증권

도표 26. 삼성전자 지역별 판매량 추이



자료: Counterpoint, 하나증권

3. 중국 업체 진입에 따른 경쟁 심화

1) 피할 수 없는 싸움

중국의 핵심부품 국산화 기초

국내 IT 부품사의 저조한 주가 요인 중 하나는 중국 업체들의 진입에 따른 경쟁심화다. 중국 국무원은 2015년 5월 '중국제조 2025' 정책을 발표했는데 2025년까지 반도체를 포함한 핵심 기술의 부품 및 기초소재의 국산화율을 70%까지 끌어올리겠다는 것이 주요 골자이다. 이러한 정책의 일환으로 중국 정부는 지난 10년간 첨단 반도체 기업에 세제 혜택을 부여하고 국가 반도체 산업 투자펀드(Big Fund)를 조성해 투자를 확대해 왔다. 뿐만 아니라 기업이 중국산 장비 및 소재 사용시 관세를 면제하는 등의 정책을 펼치기도 했다. 이러한 정책의 결과로 가전 등 저부가/범용 Application 중심으로 진행된 중국 IT 부품사들의 시장 진입은 최근 AI 서버, 전장 등 고부가 제품으로 확대되고 있다. 다만, 중국의 IT 부품사들의 지난 10년간 실적 추이를 살펴보면 매출은 가파르게 성장한 반면, 이익 성장은 상대적으로 제한적이었다. 이는 대규모 설비투자, 저조한 수출 및 공격적인 가격 전략을 통한 시장 점유율 확대 등 구조적 요인이 복합적으로 작용한 결과라고 해석된다. 국내 부품사들은 이에 대응해 하이엔드 고부가 제품 중심으로 제품 포트폴리오를 재편하고 있으며 미중간 패권경쟁 심화에 따른 간접수혜 발생 가능성도 있는 것으로 파악된다.

도표 27. 중국 제조 2025 핵심 내용

구분	내용	
3단계 전략 목표	1단계('15~25년)	세계 제조업 강국 진입
	2단계('25~35년)	세계 제조업 강국 중 중등수준으로 제고
	3단계('35~45년)	세계 제조업 강국 중 선두적 지위 확보
10대 중점분야	1)IT 기술(고성능 반도체 경쟁력 향상 발전을 통해 반도체 수입의존도를 낮추고 국산 반도체 사용 확대), 2) 고정밀 수치제어 공작기계 및 로봇, 3) 항공우주장비, 4) 해양공정장비 및 첨단 기술 선박, 5) 선진 철도 교통설비, 6) 에너지절약 및 신에너지자동차, 7) 전력장비, 8) 신재료, 9)바이오 의학 및 고성능 의료기기, 10) 농기계장비	
5대 중대 프로젝트	1)공업 기초역량 강화(원자재, 부품, 공법, 기술): ③20년까지 핵심 기초부품/기초재료 자체 보급율을 40%로 제고 ⑥25년까지 핵심 기초부품/기초재료 자체 보급율을 70%로 제고 2)국가 제조업 혁신센터 구축, 3)스마트 제조업 육성, 4)녹색제조, 5)첨단장비 혁신	

자료: 대외경제정책연구원, 하나증권

2) 기판: 일반 PCB 중심으로 생산 확대 중

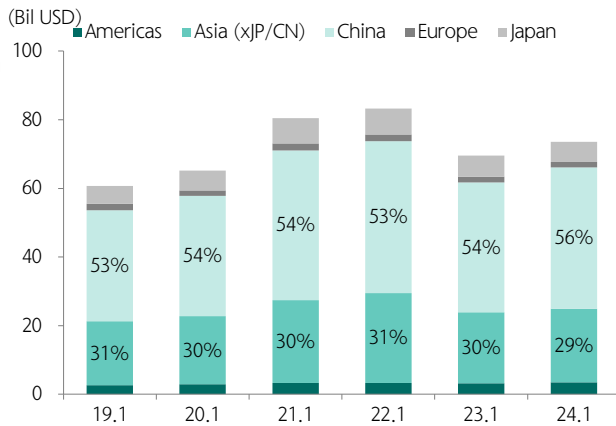
중국 이미 PCB 주요 공급처

24년 기준 중국 기업들은 글로벌 PCB 시장의 50% 이상을 차지하며 주요 공급처로 자리잡았다. 이는 중국 내 전방산업의 성장, 정부 주도 제조업 육성 전략, 공격적인 생산능력 확대 등이 복합적으로 작용한 영향이다. 대표적인 중국 PCB 업체로는 Suzhou Dongshan Precision(DSB), Shennan Circuit(SCC), Kinwong, Victory Giant, Suntak, Shengyi Electronics 등이 있으며 해당 기업들은 FCBGA 등 고부가 패키지 기판보다는 일반 PCB(MLB, HDI, Rigid, Flex 기판) 비중이 높은 편이다. **Suzhou Dongshan Precision(DSB)**은 Rigid/Flex/Rigid-Flex PCB를 주로 생산하고 있으며 중국 본토 외 대만, 한국, 인도, 미국, 멕시코에 생산 시설을 보유하고 있다. **Shennan Circuit(SCC)**는 HDI, RF PCB 등 일반 PCB와 FCBGA, CSP 등 패키지 기판을 생산하며 중국 선정/우시/난통 등에 생산시설을 보유하고 있다. 최근 광저우에서 ABF 기판 양산을 확대하고 있으며 25년부터 본격적인 대량공급을 목표하고 있다. 장쑤성 난통 시설에서는 스마트폰, AI 데이터센터용 HDI 생산능력을 추가할 계획이다. 일반 PCB는 화웨이, ZTE 등 글로벌 통신장비, 패키지기판은 중국 팹리스(HiSilicon, Unisoc) 및 통신/서버 기업을 고객사로 확보하고 있다. **Kinwong**은 중국 내 5개 생산기지에서 11개 공장을 운영하고 있으며 25년 1월부터 장시성 Xinfeng에 위치한 신규 공장에서도 시험생산을 시작했다. 통신, 자동차, 산업용 고층 MLB 중심으로 생산을 확대해나갈 예정이다. **Victory Giant**는 중국 후이저우에서 고다층 PCB, HDI 등을 생산하고 있다. 중국 난통, 베트남 Bac Ninh에 신규 공장을 건설중에 있는데 중국 난통 공장에서는 고다층 PCB, 차세대 HDI 생산 예정이며 베트남 공장에서는 AI 서버, 전기차용 PCB를 생산 예정이다. 23년 싱가포르 MFS Tech, 24년 태국 APCB Electronics를 인수해 해외 거점을 다변화하고 있는 상황이다. **Suntak**도 마찬가지로 고다층 PCB, HDI 등 일반 PCB 및 패키지 기판을 공급한다. 중국에 주하이, 장먼, 다롄 등 다수의 생산시설을 보유하고 있으며 최근 태국에 생산시설을 건설중에 있다. 향후 태국 공장 건설을 통해 해외 매출 비중을 늘려나갈 것으로 예상된다. Shengyi Electronics는 고다층 PCB, HDI, Rigid Flex PCB 등을 생산하며 중국 광둥성, 장시성에 생산시설을 보유하고 있다. 24년 말 광둥성 등청에 AI용 고층 MLB용 생산시설을 착공했는데 25년 시범 생산이 시작될 것으로 예상되며 최근 Amazon AI 서버용 메인보드 및 800G 고속 스위치용 PCB 수주를 받은 바 있다.

국내 업체들은 선단제품 공급 확대로 대응

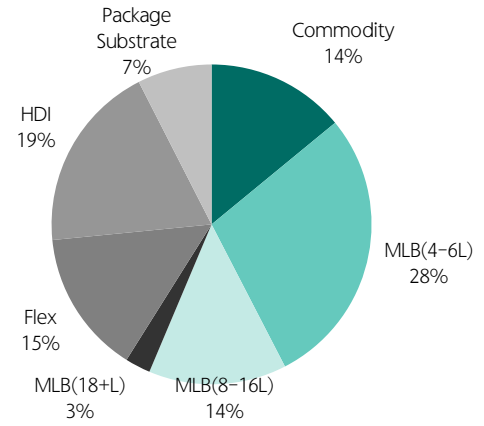
정부의 전폭적인 지지하에 중국 PCB 업체들은 지난 10년간 괄목할만한 매출 성장세를 기록했으나 이익 성장폭은 그에 미치지 못하고 있다. 제한적인 이익 성장은 저부가 제품 중심 공급 확대, 생산 수율 안정화 지연, 공격적인 판가 정책, 과도한 Capex 등이 원인일 것으로 추정된다. 중국 업체들의 저부가 부품 생산 확대에 대응해 국내 기판 업체들은 AI 서버, 전장, 고다층 MLB, 차세대 메모리용 기판 등 고부가 제품 비중 확대를 통한 수익성 개선을 도모하고 있다. 뿐만 아니라 미중 갈등 심화로 일부 글로벌 고객사는 중국 공급망 의존도를 축소를 추진하는 움직임도 포착되고 있어 국내 기업들의 반사 수혜가 기대된다.

도표 28. 지역별 PCB 생산금액



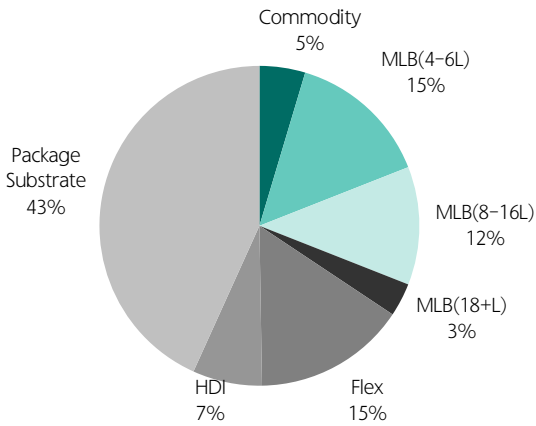
자료: 업계자료, 하나증권

도표 29. 중국 제품별 생산금액 비중



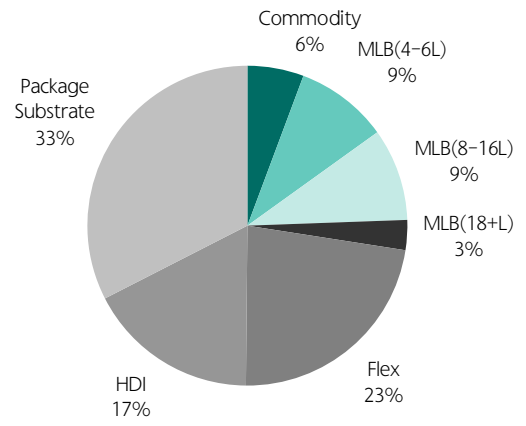
자료: 업계자료, 하나증권

도표 30. 일본 제품별 생산금액 비중



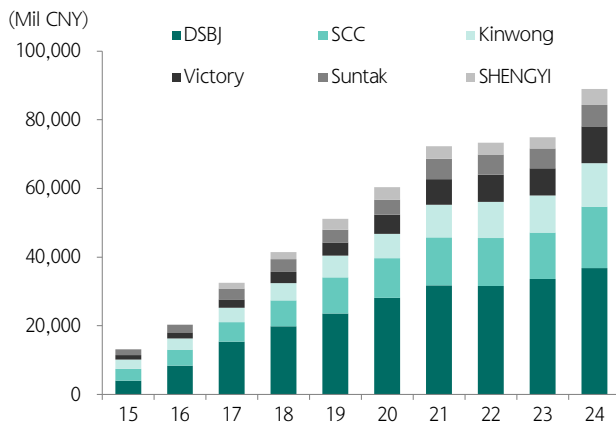
자료: 업계자료, 하나증권

도표 31. 아시아(일본/중국 제외) 지역 제품별 생산금액 비중



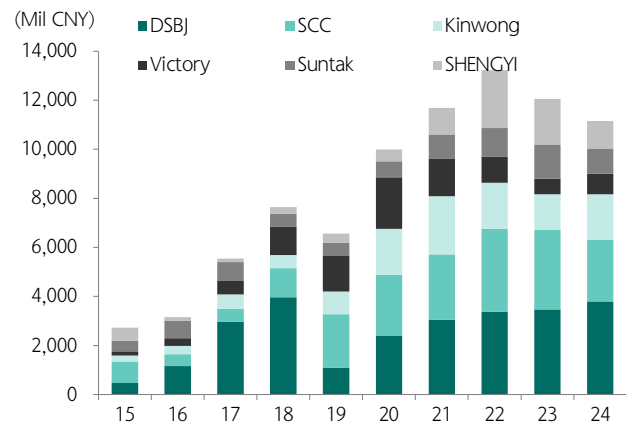
자료: 업계자료, 하나증권

도표 32. 중국 PCB 업체 매출액 합산 추이



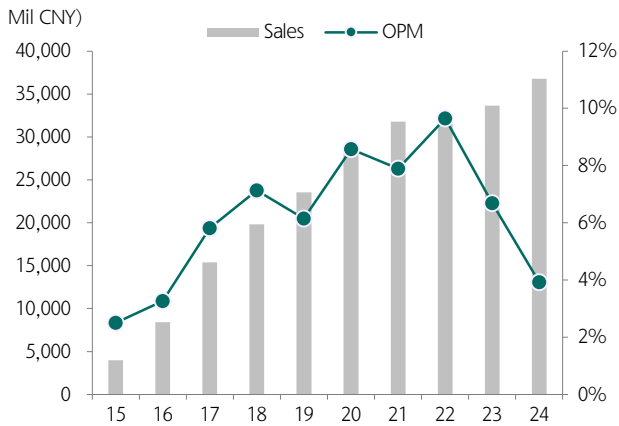
자료: 각 기업, 하나증권

도표 33. 중국 PCB 업체 자본지출 합산 추이



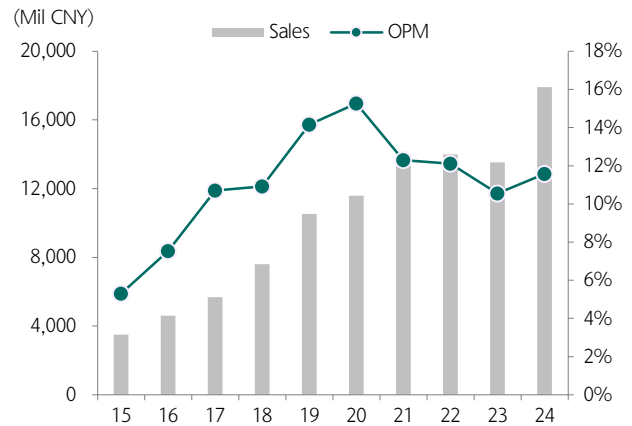
자료: 각 기업, 하나증권

도표 34. DSBJ 연간 매출액 및 영업이익률 추이



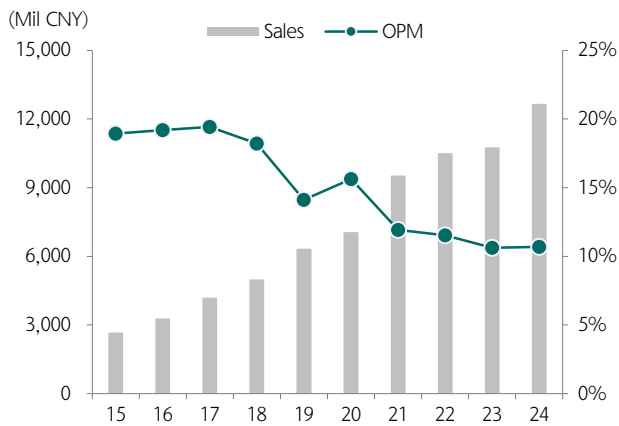
자료: 해당기업, 하나증권

도표 35. SCC 연간 매출액 및 영업이익률 추이



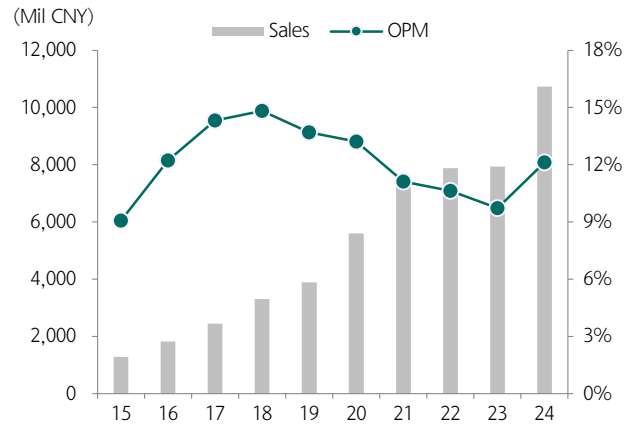
자료: 해당기업, 하나증권

도표 36. Kinwong 연간 매출액 및 영업이익률 추이



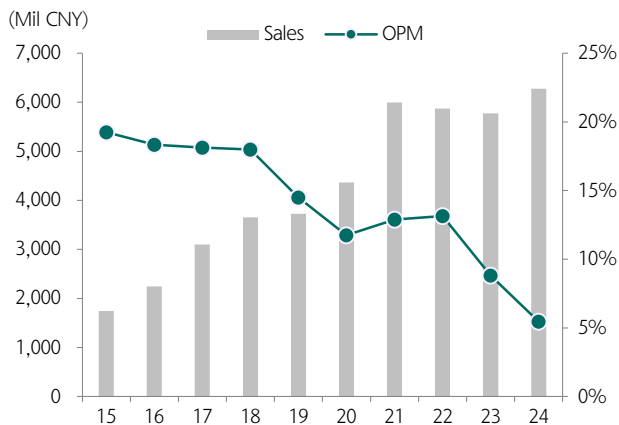
자료: 해당기업, 하나증권

도표 37. Victory Giant 연간 매출액 및 영업이익률 추이



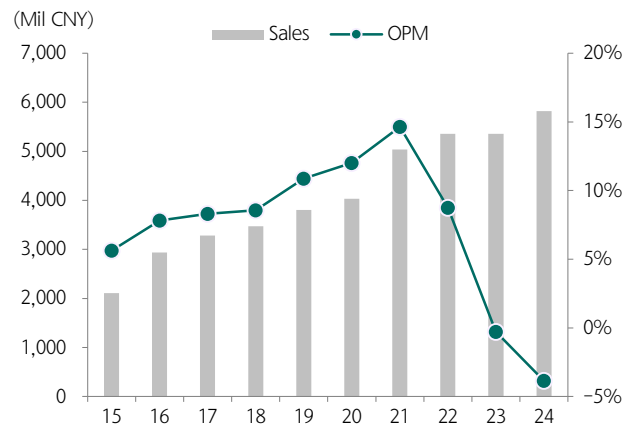
자료: 해당기업, 하나증권

도표 38. Suntak 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 해당기업, 하나증권

도표 39. Shengyi 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 해당기업, 하나증권

3) MLCC

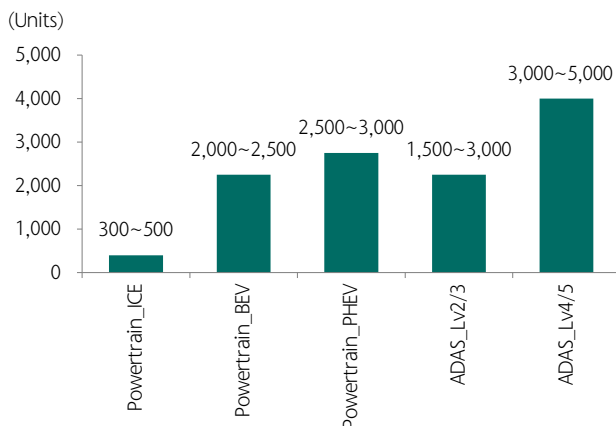
MLCC 산업은 과점시장

MLCC는 여타 IT 부품 대비 높은 진입장벽으로 인해 상위 5개 업체들이(일본 Murata, TDK, Taiyo yuden, 한국 삼성전기, 대만 Yageo) 약 90%의 시장점유율을 차지하고 있다. 때문에 아직까지는 중국 업체들의 존재감이 미미했으나 최근 Fenghua, CCTC 등 일부 업체들이 가전 등 저사양 제품군 및 내수 수요 중심으로 공급을 확대하며 주가에 우려가 반영되고 있는 것으로 추정된다. 다만 IT Set 수요가 정체된 상황에서 메이저 MLCC 업체들은 전장, AI 서버, 엣지 디바이스 등 고성장 산업이 성장을 견인할 전망이다.

중장기 성장동력은
전장 및 AI 인프라

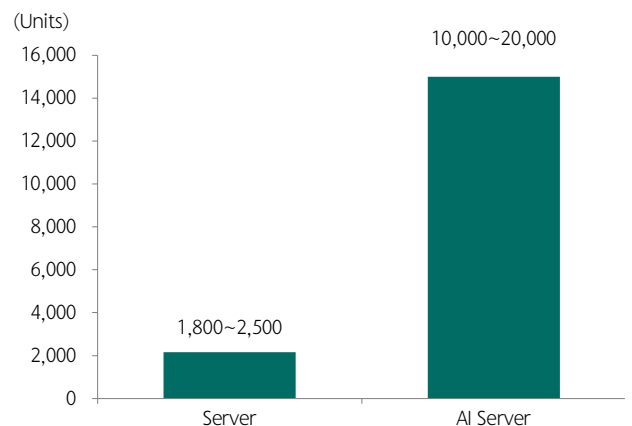
Murata에 따르면 MLCC 시장규모는 고부가 전방 수요 증가에 따라 23년 125억 달러에서 30년 150~160억 달러로 확대될 전망이다. 특히 차량용 전장 및 AI 인프라 수요 급증이 고부가 MLCC 시장을 견인할 것으로 예상된다. 내연기관차(ICE)의 파워트레인 시스템은 대당 300~500개의 MLCC가 탑재되는 반면 전기차(BEV) 및 플러그인 하이브리드(PHEV)는 대당 2,000~2,500개, 2,500~3,000개의 MLCC 탑재가 요구된다. ADAS 시스템의 경우 2/3단계에서는 1,500~3,000개, 4/5단계에서는 3,000~5,000개의 MLCC가 탑재된다. 이에 전기차 및 자율주행차 시장 확대는 고신뢰성 MLCC 수요를 견인할 것으로 예상되며 BEV 및 ADAS 시스템은 작동 온도 및 전압 조건이 까다롭고 안전성 확보를 위한 AEC-Q 인증이 필수적으로 중국 업체와 같은 후발 업체들의 진입이 제한적일 것으로 판단한다. AI 서버는 GPU 기반의 병렬연산 처리로 인해 고전력/고발열 환경이 조성되는데 이를 안정화하기 위해 다수의 고용량 MLCC 탑재가 요구된다. 일반 서버는 대당 약 1,800~2,500개의 MLCC가 탑재되는 반면 AI 서버는 10,000~20,000개의 MLCC가 탑재가 요구되어 AI 데이터센터의 확대는 MLCC의 또 다른 중장기 성장 요인이 될 것으로 예상된다. 이에 Murata, 삼성전기 등 선도 업체들은 전장 및 AI 서버 등 고부가 제품 수요에 적극적으로 대응하고 있으며 고객사 인증 및 신뢰성 요건의 까다로움으로 인해 고부가 MLCC 시장에 중국 업체들의 진입은 제한적일 것으로 판단한다.

