



2026

AI가 이끄는 성장형 시클리컬로의 전환

OUTLOOK

전기전자

[전기전자] 고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com, [IT] 박정하 2122-9195 jhpark@imfnsec.com

더 나은 가치, 함께하는 미래 iM More, iM Fine



CONTENTS

[산업분석]

Summary	3
I. 세트: 기대와 걱정의 교차점	4
II. 컴포넌트: AI가 이끄는 성장형 시클리컬로의 전환	17
III. 전기전자 투자전략	46

[기업분석]

- ★★삼성전기 (009150) / BUY / 280,000원 (유지)
- LG전자 (066570) / BUY / 110,000원 (유지)
- ★LG이노텍 (011070) / BUY / 320,000원 (유지)
- ★대덕전자 (353200) / BUY / 60,000원 (상향)
- ★심텍 (222800) / BUY / 65,000원 (신규)
- 해성디에스 (195870) / BUY / 67,000원 (유지)
- 기가비스 (420770) / BUY / 45,000원 (유지)
- 아모텍 (052710) / Buy / 15,000원 (유지)

Summary

세트: 기대와 걱정의 교차점

- '26년 스마트폰 출하 성장률 Flat 전망. 최근 IT 세트수요가 예상보다 견조한 점은 긍정적이나, 26년을 바라보는 시선은 원가 부담에 집중. 특히 최근의 메모리가격 급등은 '26년 신모델 가격에 부정적 영향. 원가 상승분을 판가에 전가할 수 있는 프리미엄 브랜드와 그렇지 못한 업체 간 격차가 커질 전망
- 서버는 투자 지속성에 대한 기대와 우려가 교차. 하이퍼스케일러의 채권 발행 증가, CDS 프리미엄이 촉매였음. 다만 이자비용/세전이익 비율, OCF, FCF 모두 건전 (ORCL은 예외적으로 걱정). 추론에 기반한 토큰 수요는 강하게 유지. 주요 하이퍼스케일러들이 토큰 사용량을 추적하여 향후 인프라 투자 계획을 세운다는 점에서, 동 지표의 우상향은 중요한 이정표

컴포넌트: AI가 이끄는 성장형 시클리컬로의 전환

- MLCC: 당사는 AI 서버용 MLCC 시장이 '25년 1조원 → '30년 2.7조원(CAGR +21%)으로 커질 것으로 전망. 해당 영역은 Murata와 삼성전기가 사실상 과점. Murata는 AI 서버용 MLCC가 자동차 및 통신용 고사양 MLCC 수급에까지 영향을 미칠 수 있음을 언급. 메모리 산업에서 HBM이 레거시 DRAM에 영향을 미친 것과 유사. 당사는 MLCC 산업이 IT수요에 민감한 '시클리컬'에서, 인프라 수요에 기반한 '성장형 시클리컬'로 바뀌는 지점에 와있다고 판단
- FC-BGA: 당사는 AI 가속기 출하량이 '25~'27년 연평균 +30% 성장할 동안, 면적 기준 FC-BGA 수요는 +88% 성장할 것으로 전망함. Ibiden의 AI가속기 라인은 풀가동이며, 삼성전기의 경우 2Q26~27년까지 AI 가속기용 기판이 완판되었음. 이러한 업황 호조에도 가동률은 60~70%에 불과함. PC 라인의 낮은 가동률 때문임. Ibiden에 이어, 이제는 삼성전기도 PC 라인의 전환을 고민하고 있음. AI 수요가 레거시 공급 능력에 영향을 미치는 국면인 것임
- 메모리기판: 국내 패키지기판 업체들의 평균 가동률은 '25년 76% → '26년 90%로 개선될 전망(4Q25 80% 초반). 당사 반도체 담당자는 '26년 Legacy DRAM 생산량을 +16%로 전망하고 있고, 이는 국내 메모리기판 업체에도 긍정적. 일부 업체는 재료비 상승을 레버리지 삼아 판가 인상 시도. 아울러 최근 SOCAMM, LPDDR, GDDR 등 서버 영역으로 확대되며, 전형적인 시클리컬인 메모리기판 산업에도 구조적 성장 요소가 생기고 있음에 주목

종목분석: ★★삼성전기, ★LG이노텍, LG전자, ★대덕전자, ★심텍, 해성디에스, 기가비스, 아모텍

- 당사는 삼성전기를 가장 선호. MLCC, FC-BGA 공히 AI 응용처 생산 배분 확대, IT 응용처 배분 축소 흐름이 나타나고 있음. 아울러, 서버·전장용 MLCC 비중이 50%를 넘어설 것인만큼 '성장형 시클리컬'로 재평가 받을 것이라는 점을 주목함. 한편, 패키지기판 업체 중에서는 대덕전자를 가장 선호하되 메모리기판에 대한 노출도가 있는 기업에 대한 바스켓 매수 전략 유효한 것으로 판단함. 특히 심텍의 키맞춤을 기대함
- 이외로, AI 인프라 관련 섹터는 열지만, 섹터 내 실적 모멘텀이 강하고 밸류에이션 매력이라는 측면에서 LG이노텍에 대한 긍정적 시각을 견지

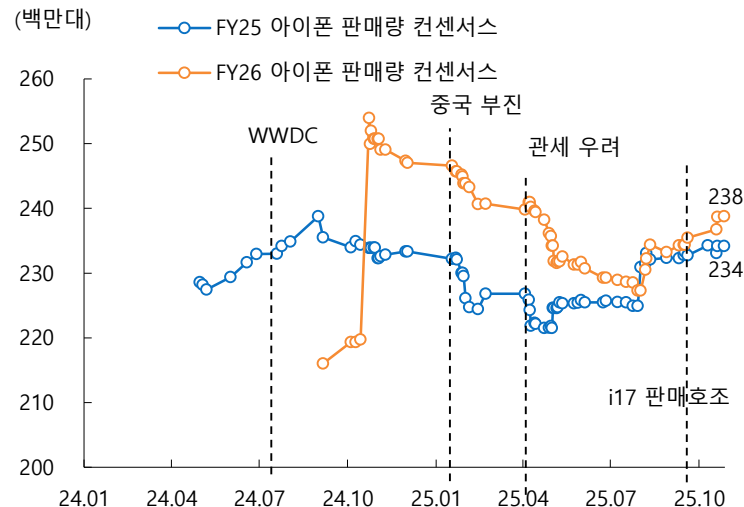


I . 세트: 기대와 걱정의 교차점

I. 25년 리뷰: 스마트폰, 우려보다 나았다

- 당사는 지난 6월, '25년 하반기 전망 자료를 통해 관세 전쟁에 따른 IT 세트 부진, 그리고 추론·소버린AI 확대에 의한 AI 인프라 투자의 가속화를 예상했다[링크]. 약 6개월이 지난 지금은 어떨까?
- IT 세트는 당시의 예상과 달리 견조하다. 당초 '25년 스마트폰 출하 성장률을 Flat으로 전망했으나, 실제로는 +2~3%로 마무리될 것으로 보인다. 예컨대, iPhone 17 시리즈 빌드업은 8,900만대에서 9,400만대로 상향된 것으로 파악된다.
- 관세의 부정적 영향, 일부 가격 인상, 이구환신 기저 등을 근거로 한 당시의 수요 부진 우려가 무색할 정도다.

<그림2> iPhone 컨센서스 추이: 우려가 무색하게 기대치가 올라감



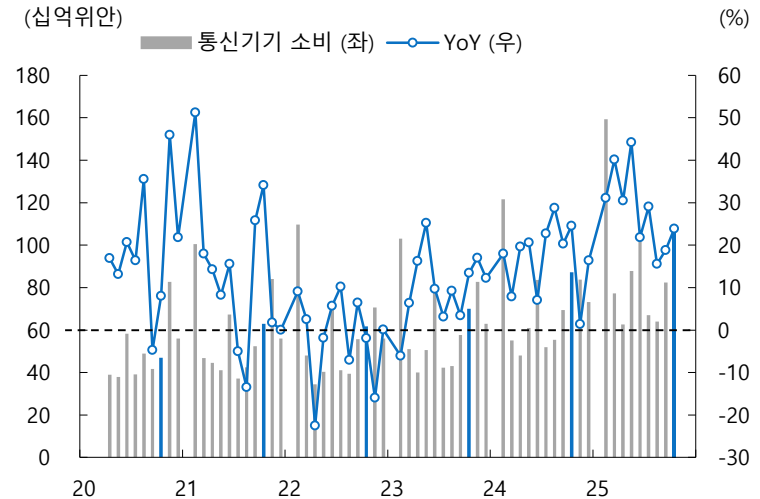
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림1> IT 디바이스의 정체와 AI 인프라의 견조함... 되돌아보면?



자료: iM증권 리서치본부

<그림3> 중국의 통신기기 소비 추이: 이구환신 기저 소멸 무색할 정도

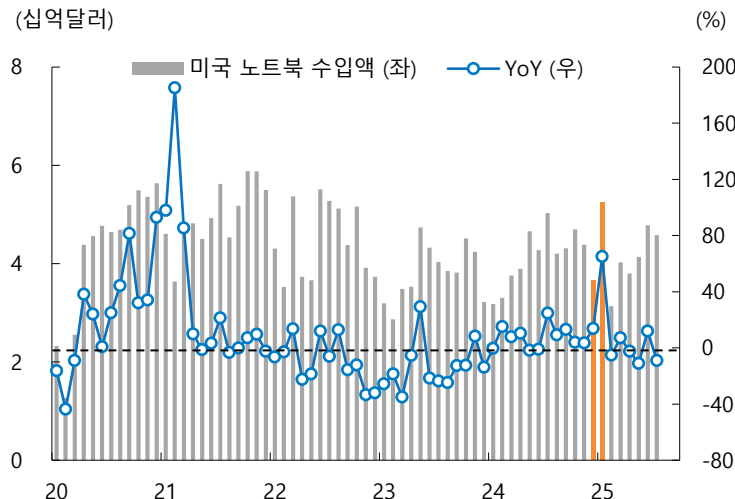


자료: CEIC, iM증권 리서치본부

I. 25년 리뷰: PC도 우려보다 나았다

- PC도 마찬가지로 우려보다 견조했다. 당초 미·중 분쟁으로 상반기 미국의 노트북 수입이 급증 하는 등 매크로 환경이 불확실해지며 하반기 수요 하향 가능성이 매우 높아 보였다.
- 그러나 미국 도매 업체의 컴퓨터 재고/매출 비율을 보면 쌓인 재고 대비 수요가 나쁘지 않았던 것으로 보인다[그림5]. 물론 이는 소비자용 PC보다는 상업용 PC 수요에 근거하며, 윈도우 10 지원 종료 및 코로나19 당시 구매했던 PC의 내용연수 만료가 긍정적인 모멘텀으로 작용한 것으로 보인다.
- 결론적으로 스마트폰과 마찬가지로 우려가 무색했다. 상반기 당시 선제적 PC 부품 조달이 하반기 재고조정으로 이어질 것이란 우려도 완화되었다.

<그림4> 미국의 PC 수입액 추이: 선행 조달의 흔적



자료: KITA, iM증권 리서치본부

<그림5> 미국내 PC 재고자산 추이: 지표 하락 중 (긍정적)

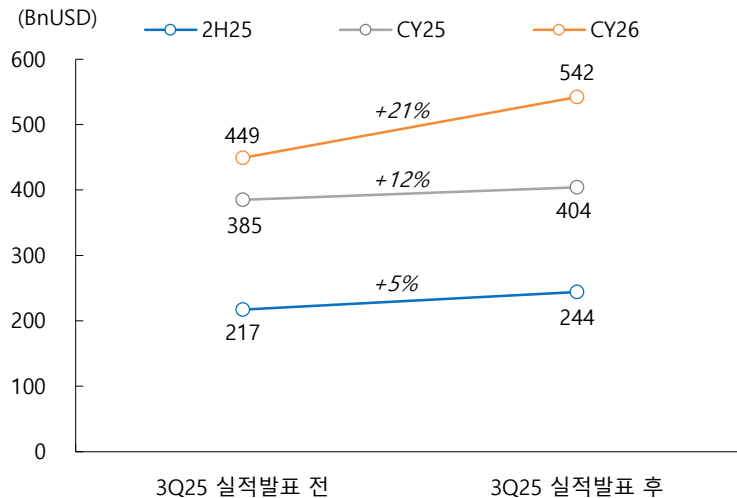


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

I. 25년 리뷰: AI인프라, 기대보다 더 좋았다

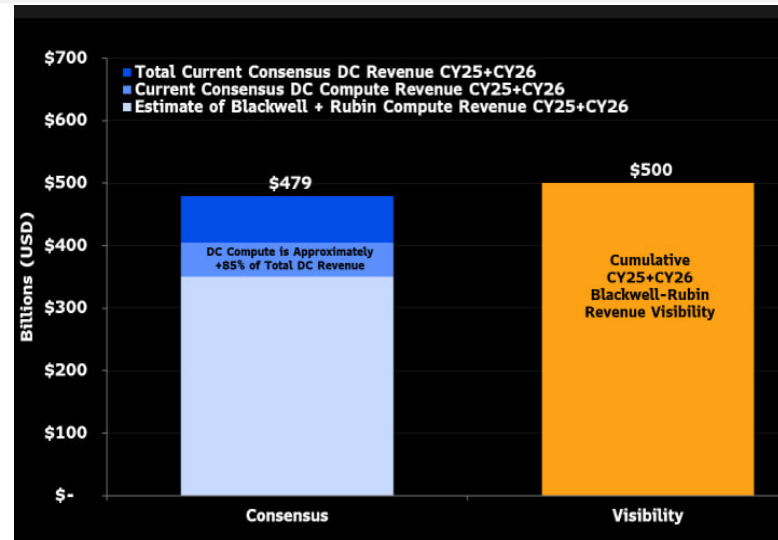
- 한편, AI 인프라에 대한 수요는 오히려 6월의 전망보다 강했다. 주요 하이퍼스케일러의 '26년 CapEx 컨센서스는 CY3Q25 실적을 전후로 +21% 상향되었고, CapEx/Revenue 비율은 '25년 35%, '26년 40%로 올라가며 정점 시점도 '25년에서 '26년으로 이동했다[그림7, 8].
- 지난 10월에는 젠슨황이 Blackwell·Rubin의 파이프라인이 26년까지 \$5,000억을 넘는다고 언급한 점이 화두였다. 누적 \$1,500억(약 600만개의 Blackwell GPU×2.5만달러)가 출하된 가운데, 남은 Blackwell 약 1,400만개(3.5분기치)와 초기 Rubin 물량(1.5분기치)을 합하면 약 \$3,500억의 추가 매출이 26년까지 발생할 수 있다는 의미였다(3Q25 실적 기준 \$500억의 Blackwell 매출 추가 발생 → 누적 \$2,000억의 Blackwell 출하). 이는 컨센서스 \$3,000억을 상회하는 것이었으며, 이 파이프라인이 기 수주분만을 반영했다는 점에서 서프라이즈였다.

<그림7> CY3Q25 실적 전후 주요 하이퍼스케일러 CapEx 전망치



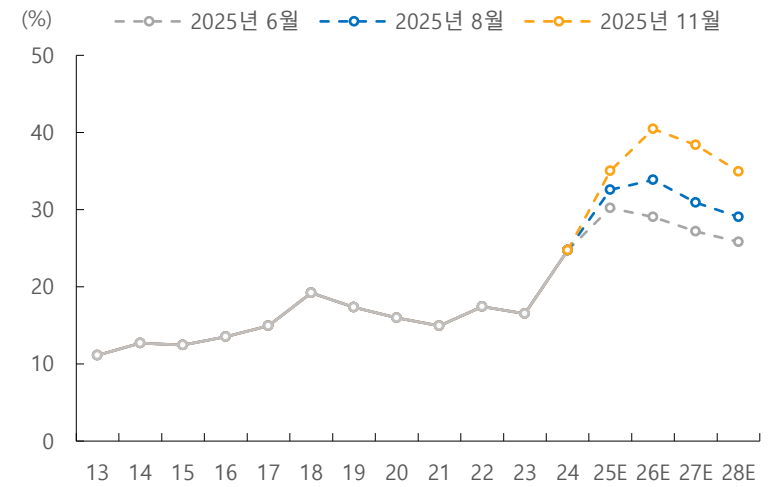
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: MSFT, GOOGL, META, AWS, ORCL, CRWV 합산

<그림6> 젠슨황은 기대치를 뛰어넘는 매출 전망 제시



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림8> 주요 하이퍼스케일러에 대한 CapEx/Revenue 전망 변화: 6월 당시 '25년 Peak → 8월 기점으로 '26년 Peak로 변화

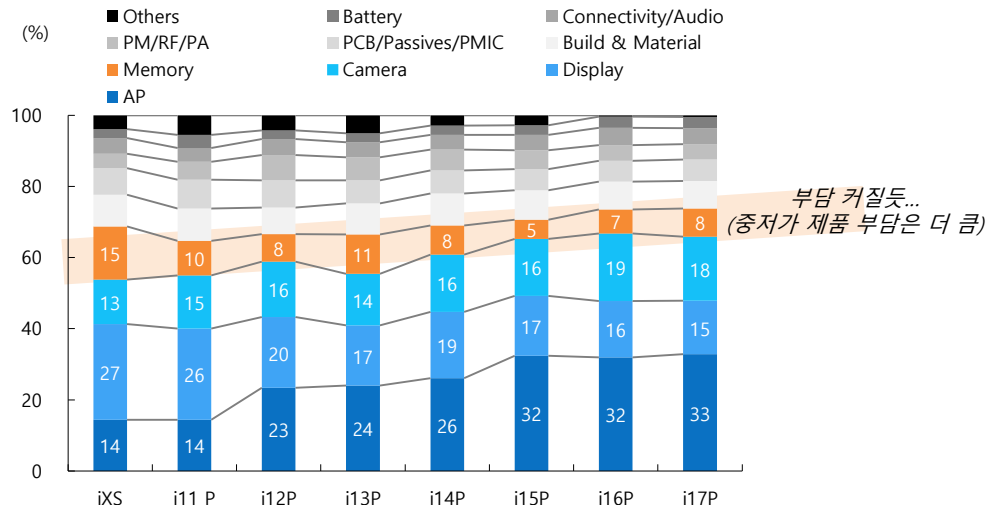


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

II. 26년 전망: 스마트폰, 양극화 가속화

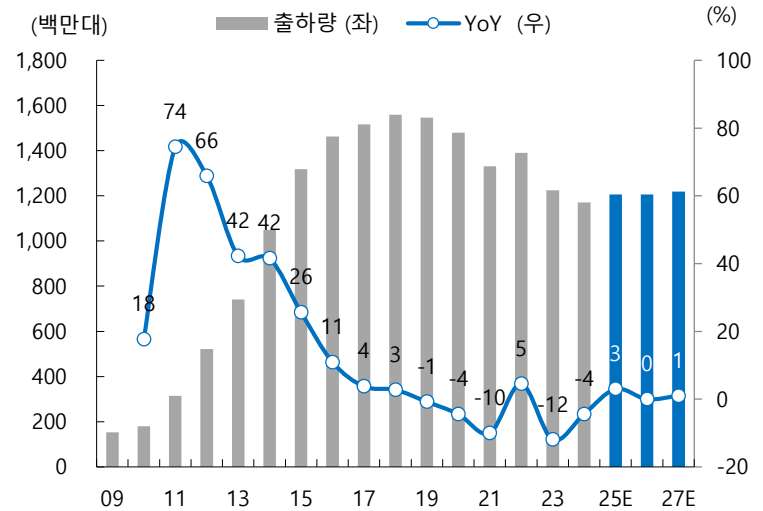
- 당사는 '26년 스마트폰 출하 성장률을 Flat으로 전망한다[그림9]. 앞서 살펴보았듯 최근 IT 세트수요가 예상보다 견조한 점은 긍정적이거나, 26년을 바라보는 시장의 시선은 원가 부담에 집중되고 있다. 파운드리 코스트 및 레거시 메모리 가격 급등이 그 배경이다.
- 예컨대, iPhone 17 Pro 기준 AP와 메모리의 BoM 비중은 각각 33%, 8% 수준인 것으로 추정되는데, 특히 최근의 메모리가격 급등은 '26년 신모델가격 책정에 부정적 영향을 미칠 수 있다[그림10].
- 결국 원가 상승분을 판가에 전가할 수 있는 프리미엄 브랜드와 그렇지 못한 업체 간 격차가 커지는 환경이 전개될 전망이다. 이미 스마트폰 시장은 고가 제품 중심으로 재편되고 있는데, 이 추세가 가속화 것이라는 의미다[그림11].

<그림10> iPhone 기준 BoM Cost 비중 추이



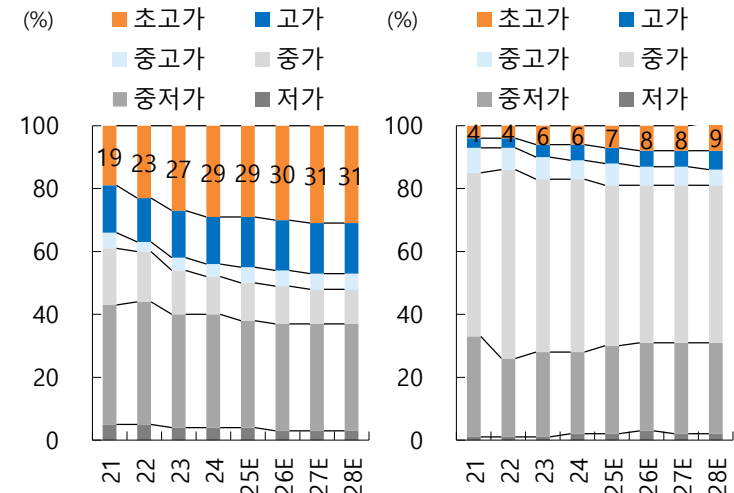
자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부 추정

<그림9> 스마트폰 출하량 추이 및 전망: 플랫폼 성장률



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

<그림11> 선진국(좌), 신흥국(우)의 가격대별 스마트폰 판매 비중

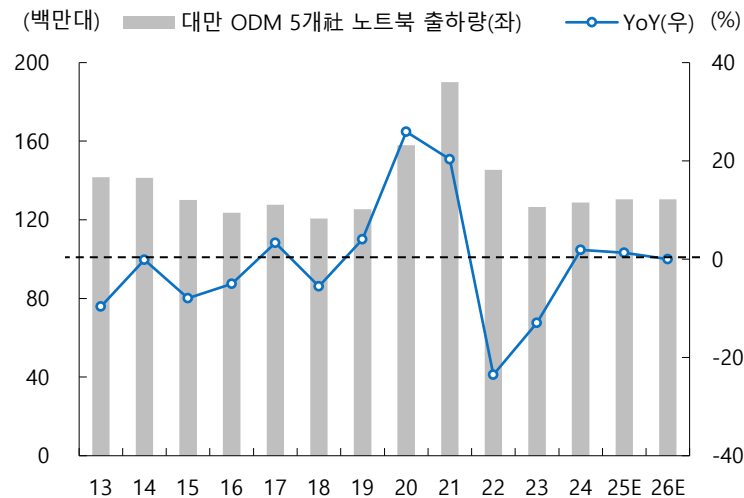


자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

II. 26년 전망: PC, 모멘텀의 소진

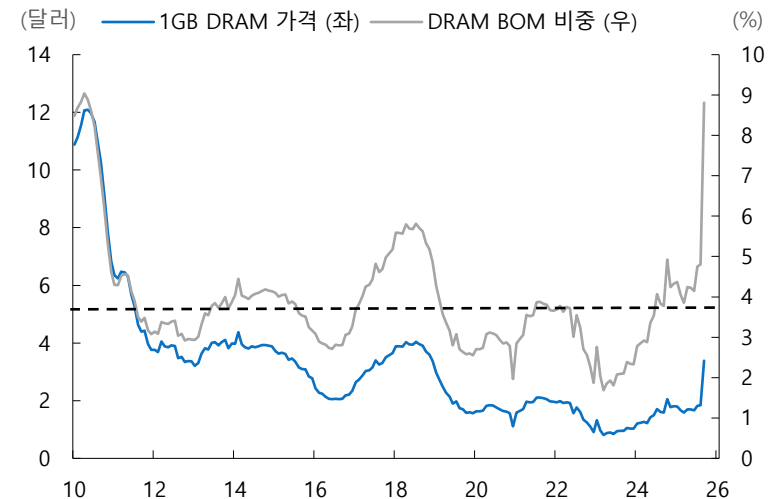
- 노트북 출하량도 Flat으로 전망한다. 스마트폰과 크게 다르지 않다. 메모리 가격 급등으로 BoM Cost에 대한 부담이 빠르게 커지고 있다[그림13].
- PC, 노트북은 스마트폰과 달리 브랜드 충성도가 강하게 작용하지도 않는다. 상대적으로 수요 민감도가 더 클 수 있다.
- 상업용 PC의 경우 윈도우 10 지원 종료, 코로나19 당시 구매 PC에 대한 교체 수요가 이어지겠으나, '25년 대비 모멘텀 강도는 약할 수 있다.
- 전반적으로 상방보다는 하방 위험이 더 큰 환경이 전개될 전망이다.

<그림12> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY



자료: Quanta, Compal, Inventec, Wistorn, Pegatron, iM증권 리서치본부

<그림13> CY25 11월 기준 DRAM BOM Cost 비중 및 DRAM 가격

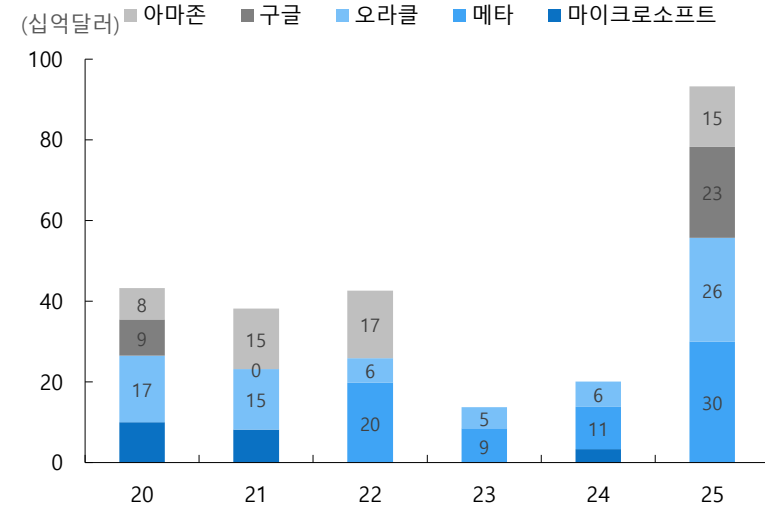


자료: WSTS, Inspectrum, iM증권 리서치본부

II. 26년 전망: 서버, 지속성 걱정

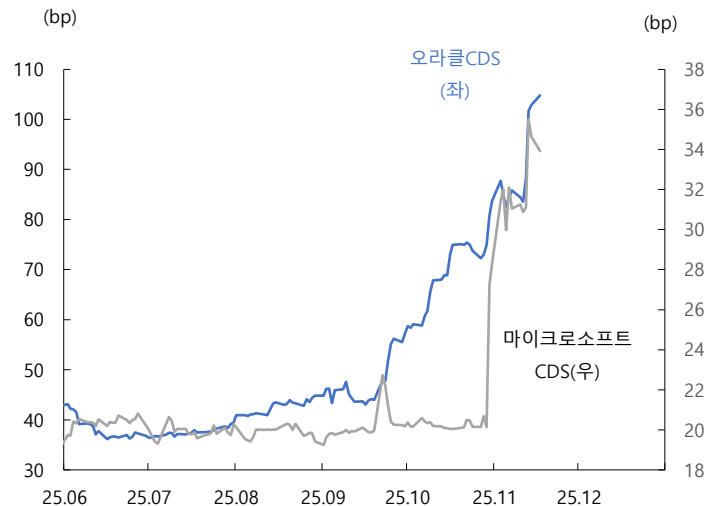
- 서버는 투자 지속성에 대한 기대와 우려가 교차하는 지점에 있다.
- 공격적인 CapEx 확대가 이어지는 건 좋은데, 하이퍼스케일러의 채권 발행액이 늘고 있다는 점이 촉매가 됐다.
- 실제로, 25년 누적으로 이들의 채권 발행액은 +364% YoY 늘었고, CDS 프리미엄도 덩달아 높아지고 있다[그림14~16].
- 하지만 회사채 발행에 이어 유상증자, 전환사채 등을 통해 추가 자금을 조달하는 중소형 AI 기업과는 다르게, 하이퍼스케일러의 현금여력은 충분한 상태다 [링크].

<그림14> 주요 하이퍼스케일러의 채권 발행액 추이



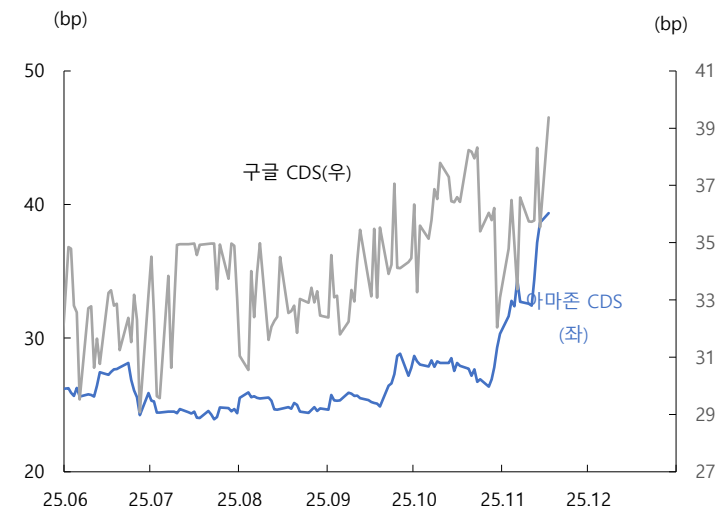
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림15> 오라클과 마이크로소프트의 CDS



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림16> 구글과 아마존의 CDS

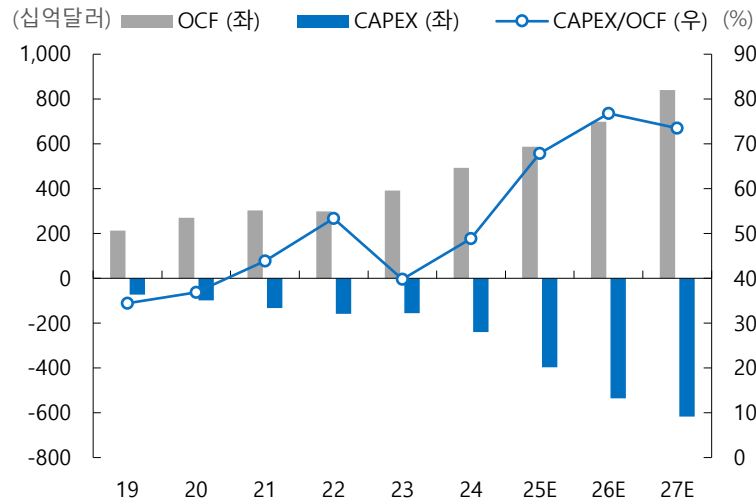


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

II. 26년 전망: 서버, 감당할 수 있는 체력

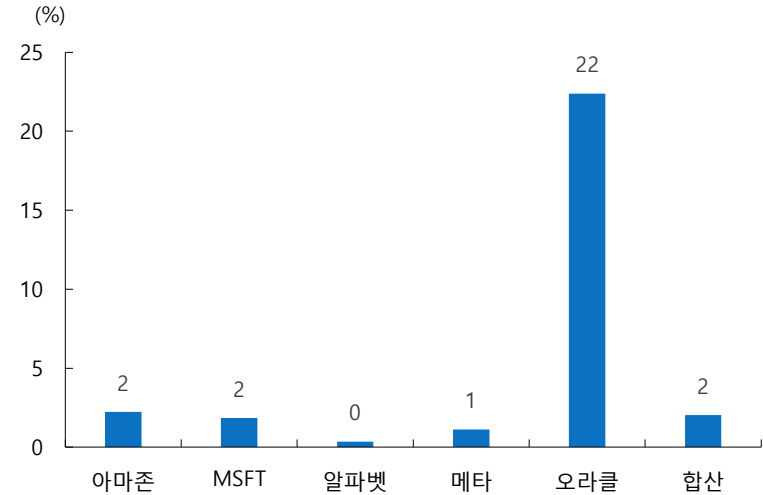
- 주요 하이퍼스케일러의 이자비용/세전이익은 1~2%로 낮은 편이다. 이 비율이 높으면 금리 인상 사이클에 취약할 수 있으나, 비율도 낮을 뿐더러 지금이 인상 사이클도 아니다. (단, 오라클은 예외적으로 높은 수준이라 걱정)
- 현금흐름도 감당할 수 있는 수준이다. 합산 OCF는 '24년~'27년 CAGR +19% 성장할 전망이다, 동기간 CapEx는 +37% 늘어날 전망이다. CapEx의 증가 속도가 비교적 더 빠른 것이 사실이지만, OCF 대비 CapEx의 비중은 70% 수준으로 전망되어 여전히 투자 여력이 남아 있음을 보여준다.
- FCF 역시 대규모 AI 투자가 진행되는 와중에도 일정한 수준을 유지할 전망이다. 극단적으로 FCF 전부를 AI 인프라 투자에 재투자한다고 가정하면 CapEx가 약 +38% 상향될 수 있다.

<그림18> 주요 하이퍼스케일러의 OCF, Capex 추이 및 전망



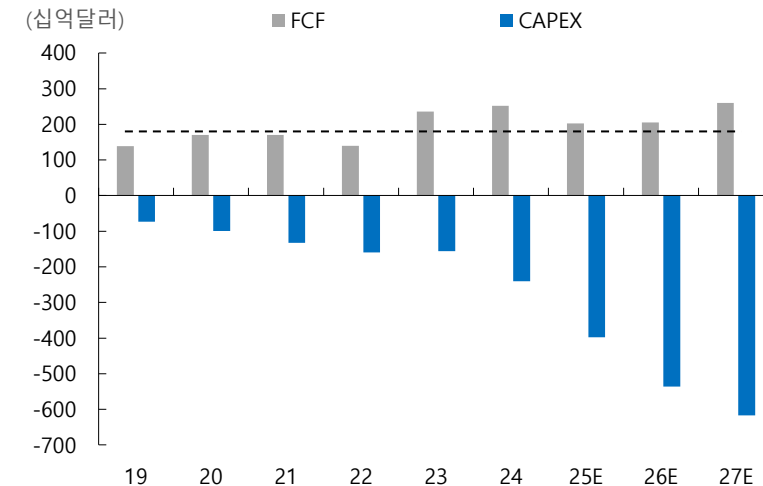
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림17> 주요 하이퍼스케일러의 이자비용/세전이익



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림19> 주요 하이퍼스케일러의 FCF, Capex 추이 및 전망

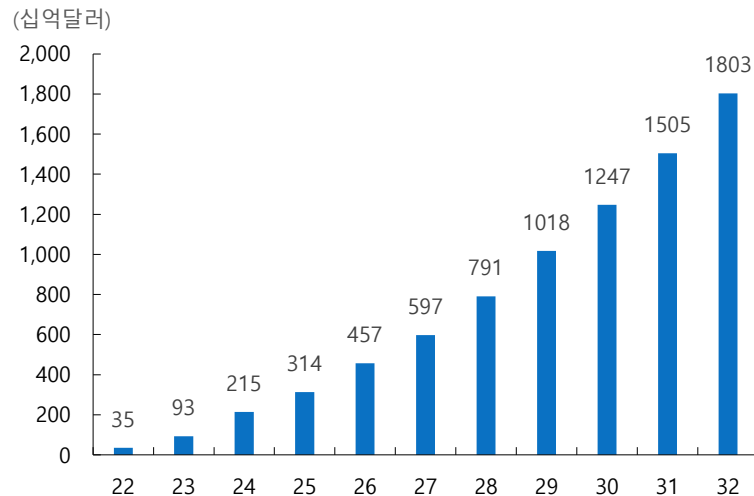


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

II. 26년 전망: 서버, 추론이 이끌다

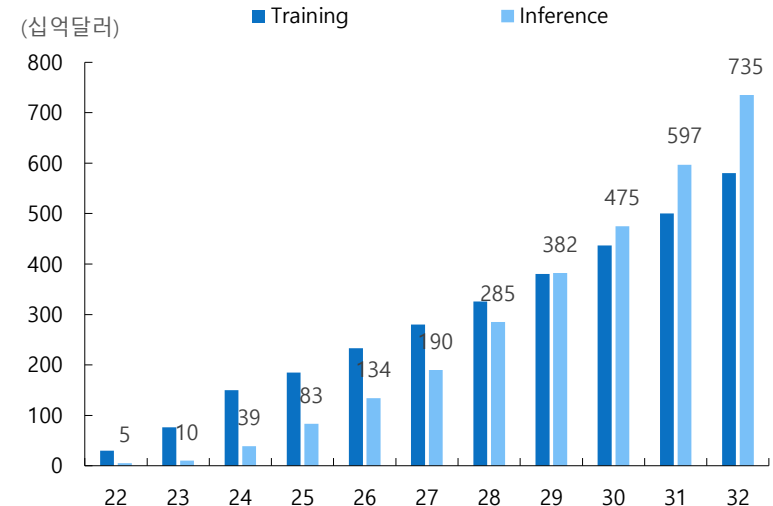
- 중요한 건 수요 지속성에 대한 신뢰다. 특히 학습에서 추론으로 산업의 무게추가 이동하고 있다는 점이 이러한 신뢰를 강화하고 있다.
- 프런티어 모델의 성능이 높아지고 Reasoning·Agentic AI 기능이 강화되면서 추론 워크로드는 단순 응답 생성을 넘어 업무 자동화·코드 생성·의사 결정 지원 등으로 활용 범위가 확장되고 있다.
- 시장조사기관 IDC에 따르면 2029년이면 추론 시장 규모가 학습 시장을 추월할 것으로 예상된다[그림21]. 학습은 단기간에 대규모 연산이 몰리지만, 추론은 실제 서비스에서 하루 종일 반복적으로 실행된다.
- 어플리케이션이 늘어날수록 추론 연산은 끊임없이 실행되어야 하므로, 더 안정적이고 지속적인 인프라 수요를 만들어낸다. 결과적으로 AI의 활용이 확대될수록 추론 관련 하드웨어 인프라의 장기 수요는 확장될 것으로 전망된다.
- 이는 Tech 산업의 시클리컬 요소를 완화시키며, 구조적 성장세를 만드는 요인으로 작용할 수 있다.

<그림20> 글로벌 AI 매출 추이 및 전망



자료: IDC, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림21> 훈련 vs. 추론 매출 추이 및 전망



자료: IDC, Bloomberg, iM증권 리서치본부

II. 26년 전망: 추론 폭증의 배경, 프론티어 모델 성능 ↑, 추론 비용 ↓

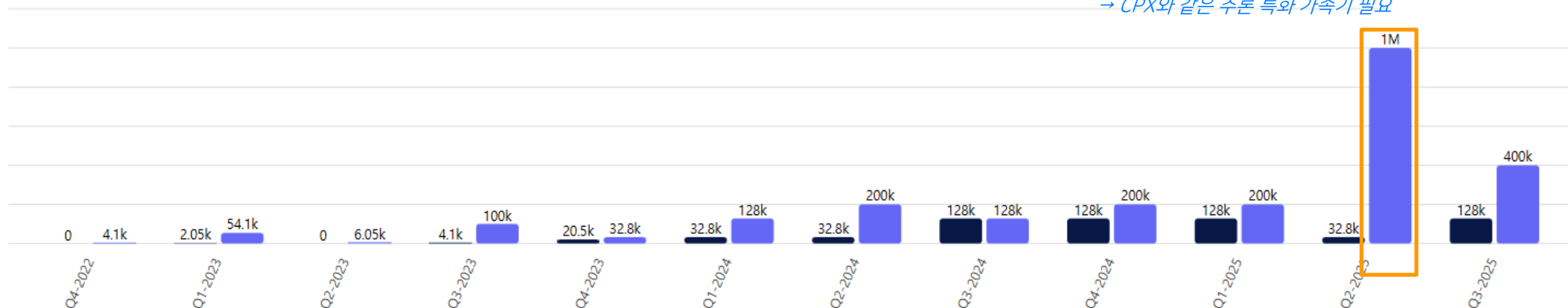
- 다시, 이러한 추론 수요 확대의 배경에는 세 가지 변화가 기저에서 작용하고 있다.
- ① 모델 성능 향상으로 동일 비용 대비 효과가 좋아졌다. ② 추론 단가가 빠르게 하락해 사용량 확대를 자극하고 있다. ③ 컨텍스트 길이가 대폭 확장되면서 API 1회 호출로 장문 문서를 처리하고 복잡한 reasoning을 수행할 수 있게 되었다.
- 특히 ③의 경우, 과거 여러 번 호출하던 작업이 단일 호출로 전환되고 호출당 토큰 소비가 폭증하는 구조로 바뀌었다 [그림22]. 결론적으로 가격 하락, 성능 개선, 컨텍스트 확장이 결합되면서 추론 연산량은 구조적으로 가팔라지고 AI 산업이 토큰 소비 기반의 인프라 비즈니스로 재편되는 모습이다.

<그림22> 분기별 중위 컨텍스트 길이 추이: 시간이 흐를 수록 확장되는 추세. 1M급 컨텍스트 모델도 상용화

Context Length (Tokens), Median By Quarter

Median Context Length (thousand tokens)

■ Open Source ■ Proprietary



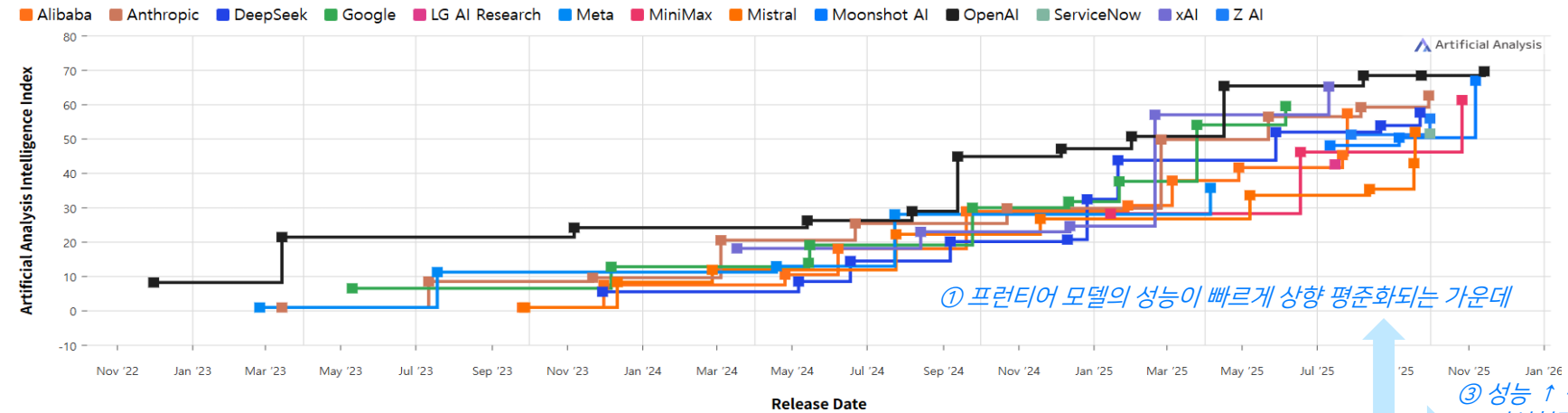
★참고: OpenAI 1M급 컨텍스트 모델 상용화
 NVDA "코드 생성, 비디오 생성 워크로드는 100만 토큰 이상"
 → CPX와 같은 추론 특화 가속기 필요

II. 26년 전망: 추론 폭증의 배경, 프런티어 모델 성능 ↑, 추론 비용 ↓

<그림23> 프런티어 모델은 빠르게 개선되는 가운데, 추론 비용은 오히려 빠르게 내려가고 있음. 이는 토큰 소비 폭증을 이끌고 있음

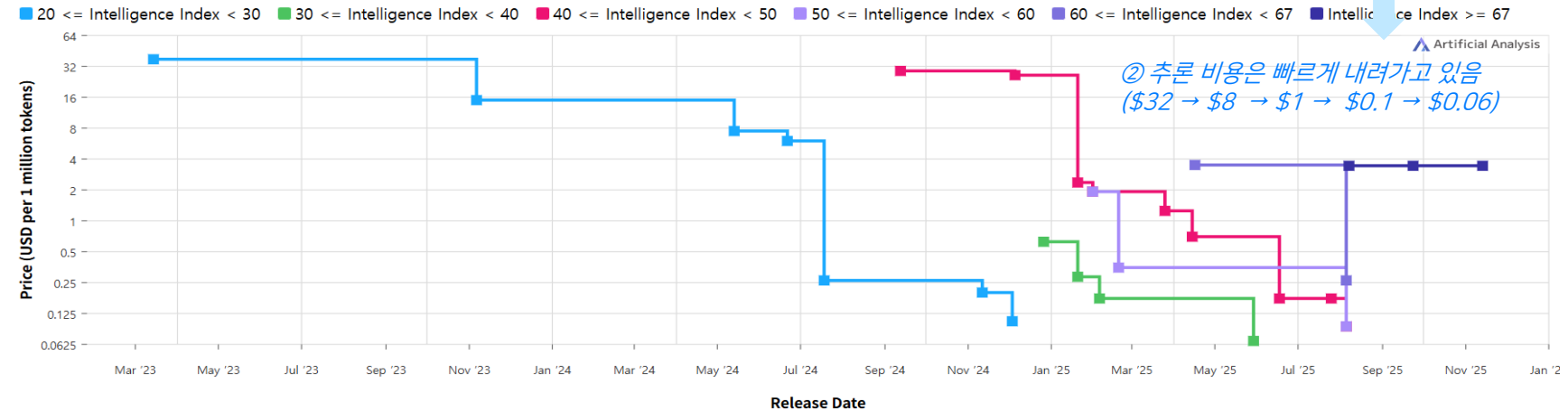
Frontier Language Model Intelligence, Over Time

Artificial Analysis Intelligence Index v3.0 incorporates 10 evaluations: MMLU-Pro, GPQA Diamond, Humanity's Last Exam, LiveCodeBench, SciCode, AIME 2025, IFBench, AA-LCR, Terminal-Bench Hard, τ^2 -Bench Telecom



Language Model Inference Price

Price (USD per M Tokens)



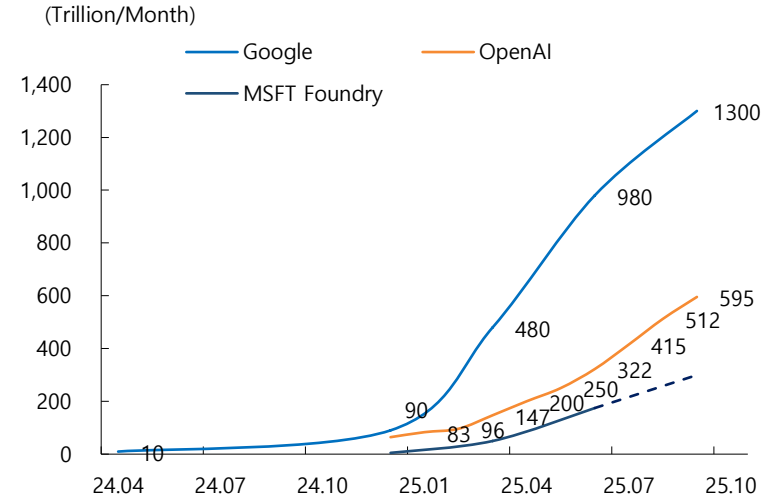
③ 성능 ↑ + 비용 ↓
→ 비선형적 토큰소비 증가
→ 추론 인프라 수요의 배경

자료: Artificial Analysis, iM증권 리서치본부

II. 26년 전망: 토큰 수요에 기반한 투자 계획

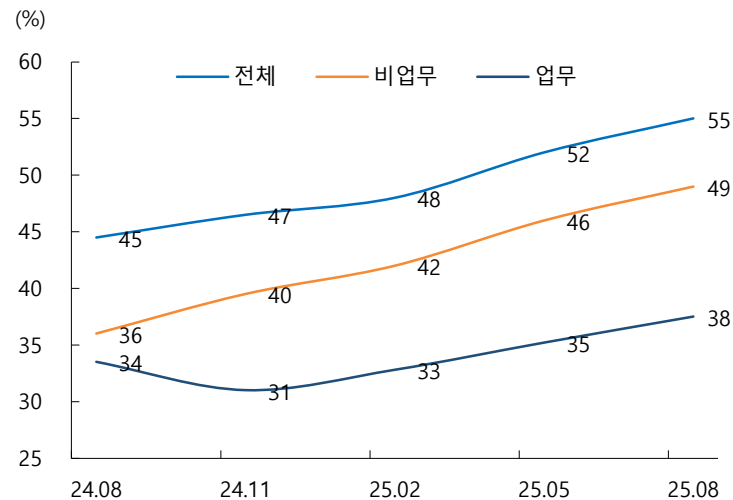
- 이에 따라 Google·OpenAI·Microsoft의 월간 토큰 처리량은 24년 하반기부터 가파르게 증가 중이며, 이는 MAU 증가 뿐만 아니라 1인당 트래픽 증가와 백그라운드 추론이 함께 작용한 결과이다[그림24]. 주요 하이퍼스케일러들이 토큰 사용량을 추적하여 향후 인프라 투자 계획을 세운다는 점에서, 동 지표의 우상향 속도가 중요한 이정표다.
- AI 활용률도 주요한 정량적 증거다. 성능 개선과 가격 하락은 개개인의 AI 활용률을 끌어올리고 있으며, 기업의 AI 도입률은 상대적으로 더디나 꾸준히 확대되고 있다. 특히 AI가 제품 및 서비스 전반에 내재되는 기반 기술로 자리 잡아가는 과정에서, 사용자가 인지하지 못하는 백그라운드 호출이 추론 API 호출 빈도를 확대하는 요소가 될 전망이다. 종합하자면, ① 재무부담은 낮고, ② 모델 성능↑ 토큰 가격↓으로 수요가 늘고 있어, ③ 토큰 수요 증가에 따른 인프라 투자는 지속될 전망이다.