도표 40. 전장화에 따른 MLCC 탑재량 변화



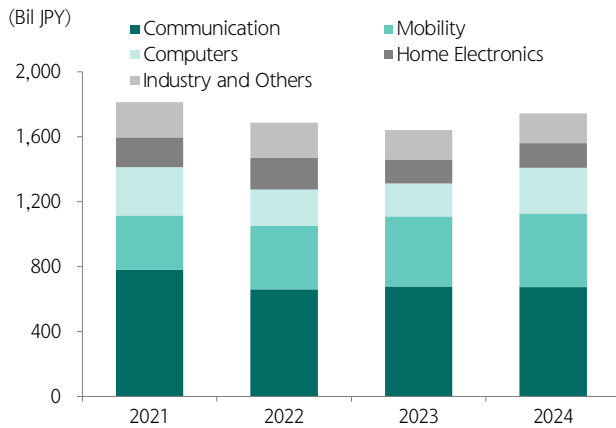
자료: Murata, 하나증권

도표 41. 일반서버 및 AI서버 MLCC 탑재량 변화



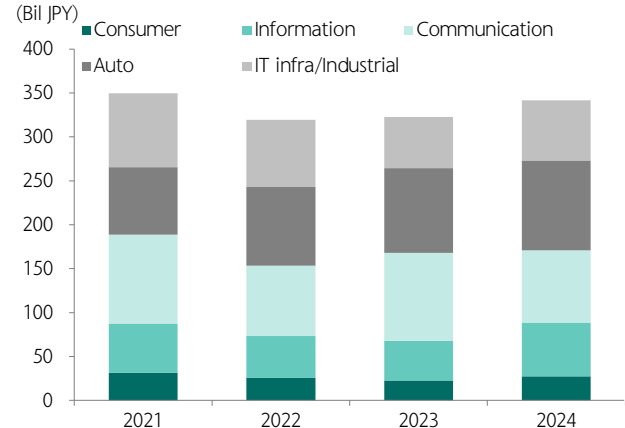
자료: Murata, 하나증권

도표 42. Murata 연간 매출 추이(전방산업별, FY기준)



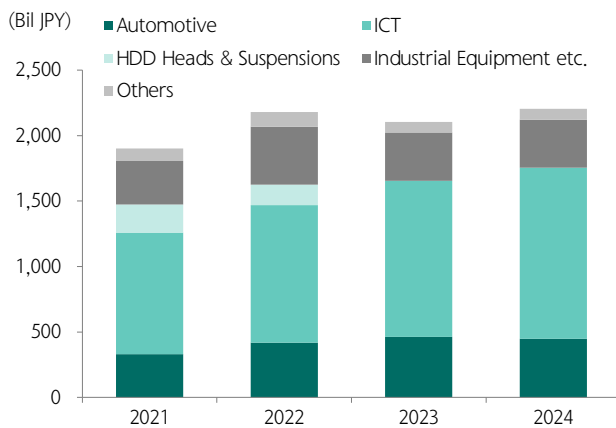
자료: Murata, 하나증권

도표 43. Taiyo yuden 연간 매출 추이(전방산업별, FY기준)



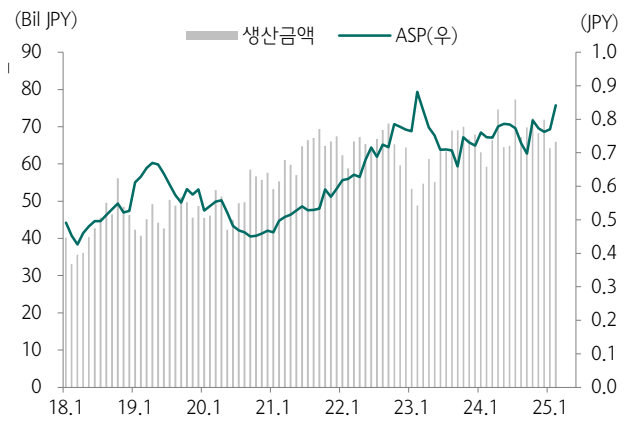
자료: Taiyo yuden, 하나증권

도표 44. TDK 연간 매출 추이(전방산업별, FY기준)



자료: TDK, 하나증권

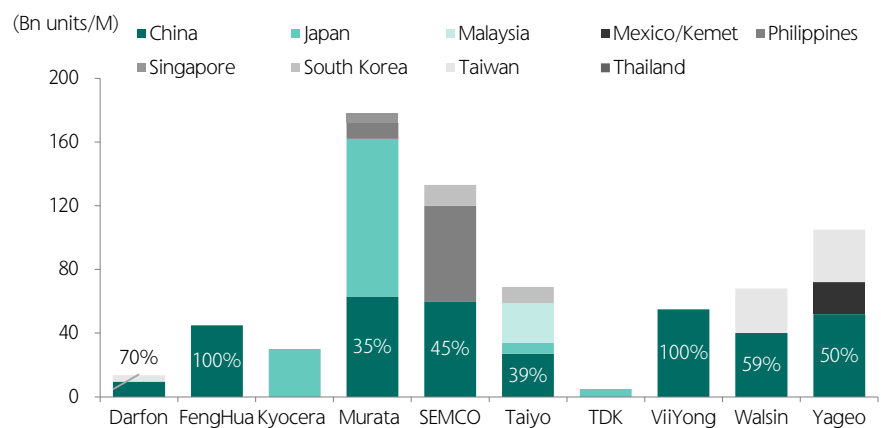
도표 45. 일본 월별 MLCC 생산금액 및 ASP 추이



자료: METI, 하나증권

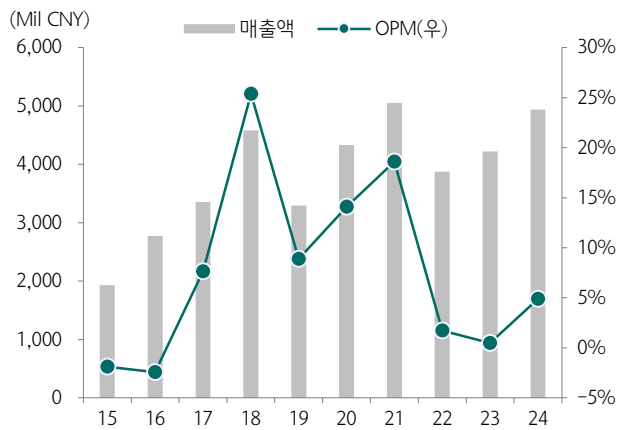
도표 46. 주요 MLCC 업체별 지역별 Capa

미국향 직수출 비중 낮아
직접적인 관세 영향은 제한적



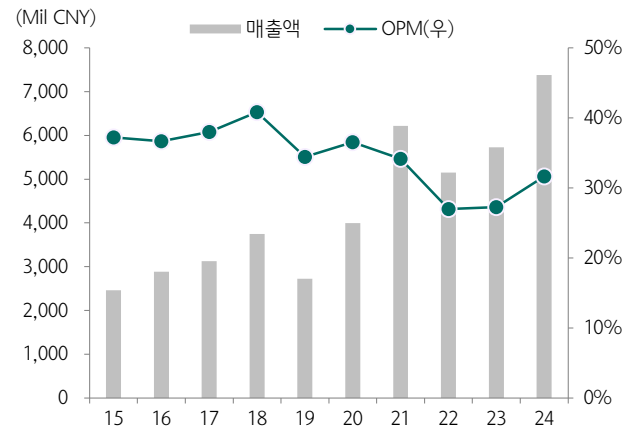
자료: 하나증권 추정

도표 47. Fenghua 연간 매출액 및 영업이익률 추이



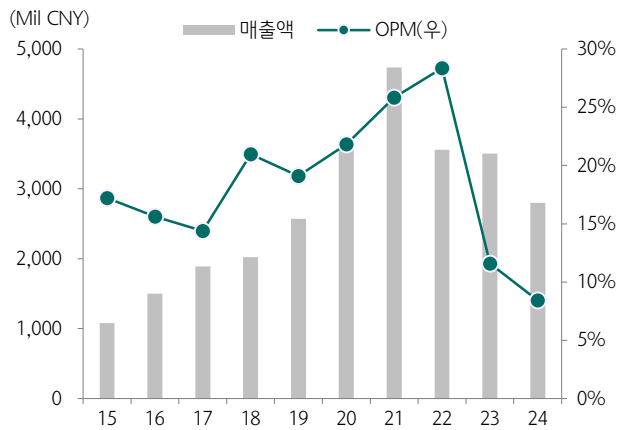
자료: 해당기업, 하나증권

도표 48. CCTC 연간 매출액 및 영업이익률 추이



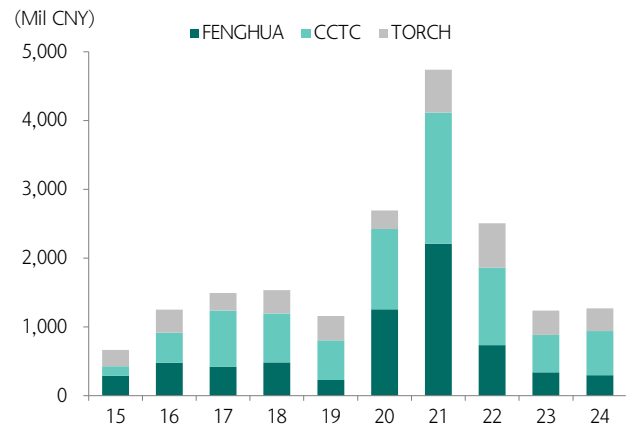
자료: 해당기업, 하나증권

도표 49. Torch 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 해당기업, 하나증권

도표 50. 중국 주요 MLCC 업체 자본지출 추이



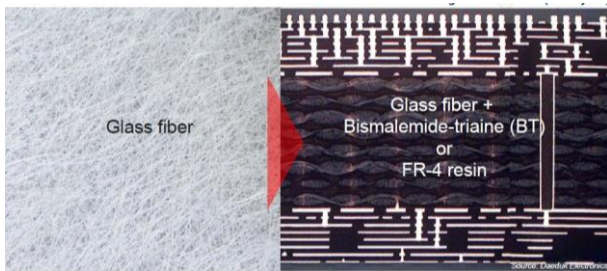
자료: 해당기업, 하나증권

4. 글라스 기판 도입 필요성 확대

AI 데이터센터 내 글라스 기판 필요성 확대될 것

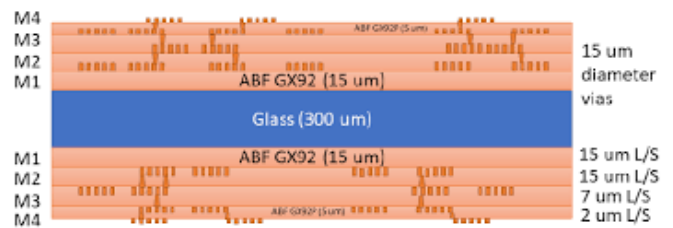
AI 투자가 견조하게 유지되며 글라스 기판 도입에 대한 필요성도 점차 확대될 것으로 예상된다. 생성형 AI 도입으로 인한 컴퓨팅 파워의 급증에 대응해 칩의 대면적화 및 칩렛 구조 채택 확대가 지속되고 있다. 이는 패키지 사이즈 확대로 이어지고 있는데 레티클 이슈로 인해 기존 실리콘 인터포저 사이즈는 한계에 다다랐다. 뿐만 아니라 반도체 성능 발전에 따라 패키지 기판에는 높은 시그널 특성, 높은 I/O 등이 요구되고 있으나 warpage 및 발열 이슈로 인해 기판이 전체 시스템 성능의 병목으로 작용하고 있어 글라스 기판 도입에 대한 필요성이 커지고 있는 상황이다. 글라스는 유기 소재대비 열팽창 계수가 낮아 260도 수준에서 진행되는 마운팅 공정에서 워피지 현상이 완화될 수 있으며 금속 배선의 저항이 낮아 필요 전력이 낮고 열의 전도가 적어 전력소모를 줄이고 발열 이슈를 해결할 수 있다. 뿐만 아니라 평탄도가 높아 미세한 선폭의 RDL 형성에 유리하다. 이에 TSMC, Intel, 삼성전자, SKC, 삼성전기 등 다수의 기업들이 관련 연구를 활발하게 진행하고 있다. 글라스 소재 특성상 가공 난이도가 높아 전체 기판 시장을 대체하기는 어려울 것으로 예상되나 중장기적으로 AI 서버 등 하이엔드 수요처의 주요 패키징 소재로 자리잡을 수 있을 것으로 전망한다.

도표 51. FCBGA 구조



자료: 대덕전자, 하나증권

도표 52. 유리기판 구조



자료: ECTC, 하나증권

도표 53. 이종집적 시 패키징 방식별 비교

Material	Silicon		Organic	Glass	
Packaging	TSV Interposer	Si Bridge	Organic Interposer	Glass Interposer	3D Glass Embedding
Status	Commercial	Commercial	Commercial	Research	Research
IO Pitch	50 μ m	45 μ m	55 μ m	55 μ m	35-50 μ m
Interconnection length	5mm	5mm	6mm	2.5mm	35-50 μ m
Interconnection density	250 IO/mm/layer	300 IO/mm/layer	25 IO/mm/layer	250 IO/mm/layer	2,500 IO/mm ²
Data rate/IO	2 Gbps	5 Gbps	20 Gbps	9.2 Gbps	1.86 Gbps
Bandwidth density	500 Gbps/mm	1500 Gbps/mm	500 Gbps/mm	2300 Gbps/mm	4.65 Tbps/mm
Energy per bit	1.025 pJ/bit	1.2 pJ/bit	0.58 pJ/bit	0.36 pJ/bit	11.2 fJ/bit

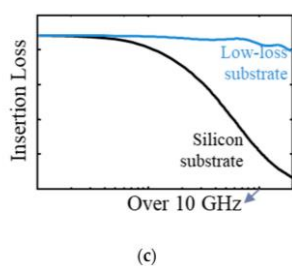
자료: ECTC, PennState, 하나증권

도표 54. 글라스 기판 공정 개요

공정	설명
TGV hole 및 cavity 형성	가공된 Bare glass에 TGV hole과 소자를 내장시키기 위한 cavity 형성
Embedding	MLCC 등 수동소자를 글라스 기판에 내장
Barrier 및 Seed layer 형성	- Via에 Ti(티타늄) 및 Cu(구리) 도금, PVD 공정을 통해 진행 - 글라스 기판에 배선을 형성하기 위한 기초 작업
ABF Lamination 및 Drilling	- RDL 형성하기 전 절연층 역할을 하는 ABF 부착 및 Laser Drill을 통해 Micro via 형성 - 기존 패키지 기판 대비 1/5 수준의 via hole을 형성해 더 많은 홀을 배치 가능 - ABF Drilling 공정에서 글라스 기판과 Barrier/Seed layer 혹은 ABF간 분리되는 Adhesion 현상 발생할 수 있으나 애플릭스는 상당부분 해결한 것으로 파악
Maskless Photolithography (RDL 형성)	- 마스크 없는 디지털 노광 기법을 통해 PR 도포, 노광, 현상 진행 - RDL(재배선) layer를 만드는 과정
범프 형성	Die와 글라스 기판을 연결하는 마이크로 범프 형성
Singulation	- 범프가 형성된 글라스 기판을 최종적으로 절단하는 과정 - 레이저 다이싱 공정을 사용

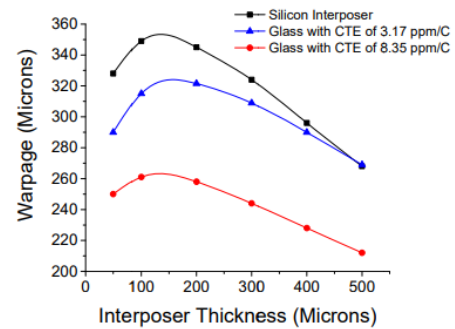
자료: 애플릭스, 하나증권

도표 55. 글라스 기판의 고주파 환경 내 신호손실 개선



자료: MDPI, 하나증권

도표 56. 글라스 기판의 warpage 현상 완화 효과



자료: Qorvo, 하나증권

글라스 코어 기판 vs 글라스 인터포저

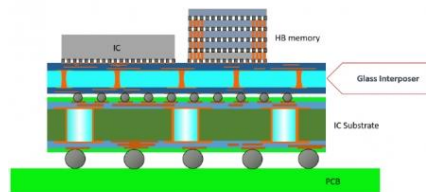
글라스 기판은 글라스 인터포저와 글라스 코어 기판으로 나누어 볼 수 있는데 글라스 인터포저는 실리콘 인터포저, 글라스 코어 기판은 실리콘 인터포저와 패키징 기판을 대체하기 위해 개발이 진행되고 있다. 때문에 글라스 인터포저와 글라스 코어 기판에 대한 고객사의 요구 사양 또한 상이하다. LPKF에 따르면 글라스 인터포저에 대한 고객사 요구 스펙은 CTE(열팽창계수) 3, 두께는 400 μ m이며 인터포저의 대면적화가 가장 주된 목표이다. 반면 글라스 코어 기판에 대한 고객사의 요구 스펙은 CTE 7, 두께는 800 μ m 수준이며 I/O 밀도 향상, warpage 완화, 신호손실 및 전력소모 개선 등이 주된 목표라고 파악된다.

도표 57. 글라스 인터포저 vs 글라스 코어 기판

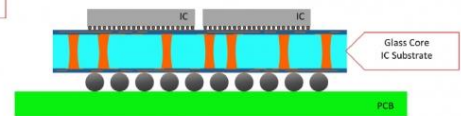
상이한 고객별 요구사항

GLASS FOR ADVANCED PANEL LEVEL PACKAGING

LPKF
Laser & Electronics



- Glass CTE $\approx$ 3
- Typical thickness: 400 μ m
- Goal: replace costly large area silicon interposer
- Trend towards smaller diameter, thinner substrates
- Highest demand on reliability, cleanliness and process reliability



- Glass CTE $\approx$ 7
- Typical thickness: 800 μ m
- Core layer must feature higher via densities than organic core to make an additional interposer obsolete

자료: LPKF, 하나증권

기업분석

LG전자(066570)	24
삼성전기(009150)	28
LG이노텍(011070)	32
두산(000150)	36
이수페타시스(007660)	40
대덕전자(353200)	44
SKC(011790)	48
ISC(095340)	52

2025년 5월 22일 | 기업분석_Initiation

BUY (신규)

목표주가(12M) 129,000원
현재주가(5.21) 70,300원

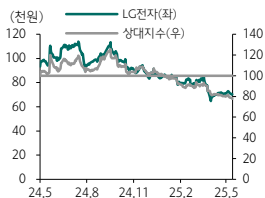
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,625.58
52주 최고/최저(원)	113,900/64,700
시가총액(십억원)	11,504.4
시가총액비중(%)	0.53
발행주식수(천주)	163,647.8
60일 평균 거래량(천주)	480.5
60일 평균 거래대금(십억원)	36.5
외국인지분율(%)	29.53
주요주주 지분율(%)	
LG 외 2인	35.11
국민연금공단	7.48

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	90,542.7	93,866.6
영업이익(십억원)	3,327.2	3,814.1
순이익(십억원)	1,538.1	2,023.2
EPS(원)	7,087	9,269
BPS(원)	123,146	130,378

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	82,262.7	87,728.2	89,823.5	95,889.2
영업이익	3,653.3	3,419.7	3,299.4	4,302.7
세전이익	2,014.9	1,335.8	1,233.6	2,246.7
순이익	712.9	367.5	992.6	1,561.2
EPS	3,942	2,032	5,489	8,634
증감율	(40.42)	(48.45)	170.13	57.30
PER	25.82	41.09	12.81	8.14
PBR	0.93	0.72	0.58	0.55
EV/EBITDA	3.96	3.66	3.31	2.75
ROE	3.69	1.81	4.64	6.94
BPS	108,993	116,348	120,836	128,470
DPS	800	1,000	1,000	1,000



Analyst 김민정 minkyung.kim@hanafn.com

LG전자(066570)

황금별의 저력을 보여줄 때

투자의견 'BUY', 목표주가 129,000원으로 커버리지 개시

LG전자에 대해 투자의견 BUY 목표주가 129,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 사업부별 실적 추정치 기반으로 EV/EBITDA 멀티플을 적용한 SOTP 방식으로 산출했다. LG전자의 12MF PBR은 0.57배 수준으로 과거 PBR 밴드 최하단에 근접한 상태다. 이는 [1]트럼프 정부 관세 정책에 따른 불확실성 및 그에 따른 수요 부진 우려 및 [2]중국 업체들의 성장에 대한 우려가 복합적으로 반영된 결과로 판단한다. 그러나 트럼프 정부 1기의 관세 정책 흐름을 고려하면 최종적인 관세 부과 수준은 우려 대비 낮은 수준에서 타협이 이루어질 가능성이 높다. LG전자는 미국 내 프리미엄 시장에서 견조한 점유율을 유지하고 있고 멕시코 및 미국 생산기지를 활용한 스윙 생산체제를 통해 관세 영향을 최소화 할 수 있을 것으로 예상된다. 중국 TV 업체들의 저가 공세는 지속될 것으로 보이나 LG전자는 WebOS 등 소프트웨어 플랫폼 기반의 제품 차별화를 통해 수익성 방어에 성공할 것으로 전망한다. 현재 주가는 여러 리스크 요인이 선반영된 구간으로 일부 우려 해소 시 주가 반등 여력이 충분하다는 판단이다.

2Q25 Preview: 가전사업의 견조함을 기대

별도기준 25년 2분기 매출 17조 8,384억원(YoY +3%, QoQ -0.4%), 영업이익 8,726억원(YoY -16%, QoQ -23%)을 기록할 전망이다. 2분기는 관세 영향이 본격화되는 시기로 LG전자는 멕시코 및 미국 생산기지 가동을 확대하며 미국향 제품에 대한 관세 부담을 완화하고 있다. 아울러 미국 내 프리미엄 시장 내 견조한 입지를 기반으로 판가 인상을 통한 마진 방어도 가능하다는 판단이다. MS 부문은 수요 부진에 따른 적자가 예상되나 VS 부문의 인포테인먼트 판매 호조 및 ES 부문의 성수기 효과로 양호한 실적을 기록할 것으로 예상된다.