<그림24> 토큰 처리량이 빠르게 확대되고 있음



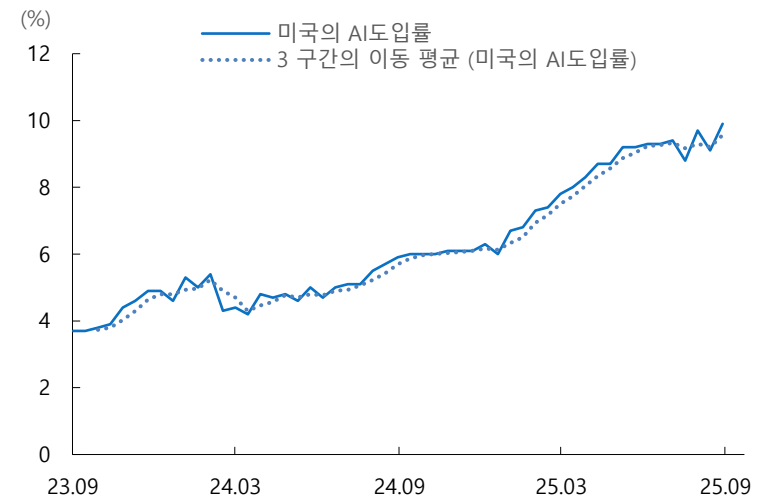
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림25> 개인의 AI 활용률 추이: 전반적으로 개선되는 추세



자료: Federal Reserve Bank of ST. Louis, iM증권 리서치본부

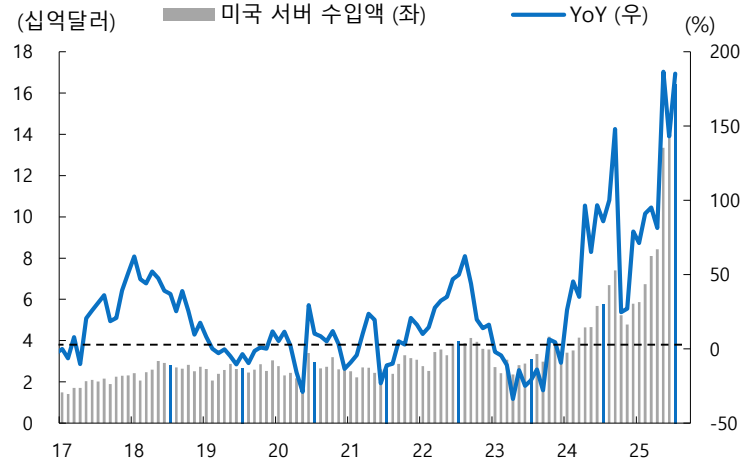
<그림26> 미국 기업의 AI 도입률 역시 우상향하는 방향



자료: Census, iM증권 리서치본부

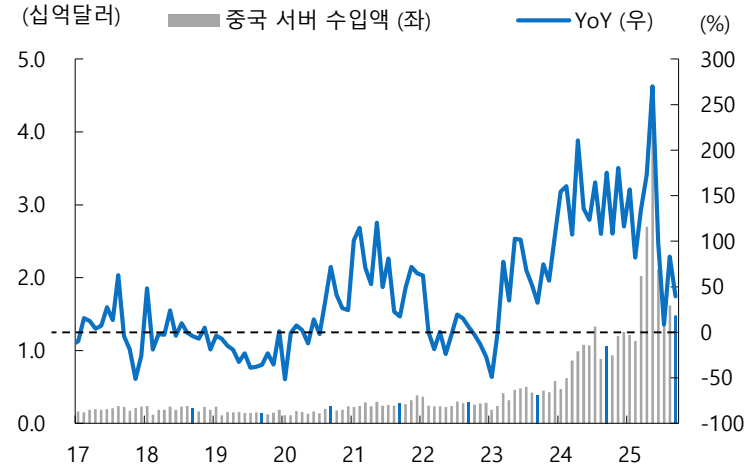
[참고] 견조한 지표들

<그림27> 미국의 서버수입액 추이: 의심의 여지 없이 우상향



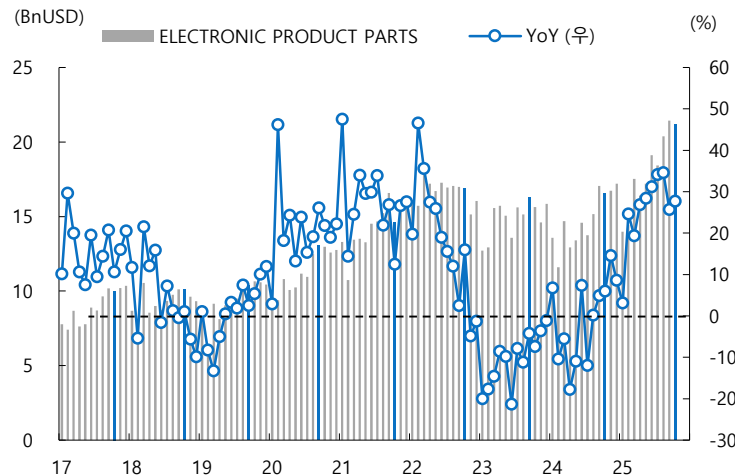
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림28> 중국의 서버 수입액 추이: 제재 이후 크게 빠지는 모습



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림29> 대만의 전자부품 수출액 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림30> 대만 서브 섹터별 매출 YoY 증감률 추이

%YoY	25.1	25.2	25.3	25.4	25.5	25.6	25.7	25.8	25.9	25.10
Foundry	33%	40%	43%	45%	36%	25%	24%	31%	30%	16%
DRAM	-13%	-7%	-5%	-3%	0%	4%	24%	40%	48%	95%
Back-end	6%	11%	14%	17%	11%	18%	13%	14%	20%	22%
LCD	15%	28%	8%	-1%	-2%	-7%	-5%	-4%	-1%	3%
Motherboard	1%	28%	16%	19%	23%	15%	0%	-8%	13%	9%
EMS	27%	38%	43%	34%	49%	45%	29%	17%	30%	23%
iPhoneEMS	2%	51%	22%	24%	10%	11%	3%	7%	13%	8%
PCB	-1%	28%	19%	18%	12%	17%	8%	2%	13%	10%
Passive	2%	19%	12%	8%	-2%	9%	-3%	3%	9%	6%
LED	-9%	12%	2%	-7%	-10%	-9%	-11%	-14%	-8%	-10%
Fabless	15%	24%	13%	15%	5%	21%	-7%	1%	13%	0%
CCL	56%	87%	65%	42%	42%	53%	45%	53%	35%	39%
Lens	9%	30%	25%	17%	-11%	4%	-5%	-10%	-2%	0%
Total	13%	40%	29%	28%	24%	23%	12%	11%	19%	13%

자료 : MOPS, iM증권 리서치본부



II . 컴포넌트: AI가 이끄는 성장형 시클리컬로의 전환

I. MLCC: Murata의 입장변화

- Murata는 올해 10월 실적발표에서 스마트폰, 자동차, PC에 대한 출하 가이드를 기존 4월 대비 각각 +3%, +2%, +1% 상향했다[그림31]. 불확실한 거시 환경을 감안하면 이 같은 IT세트에 대한 상향조정은 이례적으로 볼 수 있다.
- 아울러, FY25 Capacitor 매출 가이드를 +6% YoY로 기존 4월 대비 +4%p 상향했다[그림32]. 지난 4월 당시 동사는 관세 부과에 대한 우려로 고급 스마트폰을 중심으로 선제적인 컴포넌트 재고 비축이 있었음을 언급했다.
- 다행히 현 시점에서 봤을 때 ① 관세 우려가 잦아들며 IT세트의 수요가 예상과 달리 견조했고, ② 서버 수요는 상반기와 마찬가지로 견고하게 유지되고 있다. 우려했던 IT 세트에서의 하방 위험이 잦아든 이상, 이제 AI 서버가 수급에 미칠 영향이 중요해진 것으로 볼 수 있다.

<그림31> 10월 기준 Murata의 적용처별 수요 가이드스:
지난 4월 대비 스마트폰 +3%, 자동차 +2%, PC +1% 상향 조정

구분	FY25 (4월 당시)	FY25 (10월 현재)	변화율
스마트폰	11.7억대	12.1억대	3%
- 5G 비중	69.2%	66.1%	4%
자동차	8,850만대	9,030만대	2%
- xEV 비중	46.4%	43.7%	18%
PC	3.9억대	3.9억대	1%
AI 서버 비중	17.0%	13.1%	-4%p

자료: Murata, iM증권 리서치본부

<그림32> 10월 기준 Murata의 제품별 가이드스:
지난 4월 대비 Capacitor는 +6% 상향 조정

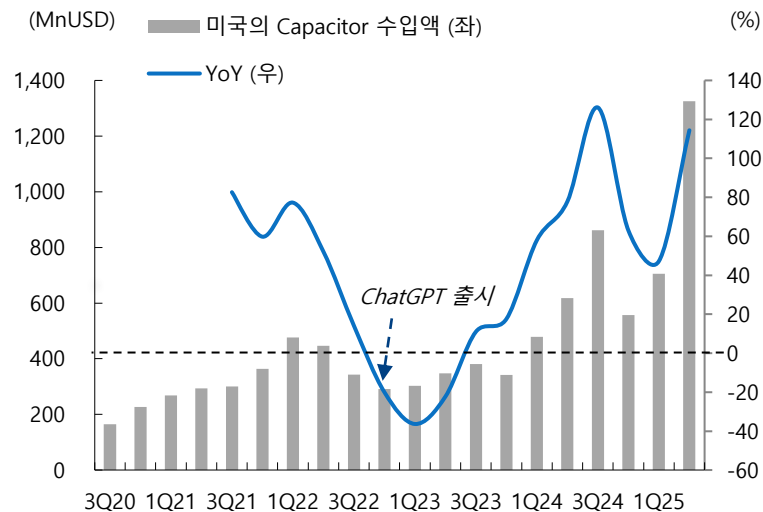
(단위: 십억엔)	FY25 전망 (4월 당시)	FY1H25	FY2H25	FY25 전망 (10월 현재)	변화율 (4월vs.10월)
Capacitors	849	455	443	898	6%
Inductors and EMI filters	205	111	103	214	5%
High-Frequency Device and Comm. Module	343	203	160	363	6%
Battery and Power supply	132	75	72	147	11%
Functional Device	96	52	51	103	7%
Others	15	7	9	16	4%
Total	1,640	903	837	1,740	6%

자료: Murata, iM증권 리서치본부

I. MLCC: 미국의 Capacitor 수입 데이터

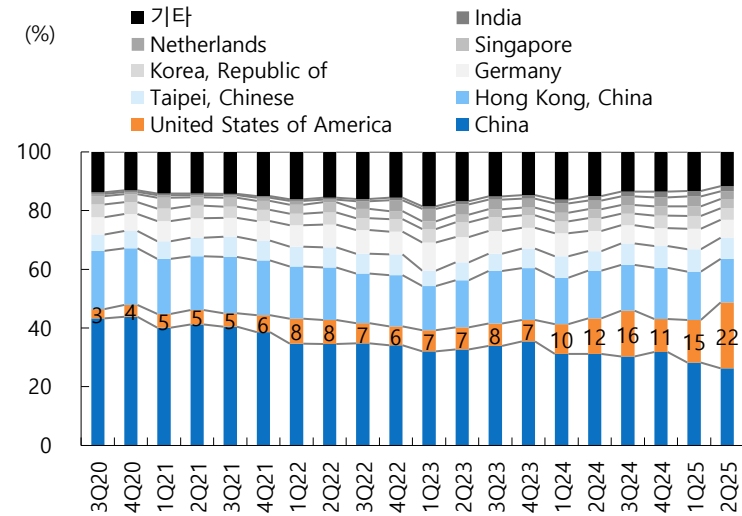
- AI 서버용 MLCC 시장이 얼마나 빠른 속도로 커지는지 가늠하기 위해, 미국의 Capacitor 수입 데이터를 참고할 수 있다. 글로벌 MLCC 시장에서 미국의 수입액이 차지하는 비중은 4Q22 이전 5~8% 사이였으나, 지금은 15~20%로 확대되었다[그림33]. ChatGPT 출시를 기점으로 비중이 크게 확대된 것이다. 주요 대만 EMS의 미국 내 서버 조립라인 증설 움직임에 따라 이러한 비중은 향후 더 빠르게 확대될 전망이다.
- 한편, 2Q25의 경우 수입액 성장률이 +120% YoY에 달했으며, 한국으로부터의 수입액이 급증한 반면, 중국으로부터의 수입액은 급락했다. 이는 관세와 관련된 선행 비축 수요 때문인 것으로 추측된다[그림35].
- 이러한 우발적인 흐름을 배제하더라도, 전반적인 추세를 보면 서버 응용처와 관련된 Capacitor 수요가 빠르게 늘고 있음을 가늠할 수 있다.

<그림34> 미국의 Capacitor 수입액 추이: 4Q22 이후 크게 확대



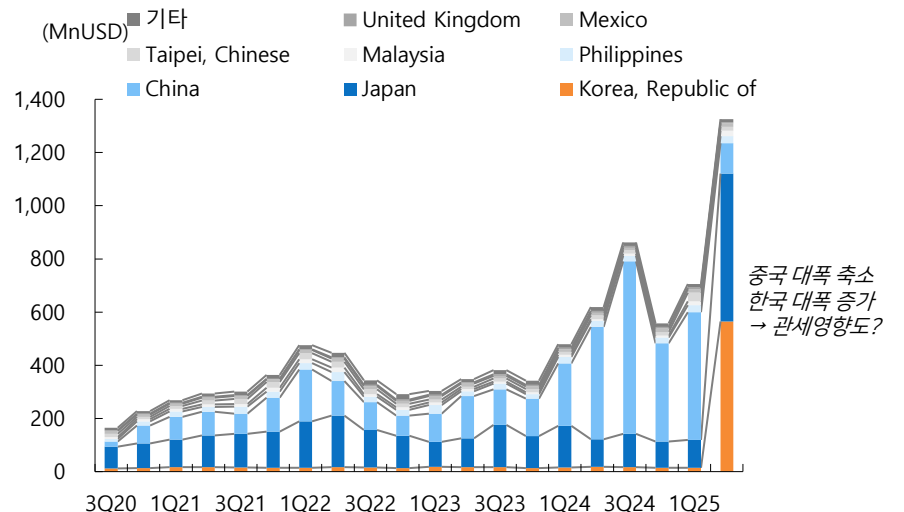
자료: ITC, iM증권 리서치본부

<그림33> 어떤 국가가 MLCC를 많이 수입하나? 미국의 비중이 급증



자료: ITC, iM증권 리서치본부

<그림35> 특히 한국으로부터의 수입이 급증



자료: ITC, iM증권 리서치본부

[참고] 주요 EMS 업체의 미국 내 조립 시설 현황 및 투자 계획

<그림36> 주요 EMS 업체들의 미국 내 서버 조립 시설 투자가 공격적으로 발생하고 있음 → 미국 컴포넌트 수입액이 커지는 결과로 귀결. 이는 MLCC도 마찬가지



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

I. MLCC: AI 수요가 여타 응용처에 영향

- CY3Q25 Murata의 실적 코멘트 중 가장 의미 있던 부분은 “AI 서버용 MLCC가 자동차 및 통신용 고사양 MLCC 수급에까지 영향을 미칠 수 있음”을 언급한 것이다. 이는 메모리 산업에서 HBM이 레거시 DRAM 공급에 영향을 미친 것과 유사하다. 삼성전기에 따르면, AI 서버용 MLCC와 IT용 MLCC가 동일한 라인에서 생산되고 있다. 그런데 AI 서버용 MLCC는 적층 공정에서 부하가 크기 때문에, 생산 배분을 AI 서버로 늘릴 수록 단위 시간당 총 생산량은 줄어든다 (IT용 대비 AI 서버용은 생산 리드타임 2배 이상). 이는 전체 수급의 타이트함으로 귀결될 수 있다.
- 사업보고서상 삼성전기의 수동소자 가동률이 100%를 넘어섰음에도, 이전 사이클의 정점 대비 생산량이 줄어들었음은 이를 간접적으로 보여주는 증거다[그림38, 39].

<그림38> 분기보고서 기준 삼성전기 가동률: 4년 만에 100% 상회. 4년 전에는 IT 내구재 사이클 vs. 지금은 서버·자율주행 고도화



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림37> Murata는 AI 서버용 MLCC 수요가 급증이 자동차 및 통신용 고사양 MLCC 수급에 영향일 미칠 수 있다고 언급함

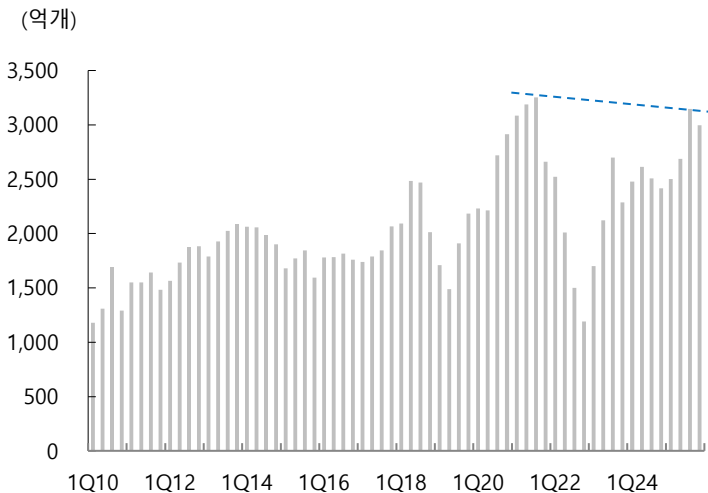
즉, AI 서버에서 하나의 보드 내 MLCC가 차지할 수 있는 공간은 한정되어 있습니다. 하지만 동시에 각 MLCC에 요구되는 용량은 커지고 있습니다

...(중략) ...

고용량 MLCC는 층수가 많고 공정 부하가 높기 때문에 생산설비에 더 큰 부담을 주게 됩니다. 이런 점에서 생산능력 배분에도 영향을 미칠 것이며, 고급 제품뿐 아니라 일부 중급 제품군까지도 영향을 받을 것으로 예상됩니다. 이 경우 자동차 및 통신용 고사양 MLCC에도 파급효과가 이어질 수 있습니다. 따라서 당사는 이번 변화가 의미 있는 수준의 연쇄효과를 가져올 것으로 판단합니다.

자료: Murata, iM증권 리서치본부

<그림39> 삼성전기의 수동소자 생산량 추이: 가동률이 100%를 넘었는데, 2020년 대비 생산량은 줄어듦. 캐파 부하의 증거?

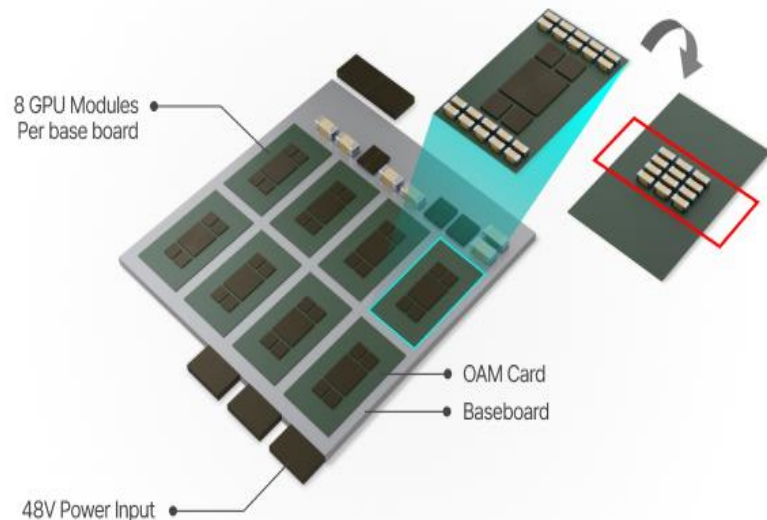


자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

I. MLCC: 동일 사이즈, 더 큰 용량

- 개수 기준으로 AI 서버는 일반 서버 대비 13배의 MLCC를 더 필요로 하며, 용량(Capacitance) 기준으로는 27배 더 필요하다[그림40]. 이는 GPU 8개 기준이며, NVL72와 같은 랙 단위에서는 일반 서버 대비 개수는 150~200배, 용량은 그 이상 필요할 것으로 추측된다(가속기 1개당 MLCC 3,000~4,000개 vs. 범용 서버용 CPU당 2,200개 가정) 이는 MLCC 개수와 용량의 증분이 대체로 일치하는 스마트폰과 대조적이다.
- 용량을 늘리기 위해서는 물리적으로 더 큰 MLCC를 탑재하는 것이 직관적인 해결책이나, 보드 내 실장 공간은 제한적이므로 실제로는 동일한 크기에서 용량이 커져야 한다. (그림41과 같이 초소형 MLCC를 어레이 형태로 실장). 이는 전하를 잡아 두기 위한 유전체 적층이 많아져야 한다는 의미이고, Murata가 언급한 공정부하가 커지는 이유로 볼 수 있다.

<그림41> 보드 내 MLCC가 실장될 수 있는 공간은 한정적이기 때문



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림40> AI서버용 MLCC는 갯수보다 용량이 더 중요한 요소

	MLCC 개수	총 용량 (uF)	비고
4G 스마트폰	~1,000	3,000	5G는 4G 대비 개수 1.3배, 용량 1.3배
5G 스마트폰	1,300+	4,000	
일반 서버	2,200	22,000	AI서버는 일반 서버 대비 개수 13배, 용량 27배
AI 서버	28,000	600,000	

자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림42> 따라서 AI서버는 일반서버 대비 고용량 MLCC 탑재

	10uF	22uF	47uF	100uF	200uF	330uF
0402	4V X6S	4V X6S	일반서버		AI서버	
0603		4V X6S	4V X6S			
0805			4V X6S	4V X6S		
1206				4V X6S	4V X6S	
1210						2.5V X6S

자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

[참고] 삼성전기 연구 성과에서 MLCC 개발 방향을 읽을 수 있음

<그림43> 삼성전기의 주요 MLCC, 패키지기판 연구과제 현황: Server향 초고용량 MLCC 개발 관련 내용이 간헐적으로 등장

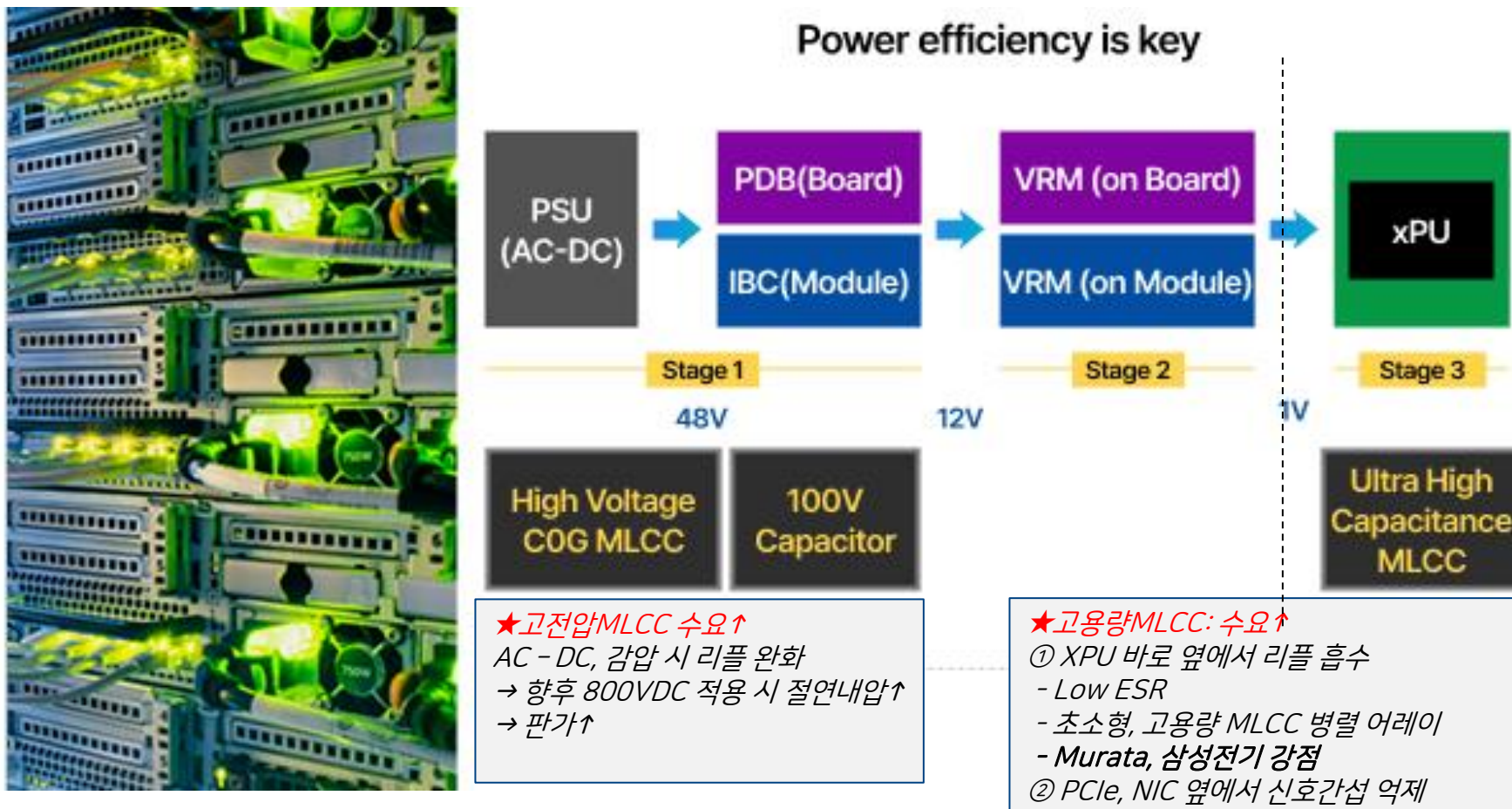
연도	연구과제	기대효과
2023년	전장용 고전압, 최고용량 MLCC 개발	- 하이엔드급 전장용 제품 라인업 확대로 시장 공략
	차세대 CPU용 기판 개발	- 차세대 CPU용 패키지기판 제품 개발을 통한 시장 선점으로 매출 기여
	Server용 고성능 Package 기판개발	- Server CPU 제품 개발을 통한 고부가 제품 Line-up 확대로 매출에 기여
	전장 ADAS용 Package 기판 개발	- 하이엔드급 전장용 제품 개발을 통한 매출 확대 기여
	급속 충전용 MLCC 개발	- 1000V급 xEV 급속 충전용 제품 개발로 전장용 MLCC 라인업 확보
2024년	ADAS용 초고용량 전장품 최초 개발	- 고부가 전장 제품 라인업을 강화하여 MLCC 시장 점유율 확대
	주요거래선향 Foldable용 초슬림 모듈 개발	- 초슬림 모듈 개발로 매출 확대 및 시장 선도
	Server향 초고용량 MLCC 개발	- 서버용 제품 개발을 통한 고부가 제품 매출 확대 기여
	네트워크용 고성능 Package 기판 개발	- 고성능 네트워크용 Package 기판 기술 확보로 지속 성장하는 시장내 매출/점유율 확대
	Note PC용 고성능 Package 기판 개발	- 부품 내장 기술을 적용한 고성능 Package 기판 개발로 신규시장 선점 및 매출 확대
	Server CPU용 FCBGA 기판 개발	- 부품 내장 기술을 적용한 Server CPU용 매출 및 시장 점유율 확대
	칩렛 기술 접목 초고성능 Server CPU용 FCBGA 기판 개발	- 칩렛기술을 적용한 초고성능 서버 CPU 패키지기판 플랫폼 양산 확대를 통한 High-end 시장 점유율 확대
2025년	AI Note PC용 고성능 Package 기판 개발	- 부품 내장 기술을 적용한 AI Note PC Package 기판 개발로 신규시장 선점 및 매출 확대
	고신뢰성 초고용량 MLCC 개발	- 스마트폰 플래그십 모델 내 고신뢰성 초고용량 MLCC 개발을 통한 매출확대 기여
	중화향 PC 저소음용 MLCC 개발	- PC 저소음용 MLCC 개발로 시장 점유율 및 M/S 확대 기여
	무선향 초고용량 Slim화 MLCC 개발	- 스마트폰 플래그십 모델 내 두께 Slim화 MLCC 개발로 매출 확대 기여
	전장 ADAS용 초고용량 초초품 MLCC 개발	- 자율주행 ADAS용 초고용량 초초품 MLCC 개발을 통한 매출 확대 기여
	고부가 Server CPU용 FCBGA 기판 개발	- 고부가 Server CPU용 FCBGA 기판 제품 라인업 강화로 High-end 시장 점유율 확대
	ARM Based CPU용 임베딩 기판 개발	- 임베딩 기술을 적용한 고성능 ARM Based CPU 기판 출시로 모바일 PC 시장 점유율 확대
	Server향 초고용량 MLCC 개발	- 서버, 데이터 센터 및 IT용 초고용량 개발로 매출 확대 기여
	전장용 소형 고전압 MLCC 개발	- 전장용 소형 고전압 MLCC 개발을 통한 시장 리드 및 매출 확대
	고성능 AI 가속기용 FCBGA 기판 개발	- AI 가속기용 Package 기판 개발을 통한 고부가 AI 시장 진입 및 HPC 시장 점유율 확대
	Premium AP용 기판 개발	- 미세회로 기술을 적용한 초고성능 모델을 탑재하여 모바일 AP 시장 점유율 확대

자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

I. MLCC: 랙 단위 솔루션 → 파워 MLCC ↑

- 한편, AI 서버가 랙 단위 솔루션으로 바뀌면서 전력 분배 경로가 고전압·고전류·고밀도화 되고, 이에 따라 파워 MLCC의 수요도 확대되고 있다. 특히 장기적으로 800V DC 적용시 절연 내압을 높인 고부가 특수 MLCC 수요가 커질 전망이다.