신사업 확대로 성장성 확보 기대

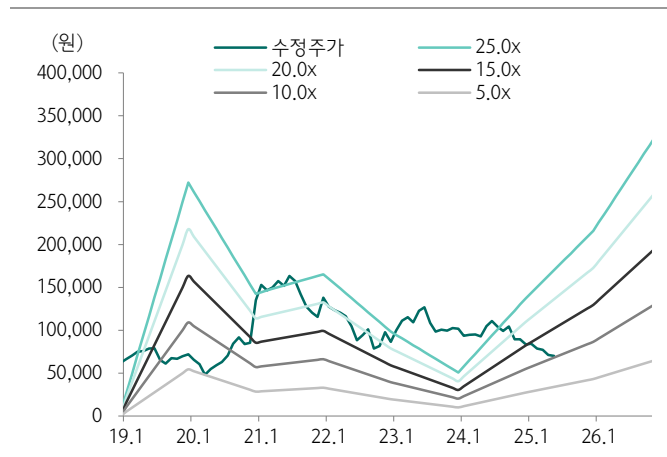
수익성 높은 신규 사업인 가전 구독 및 Web OS가 LG전자의 중장기 신성장 동력으로 작용할 것으로 전망한다. 두 신규사업 모두 프리미엄 가전/TV 시장 내 LG전자에 대한 소비자들의 높은 선호를 기반으로 가파른 성장세를 시현할 것으로 예상되며 이에 따라 이익 기여 또한 점차 확대될 것으로 예상된다. 실제로 아울러 LG전자는 24년 12월 인도증권거래위원회에 상장 예비심사 서류를 제출했으며 25년 3월 당국의 예비승인을 받았다. 인도 자본시장 규정에 따르면 당국의 예비승인을 받은 날로부터 1년 내 상장 절차를 마무리해야 하기 때문에 하반기에는 인도 IPO 관련 모멘텀이 부각될 수 있을 것으로 전망한다.

도표 1. LG전자의 Valuation

영업가치(십억원)	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고1	비고2
MS	853	2.7	2,327	Peer Group 평균 EV/EBITDA 할인율 50% 적용	TCL, Hisense, Skyworth
HS	2,413	5.3	12,852	Peer Group 평균 EV/EBITDA 할인율 30% 적용	Whirlpool, Electrolux, Haier
VS	610	4.2	2,561	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	Magna, Denso, Valeo
ES	1,136	7.1	8,042	Peer Group 평균 EV/EBITDA 할인율 50% 적용	Gree, Daikin, Trane, Carrier
Sub-Total (A)	5,011		25,783		
지분법 (십억원)	시가총액	지분율	Value		
LG디스플레이	4,170	40.8%	1,191	시가총액대비 30% 할인	
LG이노텍	3,399	36.7%	874	시가총액대비 30% 할인	
Sub-Total (B)			2,064		
순현금(십억원)	Value		Value		
현금 등	7,017		7,017		
차입금	13,896		13,896		
Sub-Total (C)	-6,879		-6,879		
자기주식	주식수	단가	Value		
보통주	763,176	69,700	53		
우선주	4,693	39,900	0		
Sub-Total			53		
주주가치(십억원)			20,968		
목표주가(원)			129,000		
현재주가			70,300	2025.05.21 종가 기준	
상승여력			83%		

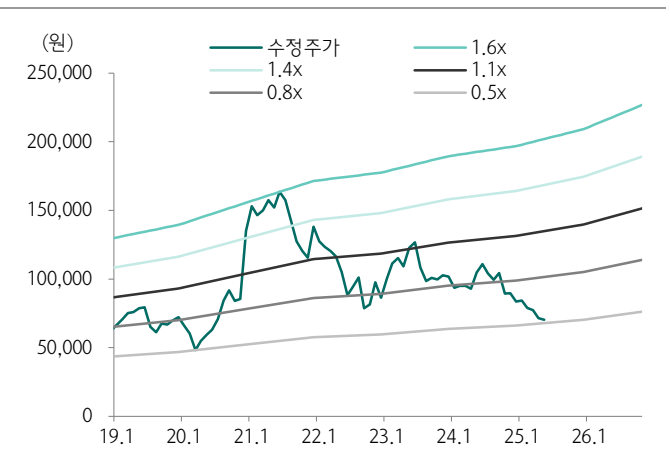
자료: 하나증권

도표 2. LG전자 12MF P/E Band



자료: WiseFn, 하나증권

도표 3. LG전자 12MF P/B Band



자료: WiseFn, 하나증권

도표 4. LG전자 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
Sales	21,096.0	21,694.4	22,176.9	22,761.7	22,739.7	21,504.7	22,397.7	23,181.3	87,729.0	89,823.4	95,889.2
YoY	3.3%	8.5%	7.1%	7.7%	7.8%	-0.9%	1.0%	1.8%	6.6%	2.4%	6.8%
QoQ	-0.2%	2.8%	2.2%	2.6%	-0.1%	-5.4%	4.2%	3.5%			
HS	6,129.1	6,416.3	6,282.2	5,978.1	6,696.8	6,818.1	6,443.9	6,060.7	24,805.7	26,019.5	27,813.5
MS	5,061.3	5,076.6	5,138.5	5,612.6	4,950.3	4,914.1	4,864.0	5,795.4	20,888.9	20,523.7	21,077.7
ES	2,589.0	2,535.9	2,144.5	1,552.5	3,054.4	2,749.4	2,402.8	1,664.9	8,821.9	9,871.5	11,265.4
VS	2,661.9	2,691.9	2,611.3	2,655.4	2,843.2	2,856.2	2,734.0	2,772.2	10,620.5	11,205.6	11,967.6
LGO 노텍	4,164.9	4,357.8	5,494.3	6,447.3	4,829.9	3,666.3	5,481.0	6,424.6	20,464.3	20,401.8	21,626.8
기타	489.9	615.9	506.0	515.8	365.2	500.7	471.9	463.4	2,127.6	1,801.3	2,138.1
OP	1,335.3	1,197.2	751.9	135.4	1,259.0	956.2	829.3	254.8	3,419.7	3,299.4	4,302.7
YoY	-10.8%	61.4%	-24.6%	-67.6%	-5.7%	-20.1%	10.3%	88.2%	-6.4%	-3.5%	30.4%
QoQ	220.0%	-10.3%	-37.2%	-82.0%	829.9%	-24.1%	-13.3%	-69.3%			
HA	586.5	429.0	354.5	(68.9)	644.6	472.9	385.5	17.8	1,301.1	1,520.8	1,465.3
HE	181.0	126.8	10.8	(50.4)	4.9	(13.8)	(32.9)	(25.0)	268.2	(66.8)	140.5
ES	335.6	248.9	156.4	(65.6)	406.7	262.9	177.5	14.5	675.2	861.5	1,197.9
VS	51.8	82.8	1.1	(19.9)	125.1	75.9	70.2	(21.6)	115.8	249.5	517.8
LGO 노텍	177.6	152.0	131.7	249.3	124.8	83.6	175.0	226.1	710.6	609.5	843.8
기타	2.7	157.7	97.4	90.9	(47.0)	74.8	54.0	43.2	348.7	124.9	137.4
OPM	6.3%	5.5%	3.4%	0.6%	5.5%	4.4%	3.7%	1.1%	3.9%	3.7%	4.5%
HA	9.6%	6.7%	5.6%	-1.2%	9.6%	6.9%	6.0%	0.3%	5.2%	5.8%	5.3%
HE	3.6%	2.5%	0.2%	-0.9%	0.1%	-0.3%	-0.7%	-0.4%	1.3%	-0.3%	0.7%
ES	13.0%	9.8%	7.3%	-4.2%	13.3%	9.6%	7.4%	0.9%		8.7%	10.6%
VS	1.9%	3.1%	0.0%	-0.7%	4.4%	2.7%	2.6%	-0.8%	1.1%	2.2%	4.3%
LGO 노텍	4.3%	3.5%	2.4%	3.9%	2.6%	2.3%	3.2%	3.5%	3.5%	3.0%	3.9%
기타	0.6%	25.6%	19.2%	17.6%	-12.9%	14.9%	11.4%	9.3%	16.4%	6.9%	6.4%

자료: LG전자, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	82,262.7	87,728.2	89,823.5	95,889.2	101,195.6
매출원가	62,461.4	66,348.9	68,536.4	72,368.0	75,199.2
매출총이익	19,801.3	21,379.3	21,287.1	23,521.2	25,996.4
판매비	16,148.0	17,959.6	17,987.7	19,218.5	20,421.2
영업이익	3,653.3	3,419.7	3,299.4	4,302.7	5,575.2
금융손익	(101.8)	35.1	(191.1)	(177.4)	(114.8)
중속/관계기업손익	(1,044.7)	(992.4)	(1,874.8)	(1,878.6)	(2,080.5)
기타영업외손익	(491.9)	(1,126.6)	0.0	0.0	0.0
세전이익	2,014.9	1,335.8	1,233.6	2,246.7	3,380.0
법인세	757.0	462.5	242.6	688.0	956.7
계속사업이익	1,257.9	873.3	991.0	1,558.8	2,423.3
중단사업이익	(107.3)	(281.9)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,150.6	591.4	991.0	1,558.8	2,423.3
비배주주지분 손이익	437.7	223.9	(1.6)	(2.5)	(3.9)
지배주주순이익	712.9	367.5	992.6	1,561.2	2,427.2
지배주주지분포괄이익	818.3	1,619.7	739.8	1,163.6	1,809.1
NOPAT	2,280.8	2,235.6	2,650.5	2,985.2	3,997.2
EBITDA	6,870.3	6,953.5	7,037.4	8,042.9	9,317.2
성장성(%)					
매출액증가율	(1.44)	6.64	2.39	6.75	5.53
NOPAT증가율	(18.74)	(1.98)	18.56	12.63	33.90
EBITDA증가율	5.11	1.21	1.21	14.29	15.84
영업이익증가율	2.88	(6.39)	(3.52)	30.41	29.57
(지배주주)순이익증가율	(40.41)	(48.45)	170.10	57.28	55.47
EPS증가율	(40.42)	(48.45)	170.13	57.30	55.46
수익성(%)					
매출총이익률	24.07	24.37	23.70	24.53	25.69
EBITDA이익률	8.35	7.93	7.83	8.39	9.21
영업이익률	4.44	3.90	3.67	4.49	5.51
계속사업이익률	1.53	1.00	1.10	1.63	2.39

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,942	2,032	5,489	8,634	13,422
BPS	108,993	116,348	120,836	128,470	140,891
CFPS	45,731	48,287	28,549	34,088	40,019
EBITDAPS	37,992	38,453	38,917	44,477	51,523
SPS	454,908	485,132	496,718	530,261	559,606
DPS	800	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	25.82	41.09	12.81	8.14	5.24
PBR	0.93	0.72	0.58	0.55	0.50
PCFR	2.23	1.73	2.46	2.06	1.76
EV/EBITDA	3.96	3.66	3.31	2.75	2.16
PSR	0.22	0.17	0.14	0.13	0.13
재무비율(%)					
ROE	3.69	1.81	4.64	6.94	9.98
ROA	1.24	0.58	1.50	2.32	3.49
ROIC	9.67	8.87	10.00	11.21	14.94
부채비율	156.36	160.31	157.11	147.03	141.01
순부채비율	25.29	27.10	26.75	21.28	12.83
이자보상배율(배)	6.83	5.99	5.76	8.12	11.44

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,341.2	33,923.5	34,265.9	34,779.3	38,299.8
금융자산	8,632.7	8,469.7	8,347.5	7,181.5	9,232.8
현금성자산	8,487.6	7,573.0	7,434.3	6,206.6	8,204.0
매출채권	9,265.0	10,535.6	10,729.9	11,454.5	12,088.4
재고자산	9,125.4	10,729.4	10,927.2	11,665.1	12,310.7
기타유동자산	3,318.1	4,188.8	4,261.3	4,478.2	4,667.9
비유동자산	29,899.6	31,706.1	32,637.3	32,905.4	33,139.4
투자자산	4,762.3	4,043.3	4,112.6	4,370.9	4,596.8
금융자산	1,757.8	1,267.6	1,285.7	1,353.1	1,412.1
유형자산	16,818.6	17,075.2	17,885.8	17,894.3	17,901.3
무형자산	2,867.7	3,518.7	3,570.2	3,571.4	3,572.5
기타비유동자산	5,451.0	7,068.9	7,068.7	7,068.8	7,068.8
자산총계	60,240.8	65,629.6	66,903.2	67,684.7	71,439.2
유동부채	24,160.4	27,307.4	27,750.9	27,079.9	28,526.7
금융부채	2,947.7	3,277.9	3,285.1	986.9	1,010.3
매입채무	9,427.3	9,884.8	10,067.1	10,746.9	11,341.6
기타유동부채	11,785.4	14,144.7	14,398.7	15,346.1	16,174.8
비유동부채	12,581.9	13,110.5	13,130.5	13,205.2	13,270.5
금융부채	11,628.2	12,024.5	12,024.5	12,024.5	12,024.5
기타비유동부채	953.7	1,086.0	1,106.0	1,180.7	1,246.0
부채총계	36,742.3	40,417.9	40,881.4	40,285.1	41,797.3
지배주주지분	19,664.7	20,994.8	21,806.4	23,186.8	25,433.0
자본금	904.2	904.2	904.2	904.2	904.2
자본잉여금	3,025.0	2,970.3	2,970.3	2,970.3	2,970.3
자본조정	(44.9)	(44.9)	(44.9)	(44.9)	(44.9)
기타포괄이익누계액	(421.0)	812.5	812.5	812.5	812.5
이익잉여금	16,201.4	16,352.8	17,164.4	18,544.7	20,791.0
비지배주주지분	3,833.8	4,216.9	4,215.3	4,212.8	4,208.9
자본총계	23,498.5	25,211.7	26,021.7	27,399.6	29,641.9
순금융부채	5,943.1	6,832.7	6,962.1	5,830.0	3,802.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	5,913.6	3,842.7	4,732.8	5,366.1	6,224.0
당기순이익	1,150.6	591.4	991.0	1,558.8	2,423.3
조정	5,981.2	7,048.7	3,738.0	3,740.2	3,742.0
감가상각비	3,217.0	3,533.9	3,738.0	3,740.2	3,742.0
외환거래손익	37.0	102.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1,044.7	992.4	0.0	0.0	0.0
기타	1,682.5	2,420.4	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(1,218.2)	(3,797.4)	3.8	67.1	58.7
투자활동 현금흐름	(5,289.7)	(4,211.9)	(4,685.8)	(4,069.9)	(4,029.9)
투자자산감소(증가)	4,311.0	5,748.6	(69.3)	(258.3)	(226.0)
자본증가(감소)	(3,269.9)	(2,356.4)	(4,000.0)	(3,200.0)	(3,200.0)
기타	(6,330.8)	(7,604.1)	(616.5)	(611.6)	(603.9)
재무활동 현금흐름	2,263.5	436.9	(173.8)	(2,479.0)	(157.5)
금융부채증가(감소)	2,413.8	726.5	7.2	(2,298.1)	23.4
자본증가(감소)	(23.4)	(54.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0
배당지급	(126.9)	(234.9)	(180.9)	(180.9)	(180.9)
현금의 증감	2,887.4	67.6	(23.1)	(1,227.7)	1,997.4
Unlevered CFO	8,269.7	8,732.0	5,162.7	6,164.3	7,236.7
Free Cash Flow	2,643.7	1,486.2	732.8	2,166.1	3,024.0

2025년 5월 22일 | 기업분석_ Initiation

BUY (신규)

목표주가(12M) 174,000원
현재주가(5.21) 120,700원

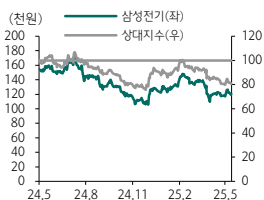
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,625.58
52주 최고/최저(원)	172,700/105,600
시가총액(십억원)	9,015.5
시가총액비중(%)	0.42
발행주식수(천주)	74,693.7
60일 평균 거래량(천주)	263.4
60일 평균 거래대금(십억원)	33.7
외국인지분율(%)	31.98
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 5인	23.83
국민연금공단	10.63

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	11,067.6	11,897.8
영업이익(십억원)	873.9	1,019.3
순이익(십억원)	719.2	851.9
EPS(원)	8,935	10,620
BPS(원)	123,815	133,307

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,892.4	10,294.1	11,034.0	11,793.9
영업이익	660.5	735.0	848.0	1,082.2
세전이익	563.2	797.3	876.6	1,097.8
순이익	423.0	679.1	717.2	906.6
EPS	5,450	8,752	9,242	11,683
증감율	(56.87)	60.59	5.60	26.41
PER	28.11	14.15	13.06	10.33
PBR	1.49	1.08	0.98	0.91
EV/EBITDA	7.82	5.87	4.94	4.03
ROE	5.50	8.16	7.90	9.29
BPS	103,020	115,152	122,640	132,569
DPS	1,150	1,800	1,800	1,800



Analyst 김민정 minkyung.kim@hanafn.com

삼성전기(009150)

연중으로 양호한 실적 흐름 전망

투자의견 'BUY', 목표주가 174,000원으로 커버리지 개시

삼성전기에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 174,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 25년 사업부별 실적 추정치에 EV/EBITDA 멀티플을 적용한 SOTP 방식으로 산출했다. 삼성전기는 AI 서버 및 전장향 MLCC 및 기판을 본격적으로 공급하기 시작하며 여타 IT 부품사 대비 실적이 차별화될 것으로 판단한다. 삼성전기의 주가는 과거 중국 스마트폰 재고조정 기간 진입 시점과 유사한 수준에 머물러 있어 AI 수혜가 가시화되는 현재 시점에서 저평가 구간이라고 판단하며 견조한 실적 흐름이 주가를 견인할 것으로 예상된다.

2Q25 Preview: 불확실성 속 고부가 제품 공급 확대로 견조한 실적 기대

삼성전기는 25년 2분기 매출 2조 7,386억원(YoY +5.9%, QoQ -0.2%), 영업이익 2,187억원(YoY +5.1%, QoQ +9.1%)을 기록할 전망이다. 컴포넌트 사업부의 경우 계절적 수요 회복과 함께 전장 및 산업용 MLCC의 견조한 수요 및 ADAS향 매출 확대에 의해 P와 Q가 함께 상승할 것으로 예상된다. 스마트폰 수요 정체 및 관세 우려로 인해 불확실성이 높은 상황에서 IT용 대비 수익성이 높은 산업 및 전장향 공급 확대는 여타 IT 부품사들과 차별화되는 점이다. 패키지솔루션 사업부는 BGA 수요가 견조한 가운데 서버 및 AI 가속기향 FCBGA 공급 본격화로 실적 개선세가 이어질 전망이다. 광학솔루션 사업부는 주요고객사의 신모델 효과 감소로 전분기대비 매출과 영업이익 모두 감소할 것으로 예상된다.

연중으로 양호한 실적 흐름 전망

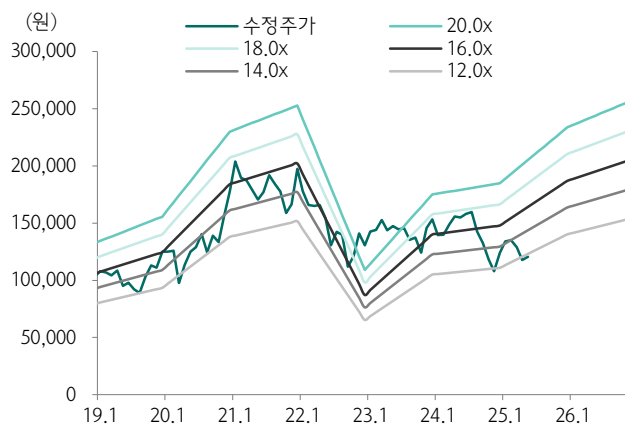
삼성전기는 25년 매출 11조 340억원(YoY +7.2%), 영업이익 8,480억원(YoY +15.4%)을 기록할 전망이다. 전반적인 IT 수요 불확실성이 큰 상황에서 전장 및 AI가 IT 부품 산업의 중장기 성장동력이 될 것으로 예상되는 가운데 삼성전기는 컴포넌트, 패키지, 광학솔루션 사업부 모두 해당 전방산업에 성공적으로 진입했다고 판단한다. 하반기에는 복수의 신규고객사향 FCBGA 공급이 가시화 될 것으로 추정되어 추가적인 수익성 개선과 모멘텀이 기대되는 상황이다. 과거 삼성전기의 주가가 영업이익과 높은 상관관계를 보여왔다는 점을 고려하면 중장기 관점에서 가장 안정적인 선택지라고 판단한다.

도표 1. 삼성전기 Valuation

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고1	비고2
	컴포넌트	1,046	6.77	7,080	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	Murata, Taiyo yuden, TDK, Yageo
	광학솔루션	214	4.39	940		Sunny Optical, LG이노텍, 엠씨넥스, 나무가. 파트론
	패키지	505	8.42	4,250		Ibiden, Shinko, Unimicron
	Sub-Total (A)			12,270.1		
비영업가치(십억원)	구분	시가총액/장부가	지분율	Value		
	삼성중공업	12,584	2.1%	259		
	아이마켓코리아	267	1.8%	5		
	비상장 주식	44		44		
	Sub-Total (B)	12,895		154.0	장부가 및 시가 대비 50% 할인	
순현금(십억원)	구분	Value		Value		
	현금 등	2,542		2,542		
	차입금	1,991		1,991		
	Sub-Total (C)	551		551		
주주가치(십억원)		(A)+(B)+(C)		12,975.1		
주식수(천주)	발행주식수			74,694	자기주식 포함	
목표주가(원)				174,000		
현재주가(원)				120,700		
상승여력				44%		

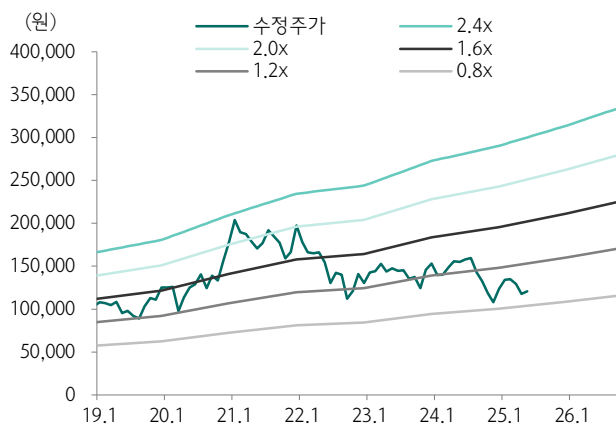
자료: 하나증권

도표 2. 삼성전기 12MF P/E Band



자료: WiseFn, 하나증권

도표 3. 삼성전기 12MF P/B Band



자료: WiseFn, 하나증권

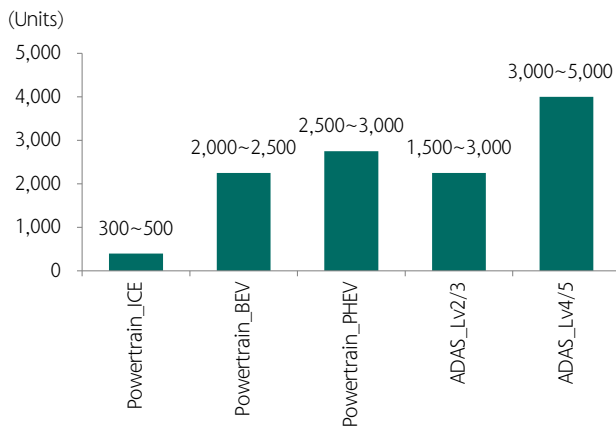
도표 4. 삼성전기의 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	2,624.3	2,580.1	2,597.4	2,492.3	2,738.6	2,733.4	2,900.7	2,661.2	10,294.1	11,034.0	11,793.9
YoY	29.8%	16.2%	10.5%	8.4%	4.4%	5.9%	11.7%	6.8%	15.8%	7.2%	6.9%
QoQ	14.1%	-1.7%	0.7%	-4.0%	9.9%	-0.2%	6.1%	-8.3%			
컴포넌트	1,023.0	1,160.3	1,197.0	1,081.7	1,216.2	1,288.5	1,373.0	1,213.1	4,462.1	5,090.9	5,569.3
광학솔루션	1,173.3	920.7	842.1	861.2	1,023.0	914.0	951.7	886.0	3,797.4	3,774.7	3,883.0
패키지	428.0	499.2	558.2	549.3	499.4	530.9	576.0	562.2	2,034.7	2,168.4	2,341.5
영업이익	180.3	208.1	231.6	115.0	200.5	218.7	249.5	179.3	735.0	848.0	1,082.2
YoY	28.7%	1.5%	33.6%	-19.1%	11.2%	5.1%	7.8%	55.8%	11.3%	15.4%	27.6%
QoQ	26.8%	15.4%	11.3%	-50.3%	74.3%	9.1%	14.1%	-28.2%			
컴포넌트	96.9	141.8	145.4	55.6	128.1	161.1	169.8	117.2	439.7	576.2	657.5
광학솔루션	62.7	24.7	33.7	16.6	45.2	21.0	34.3	15.1	137.6	115.6	124.3
패키지	20.7	41.6	52.5	42.9	27.2	36.6	45.5	47.0	157.6	156.3	191.1
OPM	6.9%	8.1%	8.9%	4.6%	7.3%	8.0%	8.6%	6.7%	7.1%	7.7%	9.2%
컴포넌트	9.5%	12.2%	12.1%	5.1%	10.5%	12.5%	12.4%	9.7%	9.9%	11.3%	11.8%
광학솔루션	5.3%	2.7%	4.0%	1.9%	4.4%	2.3%	3.6%	1.7%	3.6%	3.1%	3.2%
패키지	4.8%	8.3%	9.4%	7.8%	5.4%	6.9%	7.9%	8.4%	7.7%	7.2%	8.2%

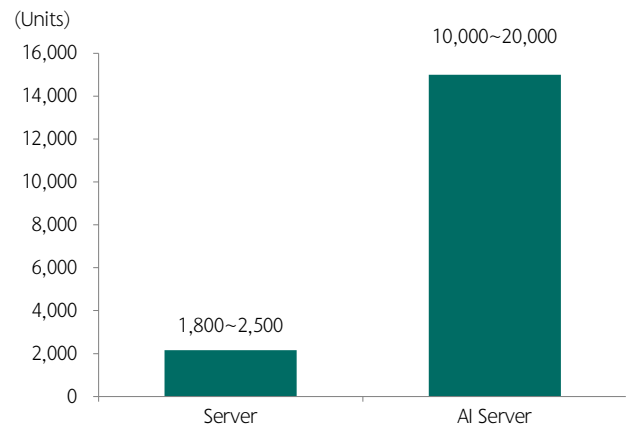
자료: 삼성전기, 하나증권

도표 5. 전장화에 따른 MLCC 탑재량 변화



자료: Murata, 하나증권

도표 6. 일반서버 및 AI서버 MLCC 탑재량 변화



자료: Murata, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	8,892.4	10,294.1	11,034.0	11,793.9	12,776.2
매출원가	7,173.1	8,334.9	8,946.8	9,527.6	10,385.1
매출총이익	1,719.3	1,959.2	2,087.2	2,266.3	2,391.1
판매비	1,058.8	1,224.2	1,239.1	1,184.0	1,225.8
영업이익	660.5	735.0	848.0	1,082.2	1,165.3
금융손익	(15.0)	(0.7)	32.2	49.8	71.7
중속/관계기업손익	(4.7)	(1.0)	(3.6)	(34.2)	(18.4)
기타영업외손익	(77.6)	63.9	0.0	0.0	0.0
세전이익	563.2	797.3	876.6	1,097.8	1,218.6
법인세	85.9	132.3	149.8	179.1	203.1
계속사업이익	477.4	665.0	726.8	918.8	1,015.5
중단사업이익	(26.9)	38.3	0.0	0.0	0.0
당기순이익	450.5	703.2	726.8	918.8	1,015.5
비배주주지분 손이익	27.5	24.1	9.6	12.2	13.4
지배주주순이익	423.0	679.1	717.2	906.6	1,002.1
지배주주지분포괄이익	468.0	1,028.5	702.2	887.6	981.1
NOPAT	559.9	613.0	703.1	905.7	971.1
EBITDA	1,497.2	1,575.2	1,744.9	1,972.6	2,066.2
성장성(%)					
매출액증가율	(5.65)	15.76	7.19	6.89	8.33
NOPAT증가율	(45.07)	9.48	14.70	28.82	7.22
EBITDA증가율	(27.38)	5.21	10.77	13.05	4.75
영업이익증가율	(44.16)	11.28	15.37	27.62	7.68
(지배주주)순이익증가율	(56.86)	60.54	5.61	26.41	10.53
EPS증가율	(56.87)	60.59	5.60	26.41	10.54
수익성(%)					
매출총이익률	19.33	19.03	18.92	19.22	18.72
EBITDA이익률	16.84	15.30	15.81	16.73	16.17
영업이익률	7.43	7.14	7.69	9.18	9.12
계속사업이익률	5.37	6.46	6.59	7.79	7.95

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	5,450	8,752	9,242	11,683	12,914
BPS	103,020	115,152	122,640	132,569	143,729
CFPS	20,819	22,681	22,438	24,980	26,388
EBITDAPS	19,294	20,299	22,485	25,420	26,625
SPS	114,592	132,655	142,189	151,982	164,640
DPS	1,150	1,800	1,800	1,800	1,800
주가지표(배)					
PER	28.11	14.15	13.06	10.33	9.35
PBR	1.49	1.08	0.98	0.91	0.84
PCFR	7.36	5.46	5.38	4.83	4.57
EV/EBITDA	7.82	5.87	4.94	4.03	3.54
PSR	1.34	0.93	0.85	0.79	0.73
재무비율(%)					
ROE	5.50	8.16	7.90	9.29	9.48
ROA	3.73	5.56	5.45	6.54	6.80
ROIC	7.91	7.99	8.80	11.22	11.84
부채비율	45.17	41.89	40.80	36.65	35.57
순부채비율	(1.64)	(4.35)	(8.25)	(14.22)	(18.91)
이자보상배율(배)	9.76	10.11	19.28	26.78	31.64

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,208.4	5,891.7	6,552.4	7,248.4	8,260.2
금융자산	1,728.4	2,027.8	2,428.2	2,847.0	3,500.5
현금성자산	1,669.2	2,013.3	2,412.7	2,830.5	3,482.6
매출채권	1,126.4	1,390.5	1,484.8	1,587.0	1,719.2
재고자산	2,119.5	2,250.8	2,403.4	2,568.9	2,782.9
기타유동자산	234.1	222.6	236.0	245.5	257.6
비유동자산	6,449.5	6,900.7	6,973.7	6,948.9	7,016.9
투자자산	295.6	418.0	427.8	438.5	452.4
금융자산	229.1	353.2	358.7	364.6	372.3
유형자산	5,603.3	5,933.2	5,989.2	5,952.1	6,005.1
무형자산	151.4	145.6	152.8	154.4	155.6
기타비유동자산	399.2	403.9	403.9	403.9	403.8
자산총계	11,657.9	12,792.4	13,526.0	14,197.3	15,277.1
유동부채	2,900.5	3,056.9	3,154.8	2,994.6	3,131.9
금융부채	1,329.9	1,580.1	1,580.1	1,313.8	1,313.8
매입채무	595.9	502.1	536.2	573.1	620.9
기타유동부채	974.7	974.7	1,038.5	1,107.7	1,197.2
비유동부채	727.1	719.7	764.7	813.5	876.6
금융부채	266.6	55.9	55.9	55.9	55.9
기타비유동부채	460.5	663.8	708.8	757.6	820.7
부채총계	3,627.5	3,776.5	3,919.5	3,808.1	4,008.5
지배주주지분	7,847.7	8,789.2	9,370.3	10,140.7	11,006.7
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
자본조정	(146.7)	(146.7)	(146.7)	(146.7)	(146.7)
기타포괄이익누계액	679.8	1,003.9	1,003.9	1,003.9	1,003.9
이익잉여금	5,873.1	6,490.4	7,071.5	7,842.0	8,708.0
비지배주주지분	182.6	226.7	236.3	248.5	261.9
자본총계	8,030.3	9,015.9	9,606.6	10,389.2	11,268.6
순금융부채	(131.9)	(391.8)	(792.1)	(1,477.4)	(2,130.9)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,180.4	1,429.8	1,610.5	1,792.8	1,879.7
당기순이익	450.5	703.2	726.8	918.8	1,015.5
조정	1,030.6	1,045.9	940.8	930.9	937.7
감가상각비	836.7	840.2	896.9	890.4	900.8
외환거래손익	16.5	(140.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	3.6	(51.3)	0.0	0.0	0.0
기타	173.8	397.5	43.9	40.5	36.9
영업활동 자산부채변동	(300.7)	(319.3)	(57.1)	(56.9)	(73.5)
투자활동 현금흐름	(1,022.8)	(805.9)	(970.8)	(866.8)	(970.2)
투자자산감소(증가)	202.6	59.1	(9.9)	(10.7)	(13.8)
자본증가(감소)	(1,209.8)	(776.0)	(900.0)	(800.0)	(900.0)
기타	(15.6)	(89.0)	(60.9)	(56.1)	(56.4)
재무활동 현금흐름	(135.2)	(120.2)	(180.1)	(442.9)	(173.0)
금융부채증가(감소)	91.3	39.5	0.0	(266.4)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(67.7)	(72.7)	(44.0)	(40.4)	(36.9)
배당지급	(158.8)	(87.0)	(136.1)	(136.1)	(136.1)
현금의 증감	22.3	503.7	453.3	417.8	652.1
Unlevered CFO	1,615.5	1,760.1	1,741.2	1,938.5	2,047.7
Free Cash Flow	(29.4)	653.8	710.5	992.8	979.7

2025년 5월 22일 | 기업분석_ Initiation

BUY (신규)

목표주가(12M) 186,000원
현재주가(5.21) 144,600원

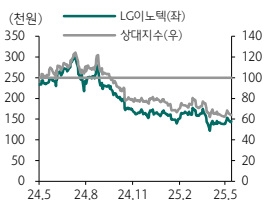
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,625.58
52주 최고/최저(원)	302,000/122,000
시가총액(십억원)	3,422.3
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	23,667.1
60일 평균 거래량(천주)	170.0
60일 평균 거래대금(십억원)	26.3
외국인지분율(%)	23.27
주요주주 지분율(%)	
LG전자 외 1인	40.79
국민연금공단	8.43

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	21,296.5	22,242.6
영업이익(십억원)	661.8	799.8
순이익(십억원)	435.9	546.6
EPS(원)	18,419	23,095
BPS(원)	243,510	264,830

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	20,605.3	21,200.8	21,036.4	22,295.7
영업이익	830.8	706.0	614.7	852.3
세전이익	639.3	588.8	482.1	702.5
순이익	565.2	449.3	386.6	546.9
EPS	23,881	18,983	16,337	23,106
증감율	(42.32)	(20.51)	(13.94)	41.43
PER	10.03	8.53	8.85	6.26
PBR	1.20	0.72	0.60	0.55
EV/EBITDA	3.75	2.62	2.29	1.75
ROE	12.59	8.92	7.01	9.23
BPS	199,217	226,229	239,820	260,836
DPS	2,610	2,090	2,090	2,090



Analyst 김민정 minkyung.kim@hanafn.com

LG이노텍(011070)

약속의 하반기를 기다리며

투자의견 BUY, 목표주가 186,000원으로 커버리지 개시

LG이노텍에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 186,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 25년 사업부별 실적 추정치에 EV/EBITDA 멀티플을 적용해 산출했다. 주요 고객사의 판매량 부진, 관세로 인한 수요 둔화 및 판가압박 우려로 인해 부진한 주가가 이어지고 있다. 다만, 주요 고객사는 북미 대표적인 Set 업체로서 미국 정부와의 협상을 통해 우려대비 양호한 관세를 부과받을 수 있을 것으로 기대된다. 아울러 하반기에는 주요 Set 업체들의 온디바이스 기능 탑재를 통한 판매량 증대 전략이 예상되어 12MF PBR 0.6배인 현 주가 수준에서는 주요 고객사에 대한 우려 해소가 LG이노텍의 주가 반등 요인으로 작용할 수 있을 것으로 기대된다.

2Q25 Preview: 비수기 진입에도 기판과 전장은 양호한 실적 기대

LG이노텍은 25년 2분기 매출 3조 7,797억원(YoY -17%, QoQ -24%), 영업이익 844억원(YoY -44%, QoQ -32%, OPM 2.2%)을 기록할 전망이다. 계절적 비수기 및 관세 부과를 대비한 선제적 풀인 영향으로 광학솔루션 부문 매출액과 영업이익이 전분기대비 각각 31%, 75% 감소할 것으로 예상된다. 기판소재 부문의 경우 모바일용 기판 공급 증가 및 글로벌 빅테크용 FCBGA 공급 확대 및 견조한 디스플레이 고객사 수요로 매출과 영업이익이 전분기 대비 각각 14%, 54% 증가할 전망이다. 전장 부품은 전방수요 부진이 단기간 내 개선되는 힘든 상황이나 LG이노텍은 조명 등 고수익성 제품 중심으로 공급을 확대하고 있어 예상대비 견조한 실적을 시현할 것으로 기대된다.

하반기 모멘텀 기대

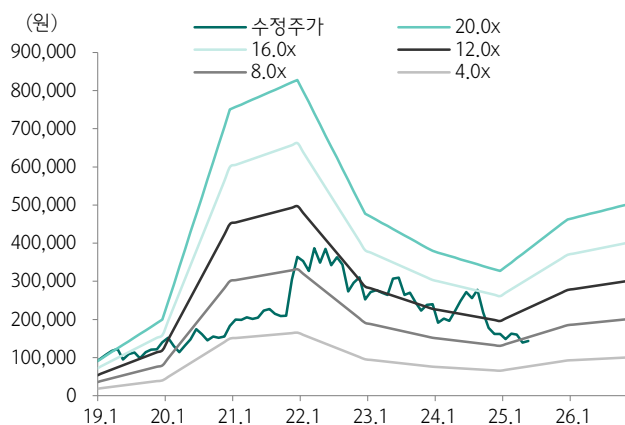
미중간 관세 협상 결과가 LG이노텍의 주가 상승 요인이 될 것으로 예상된다. 미국내 북미 고객사의 점유율 고려 시 예상대비 양호한 수준의 관세가 부과될 가능성이 높고 이는 LG이노텍에 대한 판가 인하 압력 또한 완화되는 것을 의미하기 때문이다. 추가적으로 하반기 신모델용 카메라 모듈 공급 및 26년 북미 고객사 카메라 모듈 업그레이드 모멘텀을 고려할 때 현재 주가 수준에서 추가적인 주가 하락 가능성은 제한적이라고 판단한다.

도표 1. LG이노텍 Valuation

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Multiple	Value	비고1	비고2
	광학솔루션	1,336	3.7	4,969	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	엠씨넥스, 파트론, 나무가
	기판소재	349	1.5	524	Peer Group 멀티플 대비 70% 할인	Ibiden, Shinko, Unimicron, 삼성전기
	전장부품	151	0.8	127	Peer Group 멀티플 대비 70% 할인	Magna, Denso, Valeo
	소계 (A)			5,620		
순현금(십억원)	구분	Value		Value		
	현금성 자산	1,224		1,224		
	차입금	2,434		2,434		
	소계 (C)	-1,209		-1,209		
주주가치(십억원)	자사주고려			4,411		
주식수(천주)	발행주식수			23,668	자기주식 포함	
목표주가				186,000		
현재주가				144,600	2025.05.21 종가 기준	
상승여력				28.6%		

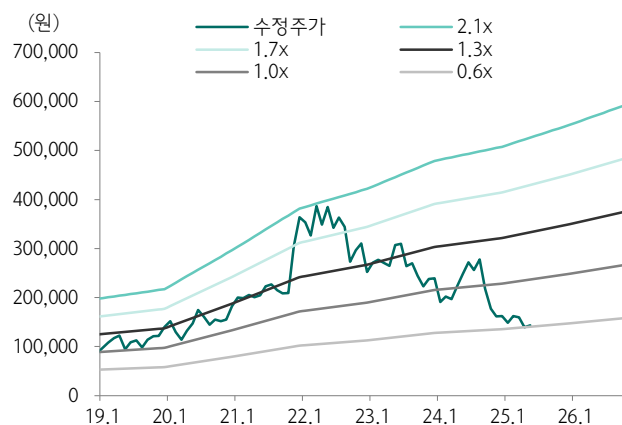
자료: 하나증권

도표 2. LG이노텍 12MF P/E Band



자료: WiseFn, 하나증권

도표 3. LG이노텍 12MF P/B Band



자료: WiseFn, 하나증권

도표 4. LG이노텍 분기별 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025	2026
Sales	4,333.6	4,555.3	5,685.1	6,626.8	4,982.8	3,779.7	5,650.5	6,623.3	21,200.8	21,036.3	21,964.1
YoY	-1.0%	16.6%	19.3%	-12.3%	15.0%	-17.0%	-0.6%	-0.1%	2.9%	-0.8%	4.4%
QoQ	-42.7%	5.1%	24.8%	16.6%	-24.8%	-24.1%	49.5%	17.2%			
광학	3,514.2	3,680.3	4,836.9	5,768.7	4,138.4	2,861.0	4,742.1	5,708.9	17,800.1	17,450.3	18,043.6
기판	328.2	378.2	370.3	383.3	376.9	429.1	426.9	433.5	1,460.0	1,666.4	1,802.2
전장부품	491.2	496.7	477.9	474.8	467.5	489.6	481.6	481.0	1,940.6	1,919.6	2,118.2
OP	176.0	151.7	130.4	247.9	125.1	84.4	176.8	228.4	706.0	614.7	841.9
YoY	21.1%	726.2%	-28.9%	-48.8%	-28.9%	-44.3%	35.5%	-7.9%	-15.0%	-12.9%	37.0%
QoQ	-63.6%	-13.8%	-14.0%	90.1%	-49.5%	-32.5%	109.4%	29.2%			
광학	151.9	102.5	114.1	228.1	74.1	18.5	115.8	177.5	596.6	386.0	563.9
기판	9.6	27.1	11.8	22.2	29.0	44.8	34.1	31.4	70.8	139.3	159.7
전장부품	14.6	22.0	4.5	-2.4	22.0	21.1	26.8	19.4	38.7	89.3	118.3
OPM	4.1%	3.3%	2.3%	3.7%	2.5%	2.2%	3.1%	3.4%	3.3%	2.9%	3.8%
광학	4.3%	2.8%	2.4%	4.0%	1.8%	0.6%	2.4%	3.1%	3.4%	2.2%	3.1%
기판	2.9%	7.2%	3.2%	5.8%	7.7%	10.4%	8.0%	7.2%	4.8%	8.4%	8.9%
전장부품	3.0%	4.4%	0.9%	-0.5%	4.7%	4.3%	5.6%	4.0%	2.0%	4.7%	5.6%

자료: LG이노텍, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	20,605.3	21,200.8	21,036.4	22,295.7	23,270.3
매출원가	18,742.0	19,457.1	19,408.6	20,344.7	21,245.3
매출총이익	1,863.3	1,743.7	1,627.8	1,951.0	2,025.0
판매비	1,032.5	1,037.6	1,013.1	1,098.7	1,128.6
영업이익	830.8	706.0	614.7	852.3	896.4
금융손익	(106.1)	(90.4)	(43.5)	(20.8)	(1.3)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	(81.2)	(129.0)	(134.6)
기타영업외손익	(85.4)	(26.8)	(7.8)	0.0	0.0
세전이익	639.3	588.8	482.1	702.5	760.5
법인세	74.1	139.5	95.5	155.6	161.2
계속사업이익	565.2	449.3	386.6	546.9	599.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	565.2	449.3	386.6	546.9	599.3
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	565.2	449.3	386.6	546.9	599.3
지배주주지분포괄이익	547.0	701.1	371.1	546.9	599.3
NOPAT	734.6	538.7	492.9	663.5	706.3
EBITDA	1,876.9	1,986.1	1,766.8	1,939.8	1,954.4
성장성(%)					
매출액증가율	5.19	2.89	(0.78)	5.99	4.37
NOPAT증가율	(32.88)	(26.67)	(8.50)	34.61	6.45
EBITDA증가율	(13.01)	5.82	(11.04)	9.79	0.75
영업이익증가율	(34.68)	(15.02)	(12.93)	38.65	5.17
(지배주주)순이익증가율	(42.31)	(20.51)	(13.96)	41.46	9.58
EPS증가율	(42.32)	(20.51)	(13.94)	41.43	9.58
수익성(%)					
매출총이익률	9.04	8.22	7.74	8.75	8.70
EBITDA이익률	9.11	9.37	8.40	8.70	8.40
영업이익률	4.03	3.33	2.92	3.82	3.85
계속사업이익률	2.74	2.12	1.84	2.45	2.58

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	23,881	18,983	16,337	23,106	25,320
BPS	199,217	226,229	239,820	260,836	284,067
CFPS	80,647	84,347	70,981	76,510	76,895
EBITDAPS	79,305	83,916	74,650	81,962	82,580
SPS	870,630	895,790	888,845	942,053	983,232
DPS	2,610	2,090	2,090	2,090	2,090
주가지표(배)					
PER	10.03	8.53	8.85	6.26	5.71
PBR	1.20	0.72	0.60	0.55	0.51
PCFR	2.97	1.92	2.04	1.89	1.88
EV/EBITDA	3.75	2.62	2.29	1.75	1.44
PSR	0.28	0.18	0.16	0.15	0.15
재무비율(%)					
ROE	12.59	8.92	7.01	9.23	9.29
ROA	5.38	3.98	3.39	4.76	5.04
ROIC	12.38	8.96	8.64	12.29	13.41
부채비율	137.65	112.52	101.64	87.00	82.11
순부채비율	29.07	25.39	11.51	0.03	(8.79)
이자보상배율(배)	8.16	6.24	6.97	11.45	13.92