<그림44> 랙 단위 솔루션 전환과 함께 전력 변환 장치, 감압 단계에서 필요한 고압 MLCC도 중요해지고 있음

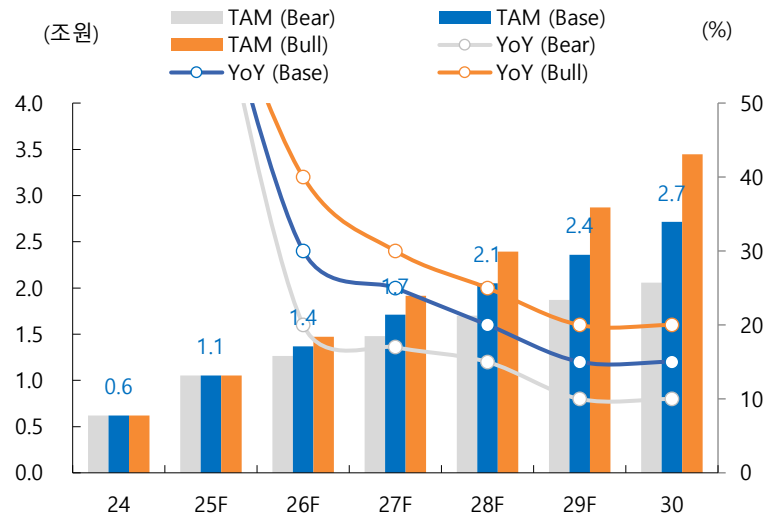


자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

I. MLCC: AI 서버 응용처 CAGR +21%

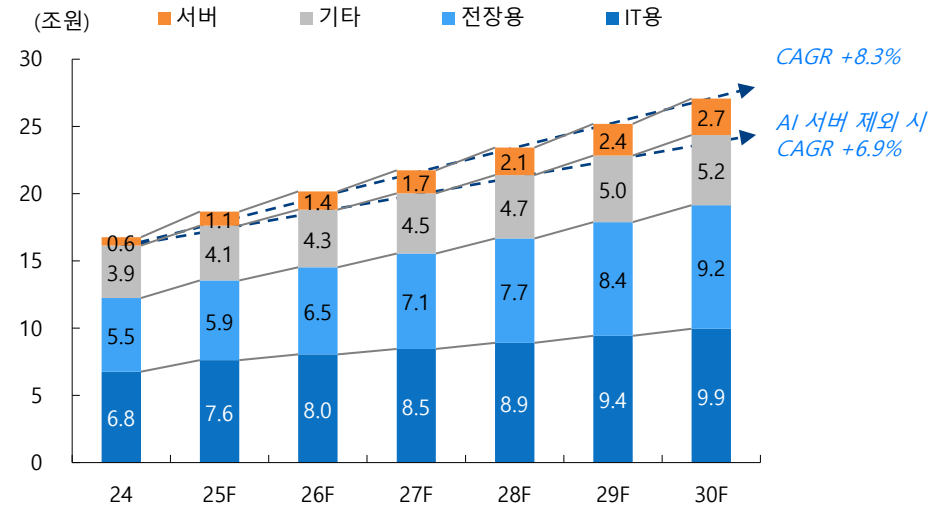
- 그렇다면 AI서버용 MLCC는 어느 정도 규모이고, 얼마나 빠르게 커질까? Murata는 전체 Capacitor 매출 중 서버 비중이 10%이며, 서버 매출 중 AI 서버 비중이 절반일 것으로 언급했다. 이에 따르면 동사의 연환산 서버용 MLCC 매출은 900억엔, AI 서버용은 450억엔으로 추측된다. 참고로, 삼성전기의 3Q25 기준 MLCC 매출에서 AI 서버 관련 매출 비중은 10% 초반 수준인 것으로 파악하며, 연환산 시 약 4,500억원 수준이다.
- Murata가 ① 글로벌 AI 서버용 MLCC 시장의 40~50%를 점유하고 있다는 점 (vs. 삼성전기 40~50%, 기타 10~20%), ② 올해 AI 서버용 MLCC의 성장률이 +60~70% YoY에 달한다는 점을 종합해볼 때, 해당 시장의 TAM은 '24년 0.55조원~0.69조원, '25년 0.95조원~1.16조원으로 추산된다. 당사는 '25년 MLCC 시장 규모를 18~19조원으로 전망하므로, 전체 MLCC 시장에서 AI 서버가 차지하는 비중을 약 5~6%로 볼 수 있다.
- 성장률은 매우 가파르다. 당사는 AI 서버용 MLCC 시장이 '25~'30년 연평균 +21% 성장하여, '30년 기준 전체 시장에서 10%의 비중을 차지할 것으로 전망한다. 이 경우, AI 서버는 '25년~'30년까지 전체 MLCC 시장의 연평균 성장률에 +1.4%p의 긍정적인 기여를 하는 것이다. 동 전망은 AI가 속기당 MLCC 4,000여개 탑재, '30년 기준 AI 서버 침투율 20%를 가정한 것이며, 고용량 MLCC 탑재에 따른 ASP 개선을 가정하지 않은 보수적인 접근이다.

<그림45> AI서버 MLCC TAM: '24년 0.6조원 → '30년 2.7조원



자료: iM증권 리서치본부 추정

<그림46> 적용처별 MLCC 시장 전망: 서버 응용처가 가장 가파름

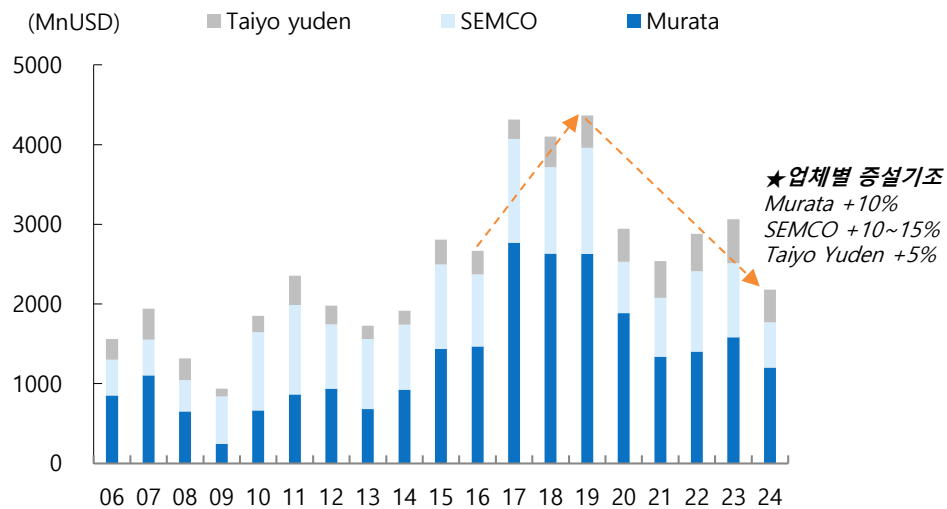


자료: iM증권 리서치본부 추정

I. MLCC: 절제된 CapEx와 가격 기대감

- 한편, CY3Q25 실적을 지나며 MLCC 가격에 대한 기대가 커지고 있다. Murata, 삼성전기, Taiyo Yuden 등은 공히 MLCC에 대한 판가 인하 압력이 완화되고 있음을 언급하였다. ① 리드타임: 시장조사기관 Paumanok에 따르면, '25년 10월 기준 Capacitor의 리드타임은 19주 수준으로, 팬데믹 이전이었던 '12~'19년의 평균인 '13주 대비 +46% 길어졌다. ② 가동률 & 증설기조: 상위 업체들 중심으로 가동률이 90% 전후로 높아진 상황에서, 이들의 CapEx 집행 기조는 큰 변화 없이 보수적이다 (Murata +10% 증설, 삼성전기 +10~15% 증설, Taiyo Yuden +5% 증설)
- 역사적으로 MLCC의 가격 인상 구간에는 공통적으로 수요 확장과 공급 충격이 동시에 수반되었던 바 있다[그림48]. ① 00~01년: 디지털기기 붐 + 탄탈륨 공급 부족, 일부 일본 MLCC 업체들의 생산 축소 → +20% 이상 가격 인상, ② 17~18년: 하이엔드 스마트폰 및 전장 수요 확대 + Murata의 범용 MLCC 축소 + 생산 장비 쇼티지 발생 (통상적인 증설 리드타임은 9개월이나, 당시 1.6년 이상으로 길어졌음) → +30% 이상 가격 인상, ③ 20~21년: 언택트 관련 내구재 사이클 + 오미크론 발생에 따른 동남아 MLCC 공장 섯다운 → 가격 인상은 없었으나 판가 인하폭이 완화되었음. ④ 25년~ : AI, 자율주행 붐, 우려대비 견조한 IT 판매량으로 수요 측면에서의 조건은 확립. 공급측면에서는 캐파부하가 큰 AI용 MLCC 생산 배분 확대에 따라 유효 캐파 축소 → 가격 인하폭 완화 추세 확인

<그림47> 상위 3대 MLCC 업체의 CapEx 집행 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림48> 시기별 MLCC 가격 인상 요인: 최근 가격인하폭 완화 확인

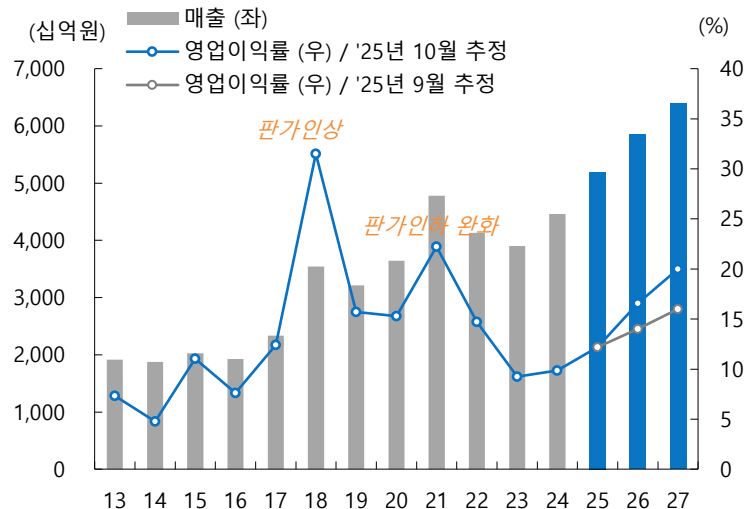
	수요	공급	가격
00~01년	PC, 이동전화, 모뎀 등 디지털기기 붐	'99년 日 MLCC 생산 축소, '00년 탄탈륨 공급 부족	+20% 이상 급등
17~18년	하이엔드 스마트폰 (iPhone X) 전장 수요 증가	Murata의 범용 MLCC 축소 및 생산 장비 부족 → 증설 리드타임↑	+30% 이상 급등
20~21년	언택트 관련 내구재 사이클	오미크론 확산 → 동남아 MLCC 공장 섯다운	판가 인상 없었으나, 판가 인하폭 완화
2H25~	AI 인프라, 자율주행 (L2++)	AI용 MLCC 캐파부하↑ → 공급 축소 효과?	최근 판가 인하폭 완화 흐름 관찰됨

자료: TTI, iM증권 리서치본부

I. MLCC: '27년까지의 마진 확장 가시성 ↑

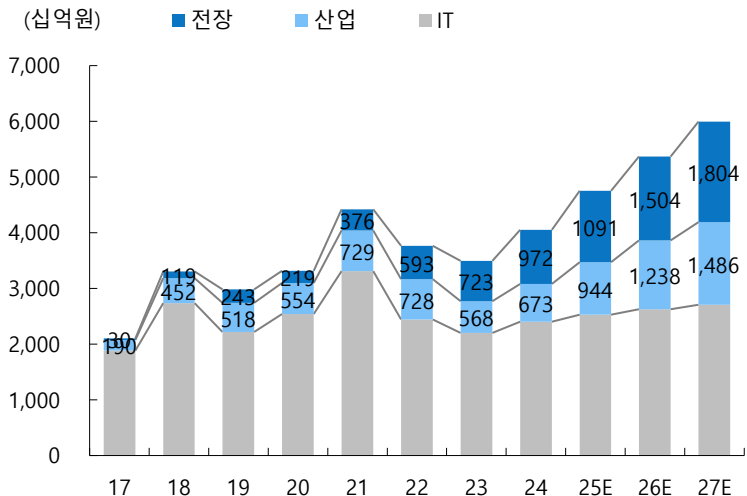
- 당사는 삼성전기 컴포넌트 사업의 영업이익률이 '23년의 9%를 저점으로, '25년 13%, '26년 17%, '27년 20%로 단계적으로 개선될 것으로 전망한다[그림49]. 이는 지난 9월 당시 전망 대비 시기별로 각각 +1%p, +3%p, +4%p 상향 조정한 것이다. 9월과 달라진 점이 있다면, 연말 가격 협상 과정에서 일반 산업, 전장용 MLCC에 대한 판가 인하폭이 예상보다 완화되고 있음이 감지된다는 점이다.
- AI 서버용 MLCC의 경우 초과 수요인 상황에서 대응할 수 있는 업체가 Murata와 삼성전기 등 소수에 불과하므로, 굳이 LTA로 묶기보다는 Spot 거래로 공급하며 가격의 유연성을 확보하려는 모양새다. 만약 Murata가 일부 고용량 MLCC에 대한 판가 인상을 단행할 경우 이는 컴포넌트 업황의 베스트 시나리오가 될 수 있겠으나, Murata의 기업 문화를 고려하면 그 가능성을 배제하는 것이 보수적 접근인 것으로 판단한다.
- 한편, IT용 MLCC는 통상 분기별 판가 협상을 진행하는데, Murata와 삼성전기가 언급하였 듯 AI 서버용 MLCC 생산이 확대될 경우 고용량 IT용 MLCC의 캐파 배분이 축소될 수 있다. 이 경우 IT용 MLCC의 판가 인하폭 또한 완화될 가능성이 있다. (상위 MLCC 업체 입장에서는 AI 서버용 수익성이 IT 대비 2~3배 높기 때문에, 생산 능력을 AI서버에 우선 배분하려는 유인이 강하게 작용할 것)

<그림49> 삼성전기 컴포넌트 부문의 매출, 영업이익률 전망



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

<그림50> 삼성전기 적용처별 MLCC 매출 추이 및 전망

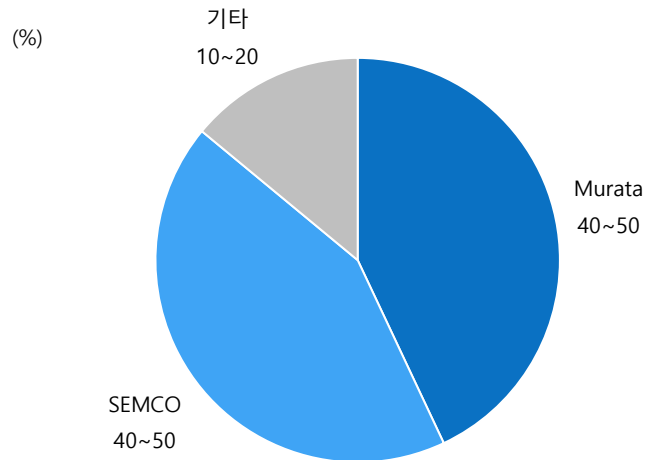


자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

I. MLCC: '성장형 시클리컬'로의 변화

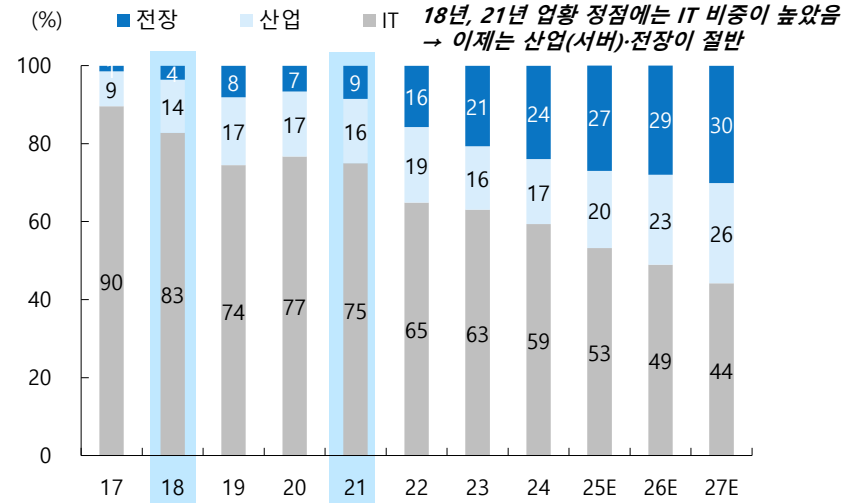
- 당사는 상위 MLCC 업체들의 이익 지속성이 강화된 것으로 판단한다. 삼성전기를 예로 들 경우, '18년, '21년 실적 정점 당시 동사 MLCC 매출에서 IT 응용처가 차지하는 비중은 각각 83%, 75%에 달했다. 경기 민감적 특성이 강하게 나타날 수 밖에 없었다.
- 그러나 IT에 대한 비중은 '25년, '26년, '27년 각각 53%, 49%, 44%로 축소될 전망이며, 동 기간 서버·전장이 비중이 높아지며 이익의 지속성을 높일 것으로 판단된다[그림51]. 즉, 산업의 성격이 '시클리컬'에서 '성장형 시클리컬'로 바뀌어 가고 있는 것이다. 아울러, 해당 영역의 플레이어 IT 대비 제한적이라는 점도 지속성을 높이는 요인이다[그림52].
- 당사는 이러한 이유로 삼성전기의 P/B 멀티플이 10년 평균으로부터 +2SD의 상단을 향할 것으로 전망한다[그림53].

<그림52> AI서버 시장 점유율: 사실상 과점 → 업황 지속성 ↑



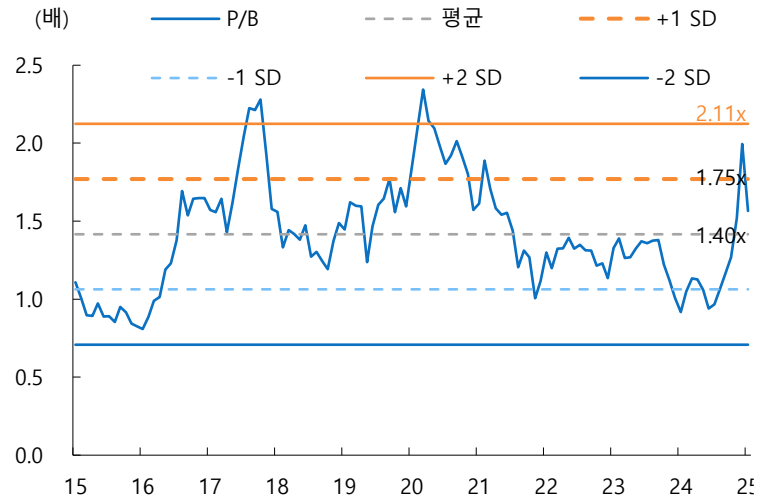
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림51> 삼성전기의 적용처별 MLCC 매출 비중



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

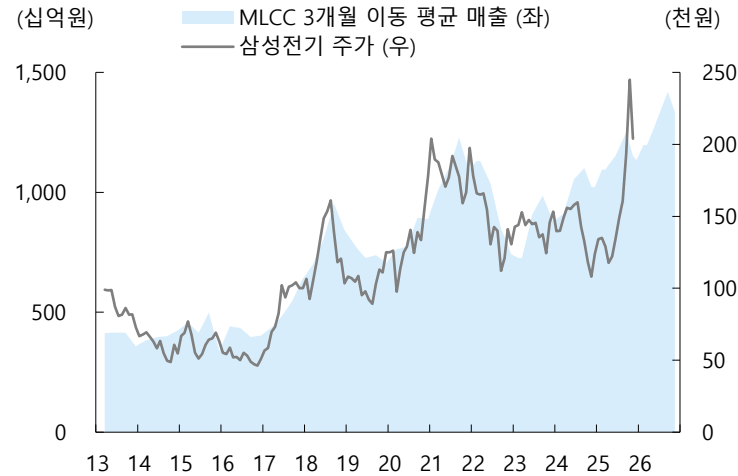
<그림53> 삼성전기 P/B 멀티플: +2SD의 상단을 향할 것으로 전망



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

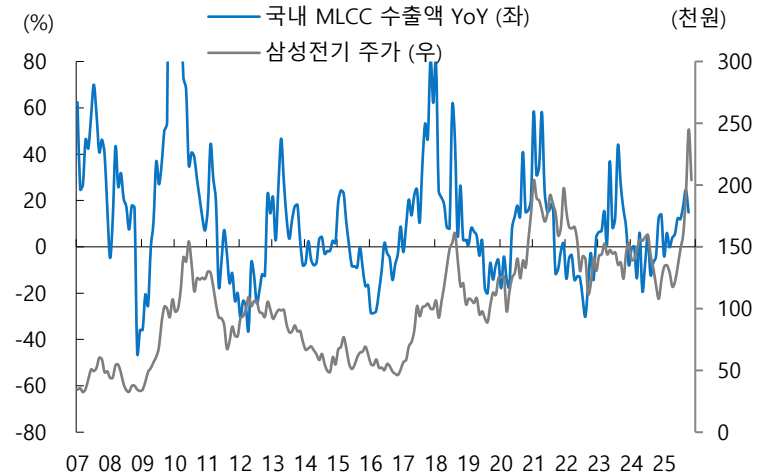
I. MLCC: 삼성전기 컴포넌트 매출, 영업이익률 vs. 주가, 밸류에이션 비교

<그림54> 3개월 이동 평균 MLCC 매출 vs. 삼성전기 주가



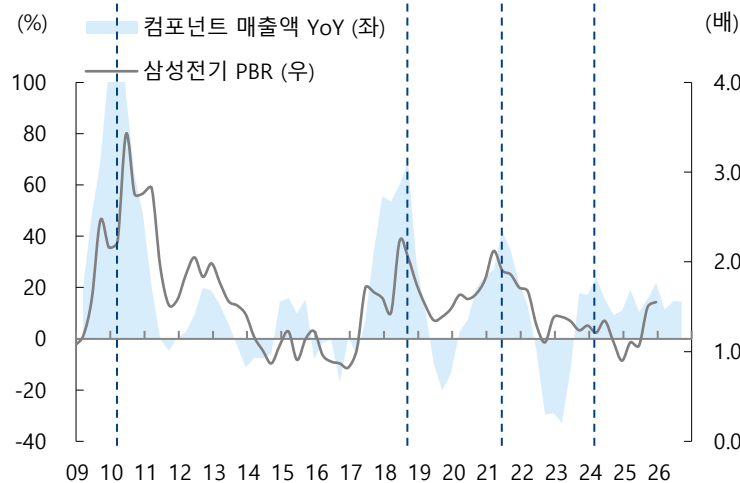
자료 : 삼성전기, Dataguide, iM증권 리서치본부

<그림55> 한국의 Capacitor 수출액 YoY vs. 삼성전기 주가



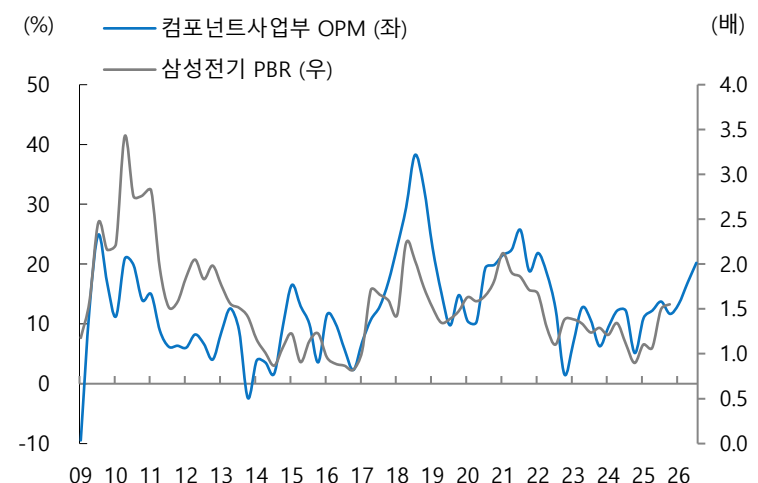
자료 : 삼성전기, Dataguide, iM증권 리서치본부

<그림56> 컴포넌트 매출액 YoY vs. 삼성전기 PBR



자료 : 삼성전기, Dataguide, iM증권 리서치본부

<그림57> 컴포넌트 OPM vs. 삼성전기 PBR

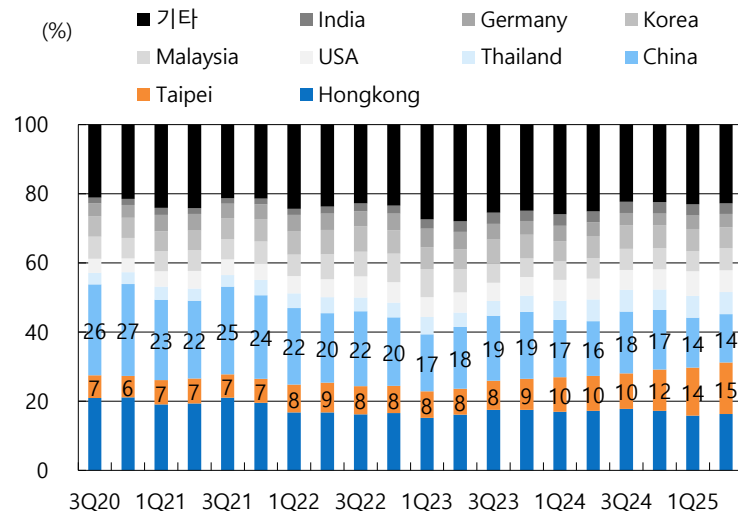


자료 : 삼성전기, Dataguide, iM증권 리서치본부

II. FC-BGA: 대만의 PCB 수입액

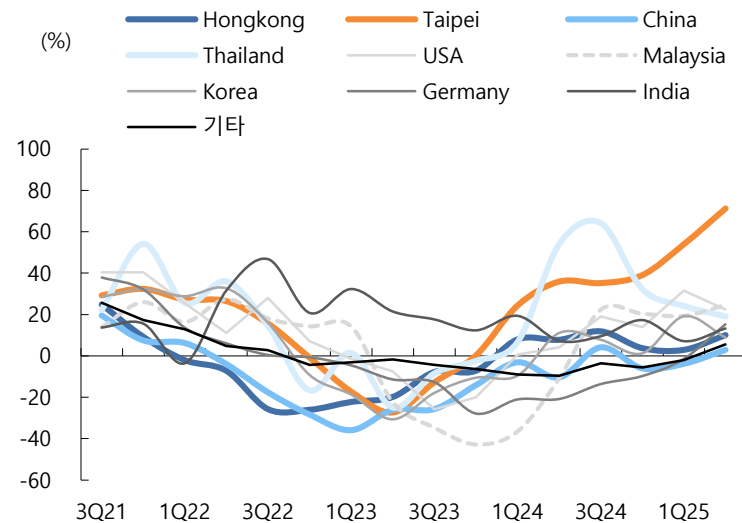
- 호황은 PCB에서도 확인되고 있다. 앞서 미국의 MLCC 수입액이 급증하는 것처럼, PCB의 경우 대만의 수입액이 급증하고 있다[그림58, 59]. ChatGPT 출시를 기점으로 글로벌 PCB 수입액에서 대만의 점유율은 +7%p 개선되었고, 동기간 중국의 비중은 -6%p 축소되었다.
- 물론 여기서의 PCB는 패키지판 뿐 아니라 MLB 등도 포함되는데, 글로벌 PCB 수요의 중심축이 AI 서버·고사양 네트워킹 장비용 PCB를 중심으로 빠르게 이동하고 있음을 보여준다. 반대로 중국의 수입 비중이 줄어드는 것은 단순 IT용 범용 PCB 수요의 감소와 글로벌 EMS의 탈중국 현상이 맞물린 결과인 것으로 판단된다.