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,349.0	5,853.1	6,341.7	6,670.0	7,471.2
금융자산	1,398.7	1,340.4	1,831.7	1,891.8	2,485.4
현금성자산	1,389.6	1,329.4	1,820.8	1,880.2	2,473.3
매출채권	2,250.9	2,783.9	2,782.5	2,949.0	3,077.9
재고자산	1,572.0	1,575.2	1,574.4	1,668.7	1,741.6
기타유동자산	127.4	153.6	153.1	160.5	166.3
비유동자산	5,855.3	5,525.1	5,102.7	4,873.3	4,771.4
투자자산	145.1	182.3	179.4	187.5	193.7
금융자산	145.1	182.3	179.4	187.5	193.7
유형자산	4,855.6	4,479.8	4,072.4	3,832.9	3,723.2
무형자산	221.7	219.0	248.4	250.4	252.1
기타비유동자산	632.9	644.0	602.5	602.5	602.4
자산총계	11,204.3	11,378.2	11,444.4	11,543.3	12,242.6
유동부채	4,219.1	3,954.9	3,964.7	3,562.4	3,709.0
금융부채	556.5	693.3	743.7	152.6	153.0
매입채무	2,493.7	2,241.1	2,239.9	2,374.0	2,477.8
기타유동부채	1,168.9	1,020.5	981.1	1,035.8	1,078.2
비유동부채	2,270.6	2,069.5	1,804.1	1,807.9	1,810.8
금융부채	2,212.8	2,006.6	1,741.3	1,741.3	1,741.3
기타비유동부채	57.8	62.9	62.8	66.6	69.5
부채총계	6,489.7	6,024.3	5,768.9	5,370.3	5,519.8
지배주주지분	4,714.6	5,353.9	5,675.5	6,172.9	6,722.7
자본금	118.3	118.3	118.3	118.3	118.3
자본잉여금	1,133.6	1,133.6	1,133.6	1,133.6	1,133.6
자본조정	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	49.4	234.1	232.1	232.1	232.1
이익잉여금	3,413.6	3,868.2	4,191.8	4,689.2	5,239.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,714.6	5,353.9	5,675.5	6,172.9	6,722.7
순금융부채	1,370.6	1,359.5	653.3	2.1	(591.1)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,104.1	1,110.1	1,569.4	1,591.2	1,623.9
당기순이익	565.2	449.3	386.6	546.9	599.3
조정	1,197.7	1,476.6	1,145.2	1,087.5	1,058.0
감가상각비	1,046.1	1,280.0	1,152.1	1,087.5	1,058.1
외환거래손익	(7.9)	8.6	(0.6)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	159.5	188.0	(6.3)	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채변동	341.2	(815.8)	37.6	(43.2)	(33.4)
투자활동 현금흐름	(1,904.4)	(969.5)	(828.0)	(858.7)	(956.7)
투자자산감소(증가)	(26.5)	(37.2)	2.8	(8.0)	(6.2)
자본증가(감소)	(1,799.2)	(879.0)	(746.4)	(800.0)	(900.0)
기타	(78.7)	(53.3)	(84.4)	(50.7)	(50.5)
재무활동 현금흐름	642.0	(131.1)	(223.6)	(640.6)	(49.0)
금융부채증가(감소)	740.2	(69.4)	(214.9)	(591.1)	0.4
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	0.1	40.8	0.0	0.1
배당지급	(98.2)	(61.8)	(49.5)	(49.5)	(49.5)
현금의 증감	841.6	9.4	512.0	59.4	593.0
Unlevered CFO	1,908.7	1,996.2	1,679.9	1,810.8	1,819.9
Free Cash Flow	304.8	231.0	822.9	791.2	723.9

2025년 5월 22일 | 기업분석_ Initiation

BUY (신규)

목표주가(12M) 570,000원
현재주가(5.21) 416,000원

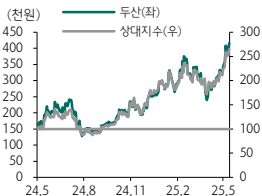
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,625.58
52주 최고/최저(원)	416,000/128,100
시가총액(십억원)	6,873.9
시가총액비중(%)	0.32
발행주식수(천주)	16,523.8
60일 평균 거래량(천주)	171.6
60일 평균 거래대금(십억원)	55.6
외국인지분율(%)	11.91
주요주주 지분율(%)	
박정원 외 26 인	40.11
국민연금공단	8.47

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	18,221.3	19,545.5
영업이익(십억원)	1,275.7	1,615.5
순이익(십억원)	521.2	766.1
EPS(원)	12,576	18,785
BPS(원)	96,335	117,246

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	19,130.1	18,132.9	19,534.4	21,208.2
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,348.0	2,388.6
세전이익	451.0	593.0	820.7	1,747.4
순이익	(388.3)	(226.2)	1,564.6	3,229.7
EPS	(18,133)	(10,562)	73,068	150,826
증감율	적지	적지	흑전	106.42
PER	(5,18)	(24,14)	5,69	2,76
PBR	1,11	3,28	2,79	1,39
EV/EBITDA	7,18	11,49	9,96	5,78
ROE	(22,74)	(14,57)	69,71	70,12
BPS	84,487	77,764	149,157	298,307
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

두산 (000150)

달리는 말에 올라타자

투자의견 'BUY', 목표주가 57만원으로 커버리지 개시

두산에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 57만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 전자 BG가 포함된 자체사업의 영업가치(5.2조원)와 주요 자회사에 대한 지분가치(5.0조원)를 합산한 SOTP 방식으로 산정했으며, 상장 자회사에 대한 지분가치는 50%의 할인율을 적용했다. 24년 4분기부터 본격화된 AI 가속기향 CCL 공급은 전자 BG의 중장기적 성장을 견인할 전망이다. 하반기부터는 ASIC 및 800G 네트워크 장비향 매출이 시작되며 26년에는 본격적인 실적 기여가 이루어질 것으로 기대된다. 특히, AI 데이터센터향 CCL의 경우 신호 무결성과 전송 손실을 최소화하기 위한 초저손실(Ultra Low Loss) 특성이 요구되고 있어 중장기적으로 공급자 우위의 시장 구조가 유지될 것으로 예상된다.

2025Preview: 모든 전방 수요 개선중

전자BG의 2025년 매출은 1조 7,731억 원(YoY +76%), 영업이익은 4,471억 원(YoY +265%, OPM 25%)을 기록할 전망이다. 24년 4분기부터 공급이 본격화된 AI 가속기향 CCL이 고객사의 출하량 증가에 따라 연중으로 실적을 견인할 것으로 예상된다. 하반기부터는 AI 가속기향 CCL 외 800G향 공급이 확대되고 ASIC 관련 프로젝트 양산이 시작될 것으로 예상되며 네트워크향 CCL 매출은 분기별 성장세가 지속될 것으로 기대된다. 또한 최근 반도체 패키징 기판의 재고 조정이 마무리되며 패키징기판 업체들의 수주 증가가 포착되고 있어 하이엔드 제품군에 포함되는 반도체 패키징향 물량 증가가 추가적인 외형 성장과 이익을 개선에 기여할 것으로 기대된다.

CCL만 있는 건 아니다

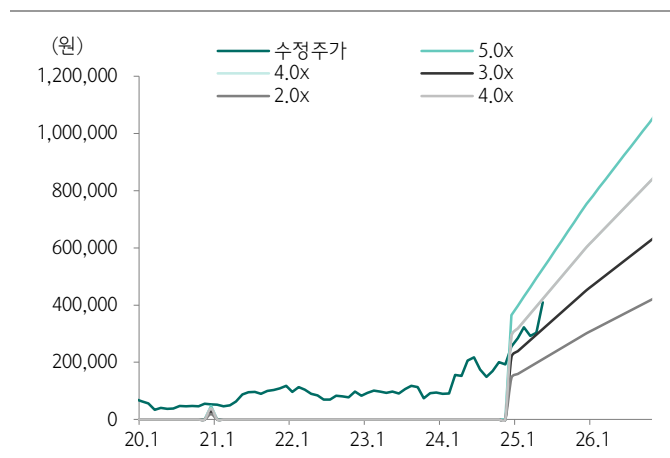
두산 전자 BG는 24년 9월 캐스팅 방식의 FCCL 전용 생산시설인 김제 공장 준공 후 25년 하반기 가동을 앞두고 있다. 캐스팅 방식의 FCCL은 기존의 롤투를 생산방식과는 차별화되는 고난도의 공정이 적용되며 현재 글로벌에서 3개 업체만이 생산 가능한 것으로 파악된다. 전자 BG는 해당 제품을 통해 신규 메이저 스마트폰 고객사 확보를 기대하고 있으며 FCCL은 AI 가속기향 CCL에 이어 차세대 성장동력으로 작용할 것으로 예상된다. 본격적인 실적 기여는 25년에 시작될 전망이다. 아울러, 전자 BG는 27년 수요에 대비한 추가 증설도 고려하고 있어 중장기적 성장세는 지속될 것으로 기대된다.

도표 1. 두산의 Valuation

영업가치	EBITDA(십억원)	Multiple	Value(십억원)	비고
자체사업	509.7	10.21	5,204.5	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용 (EMC, TUC, ITEQ, 이수페타시스, Shennan Circuit, Gold Circuit, TTM)
지분가치				
상장사	시가총액(십억원)	지분율	Value(십억원)	비고
두산에너지빌리티	22,163.4	30.4%	3,367.7	할인을 50% 적용
오리콤	72.7	60.9%	22.1	할인을 50% 적용
두산로보틱스	3,153.5	68.2%	1,075.2	할인을 50% 적용
상장사 합계			4,465.0	
비상장사	장부가액(십억원)	지분율	Value(십억원)	비고
두산 포트폴리오홀딩스	253.9	100.0%	253.9	장부가 적용
두산 로지스틱스솔루션	89.4	100.0%	89.4	
두산 모빌리티노베이션	206.3	86.1%	177.6	
비상장사 합계			521.0	
합계			10,190.5	
순현금			-735.3	별도 기준
Target NAV			9,455.2	
발행주식수			16,523,835	
목표주가			570,000	
현재주가			416,000	
과리율			37%	

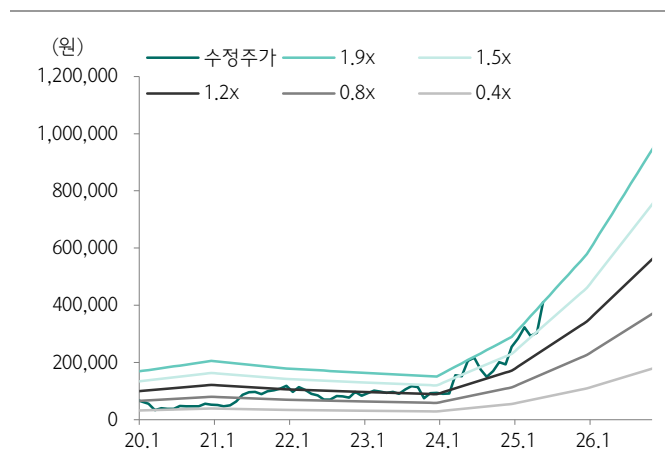
자료: 하나증권

도표 2. 두산 12MF P/E Band



자료: WiseFn, 하나증권

도표 3. 두산 12MF P/B Band



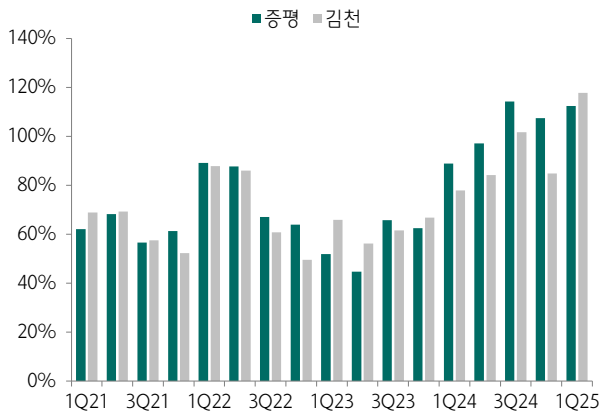
자료: WiseFn, 하나증권

도표 4. 두산 분기별 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출	4,462.3	4,592.2	3,878.5	5,199.8	4,298.7	5,396.0	5,297.2	5,912.7	18,132.9	20,904.6	23,513.3
YoY	2.6%	-7.6%	-14.5%	-1.4%	-3.7%	17.5%	36.6%	13.7%	-5.2%	15.3%	12.5%
QoQ	-15.4%	2.9%	-15.5%	34.1%	-17.3%	25.5%	-1.8%	11.6%			
자재사업	264.4	316.9	328.1	426.8	485.0	512.3	546.4	563.5	1,336.2	2,107.2	2,645.6
-전자BG	186.5	235.2	249.6	335.9	402.9	429.0	462.7	478.5	1,007.2	1,773.1	2,305.1
에너지빌리티	4,097.9	4,150.5	3,395.6	4,589.1	3,748.6	4,319.2	4,154.8	4,741.3	16,233.1	16,963.9	18,109.0
로보틱스	10.9	14.4	10.0	11.5	11.4	15.1	10.5	12.1	46.8	49.2	59.0
조정 및 기타	89.2	110.4	144.8	172.4	53.7	120.3	122.8	117.3	516.8	414.1	394.6
영업이익	347.9	336.7	110.2	208.9	198.5	502.5	436.4	541.6	1,003.8	1,671.4	2,389.9
YoY	2.9%	-34.2%	-65.5%	-21.5%	-42.9%	49.2%	296.0%	159.2%	-30.1%	66.5%	43.0%
QoQ	30.6%	-3.2%	-67.3%	89.6%	-5.0%	153.1%	-13.1%	24.1%			
자재사업	24.9	39.1	34.9	44.3	121.1	114.5	118.6	108.9	143.2	463.1	634.8
-전자BG	16.8	31.3	29.7	44.8	116.1	110.2	115.1	105.8	122.6	447.1	615.4
에너지빌리티	358.1	309.8	114.8	235.0	142.5	322.5	255.7	383.2	1,017.6	1,103.9	1,302.6
로보틱스	(6.9)	(7.9)	(9.6)	(16.9)	(8.3)	(8.7)	(8.9)	(8.7)	(41.2)	(46.0)	(37.2)
조정 및 기타	(28.2)	(4.3)	(29.9)	(53.5)	(56.8)	(36.1)	(44.1)	(47.6)	(115.8)	(180.6)	(125.9)
OPM	8%	7%	3%	4%	5%	9%	8%	9%	6%	8%	10%
자재/사업	9%	12%	11%	10%	25%	22%	22%	19%	11%	22%	24%
-전자BG	9%	13%	12%	13%	29%	26%	25%	22%	12%	25%	27%
에너지빌리티	9%	7%	3%	5%	4%	7%	6%	8%	6%	7%	7%
로보틱스	-63%	-55%	-96%	-147%	-73%	-57%	-84%	-72%	-88%	-94%	-63%

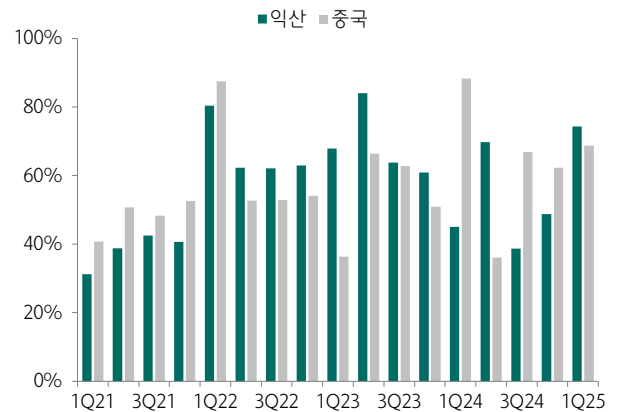
자료: 두산, 하나증권

도표 5. 증평/김천 공장 분기별 가동률 추이



자료: 두산, 하나증권

도표 6. 익산/중국 공장 분기별 가동률 추이



자료: 두산, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130.1	18,132.9	19,534.4	21,208.2	23,485.7
매출원가	15,885.1	15,170.7	16,392.1	16,868.7	18,406.3
매출총이익	3,245.0	2,962.2	3,142.3	4,339.5	5,079.4
판매비	1,808.8	1,958.4	1,794.3	1,951.0	2,018.5
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,348.0	2,388.6	3,060.9
금융손익	(400.6)	(216.1)	(370.2)	(346.1)	(307.1)
중속/관계기업손익	(42.2)	27.9	(157.1)	(295.1)	(219.4)
기타영업외손익	(542.4)	(222.6)	0.0	0.0	0.0
세전이익	451.0	593.0	820.7	1,747.4	2,534.5
법인세	178.9	290.7	388.9	856.2	1,241.9
계속사업이익	272.1	302.2	431.7	891.2	1,292.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	272.1	302.2	431.7	891.2	1,292.6
비배주주지분 순이익	660.4	528.4	(1,132.9)	(2,338.5)	(3,391.9)
지배주주순이익	(388.3)	(226.2)	1,564.6	3,229.7	4,684.4
지배주주지분포괄이익	(413.1)	(164.5)	(151.6)	(313.0)	(453.9)
NOPAT	866.5	511.6	709.1	1,218.2	1,561.1
EBITDA	2,140.6	1,771.0	2,220.6	3,294.0	3,993.5
성장성(%)					
매출액증가율	12.56	(5.21)	7.73	8.57	10.74
NOPAT증가율	(55.75)	(40.96)	38.60	71.80	28.15
EBITDA증가율	22.73	(17.27)	25.39	48.34	21.24
영업이익증가율	27.56	(30.11)	34.29	77.20	28.15
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	106.42	45.04
EPS증가율	적지	적지	흑전	106.42	45.04
수익성(%)					
매출총이익률	16.96	16.34	16.09	20.46	21.63
EBITDA이익률	11.19	9.77	11.37	15.53	17.00
영업이익률	7.51	5.54	6.90	11.26	13.03
계속사업이익률	1.42	1.67	2.21	4.20	5.50

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(18,133)	(10,562)	73,068	150,826	218,763
BPS	84,487	77,764	149,157	298,307	515,394
CFPS	108,635	98,376	96,632	140,313	176,516
EBITDAPS	99,966	82,704	103,703	153,829	186,495
SPS	893,375	846,803	912,254	990,421	1,096,780
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	(5.18)	(24.14)	5.69	2.76	1.90
PBR	1.11	3.28	2.79	1.39	0.81
PCFR	0.86	2.59	4.30	2.96	2.36
EV/EBITDA	7.18	11.49	9.96	5.78	3.63
PSR	0.11	0.30	0.46	0.42	0.38
재무비율(%)					
ROE	(22.74)	(14.57)	69.71	70.12	54.94
ROA	(1.42)	(0.77)	5.12	10.29	14.18
ROIC	5.18	2.95	3.88	6.55	8.23
부채비율	152.41	153.53	151.96	142.33	137.71
순부채비율	35.46	43.80	40.39	32.26	21.36
이자보상배율(배)	3.08	2.04	2.61	4.81	6.42

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	11,446.3	11,912.6	12,526.4	13,191.5	15,352.0
금융자산	3,963.9	4,136.9	4,400.2	4,369.6	5,583.3
현금성자산	3,539.2	3,704.1	3,947.8	3,878.4	5,039.5
매출채권	1,665.7	1,718.4	1,795.8	1,949.7	2,159.1
재고자산	2,927.1	3,136.4	3,277.8	3,558.6	3,940.8
기타유동자산	2,889.6	2,920.9	3,052.6	3,313.6	3,668.8
비유동자산	16,840.5	18,230.4	18,428.0	18,652.6	18,871.8
투자자산	938.9	1,196.4	1,226.6	1,286.7	1,368.4
금융자산	534.4	771.7	782.8	804.8	834.7
유형자산	6,509.4	7,012.5	7,142.9	7,291.4	7,413.7
무형자산	8,031.7	8,547.4	8,584.4	8,600.5	8,615.6
기타비유동자산	1,360.5	1,474.1	1,474.1	1,474.0	1,474.1
자산총계	28,286.8	30,143.1	30,954.4	31,844.1	34,223.8
유동부채	11,438.9	11,024.2	11,341.9	11,182.4	12,041.4
금융부채	4,218.3	4,280.8	4,299.2	3,545.0	3,594.8
매입채무	2,694.1	2,495.1	2,607.5	2,831.0	3,135.0
기타유동부채	4,526.5	4,248.3	4,435.2	4,806.4	5,311.6
비유동부채	5,641.2	7,229.4	7,327.1	7,521.0	7,785.0
금융부채	3,719.5	5,063.2	5,063.2	5,063.2	5,063.2
기타비유동부채	1,921.7	2,166.2	2,263.9	2,457.8	2,721.8
부채총계	17,080.1	18,253.6	18,669.0	18,703.5	19,826.4
지배주주지분	1,624.1	1,480.2	3,009.0	6,202.8	10,851.3
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,881.2	1,928.3	1,928.3	1,928.3	1,928.3
자본조정	(1,188.4)	(1,179.3)	(1,179.3)	(1,179.3)	(1,179.3)
기타포괄이익누계액	599.6	688.9	688.9	688.9	688.9
이익잉여금	208.0	(81.6)	1,447.2	4,641.0	9,289.6
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	9,276.4	6,937.9	3,546.1
자본총계	11,206.7	11,889.5	12,285.4	13,140.7	14,397.4
순금융부채	3,973.8	5,207.1	4,962.2	4,238.7	3,074.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,908.7	307.8	1,315.9	1,819.9	2,256.9
당기순이익	272.1	302.2	431.7	891.2	1,292.6
조정	1,203.9	1,058.2	872.7	905.4	932.6
감가상각비	704.3	767.2	872.7	905.4	932.5
외환거래손익	10.0	(73.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	43.5	(21.1)	0.0	0.0	0.0
기타	446.1	385.6	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산·부채변동	432.7	(1,052.6)	11.5	23.3	31.7
투자활동 현금흐름	(1,106.3)	(994.8)	(1,089.7)	(1,168.8)	(1,204.4)
투자자산감소(증가)	8,846.1	9,234.2	(30.2)	(60.0)	(81.7)
자본증가(감소)	(583.9)	(710.4)	(800.0)	(850.0)	(850.0)
기타	(9,368.5)	(9,518.6)	(259.5)	(258.8)	(272.7)
재무활동 현금흐름	431.1	1,426.8	(17.4)	(790.1)	13.9
금융부채증가(감소)	184.7	1,406.3	18.4	(754.2)	49.8
자본증가(감소)	276.5	47.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	5.7	9.1	0.1	0.0	0.0
배당지급	(35.8)	(35.8)	(35.9)	(35.9)	(35.9)
현금의 증감	1,233.5	739.8	649.3	(69.4)	1,161.0
Unlevered CFO	2,326.2	2,106.6	2,069.2	3,004.6	3,779.8
Free Cash Flow	1,324.8	(402.6)	515.9	969.9	1,406.9

2025년 5월 22일 | 기업분석_ Initiation

BUY (신규)

목표주가(12M) 57,000원
현재주가(5.21) 39,850원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,625.58
52주 최고/최저(원)	57,087/20,520
시가총액(십억원)	2,925.4
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	73,409.2
60일 평균 거래량(천주)	1,220.5
60일 평균 거래대금(십억원)	46.0
외국인지분율(%)	14.20
주요주주 지분율(%)	
이수 외 5인	26.24
국민연금공단	10.68

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,048.4	1,209.6
영업이익(십억원)	189.3	227.5
순이익(십억원)	150.2	182.8
EPS(원)	2,112	2,490
BPS(원)	8,116	10,455

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	675.3	836.9	1,046.0	1,210.2
영업이익	62.2	101.9	198.0	225.1
세전이익	54.7	91.8	189.7	216.5
순이익	47.7	74.0	153.6	173.2
EPS	719	1,116	2,155	2,360
증감율	(53.46)	55.22	93.10	9.51
PER	39.83	23.83	18.49	16.89
PBR	7.12	5.39	6.20	4.61
EV/EBITDA	26.36	15.10	13.61	11.75
ROE	19.51	24.91	38.44	31.33
BPS	4,022	4,938	6,425	8,641
DPS	95	143	143	143



Analyst 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

이수페타시스 (007660)

황금 씨앗을 뿌리는 중

투자의견 'BUY', 목표주가 57,000원으로 커버리지 개시

이수페타시스에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 57,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주는 12MF EPS 2,442원에 Target PER 23.36배를 적용해 산출했다. Target PER은 24년 평균 PER을 적용했다. AI 데이터센터에 대한 투자가 견조하게 이어지는 가운데 AI 가속기 및 네트워크향 MLB 시장 내 공급자 우위 상황이 지속될 것으로 예상된다. AI 가속기 및 네트워크 차세대 제품은 기존 대비 더 많은 적층 및 드릴 공정을 요구하는 다중적층 제품이 많아 생산량 증가가 제한적이기 때문이다. 이수페타시스는 이러한 강한 수요에 대응해 증설 및 생산 효율화를 통해 생산능력을 확충하고 있으며 추가된 생산능력은 25년 4분기부터 실적 기여가 시작될 전망이다. 아울러 기존 중저층 MLB 중심으로 생산하던 중국 법인에서 중다층 제품을 생산하기 시작해 이익의 성장이 더욱 가팔라질 것으로 판단한다.

2Q25 Preview: 숨 고르기

이수페타시스는 25년 2분기 매출 2,575억원(YoY +25.8%, QoQ +2.0%), 영업이익 503억원(YoY +82.9%, QoQ +5.5%)을 기록할 전망이다. 고객사 수요는 강하게 유지되는 가운데 제한된 Capa로 인해 전분기대비 성장세는 크지 않을 것으로 예상된다. 다만 주력 AI 가속기 고객사의 양산 물량이 증가하고 있고 차세대 제품에 대한 샘플 테스트가 진행중으로 연중으로 성장세는 지속될 것으로 예상된다. 네트워크향 주요 고객사의 수요 또한 연초 예상대비 강하게 유지되고 있는 것으로 파악된다.

28년까지 성장가시성 확보

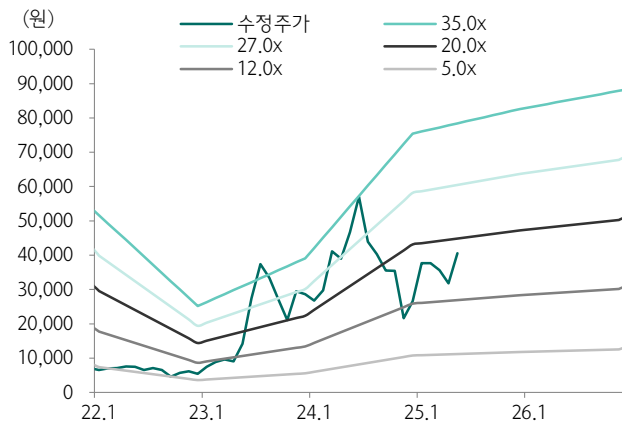
이수페타시스는 고객사의 Capa 확대 요구 및 다중적층 기반 제품군 확대에 인한 Capa Loss로 인해 증설을 진행하고 있다. 26년 초 다중적층 공장이 적용되는 가속기 및 스위치 제품의 본격적인 양산이 시작될 것으로 예상되는 가운데 25년 4분기 5공장의 신규 가동이 예정되어 있다.(1단계 증설) 5공장 가동에 따라 면적기준 Capa가 30% 이상 증가하는 효과가 있을 것으로 기대된다. 이후 26~28년 2단계 증설을 통해 1단계 대비 40% 이상 Capa를 확대할 계획이다. 2단계 증설에서는 고마진의 다중적층 Capa 중심으로 확대될 것으로 예상되어 중장기 성장 가시성을 확보했다는 판단이다.

도표 1. 이수페타시스 Valuation

비고		
12MF EPS (원)	2,442	
Target P/E (x)	23.36	24년 평균 PER 적용
목표주가 (원)	57,000	
현재주가 (원)	39,850	2025.05.21 종가 기준
상승여력	43%	

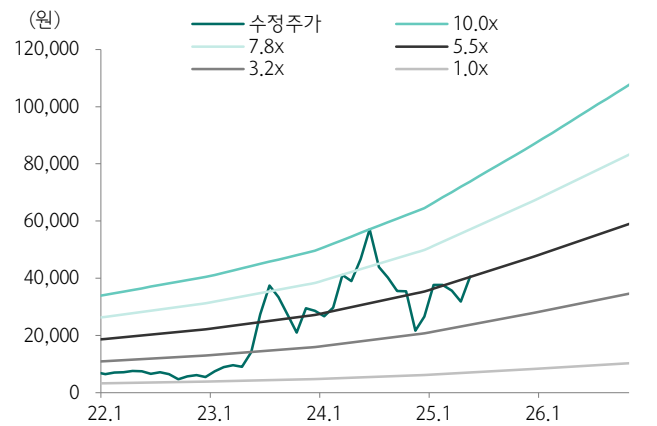
자료: 하나증권

도표 2. 이수페타시스 12MF P/E Band



주: 내용을 써주세요
 자료: 하나증권

도표 3. 이수페타시스 12MF P/B Band



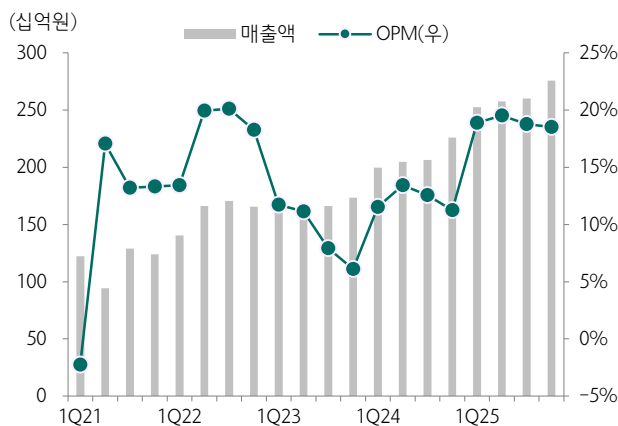
주: 내용을 써주세요
 자료: 하나증권

도표 4. 이수페타시스 분기별 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
Sales	199.6	204.7	206.4	226.1	252.5	257.5	260.1	275.9	836.9	1,046.0	1,210.2
YoY	16.1%	25.0%	24.2%	30.5%	26.5%	25.8%	26.0%	22.0%	23.9%	25.0%	15.7%
QoQ	15.2%	2.6%	0.8%	9.5%	11.7%	2.0%	1.0%	6.1%			
페타시스	168.4	174.2	181.6	194.6	209.6	214.8	218.5	234.5	718.7	877.4	1,040.8
미주	9.9	8.6	4.6	5.2	5.4	5.2	5.2	5.5	28.3	21.3	21.8
후난	36.8	37.2	33.8	44.6	53.8	56.0	54.8	55.7	152.4	220.3	232.0
영업이익	23.0	27.5	25.9	25.5	47.7	50.3	48.9	51.1	101.9	197.9	225.1
YoY	14.0%	50.5%	96.9%	141.0%	107.4%	82.9%	88.6%	100.6%	63.9%	94.3%	13.7%
QoQ	117.5%	19.6%	-5.8%	-1.7%	87.2%	5.5%	-2.9%	4.6%			
페타시스	16.5	23.3	20.2	18.5	33.4	35.5	35.2	36.2	78.5	140.3	164.3
미주	0.6	-1.0	2.2	2.7	2.9	4.2	4.1	3.9	4.5	15.1	13.5
후난	5.8	5.1	3.4	4.1	11.3	10.6	9.6	11.0	18.4	42.4	47.3
OPM	11.5%	13.4%	12.6%	11.3%	18.9%	19.5%	18.8%	18.5%	12.2%	18.9%	18.6%

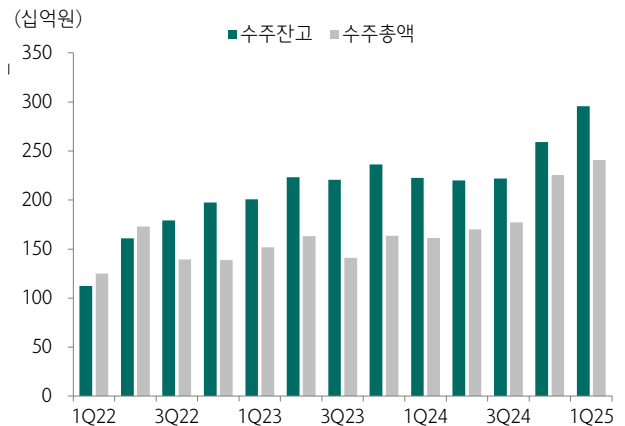
자료: 하나증권

도표 5. 분기별 실적 추이



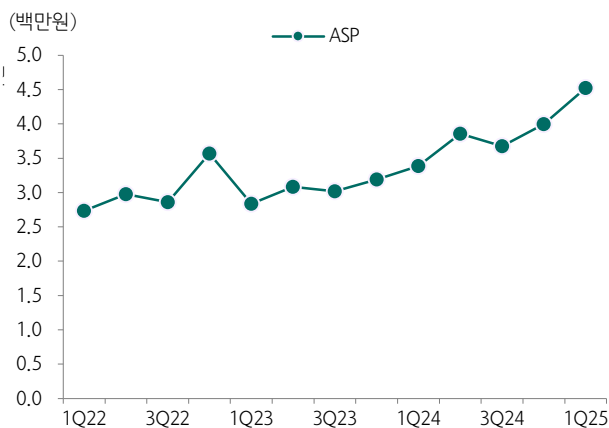
자료: 이수페타시스, 하나증권

도표 6. 분기별 수주잔고 및 수주총액 추이



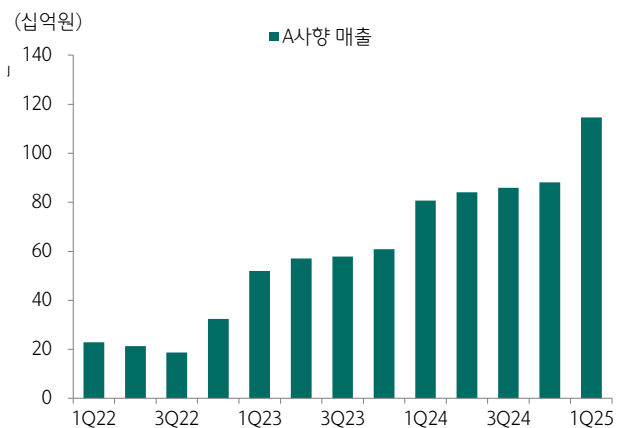
자료: 이수페타시스, 하나증권

도표 7. Blended ASP 추이(추정)



자료: 이수페타시스, 하나증권

도표 8. 주요 고객사향 매출 추이



자료: 이수페타시스, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	675.3	836.9	1,046.0	1,210.2	1,368.8
매출원가	558.9	680.3	771.4	904.6	1,043.6
매출총이익	116.4	156.6	274.6	305.6	325.2
판매비	54.3	54.7	76.6	80.5	84.5
영업이익	62.2	101.9	198.0	225.1	240.6
금융손익	(8.3)	(8.8)	(7.3)	(8.4)	(8.4)
종속/관계기업손익	(0.0)	(0.1)	(1.0)	(0.1)	(0.1)
기타영업외손익	0.8	(1.2)	0.1	(0.1)	(0.4)
세전이익	54.7	91.8	189.7	216.5	231.7
법인세	6.9	17.8	36.1	43.3	46.3
계속사업이익	47.7	74.0	153.6	173.2	185.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	47.7	74.0	153.6	173.2	185.3
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	47.7	74.0	153.6	173.2	185.3
지배주주지분포괄이익	50.8	67.1	153.6	173.2	185.3
NOPAT	54.3	82.2	160.3	180.1	192.5
EBITDA	77.5	126.2	223.3	246.4	258.4
성장성(%)					
매출액증가율	5.04	23.93	24.99	15.70	13.11
NOPAT증가율	(49.95)	51.38	95.01	12.35	6.89
EBITDA증가율	(40.20)	62.84	76.94	10.34	4.87
영업이익증가율	(46.66)	63.83	94.31	13.69	6.89
지배주주순이익증가율	(53.46)	55.14	107.57	12.76	6.99
EPS증가율	(53.46)	55.22	93.10	9.51	6.99
수익성(%)					
매출총이익률	17.24	18.71	26.25	25.25	23.76
EBITDA이익률	11.48	15.08	21.35	20.36	18.88
영업이익률	9.21	12.18	18.93	18.60	17.58
계속사업이익률	7.06	8.84	14.68	14.31	13.54

투자지표					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	719	1,116	2,155	2,360	2,525
BPS	4,022	4,938	6,425	8,641	11,023
CFPS	1,314	2,247	3,018	3,239	3,398
EBITDAPS	1,168	1,903	3,134	3,356	3,520
SPS	10,182	12,617	14,679	16,486	18,646
DPS	95	143	143	143	143
주가지표(배)					
PER	39.83	23.83	18.49	16.89	15.78
PBR	7.12	5.39	6.20	4.61	3.62
PCFR	21.80	11.84	13.20	12.30	11.73
EV/EBITDA	26.36	15.10	13.61	11.75	10.61
PSR	2.81	2.11	2.71	2.42	2.14
재무비율(%)					
ROE	19.51	24.91	38.44	31.33	25.68
ROA	8.14	10.45	17.38	16.24	14.69
ROIC	17.51	22.44	44.25	52.75	56.06
부채비율	134.82	141.24	107.31	82.20	68.96
순부채비율	67.46	53.66	13.16	(12.82)	(29.01)
이자보상배율(배)					
	5.40	8.68	0.00	0.00	0.00

자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
유동자산	383.6	522.7	731.3	926.8	1,152.3	
금융자산	49.8	81.4	196.6	318.7	473.4	
현금성자산	48.0	80.4	195.4	317.3	471.8	
매출채권	146.7	213.3	260.2	301.1	340.5	
재고자산	176.1	186.9	228.0	263.8	298.4	
기타유동자산	11.0	41.1	46.5	43.2	40.0	
비유동자산	242.8	267.4	246.5	229.0	214.9	
투자자산	28.5	27.4	31.8	35.6	39.3	
금융자산	27.5	25.7	29.7	33.2	36.6	
유형자산	192.4	201.5	176.8	156.2	139.0	
무형자산	4.4	7.2	6.6	6.0	5.4	
기타비유동자산	17.5	31.3	31.3	31.2	31.2	
자산총계	626.4	790.1	977.8	1,155.8	1,367.2	
유동부채	290.5	377.4	419.0	432.7	467.7	
금융부채	165.3	180.4	181.9	160.7	162.0	
매입채무	70.4	117.8	143.8	166.3	188.1	
기타유동부채	54.8	79.2	93.3	105.7	117.6	
비유동부채	69.1	85.2	87.1	88.8	90.3	
금융부채	64.5	76.7	76.7	76.7	76.7	
기타비유동부채	4.6	8.5	10.4	12.1	13.6	
부채총계	359.7	462.6	506.1	521.5	558.0	
지배주주지분	266.8	327.5	471.6	634.4	809.2	
자본금	63.2	63.2	63.2	63.2	63.2	
자본잉여금	81.0	81.0	81.0	81.0	81.0	
자본조정	(4.9)	(4.9)	(4.9)	(4.9)	(4.9)	
기타포괄이익누계액	13.1	15.9	15.9	15.9	15.9	
이익잉여금	114.4	172.3	316.4	479.1	653.9	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	266.8	327.5	471.6	634.4	809.2	
순금융부채	180.0	175.8	62.1	(81.3)	(234.7)	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	52.5	84.9	148.6	176.0	185.2
당기순이익	47.7	74.0	153.6	173.2	185.3
조정	28.2	58.4	25.4	21.3	17.8
감가상각비	15.3	24.3	25.4	21.2	17.8
외환거래손익	0.4	(7.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	12.5	41.1	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	(23.4)	(47.5)	(30.4)	(18.5)	(17.9)
투자활동 현금흐름	(61.4)	(63.0)	(4.6)	(4.0)	(3.9)
투자자산감소(증가)	(4.3)	1.2	(4.4)	(3.8)	(3.7)
자본증가(감소)	(65.2)	(59.9)	0.0	0.0	0.0
기타	8.1	(4.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
재무활동 현금흐름	16.7	21.0	(8.0)	(31.7)	(9.2)
금융부채증가(감소)	23.1	27.3	1.5	(21.2)	1.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(6.3)	(6.3)	(9.5)	(10.5)	(10.5)
현금의 증감	7.8	42.9	95.8	122.0	154.5
Unlevered CFO	87.2	149.0	215.1	237.8	249.4
Free Cash Flow	(12.7)	25.0	148.6	176.0	185.2

2025년 5월 22일 | 기업분석_ Initiation

BUY (신규)

목표주가(12M) 20,000원
현재주가(5.21) 14,830원

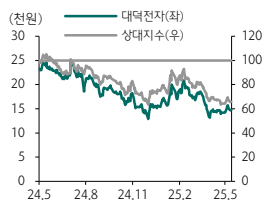
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,625.58
52주 최고/최저(원)	24,900/12,870
시가총액(십억원)	732.9
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	49,416.9
60일 평균 거래량(천주)	258.9
60일 평균 거래대금(십억원)	4.3
외국인지분율(%)	9.58
주요주주 지분율(%)	
대덕 외 5인	32.76
국민연금공단	8.38

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	954.4	1,120.0
영업이익(십억원)	22.7	68.8
순이익(십억원)	28.8	68.0
EPS(원)	558	1,320
BPS(원)	17,217	18,200

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	909.7	892.1	938.6	1,081.1
영업이익	23.7	11.3	18.3	73.9
세전이익	28.4	30.2	32.4	87.6
순이익	25.4	23.8	25.2	66.6
EPS	493	461	489	1,347
증감율	(86.19)	(6.49)	6.07	175.46
PER	54.87	33.62	30.33	11.01
PBR	1.60	0.91	0.87	0.82
EV/EBITDA	8.47	4.49	3.78	2.09
ROE	2.95	2.73	2.87	7.37
BPS	16,857	16,996	17,085	17,994
DPS	300	400	400	400



Analyst 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

대덕전자(353200)

2분기 흑자전환 기대

투자의견 BUY, 목표주가 20,000원으로 커버리지를 개시

대덕전자에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 20,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26년 예상 EPS 1,347원에 FCBGA 및 MLB 업체 평균 PER 14.5배를 적용해 산출했다. 21년 FCBGA 업황 호황 시 대규모 증설 이후 업황 부진에 따른 가동을 둔화 및 고정비 부담 증가로 2개 분기 연속 적자를 기록했다. 다만 FCBGA 신규 고객사 확보에 따른 가동률 회복 및 적자 축소로 25년 2분기 턴어라운드 성공할 것으로 기대되며 신규 사업인 AI 가속기향 MLB 실적 기여 또한 본격화 될 것으로 예상된다.

1분기 저점으로 연중 실적 개선세 이어질 전망

대덕전자는 25년 매출액 9,387억원(YoY +5.2%), 영업이익 182억원(YoY +62.1%, OPM 1.9%)을 기록할 전망이다. BOC 기판은 메모리향 재고조정이 마무리되며 GDDR 및 LPDDR 중심으로 수주가 회복되고 있다. 특히 하반기에는 PC 교체 수요 증가와 더불어 CXL, SoCAMP, LPCAMP 등 신규 메모리 제품 출시에 따라 LPDDR 수요가 확대될 전망이며, 이에 따라 BOC 기판 수요도 동반 상승할 것으로 기대된다. FCBGA는 현재 가동률이 50%를 하회하고 있으나, 하반기부터 자율주행칩용 FCBGA의 실적 기여가 본격화될 것으로 보인다. 해당 제품은 기존 인포테인먼트향 대비 크기가 70% 이상 크고 층수가 높아, 실적 개선 효과가 유의미할 것으로 예상된다. MLB 기판 부문 역시 하반기부터 네트워크 장비 수요 회복과 AI 가속기 고객사의 신제품 양산 확대에 따라 출하가 증가할 것으로 전망된다. 이에 따라 가동률 상승이 수익성 개선으로 이어질 것으로 기대된다. 대덕전자는 MLB 수요 증가에 대응해 오는 10월부터 연간 약 4,000억 원 규모의 생산능력을 확보할 예정이며, 이는 중장기적인 성장동력으로 작용할 전망이다.

MLB 실적 기여 증가 & FCBGA 적자폭 축소가 실적 견인

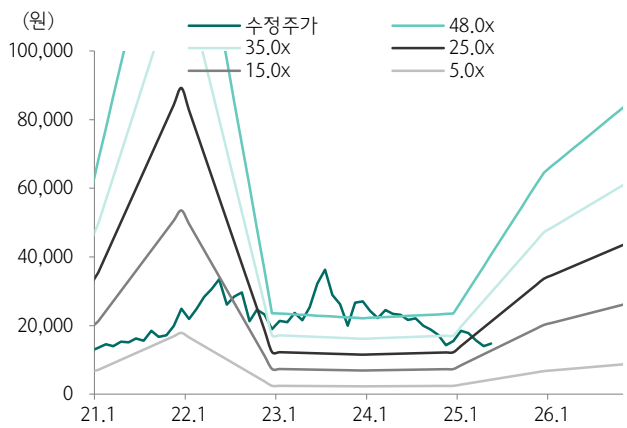
대덕전자는 기존에 감가상각이 종료된 HDI Capa 보수를 통해 AI 가속기향 MLB 본격적인 공급을 준비중이며 기존 2천억 수준인 MLB Capa가 4분기에는 2배 가까이 증가할 전망이다. 현재 고객사에 샘플을 안정적으로 공급하고 있으며 고객사 신제품 출시 시점부터 실적 기여가 본격화 될 전망이다. FCBGA의 경우 하반기 ADAS향 FCBGA 공급이 예정되어 있으며 21년 대규모 투자에 대한 감가상각이 상반기 중 마무리되며 고정비 부담 완화로 인해 적자 폭이 축소될 것으로 예상된다. 하반기 AI 수혜 본격화가 실적 개선과 주가 상승의 기회로 작용할 것이라는 판단이다.