<그림58> 어떤 국가 PCB를 많이 수입하나? 대만 확대, 중국 축소



자료: ITC, iM증권 리서치본부

<그림59> 국가별 PCB 수입액 성장률: 대만이 압도적으로 성장

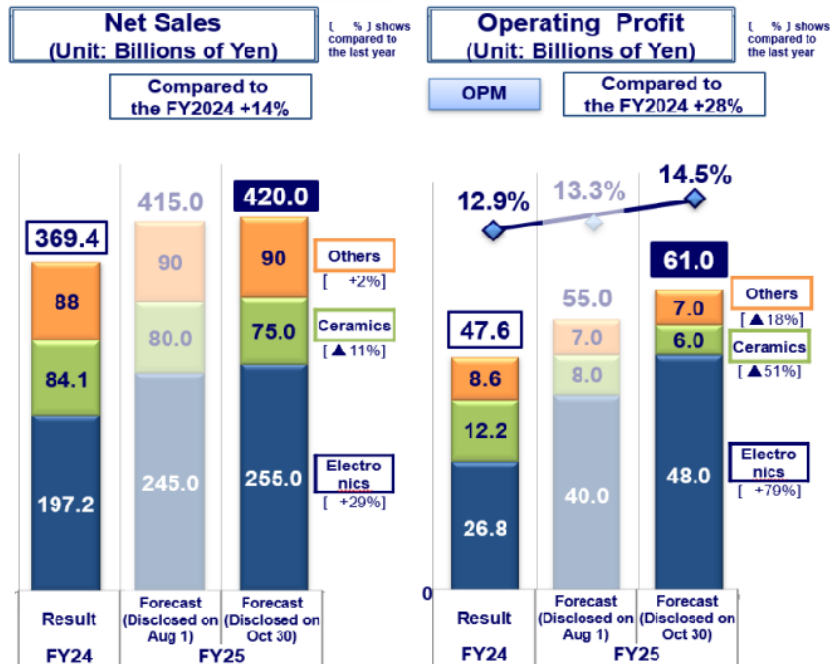


자료: ITC, iM증권 리서치본부

II. FC-BGA: Ibiden의 신호탄

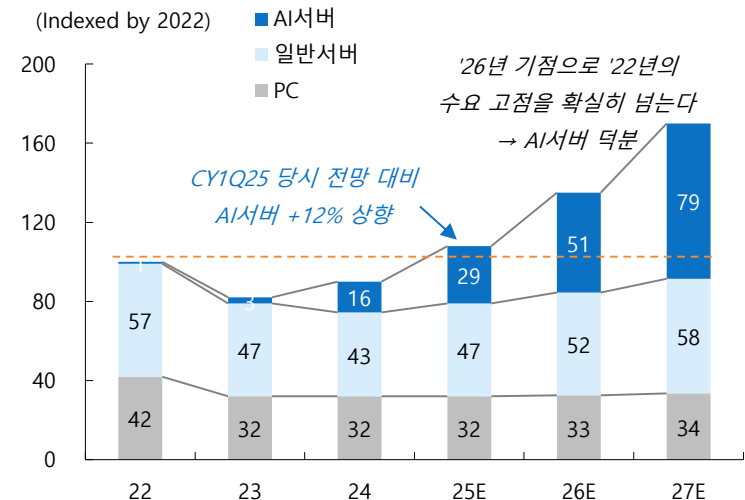
- 이러한 흐름 속에, 일본의 Ibiden은 지난 CY3Q25 실적에서 매출과 영업이익 전망을 각각 +1%, +11% 상향한 바 있다. 특히, FC-BGA가 포함된 Electronics 부문의 매출은 기존 대비 +4%, 영업이익은 +20% 상향되었는데, 이는 AI 서버용 고부가 기판 수요 확대 덕분이다.
- 동사는 또한 고급 패키지기판 양산에 필수적인 SAP 공정 수요가 '22년을 100으로 볼 때, '24년 91, '25년 108, '26년 135, '27년 170으로 증가할 것으로 전망했다. 또한 전체 공정 수요에서 AI가 차지하는 비중은 '24년 17%에서 '27년 46%로 대폭 확대될 것으로 전망되었다.
- 4월과 비교했을 때 '25년 AI서버에 공정 수요를 4월 대비 약 +12% 상향 조정한 반면, '26년과 '27년의 가이드스는 그대로 유지한 점이 특이하다[그림61]. 아마도 일본 기업 특유의 보수적인 전망인 것으로 판단된다(즉, '26년 4월에 재차 상향될 가능성이 높을 것으로 보임)

<그림60> ibiden 실적 가이드스 변화: Electronics 부문의 가이드스가 지난 4월 대비 매출 +4%, 영업이익 +20% 상향 조정되었음



자료: Ibiden, iM증권 리서치본부

<그림61> 이비덴의 공정 수요 전망: 25년 AI서버용 +12% 상향



자료: Ibiden, iM증권 리서치본부

II. FC-BGA: 라인 전환 필요할 정도로 짝 찬 수요

- 현재 Ibiden의 가동률은 65-70% 수준인 것으로 파악된다. 삼성전기의 가동률 또한 65-70% 수준이다. 업황 호조에도 이처럼 가동률이 낮은 이유는 Intel향 PC 라인 때문이다. 반면 AI 가속기 라인은 이미 풀부킹에 가까운 것으로 파악된다. Ibiden은 Nvidia의 AI가속기 내 FC-BGA 공급 점유율 80%를 보유한 업체로, Nvidia향 수요를 감당하기 어려워 그동안 하이퍼스케일러의 ASIC 생산 요청을 거절할 수 밖에 없었음을 언급한 바 있다. 따라서 CY1Q26을 목표로 PC용 기판 라인을 ASIC용 라인으로 전환하고 있다[그림62].
- 이는 삼성전기도 마찬가지다. 동사의 경우 2Q26~27년까지 AI 가속기용 기판이 완판된 것으로 파악된다. '가동률은 '25년 60~70%에서 '26년 80~90% 수준으로 개선될 전망이다. PC 응용처를 제외하면 마찬가지로 풀가동으로 볼 수 있다. 따라서 동사도 PC 라인에 대한 용도 전환을 고민하고 있다. 앞선 MLCC의 사례처럼, FC-BGA 역시 AI 가속기에 대한 Capa. 할당 덕분에 여타 IT용(PC) 기판 공급에 영향이 생기기 시작한 것이다.
- 한 발 더 나아가, 대만의 Unimicron은 신규 서버용 FC-BGA에 대한 판가 인상을 시도하고 있는 것으로 파악된다. 대만 업체 특유의 공격적인 스탠스다. 만약 성공한다면 이는 ABF 기판 산업 내에서 무려 3~4년 만에 판가 인상이다.

<그림62> Ibiden은 PC기판 생산을 줄이고 Server를 늘리고 있음

Ogaki Central Plant(Cell4/5)



Launch	2007/2020
Items Produced	AI Server/General Purpose Server, PC
Server Ratio	55%→70%

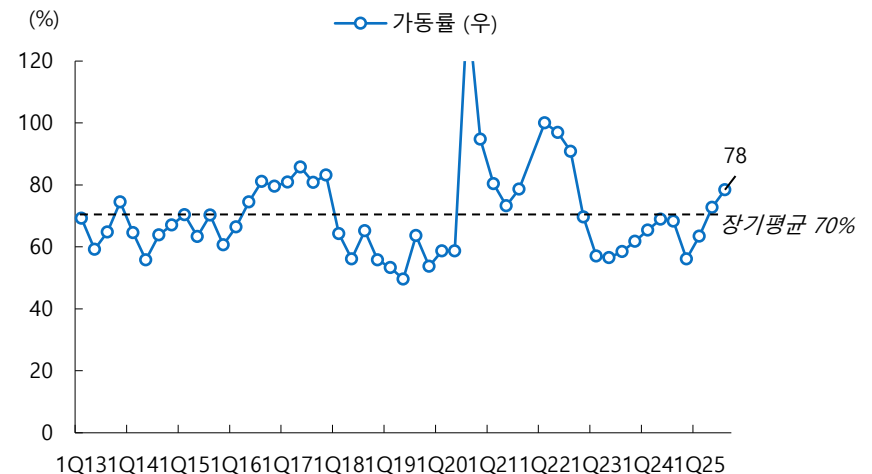
Ogaki Plant(Cell2/3)



Launch	1998
Items Produced	AI Server, PC
Server Ratio	75%→85%

자료: Ibiden, iM증권 리서치본부

<그림63> 삼성전기 PCB 가동률: 최근 장기 평균인 70%를 상회. 다만 FC-BGA만 볼 경우 60~70% 수준. Intel 라인의 낮은 가동률 때문

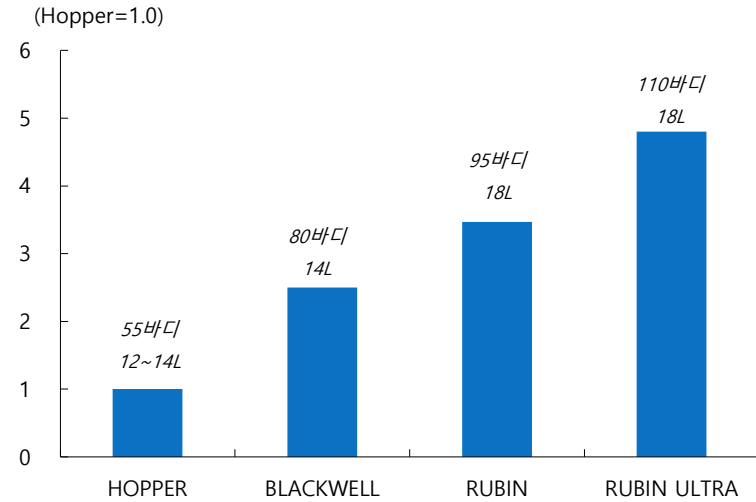


자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

II. FC-BGA: Multi-die와 HBM

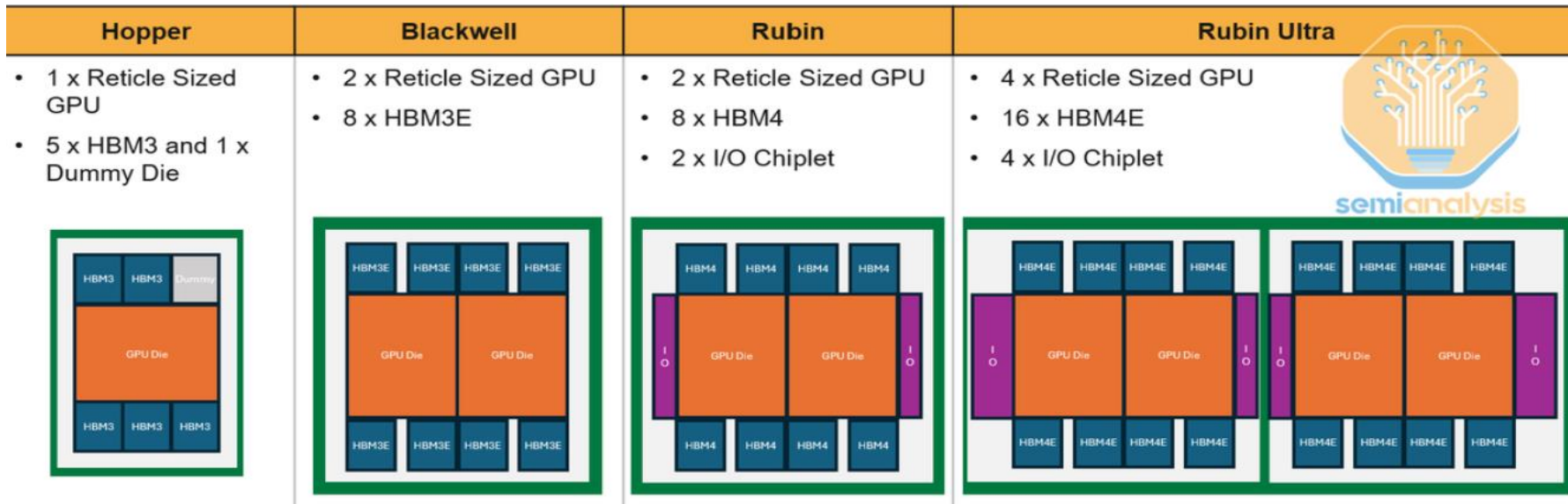
- FC-BGA는 왜 '25년 들어서 재부각되는걸까. 그동안 대규모 증설 이후 고정비 부담도 컸고, AI 가속기용 패키지가 일반 서버 대비 면적이 좁고 층수도 낮았기 때문이다. 즉, AI 서버의 기여가 크지 않았다.
- 예컨대, Nvidia Hopper용 패키지의 경우 면적은 55바디, 층수는 12~14층 수준으로 고사양으로 보기엔 무리가 있다. 비교하자면, Intel의 Granite Rapids는 85바디에 20층 이상이다.
- 그러나 Blackwell부터 Multi-die 채택, HBM 탑재량 증가로 패키지의 크기가 커지고, 층수가 높아지며 생산 난이도가 어려워지고 있다. 심지어 Rubin Ultra의 경우 110바디에 18층으로 파악되는데, 이 경우 Hopper 대비 Rubin Ultra 패키지의 면적은 4배 이상일 전망이다 [그림64, 65].

<그림64> Nvidia GPU 세대 변화에 따른 FC-BGA 필요량



자료: Bloomberg, Semi Analysis, iM증권 리서치본부

<그림65> Nvidia GPU 다이어그램: 멀티다이, HBM 증가에 따라 더 큰 인터포저와 패키지기판 필요 (녹색 테두리만큼이 패키지기판의 크기)

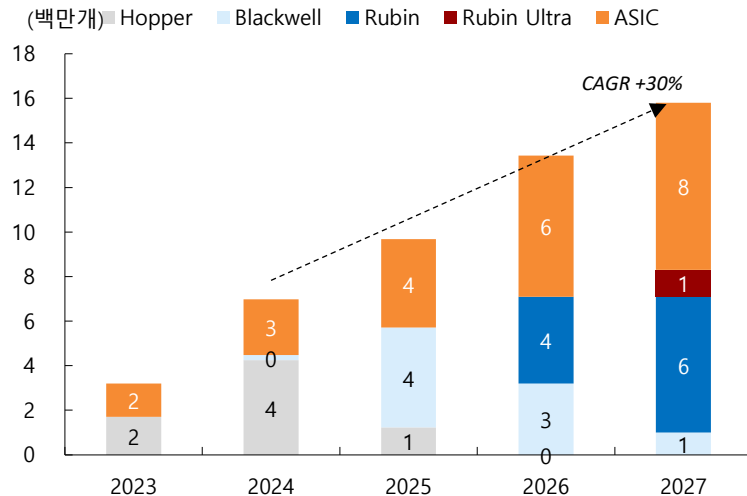


자료: Semi Analysis, iM증권 리서치본부

II. FC-BGA: CAGR +30% vs. +88%

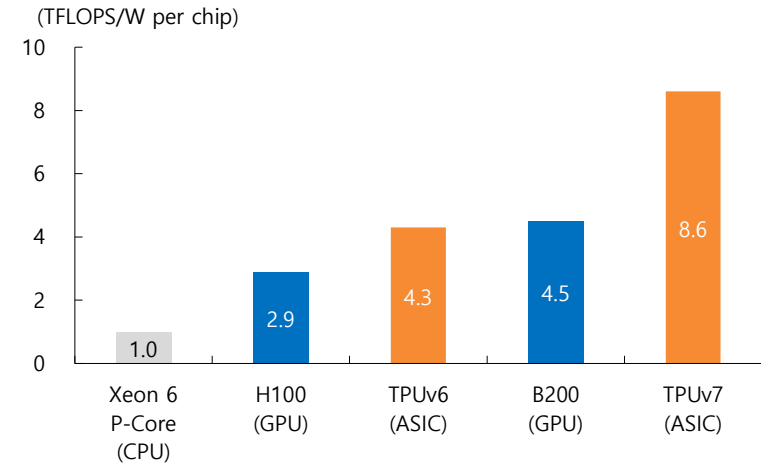
- 당사는 Nvidia GPU, 하이퍼스케일러의 ASIC을 합친 AI 가속기 출하 성장률을 '24년~'27년 CAGR +30%로 전망하며, 동 기간 AI 가속기에 필요한 FC-BGA 면적 성장률을 +88%로 전망한다. 이 경우 '27년 면적 수요는 '24년의 6.7배에 달한다[그림67, 68].
- 이러한 추정에 앞서 [그림64]에서 제시한 Nvidia 가속기의 패키지 면적 및 층수를 기준으로 했으며, ASIC용 FC-BGA의 면적은 동 세대 Nvidia GPU 대비 80% 수준으로 보수적으로 가정했다. 이것이 보수적인 가정인 이유는, 하이퍼스케일러의 최신 ASIC이 GPU에 필적하는 고성능, 대규모 클러스터 구성을 목표로 함에 따라, 패키지기판의 규격이 GPU급 이상으로 확대될 전망이다(ex. 2년 내 Google TPU용 패키지 기판은 100바디 이상으로 커질 것).

<그림67> Nvidia GPU와 ASIC 출하량 전망



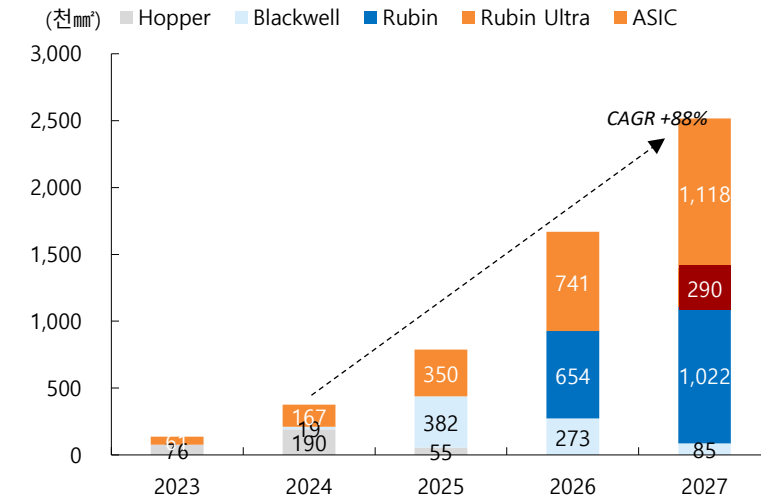
자료: 당사 '26년 반도체 산업전망, iM증권 리서치본부 추정

<그림66> 전력당 성능 비교: AI ASIC과 GPU는 엄청난 연산 능력을 구현하기 위해 칩 크기가 커지고 더 많은 I/O 연결 필요



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

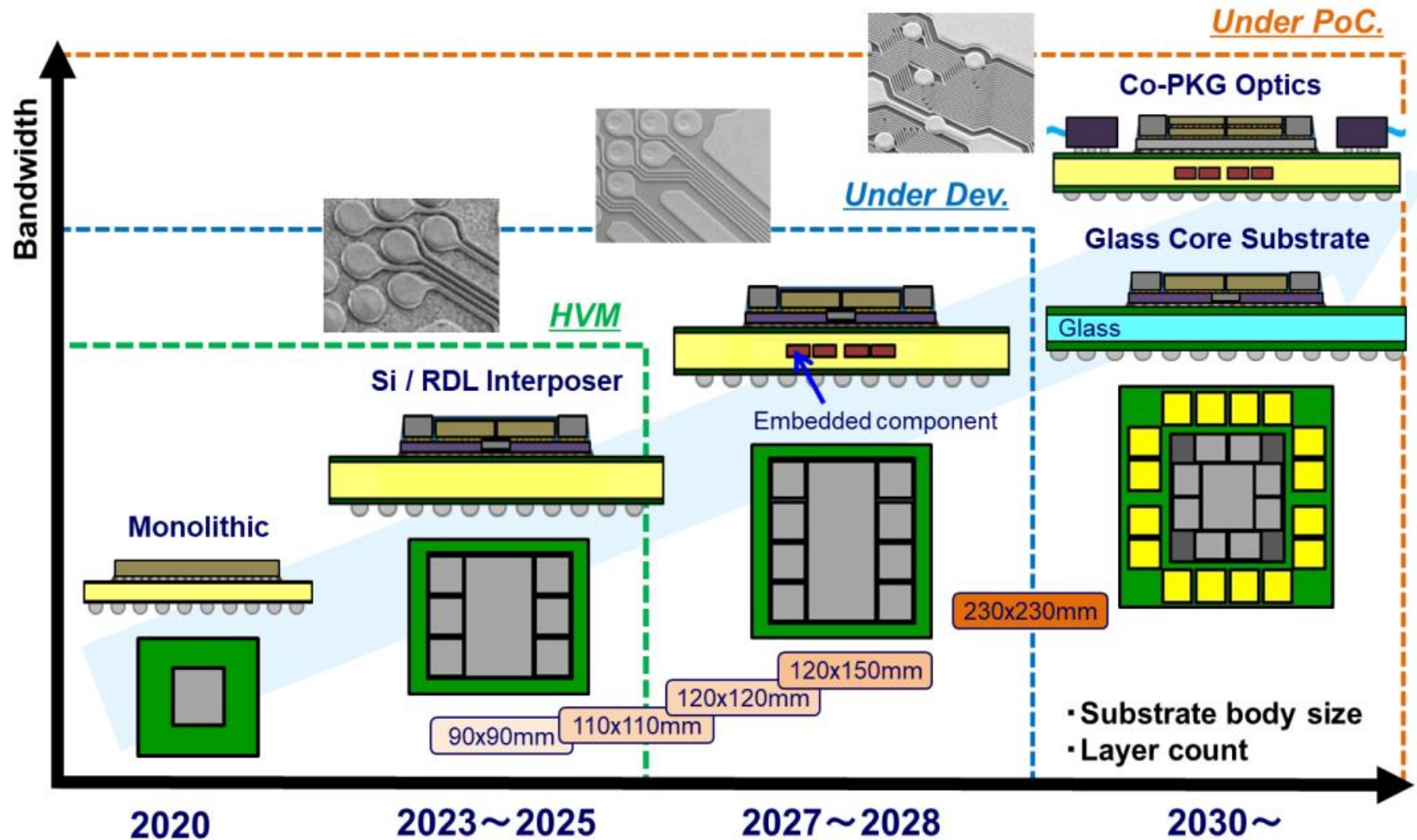
<그림68> 층수, 넓이를 감안하면 FC-BGA 면적 수요량 전망



자료: iM증권 리서치본부 추정

II. FC-BGA: Ibsiden, '25년 이후 110바디 ↑, '28년 이후 230바디 ↑ (CPO, 유리기판)

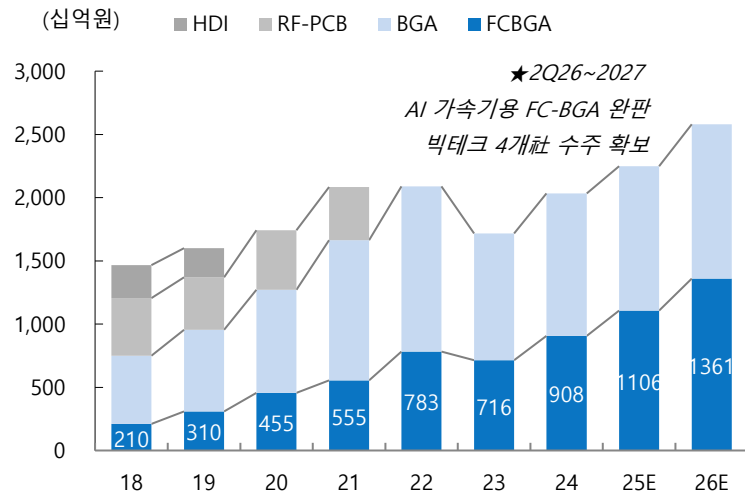
<그림69> 패키지 기판은 더 대형화되고 다층화되는 것에 더해, 부품 내장 기술 측면에서도 한층 더 고도화될 것으로 예상



II. FC-BGA: 소수 업체에 수혜 집중

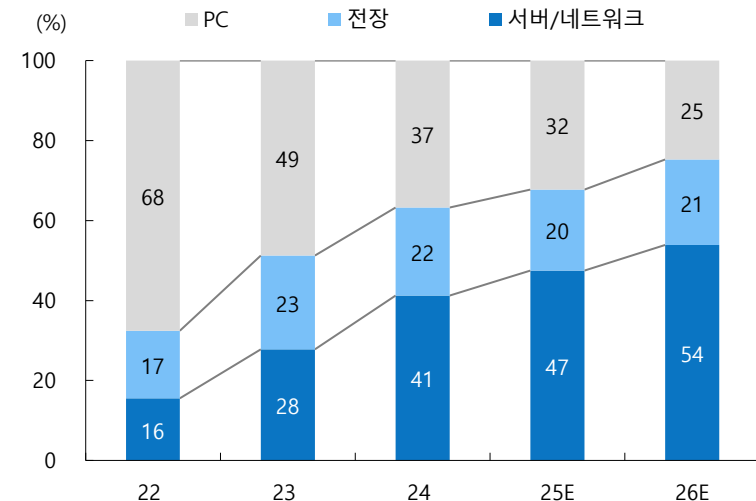
- 이러한 환경에서, AI 가속기용 FC-BGA에 대한 대응력을 갖춘 업체를 중심으로 수혜 강도가 커질 것으로 전망된다. 탑티어로서 수혜가 집중될 것으로 보는 업체로는, Nvidia의 메인 벤더인 Ibiden과, Nvidia 이원화 벤더이자 주요 ASIC 프로젝트의 메인 벤더인 Unimicron이 있다.
- 국내에서는 삼성전기의 ASIC 수혜를 기대한다. 동사는 '26년부터 빅테크 4개社향으로 AI 서버용 FC-BGA를 공급할 계획이다. 통상 ASIC은 설계부터 양산까지 최소 2년 이상이 걸리며, 동사와 같은 기판 업체가 개발 초기 단계에서부터 관여하는 경우가 대부분이다. 따라서 동사의 최근 수주 성과는 지난 2~3년 간의 노력이 성과로 가시화되는 것으로 볼 수 있다. 동사의 '25년 FC-BGA 매출은 1.1조원 (+22% YoY)로 마무리될 것으로 보이며, '26년 매출은 1.36조원(+23% YoY)으로 전망된다. 이는 가동률 80% 초반 수준을 가정한 것이며, 만약 PC 라인의 ASIC 라인 전환이 수반될 시 추가적인 업사이드가 있을 수 있다.

<그림70> 삼성전기의 PCB 매출 추이: FC-BGA 중심의 성장



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림71> 삼성전기의 FC-BGA 적용처별 매출 비중 추이

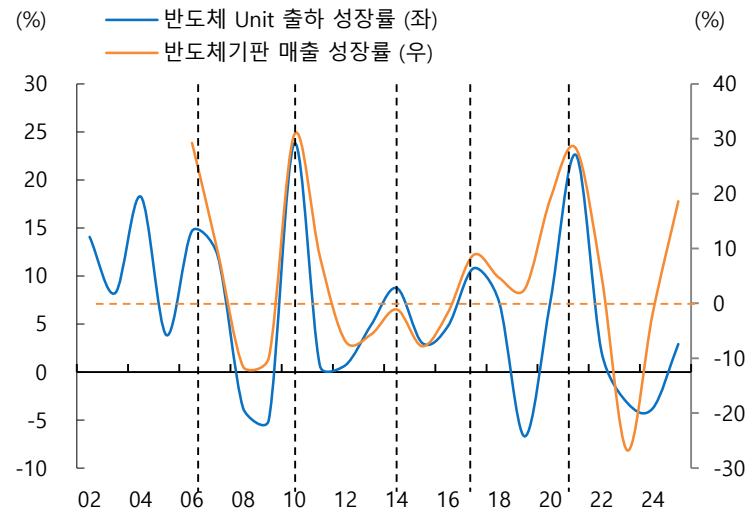


자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

III. 메모리 패키지기판: IC Unit 성장률 반등

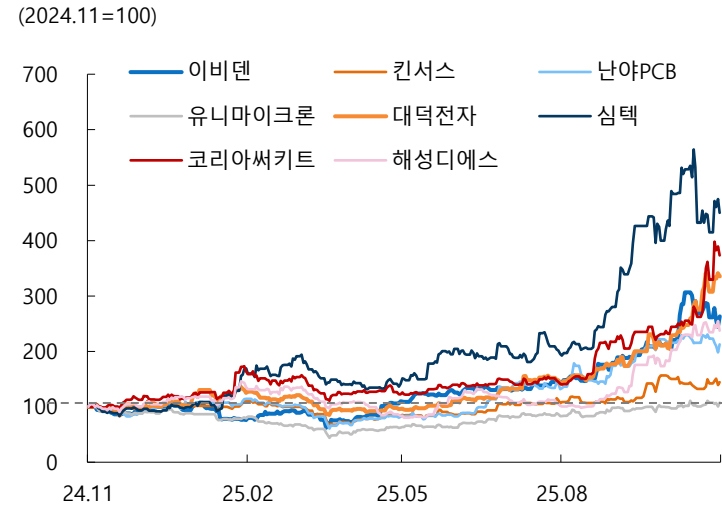
- 한편, 주요 메모리 패키지기판 (이하 메모리기판) 업체들의 주가 상승이 가팔랐다. 특히 9월 이후 레거시 메모리 업황 개선 기대가 강하게 반영되었다. AI 인퍼런싱 수요로 인해 일반 서버에 대한 주문이 빠르게 회복되고, 메모리 가격이 급등하자 여타 응용처에서도 패닉바잉이 나타났기 때문이다.
- 통상적인 발주 리드타임을 감안할 때, 메모리기판 생산량은 반도체 생산량에 1개 분기 후행한다. 이는 삼성전자와 심텍 간 비교데이터에서도 확인된다[그림74]. 삼성전자의 반도체 생산량(Unit 기준)이 1Q25를 바닥으로 빠르게 개선되고 있고, 이러한 영향이 국내 메모리기판 가동률 상승에도 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 볼 수 있다.

<그림73> 글로벌 IC Unit 출하 YoY vs 글로벌 패키지기판 매출 YoY



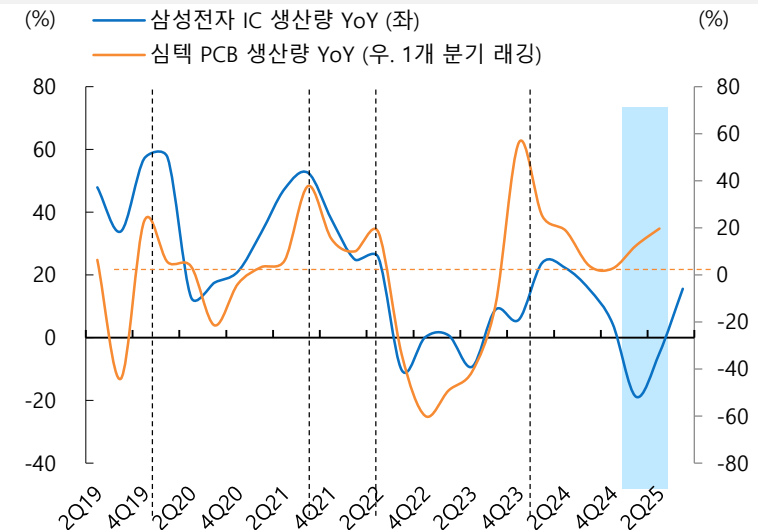
자료: TechInsights, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림72> 주요 패키지기판 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림74> 삼성전자 IC생산량 vs. 심텍 패키지 생산량 (1개 분기 래깅)

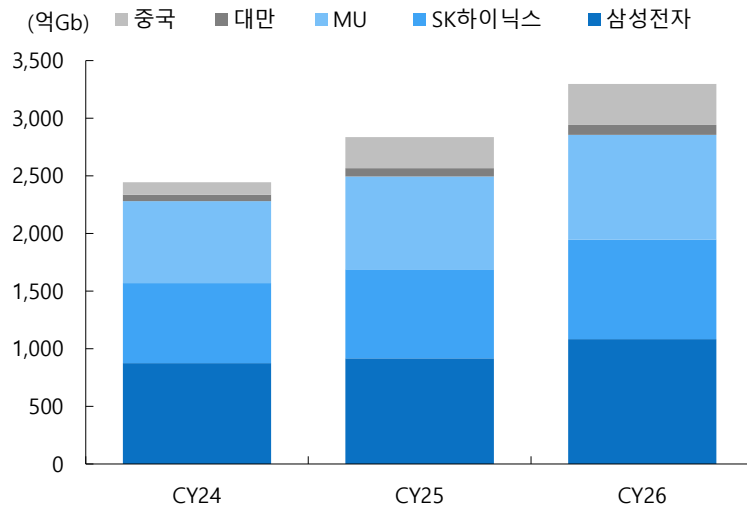


자료: 삼성전자, 심텍, iM증권 리서치본부

III. 메모리 패키지기판: Legacy DRAM 강세 가능성 ↑

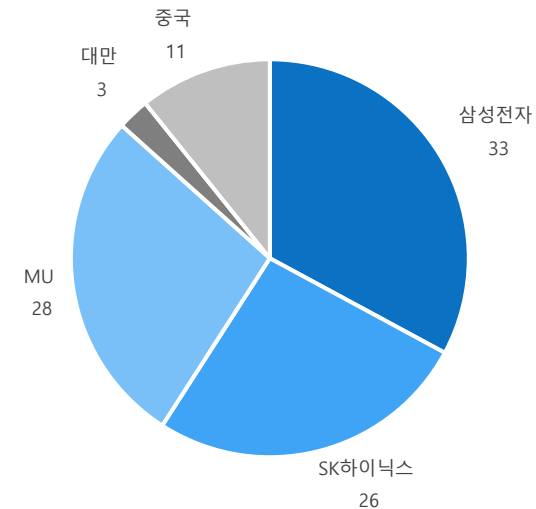
- 참고로, 당사는 반도체 담당자는 Legacy DRAM 수요의 강세를 전망하고 있다.
 - '25년 Legacy DRAM의 생산 증가율을 16%로 전망하고 있으며, 이는 기존 12%에서 상향 조정된 것이다.
 - 또한 '26년 업체별 Legacy DRAM 생산 증가율은 삼성전자 +18%, SK하이닉스 +12%, micron +13% 등으로 전망한다.
- (Legacy 생산량 기준 CY26 DRAM 점유율은 삼성전자 33%, SK하이닉스 26%, Micron 28% 등으로 전망)
- 이러한 Legacy DRAM 강세는 국내 메모리기판 업체들에게도 우호적인 환경인 것으로 볼 수 있다 (물론 B/G와 완벽하게 동행하진 않음).

<그림 75> 주요 메모리 업체의 Legacy DRAM 생산량 추이 및 전망



자료: 당사 '26년 반도체 산업전망, iM증권 리서치본부 추정

<그림 76> '26년 메모리 업체의 Legacy DRAM 생산 점유율 전망

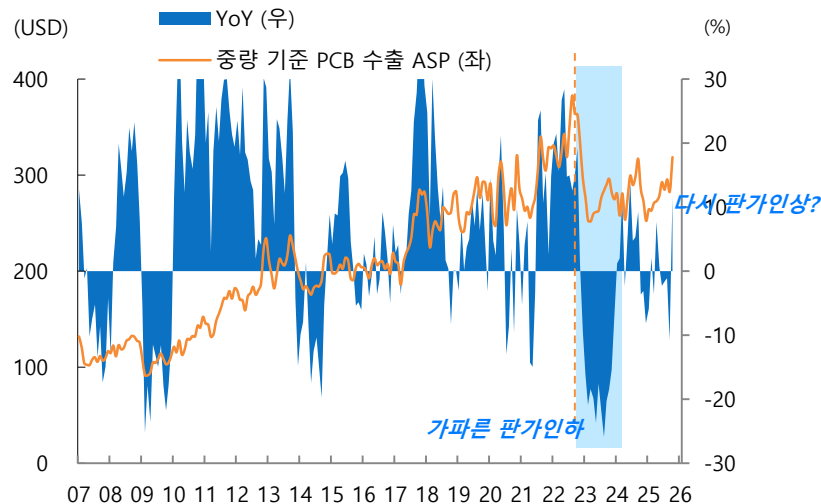


자료: 당사 '26년 반도체 산업전망, iM증권 리서치본부 추정

III. 메모리 패키지기판:가동률 ↑ 판가 기대 ↑

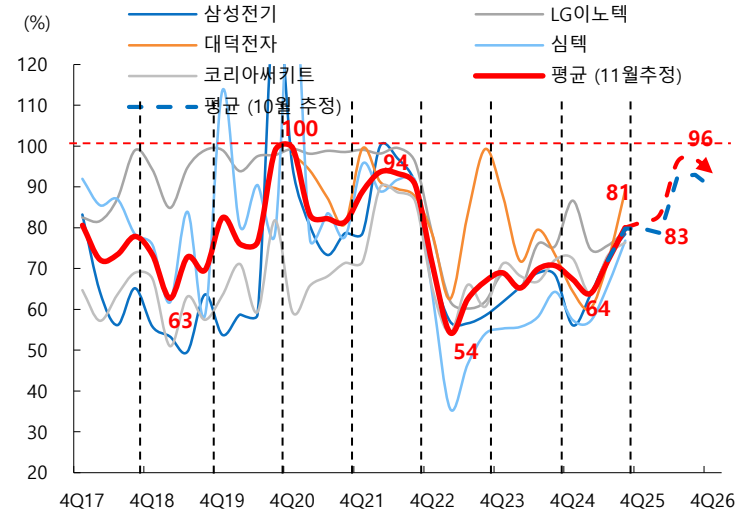
- 이미 3Q25 국내 패키지기판 업체의 평균 가동률은 80%까지 회복되었다. 주요 업체들의 가이드스를 감안할 때, 4Q25 가동률도 QoQ 개선되는 방향일 것으로 보인다. 따라서 지난 10월의 전망 대비 가동률 개선의 궤적이 가팔라질 가능성이 높은 것으로 판단된다[그림77]. 특히, 대표적인 메모리기판 벤더인 대덕전자, 심텍의 톤을 감안하면, 이들의 '26년 평균 가동률은 90%에 육박할 전망이다 (vs. '25년 평균 가동률 76%).
- 수요가 회복되면서 판가 관련 변화도 감지되고 있다. 이미 대만 BT 기판 업체들은 7월에 +20% 이상의 판가 인상을 단행한 바 있다. 당시 국내 업체들은 이에 동참하기 어렵다는 입장이었다. 대만의 판가 인상이 수요 개선이 아닌 원재료 비용 상승 때문이라는 이유에서였다. 그러나 9월 이후 레거시 메모리 수요가 빠르게 확대되자, 일부 국내 업체들도 원재료 가격 상승분을 고객사에 전가하기 시작한 것으로 파악된다.

<그림78> 한국 PCB 수출 ASP: 10월 기준 의미 있는 YoY 개선 관찰



자료: KITA, iM증권 리서치본부

<그림77> 국내 패키지기판 가동률: '25년 평균 76% → '26년 90%



자료: 각 사, iM증권 리서치본부

<그림79> 대만 업체들은 7월 당시 BT 기판 가격 +20% 인상

[News] BT Substrate, Fiberglass Prices Reportedly Eye 20% Hike amid AI Boom and Supply Shortage

2025-07-22 Semiconductors editor



자료: Commercial times, Trendforce, iM증권 리서치본부

III. 메모리 패키지기판: 재료비 민감도 분석

- 이번 판가 인상이 원재료 가격 부담에서 비롯된 만큼, 재료비에 대한 민감도 분석이 필요하다. 국내 주요 메모리기판 업체들의 평균 매출 대비 재료비 비율은 41% 수준이다[그림80]. 재료비 +10% 인상 시 영업이익률은 약 -4%p 감소하는 것이다. 매출 대비 비중으로 봤을 때, CCL 13%, Potassium Gold Cyanide (이하 PGC) 11%, Prepreg 6% 순으로 높은 편이다.

<그림80> 1H25 기준 PKG 업체별 매출 대비 원재료 비중						
(단위: 백만원)	대덕전자	심텍	해성디에스	티엘비	코리아써킷	평균
매출	461,233	644,365	294,861	117,043	685,936	
매출원가	438,579	597,945	259,370	102,675	645,858	
재료비	182,236	302,621	130,415	45,674	255,062	
매출대비비중%	40%	47%	44%	39%	37%	41%
CCL	62,825	73,675	n/a	15,532	n/a	
매출대비비중%	14%	11%	n/a	13%	n/a	13%
PREPREG	26,505	43,873	n/a	6,247	n/a	
매출대비비중%	6%	7%	n/a	5%	n/a	6%
PGC	29,928	99,276	n/a	13,385	n/a	
매출대비비중%	6%	15%	n/a	11%	n/a	11%
기타 재료비	62,978	103,797	n/a	10,511	n/a	
매출대비비중%	14%	16%	n/a	9%	n/a	13%
기타 (감가, 인건비 등)	256,343	295,324	128,955	57,001	390,796	
매출대비비중%	56%	46%	44%	49%	57%	50%
매출총이익	22,655	46,420	35,491	14,368	40,078	
GPM	5%	7%	12%	12%	6%	8%
판관비	26,990	57,200	26,908	5,637	35,588	
매출대비비중%	6%	9%	9%	5%	5%	7%
영업이익	-4,335	-10,780	8,583	8,731	4,489	

→ 재료비 +10% 시 OPM -4%p

→ 시스템반도체향 PKG. 부담 ↑

→ 금가격 상승으로 부담 ↑

III. 메모리 패키지기판: Cost pass-through

- 특히 금 가격 상승으로 인해 PGC 매입가가 지난해 대비 무려 +41% 비싸졌다[그림81]. PGC는 패키지기판의 ENEPIG(니켈·팔라듐·금) 공정에서 금층을 형성하기 위해 사용하는 원재료다 (통상 PGC를 물에 녹여 도금액을 만듦). 한편, 기본 원판으로 활용되는 CCL도 대체로 비싸졌는데, 대만 업체들은 이를 기판 가격 인상 필요성의 근거 중 하나로 제시하고 있다. 앞서 살펴본 바와 같이, PCB 업체들의 매출 대비 PGC, CCL 매입액 비중은 각각 평균적으로 11%, 13% 수준이다. 따라서 최근의 PGC 가격 상승은 기판 업체들의 영업이익률에 평균적으로 -3.8%p 악영향을 미치며, CCL은 -0.3% ~ -1.3%p의 영향을 미치는 것으로 추정된다. 모든 변수가 동일하다고 가정할 때, 수익성 보전을 위해서 +4~5% 수준의 판가 인상이 필요하며, 그 이상의 판가 인상은 마진 확장으로 나타날 수 있다. 예컨대, +10%의 재료비 부담이 발생한 상황에서 +10%의 기판 판가 인상은 이론적으로 MSD%p 내외의 수익성 개선으로 나타날 수 있다.
- '20~21년 가격 인상 사이클과의 차이점과 공통점은 무엇일까. ① 차이점: 당시에는 '18년말 당시 Ibiben의 CSP 라인 철수에 따른 수급 밸런스 불균형이 시발점이었다. 지금은 기판 자체의 수급보다는 원재료 수급이 문제다. 따라서 기판 업체의 마진의 개선폭은 당시 사이클과 비교하여 완만할 가능성이 높다. ② 공통점은 일부 자재 부족으로 패키지기판의 공급 리드타임이 길어져 기판 업체들의 협상력이 높아질 가능성이 커지고 있다는 점이다. 이전 사이클에서는 ABF(Ajinomoto Build-Up Film)가 병목이었다면, 지금은 유리섬유가 병목으로 작용하고 있다.

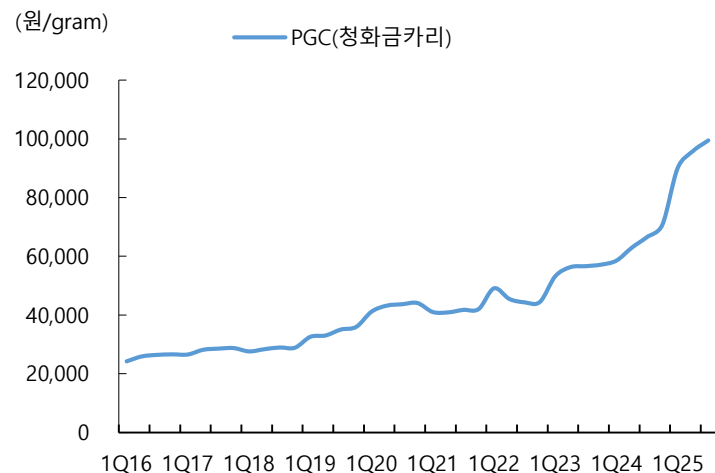
<그림81> 패키지기판 업체별 주요 원재료 매입 가격 추이: PGC의 가격이 가장 두드러지게 올랐다

	(단위:원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	3Q25	3Q25 vs. 2024 (%)
심텍	PGC	28,857	35,944	44,068	42,023	44,437	57,146	70,719	99,455	41%
	CCL	7,001	7,842	8,210	9,334	11,301	10,224	10,443	11,565	11%
	Prepreg	2,266	3,121	3,364	3,682	4,381	4,754	4,636	4,601	-1%
	Copper foil	1,306	1,585	1,730	1,884	2,238	2,183	2,181	2,123	-3%
티엘비	PGC	44,638	45,982	48,052	45,480	51,090	55,966	70,537	99,492	41%
	CCL	3,696	3,685	3,542	3,904	4,741	5,070	5,833	6,199	6%
	Prepreg	993	1,006	993	1,057	1,351	1,422	1,511	1,704	13%
	Copper foil	727	658	661	776	886	897	915	972	6%
대덕전자	CCL	n/a	n/a	54,858	64,134	84,767	89,949	98,366	98,420	0%
	Prepreg	n/a	n/a	20,329	22,928	30,524	31,337	34,204	36,277	6%
	ABF	n/a	n/a	6,704	7,534	10,201	30,634	33,086	37,520	13%

자료: 각 사, iM증권 리서치본부

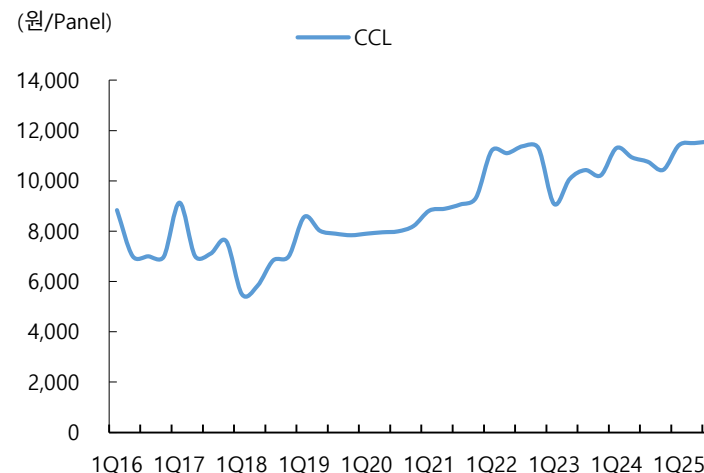
III. 메모리 패키지판:원재료가격 추이 (심텍 기준)

<그림82> PGC: 원재료비의 약 30% 차지, 가격 +50% YoY 급등



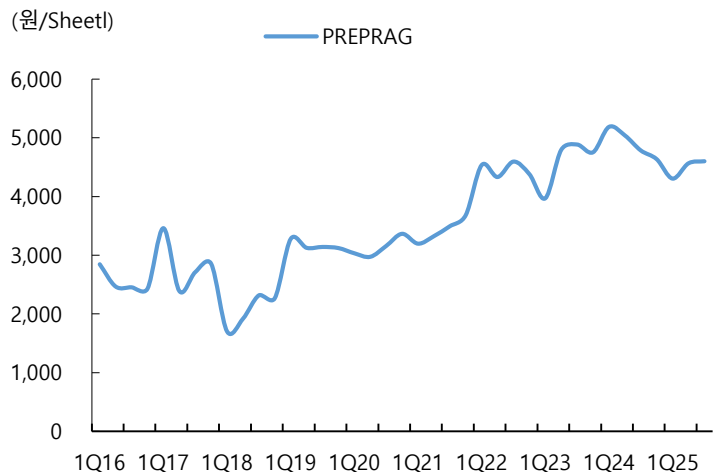
자료 : 심텍, iM증권 리서치본부

<그림83> CCL: 원재료비의 약 25% 차지, 가격 +7.5% YoY 상승



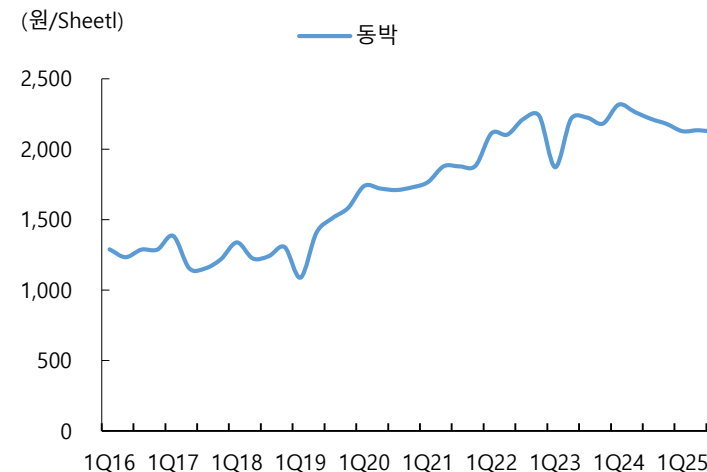
자료 : 심텍, iM증권 리서치본부

<그림84> Preprag: 원재료비의 약 15% 차지, 가격 -4% YoY 하락



자료 : 심텍, iM증권 리서치본부

<그림85> 동박: 원재료의 약 5% 차지, 가격 -4% YoY 하락

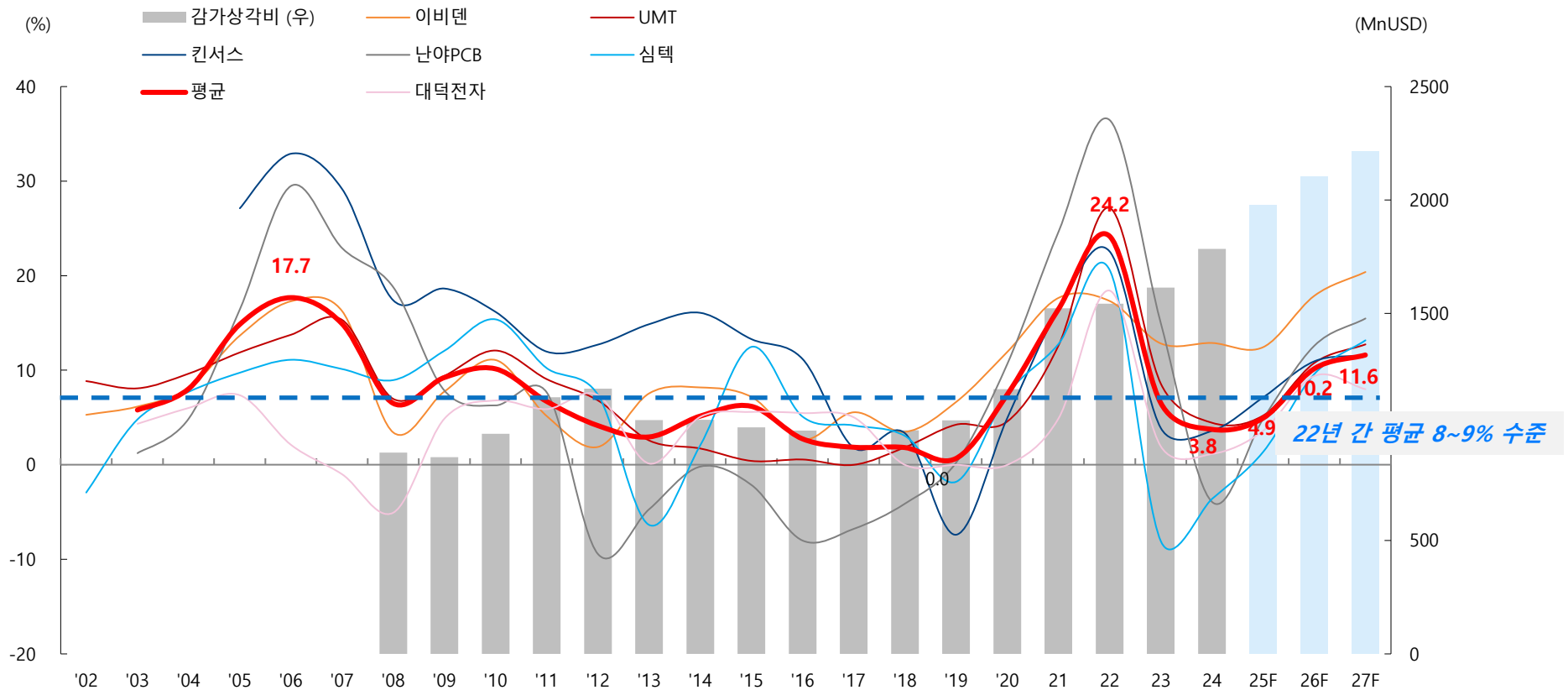


자료 : 심텍, iM증권 리서치본부

III. 메모리 패키지기판: '26년 OPM 컨센서스는 역사적 평균 수준의 회귀를 반영

- 지난 22년 간 주요 패키지기판 업체의 평균 영업이익률은 8~9% 수준이다. 정점은 '22년의 24%였으며, 저점은 '19년의 0%였다. 최근 다운사이클에서의 저점은 '24년의 3.8%였으며, '25년과 '26년의 시장 컨센서스는 각각 5%, '26년 10%다. 즉, 컨센서스는 '26년을 기점으로 패키지기판 산업의 수익성이 역사적 평균을 소폭 상회할 것임을 함의하고 있는 것이다.
- 그러나 당사는 최근 업황의 개선 속도가 드라마틱함을 감안할 때, 이러한 시장 기대치에 가동률 개선에 따른 영업레버리지가 추가로 반영되어야 할 것으로 판단한다. 또한 만약 이 과정에서 원재료 상승분 이상의 판가 인상이 수반될 경우, 수익성 개선 속도는 더욱 체증할 것으로 판단된다. 기판 업체들은 근 4년 만에 판가 인상 기회를 맞이한 이상, 최근의 업황 개선을 최대한 활용하고자 할 것으로 판단된다.