도표 1. 대덕전자 Valuation

비교		
EPS (원)	1,347	26년 EPS
Target P/E (x)	14.5	lbiden, Unimicron, 삼성전기, 이수페타시스, Shennan Circuit, TTM
적정주가 (원)	20,203	
목표주가 (원)	20,000	
현재주가 (원)	14,830	2025.05.21 종가 기준
상승여력 (%)	34.9	

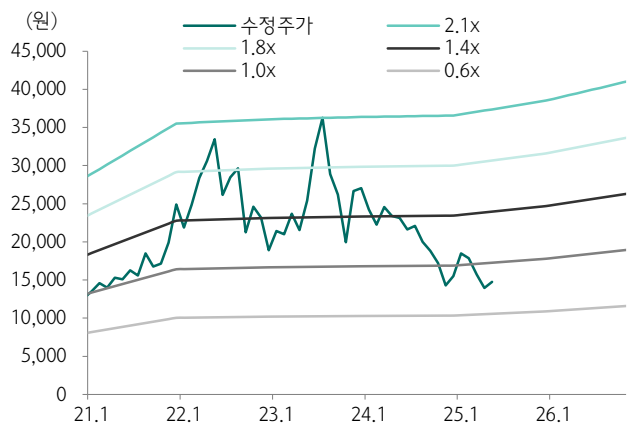
자료: 하나증권

도표 2. 대덕전자 12MF P/E Band



자료: WiseFn, 하나증권

도표 3. 대덕전자 12MF P/B Band



자료: WiseFn, 하나증권

도표 4. 대덕전자 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	214.8	238.2	232.7	206.5	215.4	228.0	247.6	247.7	892.1	938.7	1,081.1
YoY	-1.3%	8.4%	-2.2%	-11.9%	0.3%	-4.3%	6.4%	19.9%	-1.9%	5.2%	15.2%
QoQ	-8.4%	10.9%	-2.3%	-11.2%	4.3%	5.9%	8.6%	0.0%			
Substrate PKG	188.5	208.7	197.7	173.9	176.6	183.2	198.5	195.1	768.8	753.4	831.7
-Memory	117.6	129.6	127.3	102.0	101.3	104.6	110.0	99.8	476.5	415.7	454.9
-Logic	70.9	79.1	70.4	72.0	75.3	78.7	88.5	95.3	292.4	337.8	376.8
MLB	25.5	29.5	35.0	32.6	38.8	44.8	49.0	52.6	122.6	185.2	249.4
Flexible	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
매출비중											
Substrate PKG	87.8%	87.6%	85.0%	84.2%	82.0%	80.3%	80.2%	78.8%	86.2%	80.3%	76.9%
-Memory	54.8%	54.4%	54.7%	49.4%	47.0%	45.8%	44.4%	40.3%	53.4%	44.3%	42.1%
-Logic	33.0%	33.2%	30.3%	34.8%	35.0%	34.5%	35.8%	38.5%	32.8%	36.0%	34.9%
MLB	11.9%	12.4%	15.0%	15.8%	18.0%	19.7%	19.8%	21.2%	13.7%	19.7%	23.1%
Flexible	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
OP	(2.9)	10.9	9.2	(6.0)	(6.2)	4.8	9.7	10.0	11.3	18.2	73.9
YoY	-128.1%	94.1%	548.6%	-192.8%	115.0%	-55.9%	5.1%	-267.1%	-52.6%	62.1%	304.8%
QoQ	-144.9%	-477.5%	-15.6%	-164.8%	4.1%	-177.5%	101.1%	3.1%			
OPM	-1.3%	4.6%	4.0%	-2.9%	-2.9%	2.1%	3.9%	4.0%	1.3%	1.9%	6.8%

자료: 대덕전자, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	909.7	892.1	938.6	1,081.1	1,166.6
매출원가	834.5	830.6	870.2	955.3	1,013.4
매출총이익	75.2	61.5	68.4	125.8	153.2
판매비	51.4	50.3	50.2	51.9	53.0
영업이익	23.7	11.3	18.3	73.9	100.2
금융손익	9.1	17.1	10.8	12.9	14.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(4.5)	1.8	3.3	0.8	2.6
세전이익	28.4	30.2	32.4	87.6	116.9
법인세	3.0	6.4	7.2	21.0	28.0
계속사업이익	25.4	23.8	25.2	66.6	88.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	25.4	23.8	25.2	66.6	88.8
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	25.4	23.8	25.2	66.6	88.8
지배주주지분포괄이익	34.0	22.6	25.2	66.6	88.8
NOPAT	21.2	8.9	14.2	56.1	76.1
EBITDA	138.8	128.7	119.2	157.3	169.2
성장성(%)					
매출액증가율	(30.88)	(1.93)	5.21	15.18	7.91
NOPAT증가율	(87.88)	(58.02)	59.55	295.07	35.65
EBITDA증가율	(58.85)	(7.28)	(7.38)	31.96	7.57
영업이익증가율	(89.81)	(52.32)	61.95	303.83	35.59
(지배주주)순이익증가율	(86.19)	(6.30)	5.88	164.29	33.33
EPS증가율	(86.19)	(6.49)	6.07	175.46	33.41
수익성(%)					
매출총이익률	8.27	6.89	7.29	11.64	13.13
EBITDA이익률	15.26	14.43	12.70	14.55	14.50
영업이익률	2.61	1.27	1.95	6.84	8.59
계속사업이익률	2.79	2.67	2.68	6.16	7.61

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	493	461	489	1,347	1,797
BPS	16,857	16,996	17,085	17,994	19,334
CFPS	3,645	3,157	2,705	3,320	3,610
EBITDAPS	2,694	2,498	2,313	3,054	3,285
SPS	17,659	17,319	18,222	20,987	22,647
DPS	300	400	400	400	400
주가지표(배)					
PER	54.87	33.62	30.33	11.01	8.25
PBR	1.60	0.91	0.87	0.82	0.77
PCFR	7.42	4.91	5.48	4.47	4.11
EV/EBITDA	8.47	4.49	3.78	2.09	1.16
PSR	1.53	0.89	0.81	0.71	0.65
재무비율(%)					
ROE	2.95	2.73	2.87	7.37	9.24
ROA	2.19	2.14	2.24	5.56	6.94
ROIC	3.21	1.38	2.49	11.60	18.55
부채비율	29.85	24.35	31.69	33.18	33.02
순부채비율	(21.08)	(23.44)	(33.42)	(44.80)	(55.01)
이자보상배율(배)	25.76	16.49	83.68	0.00	0.00

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	433.1	465.9	632.0	790.9	950.2
금융자산	203.2	221.2	338.5	452.8	585.5
현금성자산	76.6	38.2	119.0	200.0	312.6
매출채권	123.2	128.4	154.0	177.4	191.4
재고자산	90.6	100.5	120.6	138.9	149.8
기타유동자산	16.1	15.8	18.9	21.8	23.5
비유동자산	694.5	622.9	527.0	443.6	374.5
투자자산	7.0	7.3	7.0	7.0	7.0
금융자산	7.0	7.3	7.0	7.0	7.0
유형자산	629.2	567.7	478.5	397.4	330.0
무형자산	12.8	11.0	8.6	6.2	4.5
기타비유동자산	45.5	36.9	32.9	33.0	33.0
자산총계	1,127.5	1,088.7	1,159.0	1,234.4	1,324.8
유동부채	176.7	159.7	217.7	237.8	253.9
금융부채	7.1	9.3	39.4	32.5	32.6
매입채무	46.2	42.4	50.9	58.6	63.2
기타유동부채	123.4	108.0	127.4	146.7	158.1
비유동부채	82.5	53.5	61.2	69.8	74.9
금융부채	13.0	6.6	5.0	5.0	5.0
기타비유동부채	69.5	46.9	56.2	64.8	69.9
부채총계	259.2	213.2	278.9	307.5	328.8
지배주주지분	868.3	875.5	880.1	926.9	995.9
자본금	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8
자본잉여금	545.1	545.1	545.1	545.1	545.1
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	0.8	3.1	2.9	2.9	2.9
이익잉여금	296.7	301.6	306.4	353.2	422.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	868.3	875.5	880.1	926.9	995.9
순금융부채	(183.0)	(205.2)	(294.2)	(415.3)	(547.9)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	180.7	97.8	112.6	156.6	161.8
당기순이익	25.4	23.8	25.2	66.6	88.8
조정	114.8	138.3	107.2	83.5	69.1
감가상각비	115.0	117.4	100.9	83.5	69.1
외환거래손익	1.7	(3.8)	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.9)	24.7	6.5	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	40.5	(64.3)	(19.8)	6.5	3.9
투자활동 현금흐름	(197.5)	(116.1)	(45.6)	(33.4)	(20.0)
투자자산감소(증가)	(1.0)	(0.2)	0.3	(0.0)	(0.0)
자본증가(감소)	(117.0)	(59.6)	(8.4)	0.0	0.0
기타	(79.5)	(56.3)	(37.5)	(33.4)	(20.0)
재무활동 현금흐름	(27.8)	(19.6)	28.3	(26.6)	(19.7)
금융부채증가(감소)	(7.2)	(4.2)	28.4	(6.8)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.1	20.5	0.0	0.1
배당지급	(20.6)	(15.5)	(20.6)	(19.8)	(19.8)
현금의 증감	(44.5)	(37.9)	109.6	81.0	112.7
Unlevered CFO	187.8	162.6	139.4	171.0	185.9
Free Cash Flow	63.7	38.2	104.1	156.6	161.8

2025년 5월 22일 | 기업분석_Initiation

BUY (신규)

목표주가(12M) 115,000원
현재주가(5.21) 93,400원

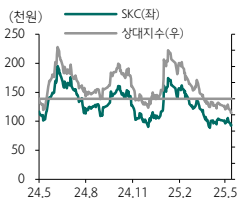
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,625.58
52주 최고/최저(원)	195,300/88,700
시가총액(십억원)	3,536.9
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	37,868.3
60일 평균 거래량(천주)	278.0
60일 평균 거래대금(십억원)	32.2
외국인지분율(%)	14.54
주요주주 지분율(%)	
SK 외 6인	40.89
국민연금공단	6.02

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,880.9	2,166.9
영업이익(십억원)	(155.4)	59.3
순이익(십억원)	(265.2)	(83.4)
EPS(원)	(6,161)	(2,118)
BPS(원)	28,504	26,736

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,493.5	1,721.6	1,996.9	2,546.4
영업이익	(213.7)	(276.8)	(195.3)	64.8
세전이익	(398.6)	(662.0)	(396.9)	(93.4)
순이익	(275.5)	(443.5)	(365.4)	(86.3)
EPS	(7,276)	(11,711)	(9,649)	(2,280)
증감율	적지	적지	적지	적지
PER	(12.45)	(8.97)	(9.68)	(40.96)
PBR	2.06	2.80	3.35	3.64
EV/EBITDA	(180.36)	(79.81)	(563.97)	29.79
ROE	(17.57)	(34.34)	(36.92)	(11.31)
BPS	43,961	37,559	27,910	25,630
DPS	0	0	0	0



Analyst 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

SKC(011790)

실적은 개선중, 신사업은 순항중

투자의견 'BUY', 목표주가 115,000원으로 커버리지 개시

SKC에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 115,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 각 사업부의 26년 실적 추정치에 EV/EBITDA 멀티플을 적용해 산출했다. 동박 공급 과잉 상황에도 불구하고, SKC는 복수의 글로벌 배터리 고객사를 확보해 연내 총 15.2만 톤 규모의 중장기 공급 계약 체결을 완료할 것으로 기대된다. 또한, 말레이시아 신공장의 가동률이 연중으로 상승하면서 국내 유틸리티 비용 부담을 상쇄할 수 있을 것으로 예상되며, 이에 따라 2026년에는 2차전지 부문의 흑자 전환이 가능할 것으로 판단한다. SKC의 주요 신사업인 글라스 기판은 고객사와의 샘플 검증이 순조롭게 진행되고 있으며 연내 추가적인 진척이 있을 것으로 예상된다. 고객사와의 최종 스펙 협의 후 공급 규모 및 증설 관련 내용이 구체화 될 것으로 기대되며 26년 하반기 본격적인 실적 기여가 시작될 것으로 전망한다.

2025 Preview: 동반 판매량 회복 및 반도체 사업부 실적 정상화

SKC의 25년 매출은 1조 9,969억원(YoY +16%), 영업손실 1,954억원(YoY 적자지속, OPM - 9.8%)을 기록할 전망이다. 2차전지 부문은 24년 3분기를 저점으로 판매량 회복세가 이어지고 있으며, 25년 연간 매출 5,197억 원(YoY +37.6%), 영업손실 745억 원(적자 지속)을 기록할 것으로 전망한다. 2분기에는 동박 판매량이 전분기 대비 80% 이상 증가할 것으로 예상되며, 연말까지 판매량 회복세는 지속될 것으로 보인다. 반도체 부문 내 ISC는 25년 1분기, 일부 고객사의 프로젝트 지연으로 실적이 시장 기대치를 하회했으나, 3월 이후 수주 물량이 점차 개선되고 있는 것으로 파악된다. 뿐만 아니라 연내 추가적인 M&A를 통해 볼트온 전략이 가속화될 것으로 예상되며, 사업부 간 시너지 효과를 통해 중장기적인 성장 가시성 또한 강화될 전망이다. 화학 부문은 PG 원재료인 벤젠 가격 하락으로 인해 2분기 수익성이 전분기 대비 소폭 개선될 것으로 보인다. 그러나 중국 업체들의 SM 공급 확대 영향으로 인해 화학부문의 구조적인 실적 개선은 당분간 어려울 것으로 판단된다. 다만, 전사 사업 구조 리밸런싱 차원에서 화학 부문 매각이 성공적으로 이루어질 경우, 전사 흑자 전환 시점이 앞당겨질 수 있을 것으로 기대된다.

글라스 기판 사업 조용히 순항중

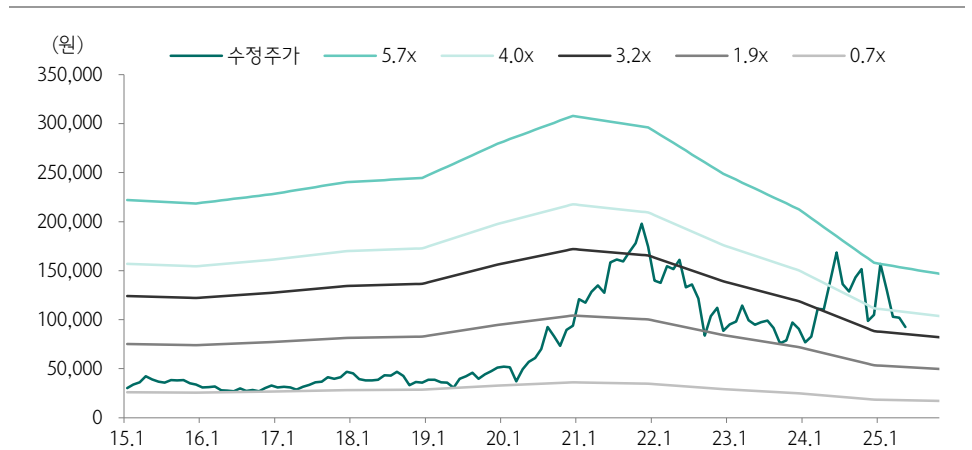
애플릭스는 현재 복수의 고객사와 최종 샘플 검증을 진행하고 있으며 이르면 연내 일부 고객사향 공급 여부가 가시화될 것으로 예상된다. 아울러 트럼프 취임 후 애플릭스의 CHIPS 보조금 수령에 대한 우려가 있었으나 2분기 중 4,000만 달러(570억원) 규모의 1차 보조금을 수령한 것으로 파악된다. 잔여 보조금(3,500만 달러)은 2공장 증설을 진행하며 수령할 예정이다.

도표 1. SKC Valuation

	26F EBITDA	Multiple	EV	비고
2차전지	113.3	12.15	1,376.6	롯데에너지머티리얼즈, 솔루스첨단소재
화학	22.5	8.77	197.1	Dow, Dupont
반도체 소재	86.4	25.82	2,230.6	리노공업, Winway
글라스 기판	108.7	30	3,260.7	
Total			7,065.0	
자산가치			157.4	SK리비오 77%, NEX Investment 80%
현금(십억원)	418.9		418.9	
차입금(십억원)	3,273.3		3,273.3	
적정시가총액(십억원)			4,367.9	
총주식수(주)	37,868,298			
목표주가			115,000	
현재주가			93,400	2025.05.21 종가
상승여력			23%	

자료: 하나증권

도표 2. SKC 12MF P/B Band Chart



자료: WiseFn, 하나증권

도표 3. SKC 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
Sales	398.8	453.4	444.3	425.0	438.5	498.8	522.8	536.8	1,721.5	1,996.9	2,546.4
YoY	-13.4%	4.7%	24.3%	75.3%	10.0%	10.0%	17.7%	26.3%	15.3%	16.0%	27.5%
QoQ	64.5%	13.7%	-2.0%	-4.3%	3.2%	13.8%	4.8%	2.7%			
2차전지	84.5	76.3	70.1	87.3	98.7	129.4	142.5	149.2	318.2	519.7	739.6
반도체	39.8	57.9	59.1	53.0	44.1	61.9	67.7	60.2	209.8	234.0	273.9
화학	272.6	317.5	313.0	283.6	294.9	306.1	311.3	326.3	1,186.7	1,238.6	1,326.5
신규사업	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	200.0
기타	1.9	1.7	2.1	1.0	0.8	1.4	1.3	1.1	6.7	4.7	6.5
OP	-72.3	-61.6	-60.3	-82.6	-74.5	-55.8	-35.8	-29.3	-276.8	-195.4	64.8
YoY	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환
QoQ	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속			
2차전지	-37.3	-36.9	-34.0	-42.3	-34.6	-25.4	-14.0	-0.6	-150.5	-74.5	27.0
반도체	8.1	14.5	13.9	8.1	6.8	13.5	20.6	14.9	44.6	55.9	75.2
화학	-15.3	-5.3	-15.7	-16.3	-18.3	-14.3	-13.7	-13.9	-52.6	-60.2	-25.2
신규사업	-8.9	-10.1	-10.6	-13.5	-10.5	-11.2	-11.4	-11.7	-43.1	-44.8	60.0
기타	-18.9	-23.8	-13.9	-18.6	-17.9	-18.6	-17.2	-18.1	-75.2	-71.8	-72.2
OPM	-18.1%	-13.6%	-13.6%	-19.4%	-17.0%	-11.2%	-6.8%	-5.5%	-16.1%	-9.8%	2.5%
2차전지/	-44.1%	-48.4%	-48.5%	-48.5%	-35.1%	-19.6%	-9.8%	-0.4%	-47.3%	-14.3%	3.7%
반도체/	20.4%	25.0%	23.5%	15.3%	15.4%	21.9%	30.4%	24.8%	21.3%	23.9%	27.4%
화학/	-5.6%	-1.7%	-5.0%	-5.7%	-6.2%	-4.7%	-4.4%	-4.3%	-4.4%	-4.9%	-1.9%

자료: SKC, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,493.5	1,721.6	1,996.9	2,546.4	2,953.6
매출원가	1,485.3	1,746.5	1,938.8	2,284.9	2,546.9
매출총이익	8.2	(24.9)	58.1	261.5	406.7
판매비	221.9	251.9	253.4	196.6	232.6
영업이익	(213.7)	(276.8)	(195.3)	64.8	174.0
금융손익	(152.6)	(269.1)	(149.4)	(151.6)	(144.0)
중속/관계기업손익	(21.3)	(14.2)	(52.2)	(6.6)	(3.6)
기타영업외손익	(11.0)	(101.8)	0.0	0.0	0.0
세전이익	(398.6)	(662.0)	(396.9)	(93.4)	26.4
법인세	(119.5)	(83.8)	(27.1)	(6.4)	1.8
계속사업이익	(279.2)	(578.2)	(369.8)	(87.0)	24.6
중단사업이익	(47.2)	123.2	1.5	0.0	0.0
당기순이익	(326.4)	(455.1)	(368.3)	(87.0)	24.6
비배주주지분 순이익	(50.8)	(11.6)	(2.9)	(0.7)	0.2
지배주주순이익	(275.5)	(443.5)	(365.4)	(86.3)	24.4
지배주주지분포괄이익	(199.1)	(236.6)	(402.8)	(95.2)	26.9
NOPAT	(149.7)	(241.8)	(182.0)	60.4	162.1
EBITDA	(41.1)	(100.4)	(14.0)	264.3	383.5
성장성(%)					
매출액증가율	(37.42)	15.27	15.99	27.52	15.99
NOPAT증가율	적전	적지	적지	흑전	168.38
EBITDA증가율	적전	적지	적지	흑전	45.10
영업이익증가율	적전	적지	적지	흑전	168.52
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	적지	흑전
EPS증가율	적지	적지	적지	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	0.55	(1.45)	2.91	10.27	13.77
EBITDA이익률	(2.75)	(5.83)	(0.70)	10.38	12.98
영업이익률	(14.31)	(16.08)	(9.78)	2.54	5.89
계속사업이익률	(18.69)	(33.59)	(18.52)	(3.42)	0.83

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(7,276)	(11,711)	(9,649)	(2,280)	645
BPS	43,961	37,559	27,910	25,630	26,274
CFPS	(938)	(3,685)	(1,707)	6,804	10,030
EBITDAPS	(1,086)	(2,651)	(370)	6,979	10,126
SPS	39,439	45,462	52,732	67,243	77,997
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(12.45)	(8.97)	(9.68)	(40.96)	144.81
PBR	2.06	2.80	3.35	3.64	3.55
PCFR	(96.59)	(28.52)	(54.72)	13.73	9.31
EV/EBITDA	(180.36)	(79.81)	(563.97)	29.79	19.40
PSR	2.30	2.31	1.77	1.39	1.20
재무비율(%)					
ROE	(17.57)	(34.34)	(36.92)	(11.31)	3.33
ROA	(4.10)	(6.44)	(5.41)	(1.27)	0.35
ROIC	(3.47)	(5.05)	(3.99)	1.39	3.74
부채비율	178.57	194.35	250.95	270.23	283.85
순부채비율	113.72	127.03	170.97	177.33	151.71
이자보상배율(배)	(1.39)	(1.60)	(1.20)	0.41	1.13

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,081.3	1,520.5	1,349.0	901.0	1,189.0
금융자산	590.4	736.1	390.9	200.2	658.0
현금성자산	531.0	403.6	40.2	128.6	585.7
매출채권	162.5	218.2	315.4	283.9	255.5
재고자산	332.9	234.7	258.1	232.3	185.9
기타유동자산	995.5	331.5	384.6	184.6	89.6
비유동자산	4,951.1	5,228.2	5,404.8	5,901.7	5,958.3
투자자산	309.1	219.8	317.7	264.0	280.1
금융자산	60.5	14.3	20.7	26.4	30.6
유형자산	2,665.4	3,240.5	3,305.0	3,856.0	3,899.5
무형자산	1,670.9	1,492.8	1,507.0	1,506.5	1,503.5
기타비유동자산	305.7	275.1	275.1	275.2	275.2
자산총계	7,032.3	6,748.7	6,753.8	6,802.6	7,147.3
유동부채	1,845.6	2,211.0	2,446.7	2,259.4	2,488.2
금융부채	1,256.8	1,713.2	1,745.6	1,323.0	1,347.4
매입채무	87.8	121.5	175.7	228.4	285.5
기타유동부채	501.0	376.3	525.4	708.0	855.3
비유동부채	2,662.3	2,244.9	2,382.8	2,705.9	2,797.1
금융부채	2,204.3	1,935.5	1,935.5	2,135.5	2,135.5
기타비유동부채	458.0	309.4	447.3	570.4	661.6
부채총계	4,507.9	4,455.9	4,829.4	4,965.2	5,285.3
지배주주지분	1,410.6	1,172.3	806.9	720.6	745.0
자본금	189.3	189.3	189.3	189.3	189.3
자본잉여금	284.7	278.5	278.5	278.5	278.5
자본조정	(283.4)	(274.8)	(274.8)	(274.8)	(274.8)
기타포괄이익누계액	84.5	293.4	293.4	293.4	293.4
이익잉여금	1,135.5	685.9	320.5	234.1	258.5
비지배주주지분	1,113.8	1,120.4	1,117.5	1,116.8	1,117.0
자본총계	2,524.4	2,292.7	1,924.4	1,837.4	1,862.0
순금융부채	2,870.7	2,912.6	3,290.2	3,258.3	2,824.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(234.7)	(199.7)	23.4	572.1	614.0
당기순이익	(326.4)	(455.1)	(368.3)	(87.0)	24.6
조정	157.5	171.7	181.3	199.5	209.4
감가상각비	172.6	176.4	181.3	199.5	209.4
외환거래손익	7.0	(5.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	25.9	29.6	0.0	0.0	0.0
기타	(48.0)	(29.3)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(65.8)	83.7	210.4	459.6	380.0
투자활동 현금흐름	(987.5)	16.7	(376.2)	(417.1)	(266.8)
투자자산감소(증가)	1,135.8	1,230.6	(97.9)	53.7	(16.1)
자본증가(감소)	(1,031.4)	(667.5)	(200.0)	(700.0)	(200.0)
기타	(1,091.9)	(546.4)	(78.3)	229.2	(50.7)
재무활동 현금흐름	31.4	189.9	32.5	(222.7)	24.4
금융부채증가(감소)	147.1	187.5	32.5	(222.7)	24.4
자본증가(감소)	(79.7)	(6.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.4	8.6	0.0	0.0	0.0
배당지급	(37.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(1,190.9)	6.9	(411.3)	88.4	457.1
Unlevered CFO	(35.5)	(139.5)	(64.6)	257.7	379.8
Free Cash Flow	(1,266.1)	(867.3)	(176.6)	(127.9)	414.0

2025년 5월 22일 | 기업분석_Initiation

BUY (신규)

목표주가(12M) 76,000원
현재주가(5.21) 50,800원

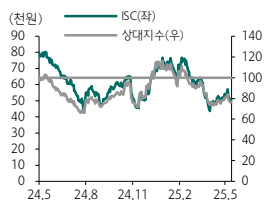
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	723.62
52주 최고/최저(원)	80,200/42,550
시가총액(십억원)	1,076.8
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	21,197.1
60일 평균 거래량(천주)	153.5
60일 평균 거래대금(십억원)	8.7
외국인지분율(%)	17.84
주요주주 지분율(%)	
SKC 외 2인	45.16

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	210.8	258.9
영업이익(십억원)	52.5	67.1
순이익(십억원)	55.4	65.5
EPS(원)	2,610	3,080
BPS(원)	27,382	29,680

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	140.2	174.5	211.6	273.9
영업이익	10.7	44.8	56.2	75.2
세전이익	17.6	69.6	70.1	90.4
순이익	13.2	54.7	51.4	66.2
EPS	720	2,579	2,424	3,125
증감율	(71.56)	258.19	(6.01)	28.92
PER	111.53	27.96	20.96	16.26
PBR	3.47	2.83	1.87	1.72
EV/EBITDA	73.34	22.01	10.84	8.01
ROE	3.56	10.98	9.51	11.37
BPS	23,173	25,507	27,149	29,492
DPS	200	810	810	810



Analyst 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

ISC(095340)

러버소켓 강자, 고객 저변 확대 중

투자의견 BUY, 목표주가 76,000원으로 커버리지 개시

ISC에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 76,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target PER 27.09배를 적용해 산출했다. Target PER은 24년 평균 PER을 적용했다. 글로벌 팹리스 업체의 실리콘 러버 소켓 채택이 확대되고 있으며 (북미/일본 ASIC, 중화권 AP), M&A를 통한 외형 및 수익성 증대 전략으로 성장이 가속화 될 것으로 예상된다. 또한 견조한 AI 데이터센터 인프라 투자는 AI 가속기향 테스트 소켓 수요를 견인할 것으로 예상되어 연중으로 양호한 실적 흐름이 지속될 것으로 전망한다.

2Q25 Preview: 실적 정상화 기대

ISC는 25년 2분기 매출 519억원(YoY +4%, QoQ +64%), 영업이익 135억원(YoY -9%, QoQ +94%)를 기록할 전망이다. 1분기 일부 고객사의 프로젝트 및 양산 일정 지연으로 예상대비 저조한 실적을 기록했으나 1분기말부터 모바일 어플리케이션 중심으로 수주 물량이 회복세에 접어든 것으로 파악된다. 25년 연간으로는 매출 2,116억원(YoY +21%), 영업이익(YoY +25%, OPM 27%)를 기록할 전망이다. 하반기부터 SK엔펠스로부터 인수한 장비사업부문(아이세미)의 매출 인식이 시작되고, 북미/일본 ASIC 업체를 신규 고객사로 확보했으며 중화권 AP 고객사의 R&D 벤더에 진입함에 따라 2분기부터 안정적인 실적 흐름이 유지될 것으로 기대된다.

볼트온 전략 가속화

ISC는 5월 30일 SK엔펠스로부터 아이세미와 Tech Dream 지분 100%를 취득 예정이다. 아이세미는 모듈 테스터, 하이스피드 번인 테스터, EFEM, 세정케미컬 사업을 영위하고 있으며 취득 금액은 293억원이다. 아이세미의 모듈 테스터는 현재 글로벌 HBM/CPU/GPU 고객사향 실장 테스트 소켓을 공동개발 중으로 향후 ISC의 테스트 소켓 사업과 시너지 효과가 증대될 것으로 기대된다. 신규 번인 테스터 또한 기존 장비대비 번인소켓을 2배 이상 더 채용해 테스트 소켓 수요 증가로 이어질 가능성이 높다. 테크드림은 PCB 유통사업을 영위하고 있으며 취득금액은 120억원이다. ISC는 금번 M&A를 통해 테스트 소켓 외 테스트 장비 및 PCB 유통 등 반도체 후공정 내 사업 포트폴리오를 확장해 나갈 것으로 기대된다. 아울러 하반기 추가적인 M&A를 통해 볼트온 전략을 가속화 할 전망이다.

도표 1. ISC Valuation

	내용	비고
EPS	2,794	12MF EPS
Target PER	27.09	24년 평균 PER 적용
목표주가	76,000	
현재주가	50,800	2025.05.21 종가
상승여력	50%	

자료: 하나증권

도표 2. ISC 12MF P/E Band

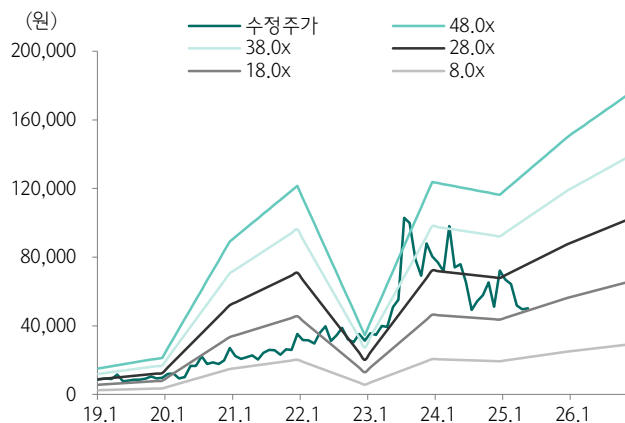
주: 내용을 써주세요
자료: 하나증권

도표 3. ISC 12MF P/B Band

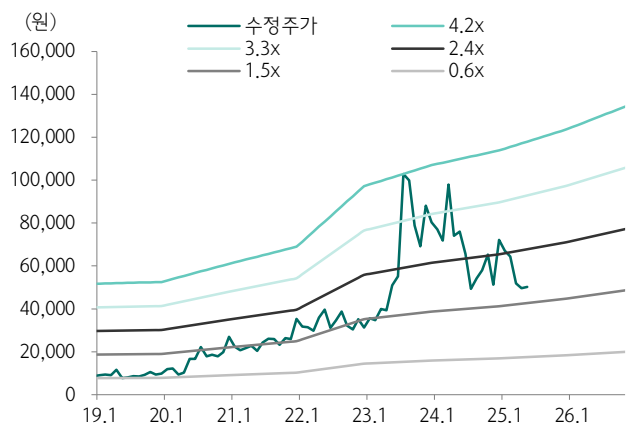
주: 내용을 써주세요
자료: 하나증권

도표 4. ISC의 분기별 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	35.1	49.8	50.4	39.3	31.7	51.9	67.7	60.2	174.5	211.6	273.9
YoY	-24%	38%	53%	57%	-10%	4%	34%	53%	24%	21%	29%
QoQ	41%	42%	1%	-22%	-19%	64%	30%	-11%			
데이터센터	17.5	19.9	22.7	28.0	16.9	27.3	29.4	30.7	88.1	104.4	126.3
스마트폰	10.5	11.9	15.1	6.3	9.5	16.9	19.4	11.5	43.9	57.3	67.7
PC/Laptop	2.8	8.0	10.1	3.5	3.2	3.4	3.9	4.7	24.3	15.3	18.4
오토모티브	1.8	2.0	1.5	1.0	1.0	1.8	3.1	1.4	6.3	7.2	8.3
웨어러블	1.8	3.0	1.0	0.0	0.7	0.8	0.8	0.8	5.7	3.1	3.4
LSI	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	5.0	1.0	2.1
Non-socket	0.7	0.0	0.0	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	1.2	1.7	2.3
장비사업						1.2	10.7	9.7		21.6	45.4
영업이익	8.6	14.9	13.8	7.5	7.0	13.5	20.6	14.9	44.8	56.1	75.2
YoY	-12%	130%	-273%	204%	-18%	-9%	49%	99%	317%	25%	34%
QoQ	247%	74%	-7%	-46%	-7%	94%	52%	-28%			
OPM	24%	30%	27%	19%	22%	26%	30%	25%	26%	27%	27%

자료: ISC, 하나증권

도표 5. ISC의 테크드림 취득 내역

구분		내용
거래상대방		에스케이엔펠스(주)
취득주식의 발행회사		Tech Dream Co., Ltd
취득내역	취득주식수(주)	1,400,000
	취득후 지분율	100%
	취득금액(백만원)	12,000
	거래일자	2025-05-30
취득목적	사업 포트폴리오 확대를 통한 신성장 동력 확보 및 회사 스케일업	

자료: 하나증권

도표 6. ISC의 아이세미 취득 내역

구분		내용
거래상대방		에스케이엔펠스(주)
취득주식의 발행회사		아이세미(주)
취득내역	취득주식수(주)	2,400,000
	취득후 지분율	100%
	취득금액(백만원)	29,300
	거래일자	2025-05-30
취득목적	사업 포트폴리오 확대를 통한 신성장 동력 확보 및 회사 스케일업	

자료: 하나증권

도표 7. 아이세미/테크드림 사업개요 및 시너지 효과

테스터 사업과의
시너지 효과 기대

		사업 개요	ISC 시너지
아이세미	모듈 테스터	• DRAM 모듈의 CPU 호환성 및 신뢰성 평가 장비 제작/ 판매	• HBM, 글로벌 CPU, GPU 고객사 실장 테스트 소켓 공동개발 및 장비/ 소켓 턴키 공급
	반인 테스터 (신규사업)	• 고온/ 저온 환경에서 고속으로 NAND 패키지의 성능 평가 장비 제작/ 판매	• LPCAMM, SOCAMM 모듈 테스트 솔루션 개발
	세정용 케미컬	• 식각 공정 후 발생된 이물질 제거를 위해 세정 시 사용하는 용액 제작/ 판매	• 기존 번인소켓 대비 소켓 탑재량이 증가하면서 번인소켓 매출 증가 효과
	EFEM (신규사업)	• 업계 유일 초순수를 사용	• HBM 소재부품 매출 증가 효과
테크드림	SSD	• 반도체 웨이퍼 등의 이동, 로딩/ 언로딩, 정렬 장비 제작/ 판매	• 신사업 포트폴리오 확장
	PCB 기판	• 모듈 제작용 PCB 회로 기판 증개 판매	• 테스터-보드- 소켓의 Total Test Solution 라인업 구축

자료: ISC, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	140.2	174.5	211.6	273.9	326.1
매출원가	85.1	100.1	121.5	162.8	198.8
매출총이익	55.1	74.4	90.1	111.1	127.3
판매비	44.4	29.6	33.9	35.9	38.4
영업이익	10.7	44.8	56.2	75.2	89.0
금융손익	5.2	18.8	11.2	12.0	13.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	2.8	3.2	4.5
기타영업외손익	1.6	6.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	17.6	69.6	70.1	90.4	107.0
법인세	4.0	14.7	18.4	23.7	28.0
계속사업이익	13.6	54.9	51.7	66.7	79.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	13.6	54.9	51.7	66.7	79.0
비지배주주지분 순이익	0.4	0.2	0.4	0.5	0.6
지배주주순이익	13.2	54.7	51.4	66.2	78.4
지배주주지분포괄이익	15.5	53.6	51.2	66.0	78.1
NOPAT	8.3	35.3	41.4	55.5	65.7
EBITDA	19.4	54.6	67.3	86.4	100.4
성장성(%)					
매출액증가율	(21.63)	24.47	21.26	29.44	19.06
NOPAT증가율	(78.99)	325.30	17.28	34.06	18.38
EBITDA증가율	(72.13)	181.44	23.26	28.38	16.20
영업이익증가율	(80.86)	318.69	25.45	33.81	18.35
(지배주주)순이익증가율	(70.00)	314.39	(6.03)	28.79	18.43
EPS증가율	(71.56)	258.19	(6.01)	28.92	18.37
수익성(%)					
매출총이익률	39.30	42.64	42.58	40.56	39.04
EBITDA이익률	13.84	31.29	31.81	31.54	30.79
영업이익률	7.63	25.67	26.56	27.46	27.29
계속사업이익률	9.70	31.46	24.43	24.35	24.23

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	720	2,579	2,424	3,125	3,699
BPS	23,173	25,507	27,149	29,492	32,408
CFPS	2,118	2,920	3,304	4,231	4,949
EBITDAPS	1,060	2,578	3,174	4,078	4,737
SPS	7,652	8,231	9,981	12,919	15,386
DPS	200	810	810	810	810
주가지표(배)					
PER	111.53	27.96	20.96	16.26	13.73
PBR	3.47	2.83	1.87	1.72	1.57
PCFR	37.91	24.69	15.38	12.01	10.26
EV/EBITDA	73.34	22.01	10.84	8.01	6.39
PSR	10.49	8.76	5.09	3.93	3.30
재무비율(%)					
ROE	3.56	10.98	9.51	11.37	12.29
ROA	2.93	9.72	8.45	9.97	10.71
ROIC	5.26	27.50	30.38	37.65	43.31
부채비율	14.44	11.42	13.37	14.33	14.57
순부채비율	(58.49)	(62.30)	(59.78)	(60.98)	(63.00)
이자보상배율(배)	5.05	28.22	50.07	65.96	77.07

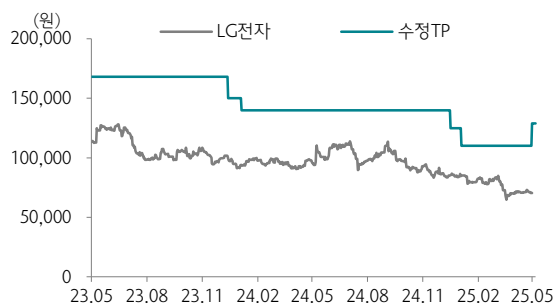
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	361.8	405.1	434.6	495.5	566.8
금융자산	320.5	346.9	355.1	392.7	444.5
현금성자산	268.0	39.9	77.6	34.0	17.7
매출채권	21.0	32.9	50.5	65.3	77.8
재고자산	15.4	15.4	13.9	18.0	21.4
기타유동자산	4.9	9.9	15.1	19.5	23.1
비유동자산	180.0	177.8	198.3	200.2	201.8
투자자산	9.9	8.6	8.8	8.9	9.1
금융자산	9.9	8.6	8.8	8.9	9.1
유형자산	92.8	92.2	112.1	113.9	115.5
무형자산	21.4	17.7	18.1	18.1	18.0
기타비유동자산	55.9	59.3	59.3	59.3	59.2
자산총계	541.8	582.9	633.0	695.7	768.7
유동부채	58.3	52.3	63.3	72.7	80.5
금융부채	40.1	20.7	21.0	21.3	21.6
매입채무	4.8	7.6	11.6	15.0	17.9
기타유동부채	13.4	24.0	30.7	36.4	41.0
비유동부채	10.1	7.5	11.3	14.5	17.3
금융부채	3.5	0.3	0.3	0.3	0.3
기타비유동부채	6.6	7.2	11.0	14.2	17.0
부채총계	68.4	59.7	74.6	87.2	97.8
지배주주지분	473.4	522.7	557.6	607.2	669.1
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	315.7	315.7	315.7	315.7	315.7
자본조정	(27.0)	(27.1)	(27.1)	(27.1)	(27.1)
기타포괄이익누계액	0.7	1.5	1.5	1.5	1.5
이익잉여금	173.3	222.0	256.8	306.5	368.3
비지배주주지분	0.1	0.4	0.7	1.2	1.7
자본총계	473.5	523.1	558.3	608.4	670.8
순금융부채	(276.9)	(325.9)	(333.8)	(371.1)	(422.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	22.4	50.7	69.6	78.4	90.8
당기순이익	13.6	54.9	51.7	66.7	79.0
조정	8.7	6.5	11.1	11.3	11.4
감가상각비	8.7	9.9	11.1	11.3	11.5
외환거래손익	0.8	(5.6)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.8)	2.2	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채변동	0.1	(10.7)	6.8	0.4	0.4
투자활동 현금흐름	(1.6)	(251.9)	(2.1)	(94.3)	(81.3)
투자자산감소(증가)	3.9	1.3	(0.2)	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)	(14.5)	(11.4)	(30.0)	(12.0)	(12.0)
기타	9.0	(241.8)	28.1	(82.2)	(69.2)
재무활동 현금흐름	194.3	(26.8)	(16.2)	(16.3)	(16.3)
금융부채증가(감소)	4.5	(22.6)	0.4	0.3	0.3
자본증가(감소)	199.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(10.0)	(4.1)	(16.6)	(16.6)	(16.6)
현금의 증감	215.0	(228.0)	35.9	(43.6)	(16.4)
Unlevered CFO	38.8	61.9	70.0	89.7	104.9
Free Cash Flow	7.9	39.3	39.6	66.4	78.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

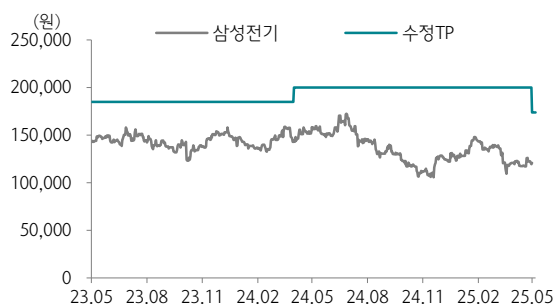
LG전자



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.21	BUY	129,000		
25.5.12	담당자 변경			
25.1.24	BUY	110,000	-30.16%	-22.91%
25.1.6	BUY	125,000	-32.00%	-30.56%
24.1.25	BUY	140,000	-30.25%	-18.64%
24.1.3	BUY	150,000	-36.81%	-33.93%
23.11.12	BUY	168,000	-39.66%	-35.48%
23.11.5	BUY	168,200	-38.30%	-37.40%
23.4.9	BUY	168,000	-33.91%	-23.69%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

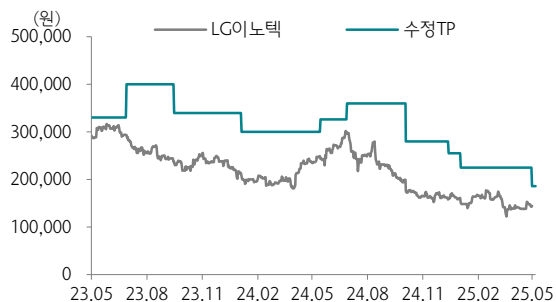
삼성전기



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.21	BUY	174,000		
25.5.12	담당자 변경			
25.4.21	1년 경과		-	-
24.4.21	BUY	200,000	-31.54%	-13.65%
24.4.13	1년 경과		-	-
23.4.13	BUY	185,000	-22.47%	-14.11%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LG이노텍



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.21	BUY	186,000		
25.5.12	담당자 변경			
25.1.23	BUY	225,000	-31.86%	-21.11%
25.1.3	BUY	255,000	-35.79%	-32.75%
24.10.24	BUY	280,000	-40.27%	-36.57%
24.7.18	BUY	360,000	-34.22%	-17.36%
24.6.4	BUY	326,000	-18.04%	-7.36%
24.1.25	BUY	300,000	-30.78%	-17.00%
23.10.5	BUY	340,000	-31.50%	-24.85%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.21	BUY	570,000		

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

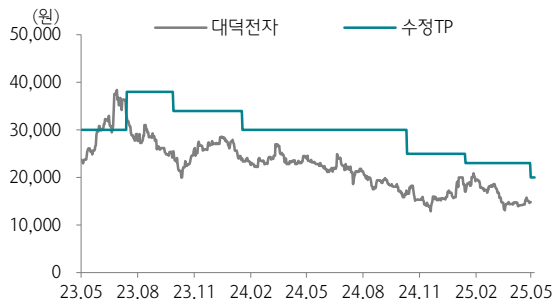
이수페타시스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.21	BUY	57,000		

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

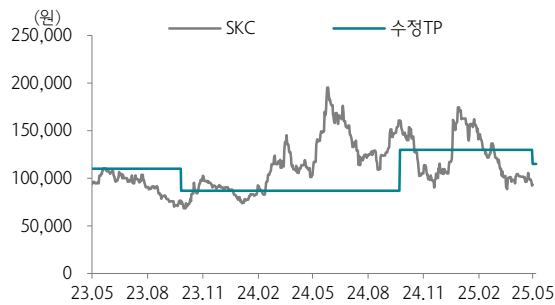
대덕전자



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.21	BUY	20,000		
25.5.12	담당자 변경			
25.2.4	BUY	23,000	-27.28%	-9.35%
24.11.1	BUY	25,000	-35.99%	-20.00%
24.2.7	BUY	30,000	-27.19%	-10.00%
23.10.18	BUY	34,000	-25.15%	-15.88%
23.8.3	BUY	38,000	-26.69%	-16.18%
23.2.21	BUY	30,000	-13.63%	28.00%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

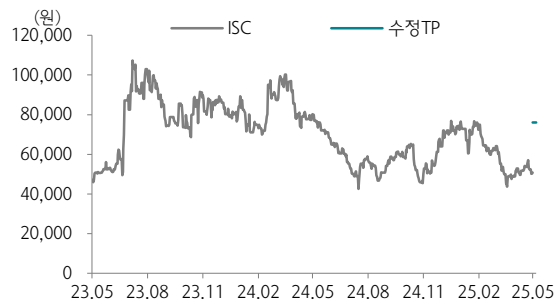
SKC



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.21	BUY	115,000		
25.5.12	담당자 변경		-	-
24.10.13	Neutral	130,000	-4.31%	-31.77%
23.10.16	Neutral	87,000	31.48%	124.48%
23.7.17	Neutral	110,000	-19.36%	-5.73%
23.1.9	BUY	110,000	-8.04%	5.73%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

ISC



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.21	BUY	76,000		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김민경)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김민경)는 2025년 5월 21일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- ISC 은/는 투자자문업(타 자산운용사가 운영하는 펀드의 종목 선정 또는 포트폴리오 비 중 의견 제시 등)에 활용된 법인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않음
- 두산 은/는 IB업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우임

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.86%	5.14%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 18일