<그림86> '26년 PKG 산업 OPM 컨센은 10% 수준임. 미드 사이클 이상의 업황 호조, 판가 인상 가능성을 감안하면 추가 상향되어야 할 것으로 판단



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

III. 메모리 패키지기판: SOCAMM 관련 업사이드 (모듈PCB와 메모리기판)

- 한편, SOCAMM, LPDDR, GDDR 등 레거시 메모리가 AI 서버 영역으로 확대되며, 메모리기판 산업에도 구조적 성장 요소가 생겼다는 점에 주목한다.
- 먼저, 내년으로 출시가 연기될 것으로 우려되었던 SOCAMM은 SOCAMM2로 변경되어 모든 업체들이 4Q25에 출하를 개시할 계획이다. 단, GB300에서의 채택은 취소되었고 Rubin에서부터 채택된다. 당사 '26년 반도체 전망에 따르면, '26년 Rubin GPU 생산량은 4,347K로 예상되고 VR200 통합칩에 2개의 Rubin GPU가 탑재되므로, VR200 칩 생산량은 2,174K로 계산된다.
- 위의 기준으로 SOCAMM 모듈과, 모듈 위에 탑재되는 LPDDR기판의 합산 TAM은 '26년 1,137억원, '27년 1,875억원으로 계산된다. 단, Nvidia는 DRAM 업체들에게 당사 추정보다 훨씬 많은 공급량을 요청 중인 것으로 파악되는데, ① 이는 저조한 초기 수율을 고려했거나, ② '27년 수요 증가 (VR300에는 256GB 채택)에 대비한 버퍼용 주문일 수 있는 것으로 판단된다. 또한 만약 '26년 AI PC용으로 SOCAMM이 사용될 경우 당사 전망치를 상회할 수 있다.

<그림87> VR200향 SOCAMM 모듈 PCB 매출 추정

	2026	2027	비고
VR200 생산량(천개)	2,174	3,587	당사 26년 반도체 전망
VR200당 SoCamm(개)	8	8	192GB 모듈 8개
SoCamm 수요(천개)	17,392	28,697	
SoCamm 개당면적(mm ²)	1260	1260	14x90mm
SoCamm 출하면적(k mm ²)	26,297	43,390	부품 기준 +20%
ASP(\$/m ²)	1,800	1,800	RDIMM 대비 3배 가정
환율(USD/KRW)	1,450	1,450	
TAM (억원)	686	1,132	

자료: 당사 26년 반도체 산업전망 참고, iM증권 리서치본부 추정

<그림88> SOCAMM 모듈용 LPDDR 패키지기판 매출 추정

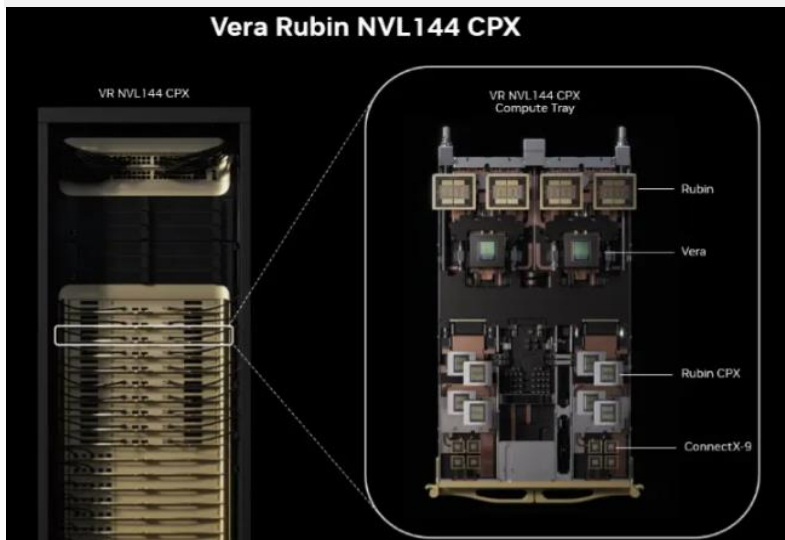
	2026	2027	비고
SoCamm 수요(천개)	17,392	28,697	
SoCamm 당 LPDDR기판	4	4	
LPDDR기판 수요(천개)	69,568	114,787	
LPDDR기판 개당면적(mm ²)	186	186	12.4x15mm 가정
LPDDR기판 출하면적(k mm ²)	15,528	25,621	부품 기준 +20%
ASP(\$/m ²)	2,000	2,000	MCP 대비 +30% 가정
환율(USD/KRW)	1,450	1,450	
TAM (억원)	450	743	

자료: iM증권 리서치본부 추정

III. 메모리 패키지: Rubin CPX 관련 업사이드 (GDDR7)

- [Part1: 기대와 걱정의 교차점]에서 살펴본 바와 같이 산업의 초점이 학습에서 추론으로 이동함에 따라, 새로운 가속기 설계가 등장하고 있다. 대표적으로 '26년 출시될 Rubin CPX를 들 수 있으며, 추론 과정에서 가장 부담이 큰 프리필 연산을 전담하도록 설계된 GPU다. 컨텍스트 연산을 CPX가 전담하고, 생성의 단계는 Rubin GPU와 Vera CPU가 담당한다. 이와 같은 분리는 TCO를 낮출 뿐 아니라 Latency도 낮추어, 대규모 추론 워크로드에 효율적으로 대응할 수 있다.
- Rubin CPX에는 128GB GDDR7 메모리가 온보드 방식으로 탑재될 예정이므로, 메모리기판 업체에게도 새로운 기회인 것으로 볼 수 있다. 아직 출시되지 않은 제품이므로 TAM을 추정하기 위한 많은 가정이 필요하다. ① 전체 VR200 생산량 중 VR200 CPX 침투율을 '25년과 '26년 각각 50%, 60%로 가정했다. 참고로, Nvidia는 지난해 가속기 수요의 40%가 추론용임을 밝힌 바 있다. ② 3GB 메모리 패키지(14x12mm)가 PCB 양면으로 44개 탑재되는 것으로 가정했다. RTX Pro 6000의 사례를 참고했다 (3GB 메모리패키지 x 32개=96GB). ③ ASP는 m당 \$2,000으로 가정했다.
- 이와 같은 가정 하에, CPX 관련 GDDR7 기판 시장 규모는 '26년 1,118억원, '27년 2,215억원으로 추산된다. 참고로, 심텍 등 주요 기업의 코멘트를 종합해보면, 올해 연간 GDDR용 기판 시장 규모는 약 2,500억원 수준이다.

<그림89> Rubin CPX는 프리필과 디코드를 나누어 효율을 높임



자료: NVIDIA, iM증권 리서치본부

<그림90> Rubin CPX 관련 GDDR7 기판 시장 추정

	2026	2027	비고
VR200 생산량(천개)	2,174	3,587	당사 26년 반도체 전망
VR200 CPX 생산량(천개)	1,087	2,152	25년, '26년 채택률 각각 50%, 60% 가정
Rubin CPX 생산량(천개)	4,348	8,609	VR200 CPX 당 4개
CPX당 GDDR7 기판(개)	44	44	3GB x 22 x 2(양면) 가정
GDDR7 기판 개당 면적(mm)	168	168	14x12mm 가정
GDDR7 기판 출하면적(k mm)	38,568	76,366	부품 기준 +20%
ASP(\$/m)	2,000	2,000	
환율(USD/KRW)	1,450	1,450	
TAM (억원)	1,118	2,215	

자료: 당사 26년 반도체 산업전망 참고, iM증권 리서치본부

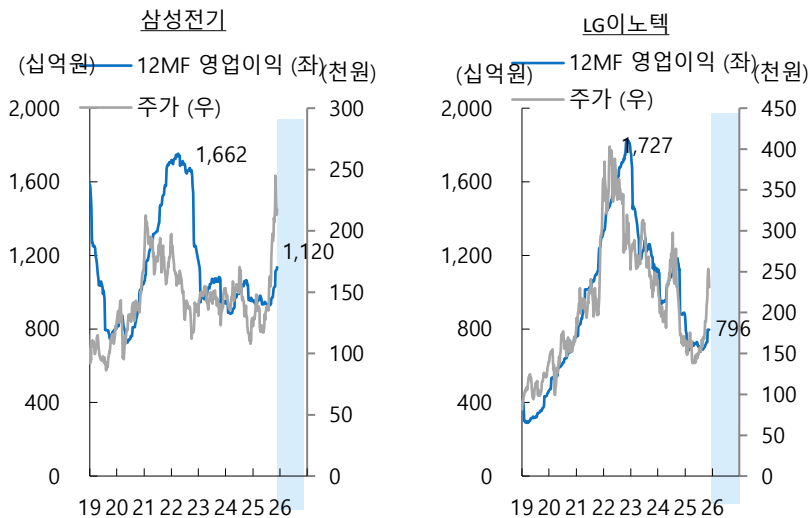


III. 전기전자 투자전략

전기전자 투자전략

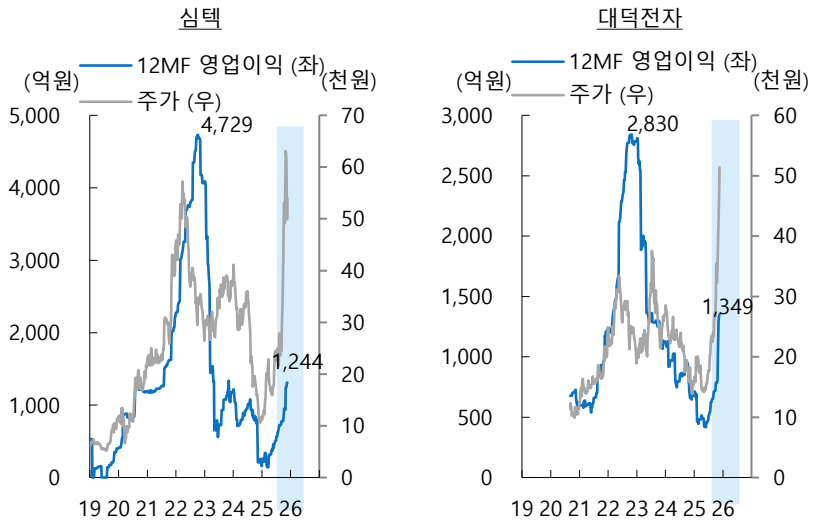
- 이상의 내용을 종합했을 때, 당사는 삼성전기를 가장 선호한다. MLCC, FC-BGA 공히 AI 응용처 생산 배분 확대, IT 응용처 배분 축소 흐름이 나타나고 있다. 특히 ① '26년에는 AI 서버용 MLCC 수요 증가가 고용량 IT 및 전장용 MLCC 수급에도 영향을 미칠 것으로 전망된다는 점, ② AI 서버용 MLCC는 동사와 Murata가 시장을 양분하고 있어, 해당 시장의 고성장을 소수 업체가 독식할 것이라는 점, ③ 서버·전장용 MLCC 비중이 50%를 넘어설 것인만큼 '성장형 시클리컬'로 재평가 받을 것이라는 점을 투자포인트로 제시한다.
- 기판 업체 중에서는 대덕전자를 선호한다. 메모리기판, FC-BGA, MLB 등에서 전사적인 개선 흐름이 나타나고 있다. 아울러 당사는 심텍·해성디에스·코리아써키트·티엘비(메모리모듈) 등 메모리기판 업체 전반에 대한 바스켓 매매 전략도 여전히 유효하다고 판단한다[링크]. 당사는 3Q25 실적 발표 이후 메모리 패키지기판 업체들의 이익 추정치 상향에 따른 2차 랠리가 있을 것으로 전망했다. 이후 대부분의 기판 업체들의 '26년 실적 눈높이가 상향되었으나, 유일하게 심텍이 이러한 흐름에 동참하지 못했다. 그러나 당사는 심텍의 '26년의 제품 믹스 개선 (SOCAMM용 모듈·LPDDR기판, GDDR7 기판 등)과 원재료 부담 안정화를 감안할 때 결국 다시 Peer와의 키맞춤할 것으로 판단한다.
- 이외로 AI 인프라 관련 섹체는 열지만, 섹터 내 실적 모멘텀이 강하고 밸류에이션이 저렴하다는 측면에서 LG이노텍도 추천한다.

<그림91> 삼성전기와 LG이노텍의 12MF 영업이익과 주가 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

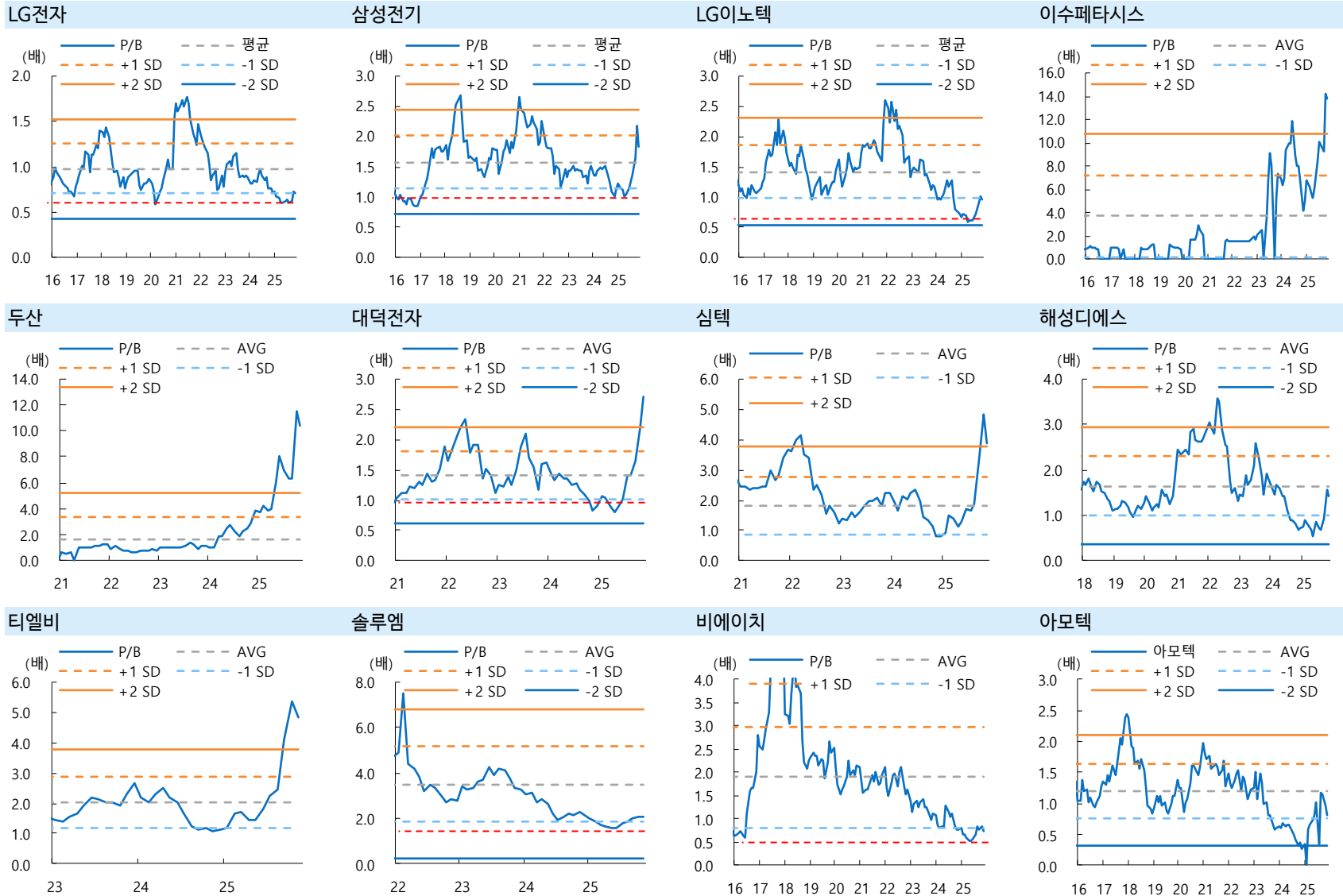
<그림92> PKG 여전히 이익 추정치 상향 여력 남아있는 것으로 판단



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

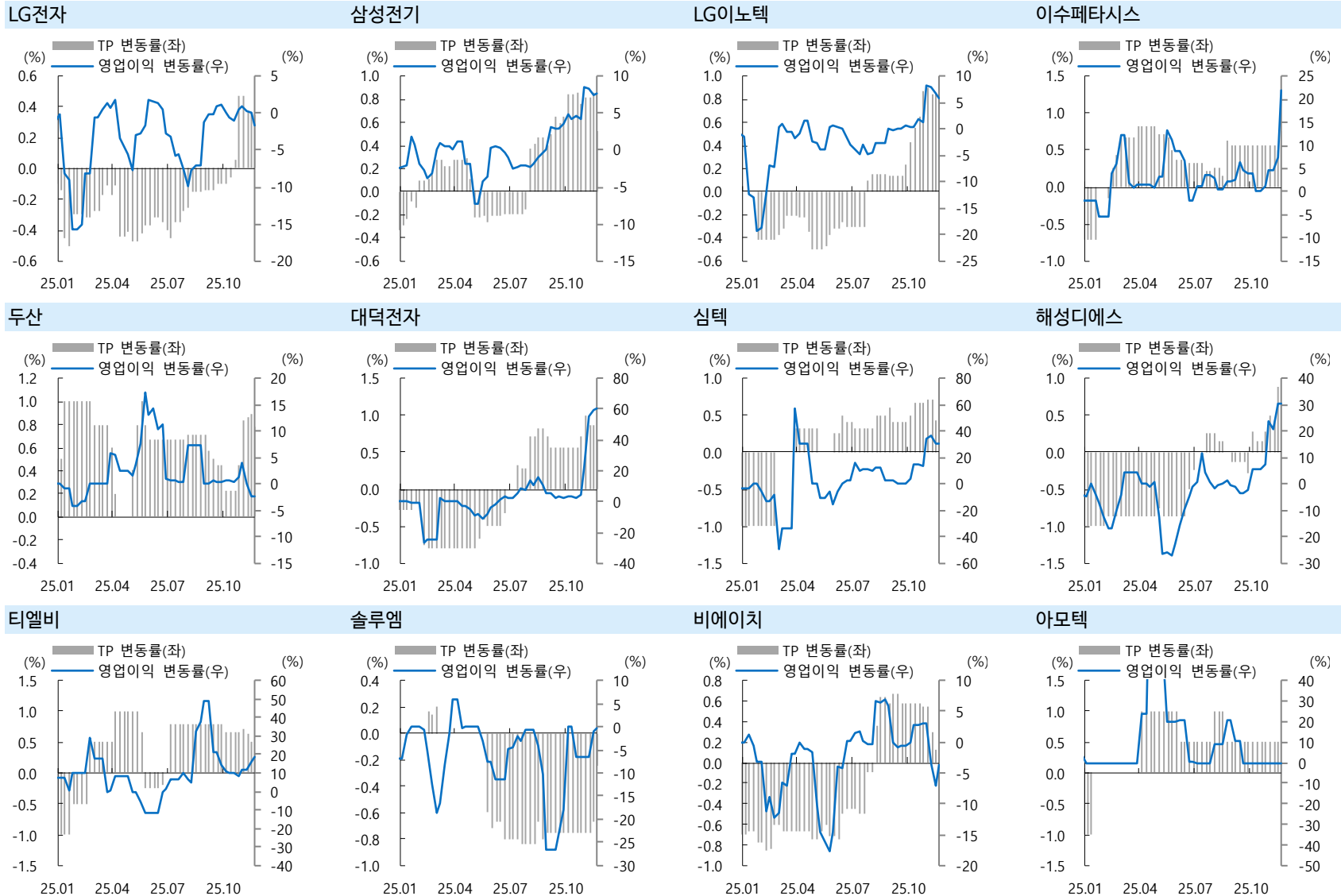
전기전자 투자전략

<그림93> 전기전자 주요 종목의 12MT PBR 추이: 레거시 IT 노출도 높은 업체를 제외하면 대부분 상단. 현재 시점에서는 어닝의 추가 상향 강도 관련



전기전자 투자전략

<그림94> 전기전자 주요 종목의 TP 변동률과 '26년 영업이익 추정 변동률: 삼성전기, LG이노텍 및 PKG 기반 업체의 추가적인 영업이익 상방 압력 기대



자료: iM증권 리서치본부

주: TP 변동률은 (상향-하향)/전체, 영업이익 변동률은 '26년 영업이익 컨센서스(3M 기준)의 1개월 변동률

Global peer comparison (MLCC)

<그림95> 주요 MLCC 업체의 수익성지표 및 밸류에이션 지표 비교

		삼성전기	삼화콘덴서	아모텍	무라타	TDK	태양유전	Yageo	Walsin	CCTC	Fenghua
현재주가(USD)		147	19	6	19	15	20	7	4	6	2
시가총액(MUSD)		10,949	200	89	38,034	29,970	2,629	15,107	1,832	11,423	2,522
EPS성장률	2024A	54	0	적지	24	27	-73	27	46	37	90
	2025E	-10	-26	흑전	-8	9	358	13	n/a	27	14
	2026E	46	33	53	23	17	84	29	n/a	23	26
	2027E	22	73	65	23	12	37	19	n/a	23	31
영업이익률	2024A	7.1	6.0	-10.4	16.0	10.2	3.1	19.2	6.3	31.6	4.9
	2025E	7.9	6.9	3.9	16.3	10.3	4.7	22.1	n/a	32.6	7.3
	2026E	9.7	8.3	7.6	16.7	11.5	7.3	24.1	n/a	33.5	7.9
	2027E	10.6	11.0	11.9	18.8	12.8	9.9	25.8	n/a	33.6	9.1
순이익률	2024A	6.6	7.4	-8.6	13.4	7.6	0.7	15.9	8.6	29.7	6.8
	2025E	5.9	5.5	5.6	12.6	8.3	3.2	17.7	n/a	29.9	6.6
	2026E	7.7	7.0	6.0	14.4	9.0	5.5	19.6	n/a	30.7	7.2
	2027E	8.5	11.3	9.3	15.8	9.6	7.1	20.9	n/a	31.2	8.4
ROE	2024A	13.3	13.7	-5.1	10.6	8.3	7.5	22.6	3.7	9.0	3.5
	2025E	7.3	6.3	10.0	8.5	10.0	3.5	14.0	n/a	12.6	3.0
	2026E	10.0	7.8	13.7	9.8	10.7	6.6	16.2	n/a	13.9	3.7
	2027E	11.1	12.5	19.2	10.6	11.0	8.4	17.1	n/a	14.8	4.8
PER	2024A	9.8	10.6	#N/A N/A	51.2	14.4	20.6	10.2	23.2	38.9	47.8
	2025E	24.7	17.2	8.5	25.6	24.8	37.5	21.8	n/a	29.6	46.9
	2026E	16.9	12.9	5.6	20.9	21.2	19.7	16.8	n/a	24.1	37.8
	2027E	14.0	7.5	3.4	17.5	19.1	14.0	14.3	n/a	19.8	28.7
PBR	2024A	1.3	1.4	1.3	1.8	1.1	1.5	1.6	0.9	3.4	1.4
	2025E	1.8	1.0	0.8	2.1	2.4	1.2	1.9	n/a	3.7	1.4
	2026E	1.7	1.0	0.7	2.0	2.2	1.2	2.4	n/a	3.3	1.4
	2027E	1.5	0.9	0.6	1.9	2.1	1.2	2.1	n/a	2.9	1.4
EV/EBITDA	2024A	4.5	4.9	18.0	10.2	5.3	8.5	6.2	6.7	26.1	26.3
	2025E	8.4	5.2	7.1	12.0	9.8	7.4	13.3	n/a	20.8	n/a
	2026E	6.9	4.4	4.2	10.1	8.9	6.3	10.9	n/a	17.2	n/a
	2027E	6.2	3.6	3.1	9.0	8.2	5.5	9.6	n/a	14.4	n/a
주가수익률(%)	1M	-0.7	-15.6	-19.4	3.9	-1.2	-14.1	11.7	4.4	-16.3	-0.1
	3M	39.2	11.9	-23.7	28.3	27.1	10.2	67.8	45.9	0.2	2.0
	6M	78.5	16.5	11.2	47.6	57.8	32.4	95.3	46.8	28.8	16.3
	1Y	95.9	8.4	185.7	20.8	30.5	47.6	78.8	28.7	17.5	-1.3
	YTD	74.1	2.7	141.0	21.3	18.5	43.7	76.5	32.0	11.3	9.1

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Global peer comparison (Package Substrate, Memory Module PCB)

<그림96> 주요 반도체기판 업체의 수익성지표 및 밸류에이션 지표 비교

		삼성전기	대덕전자	심텍	티엘비	코리아써킷	Ibiden	Kinsus	Nanya PCB	Unimicron	Tripod
현재주가(USD)		147	32	33	42	19	72	4	8	5	10
시가총액(MUSD)		10,949	1,592	1,155	417	453	10,195	1,875	5,141	7,837	5,026
EPS성장률	2024A	54	-10	적지	38	적지	1	-3	-97	-59	34
	2025E	-10	78	적지	371	n/a	18	3,282	730	11	28
	2026E	46	148	흑전	88	n/a	39	83	222	155	16
	2027E	22	47	50	31	n/a	25	23	32	35	15
영업이익률	2024A	7.1	1.3	-3.8	1.9	-2.4	12.9	3.6	-3.9	4.4	14.8
	2025E	7.9	4.5	1.4	10.0	n/a	12.4	7.1	4.8	5.2	17.9
	2026E	9.7	10.7	9.6	13.0	n/a	16.6	10.9	12.6	10.8	18.9
	2027E	10.6	13.7	13.2	14.7	n/a	17.9	11.6	15.5	12.8	19.3
순이익률	2024A	6.6	2.7	-2.5	2.0	-8.9	9.1	0.2	0.6	4.4	12.7
	2025E	5.9	4.1	-1.8	7.2	n/a	10.4	3.9	4.0	4.1	14.5
	2026E	7.7	8.3	7.4	9.8	n/a	12.2	6.9	10.6	9.1	15.3
	2027E	8.5	11.3	10.0	11.5	n/a	14.0	7.6	13.2	10.4	15.9
ROE	2024A	13.3	23.0	49.8	31.3	13.5	13.3	22.0	41.2	40.4	15.4
	2025E	7.3	5.3	-5.6	15.3	n/a	8.1	4.5	3.6	5.5	20.4
	2026E	10.0	12.8	22.5	22.7	n/a	10.2	8.5	12.4	13.7	22.5
	2027E	11.1	15.6	26.4	24.2	n/a	11.6	9.9	14.5	16.2	22.3
PER	2024A	9.8	5.3	3.4	6.0	4.8	12.8	6.8	7.6	6.0	8.0
	2025E	24.7	49.8	n/a	33.3	n/a	38.5	36.4	100.2	45.0	15.1
	2026E	16.9	19.4	14.6	18.2	n/a	27.9	18.1	27.9	17.4	12.8
	2027E	14.0	13.9	9.7	14.1	n/a	22.3	14.1	19.6	12.9	11.4
PBR	2024A	1.3	1.1	1.4	1.6	0.6	1.6	1.4	2.7	2.1	1.2
	2025E	1.8	2.7	3.7	4.8	n/a	3.1	1.8	3.5	2.6	3.0
	2026E	1.7	2.4	3.0	3.9	n/a	2.8	1.6	3.3	2.3	2.8
	2027E	1.5	2.1	2.3	3.1	n/a	2.5	1.5	3.0	2.0	2.3
EV/EBITDA	2024A	4.5	2.3	1.7	4.0	4.1	5.6	3.2	4.6	3.2	3.6
	2025E	8.4	14.6	20.6	19.2	n/a	11.9	8.1	19.6	10.3	8.5
	2026E	6.9	9.1	8.7	12.5	n/a	9.4	6.5	11.9	7.1	7.6
	2027E	6.2	7.2	6.4	9.9	n/a	8.0	5.7	10.0	6.1	6.4
주가수익률(%)	1M	-0.7	50.1	-7.1	-5.9	50.7	13.3	-14.0	-8.6	0.8	-6.2
	3M	39.2	119.7	110.4	144.0	148.5	67.1	22.9	47.9	20.8	-3.5
	6M	78.5	219.3	167.8	248.1	177.0	117.7	57.9	135.5	59.2	52.8
	1Y	95.9	216.2	309.2	412.5	249.0	139.8	35.2	99.2	1.7	68.0
	YTD	74.1	212.8	339.7	379.6	209.2	139.2	29.2	93.1	15.7	58.6

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Global peer comparison (Multi Layer Board)

<그림97> 주요 MLB 업체의 수익성지표 및 밸류에이션 지표 비교

		이수페타시스	대덕전자	WUS	VGT	Shannan	GCE	Unimicron	First Hi-tec
현재주가(USD)		83	32	9	36	26	18	5	9
시가총액(MUSD)		6,097	1,592	16,651	31,230	17,651	8,609	7,837	877
EPS성장률	2024A	49	-10	67	69	32	54	-59	-33
	2025E	87	78	44	326	80	68	11	342
	2026E	51	148	38	71	33	43	155	82
	2027E	22	47	29	42	35	30	35	n/a
영업이익률	2024A	12.2	1.3	21.0	12.1	11.6	20.7	4.4	9.7
	2025E	18.8	4.5	23.8	28.2	14.8	23.2	5.2	18.4
	2026E	21.0	10.7	25.4	32.0	16.9	25.8	10.8	21.5
	2027E	22.1	13.7	26.1	33.8	18.6	27.6	12.8	n/a
순이익률	2024A	8.8	2.7	19.4	10.8	10.5	14.4	4.4	7.8
	2025E	15.2	4.1	20.5	30.6	14.1	15.5	4.1	13.9
	2026E	17.6	8.3	21.8	32.3	15.9	17.8	9.1	17.2
	2027E	18.4	11.3	22.4	24.9	17.2	19.8	10.4	n/a
ROE	2024A	58.9	23.0	17.6	12.0	15.8	35.5	40.4	15.8
	2025E	33.4	5.3	26.7	36.6	19.7	39.9	5.5	n/a
	2026E	31.0	12.8	29.8	40.2	22.6	46.9	13.7	n/a
	2027E	29.8	15.6	30.3	39.0	24.6	41.0	16.2	n/a
PER	2024A	3.5	5.3	16.6	14.1	22.4	9.8	6.0	11.8
	2025E	53.3	49.8	31.6	44.1	37.9	29.2	45.0	19.7
	2026E	37.9	19.4	22.7	24.6	28.6	19.5	17.4	10.8
	2027E	29.6	13.9	17.3	16.0	21.8	14.1	12.9	n/a
PBR	2024A	1.6	1.1	2.7	1.6	3.0	2.9	2.1	1.8
	2025E	13.6	2.7	8.2	14.7	6.6	10.2	2.6	8.2
	2026E	10.2	2.4	6.4	9.7	5.5	8.2	2.3	10.6
	2027E	7.6	2.1	5.0	6.4	4.6	5.5	2.0	n/a
EV/EBITDA	2024A	3.9	2.3	12.7	10.6	14.0	6.0	3.2	7.7
	2025E	39.1	14.6	24.9	33.7	27.0	17.5	10.3	n/a
	2026E	27.1	9.1	17.5	18.9	21.1	12.5	7.1	n/a
	2027E	21.2	7.2	13.8	12.6	17.2	9.7	6.1	n/a
주가수익률(%)	1M	50.6	50.1	-12.2	-9.3	-6.5	30.8	0.8	1.9
	3M	115.3	119.7	14.8	17.9	32.9	22.5	20.8	5.1
	6M	206.4	219.3	99.0	222.2	122.6	130.3	59.2	53.8
	1Y	455.3	216.2	62.5	530.8	141.0	198.2	1.7	224.5
	YTD	360.9	212.8	57.6	508.2	98.3	132.7	15.7	167.1

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부



[기업분석]

★★삼성전기 (009150) / BUY / 280,000원 (유지)

LG전자 (066570) / BUY / 110,000원 (유지)

★LG이노텍 (011070) / BUY / 320,000원 (유지)

★대덕전자 (353200) / BUY / 60,000원 (상향)

★심텍 (222800) / BUY / 65,000원 (신규)

해성디에스 (195870) / BUY / 67,000원 (유지)

기가비스 (420770) / BUY / 45,000원 (유지)

아모텍 (052710) / Buy / 15,000원 (유지)

삼성전기(009150)

시클리컬에서 성장형 시클리컬로

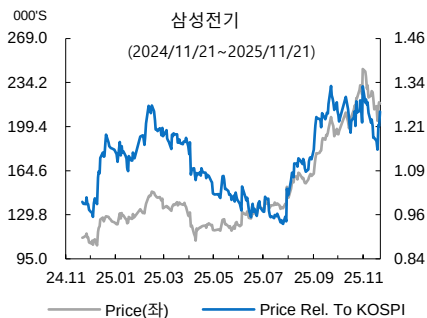
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	280,000원(유지)
종가(2025.11.21)	217,500원
상승여력	28.7 %

Stock Indicator

자본금	388십억원
발행주식수	7,469만주
시가총액	16,246십억원
외국인지분율	38.5%
52주 주가	105,600~245,000원
60일평균거래량	550,230주
60일평균거래대금	112.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	40.5	80.2	94.9
상대수익률	-0.1	17.9	33.4	39.6



[투자포인트]

- 투자의견과 목표주가를 유지하며, 10년 평균으로부터 +2SD 수준의 고점 P/B인 2.1배 타겟이 무리 없다.
- 산업·전장용 MLCC에 대한 평가 인하폭이 완화되고 있다. AI 서버용 MLCC는 초과 수요인 상황에서 대응 가능한 업체가 동사와 Murata 등 소수에 불과하므로 Spot 거래를 통해 가격의 유연성을 챙기고 있다. IT용 MLCC는 분기별 평가 협상을 진행하는데, IT 수요가 우려보다 견조한 가운데 AI서버용 MLCC 생산이 확대될 수록 IT용 MLCC에 대한 생산 배분은 축소된다. 이 경우 IT용 MLCC의 평가 인하폭 또한 완화될 것으로 기대한다.
- 당사는 MLCC의 이익 지속성이 강화된 것으로 판단한다. '18년, '21년 실적 정점 당시 동사 MLCC 매출에서 IT 응용처가 차지하는 비중은 각각 83%, 75%에 달했다. 경기 민감적 특징이 강할 수 밖에 없었다. 그러나 IT에 대한 비중은 '25년, '26년, '27년 각각 53%, 49%, 44%로 축소될 전망이며, 동 기간 산업·전장 비중이 높아질 전망이다. 즉, '시클리컬'에서 '성장형 시클리컬'로의 변화다. 아울러, 해당 부문의 플레이어가 IT 대비 제한적이라는 점도 지속성을 높이는 요인이다.
- 한편, FC-BGA 경우 27년까지 AI 가속기용 응용처가 완판된 것으로 파악된다. '26년 기준 가동률은 80~90% 수준으로 올라설 것으로 전망되는데, PC 응용처를 제외하면 사실상 풀가동 체제일 전망이다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	10,294	11,241	12,378	13,121
영업이익(십억원)	735	905	1,311	1,512
순이익(십억원)	679	658	1,005	1,185
EPS(원)	8,752	8,475	12,953	15,266
BPS(원)	113,261	121,420	133,606	147,671
PER(배)	14.1	25.7	16.8	14.2
PBR(배)	1.1	1.8	1.6	1.5
ROE(%)	8.2	7.2	10.2	10.9
배당수익률(%)	1.5	1.2	1.4	1.6
EV/EBITDA(배)	5.7	8.1	6.5	5.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

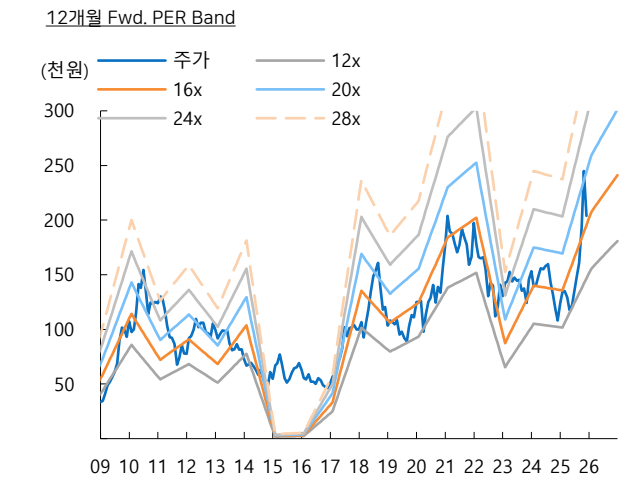
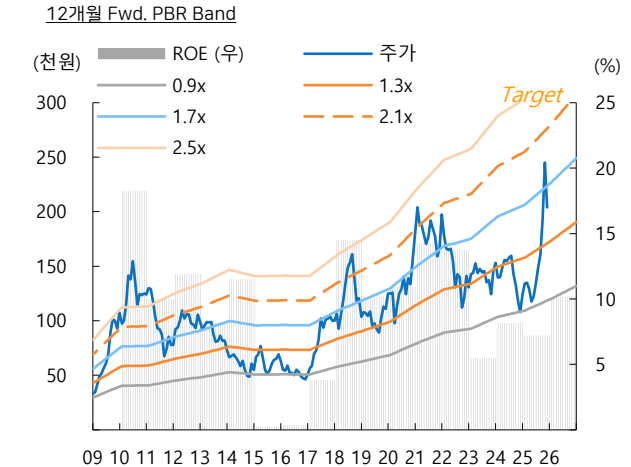
삼성전기(009150)

삼성전기 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액												
광학통신	1,023	939	915	866	996	918	979	950	3,289	3,815	3,743	3,842
YoY	-12.8%	2.0%	6.3%	0.5%	-2.7%	-2.3%	7.1%	9.7%	2.7%	16.0%	-1.9%	2.7%
컴포넌트	1,216	1,281	1,381	1,370	1,354	1,482	1,604	1,516	3,903	4,462	5,248	5,956
YoY	18.9%	10.4%	15.4%	26.6%	11.3%	15.7%	16.1%	10.7%	-5.5%	14.3%	17.6%	13.5%
패키지	499	565	593	593	575	645	691	669	1,717	2,035	2,250	2,580
YoY	16.6%	13.1%	6.3%	8.0%	15.2%	14.2%	16.4%	12.8%	-17.8%	18.5%	10.6%	14.7%
전사합계	2,739	2,785	2,889	2,829	2,925	3,045	3,274	3,135	8,892	10,294	11,241	12,378
YoY	4.8%	8.2%	10.5%	13.5%	6.8%	9.3%	13.3%	10.8%	-5.6%	15.8%	9.2%	10.1%
영업이익												
광학통신	44	32	40	19	43	23	45	20	101	138	135	131
OPM	4.3%	3.4%	4.3%	2.2%	4.3%	2.5%	4.6%	2.1%	3.1%	3.6%	3.6%	3.4%
컴포넌트	134	157	181	169	181	246	297	245	362	440	640	969
OPM	11.0%	12.2%	13.1%	12.4%	13.4%	16.6%	18.5%	16.1%	9.3%	9.9%	12.2%	16.3%
패키지	23	25	40	42	34	54	68	54	177	158	130	210
OPM	4.6%	4.4%	6.7%	7.1%	6.0%	8.3%	9.9%	8.1%	10.3%	7.7%	5.8%	8.2%
전사합계	201	213	260	231	258	323	411	319	639	735	905	1,311
OPM	7.3%	7.6%	9.0%	8.2%	8.8%	10.6%	12.5%	10.2%	7.2%	7.1%	8.0%	10.6%

자료: iM증권

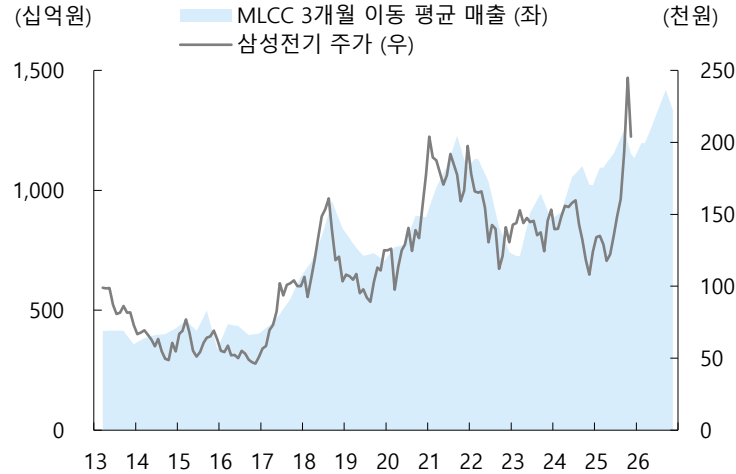
삼성전기 밸류에이션 밴드



자료: Dataguide, iM증권

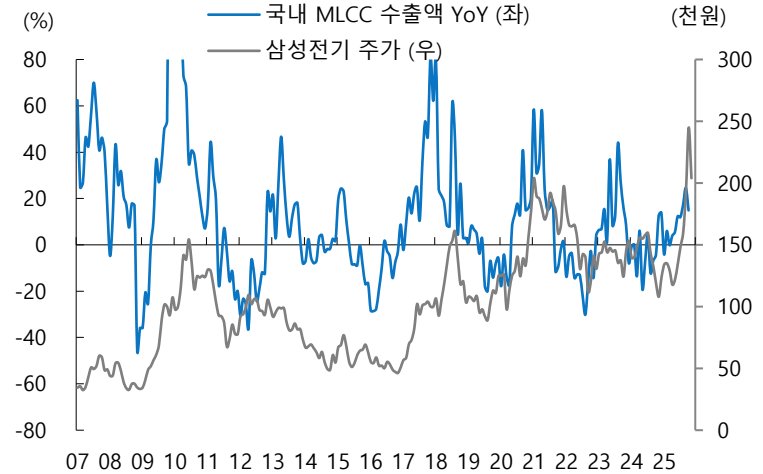
Key Charts

<그림1> 3개월 이동 평균 MLCC 매출 vs. 삼성전기 주가



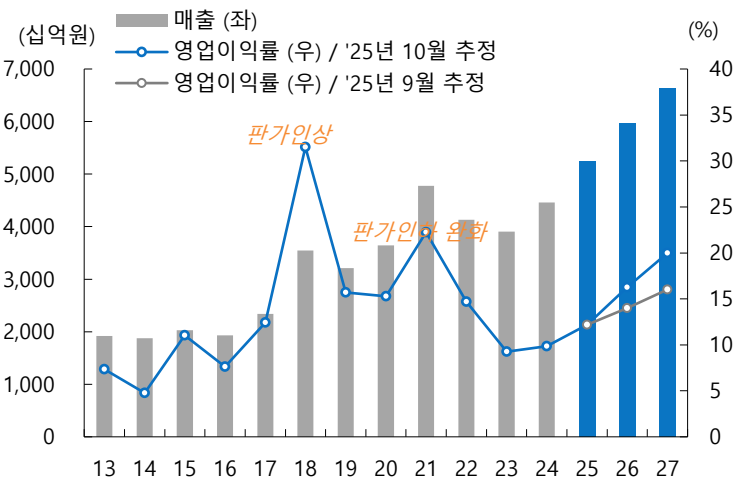
자료 : 삼성전기, Dataguide, iM증권 리서치본부

<그림2> 한국의 Capacitor 수출액 YoY vs. 삼성전기 주가



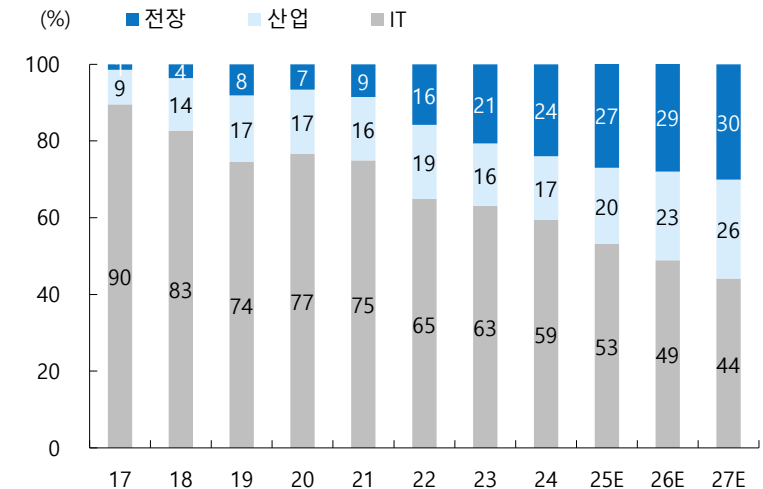
자료 : 삼성전기, Dataguide, iM증권 리서치본부

<그림3> 삼성전기 컴포넌트 사업부 매출, OPM 추이 및 전망



자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림4> 삼성전기의 적용처별 MLCC 매출 비중 추이 및 전망



자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		5,892	6,363	6,958	7,676
현금 및 현금성자산		2,013	2,138	2,316	2,762
단기금융자산		14	15	15	16
매출채권		1,492	1,629	1,793	1,901
재고자산		2,251	2,458	2,706	2,869
비유동자산		6,901	6,904	7,107	7,306
유형자산		5,933	5,928	6,125	6,329
무형자산		146	155	162	158
자산총계		12,792	13,267	14,065	14,982
유동부채		3,057	2,875	2,691	2,475
매입채무		502	562	619	656
단기차입금		1,314	1,051	788	512
유동성장기부채		266	266	266	266
비유동부채		720	720	720	720
사채		-	-	-	-
장기차입금		-	-	-	-
부채총계		3,777	3,595	3,411	3,195
지배주주지분		8,789	9,422	10,368	11,459
자본금		388	388	388	388
자본잉여금		1,054	1,054	1,054	1,054
이익잉여금		6,490	6,952	7,727	8,647
기타자본항목		857	1,029	1,200	1,371
비지배주주지분		227	250	286	328
자본총계		9,016	9,672	10,654	11,787

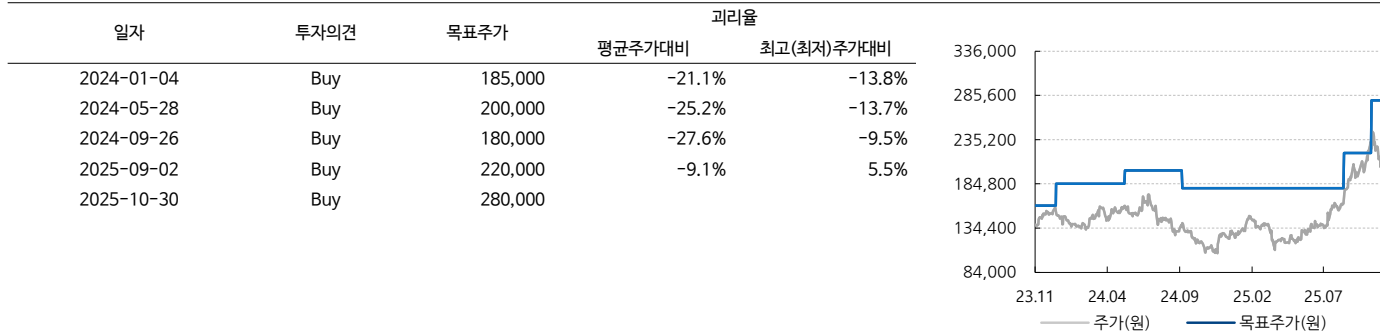
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		1,430	1,487	1,802	2,159
당기순이익		703	681	1,041	1,227
유형자산감가상각비		790	955	954	996
무형자산상각비		50	48	51	54
지분법관련손실(이익)		-1	-1	-1	-1
투자활동 현금흐름		-806	-913	-1,114	-1,155
유형자산의 처분(취득)		-772	-950	-1,150	-1,200
무형자산의 처분(취득)		-	-	-	-
금융상품의 증감		-123	-	-	-
재무활동 현금흐름		-309	-523	-582	-630
단기금융부채의증감		-105	-263	-263	-276
장기금융부채의증감		8	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		344	124	179	445
기초현금및현금성자산		1,669	2,013	2,138	2,316
기말현금및현금성자산		2,013	2,138	2,316	2,762

자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		10,294	11,241	12,378	13,121
증가율(%)		15.8	9.2	10.1	6.0
매출원가		8,335	8,978	9,559	10,008
매출총이익		1,959	2,263	2,819	3,113
판매비와관리비		1,224	1,358	1,508	1,600
연구개발비		580	634	698	740
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		735	905	1,311	1,512
증가율(%)		11.3	23.1	44.9	15.4
영업이익률(%)		7.1	8.0	10.6	11.5
이자수익		72	76	83	99
이자비용		73	61	49	37
지분법이익(손실)		-1	-1	-1	-1
기타영업외손익		64	-79	-59	-59
세전계속사업이익		797	841	1,285	1,514
법인세비용		132	160	244	288
세전계속이익률(%)		7.7	7.5	10.4	11.5
당기순이익		703	681	1,041	1,227
순이익률(%)		6.8	6.1	8.4	9.3
지배주주귀속 순이익		679	658	1,005	1,185
기타포괄이익		371	171	171	171
총포괄이익		1,074	852	1,212	1,398
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		8,752	8,475	12,953	15,266
BPS		113,261	121,420	133,606	147,671
CFPS		19,579	21,402	25,907	28,797
DPS		1,800	2,591	3,053	3,500
Valuation(배)					
PER		14.1	25.7	16.8	14.2
PBR		1.1	1.8	1.6	1.5
PCR		6.3	10.2	8.4	7.6
EV/EBITDA		5.7	8.1	6.5	5.6
Key Financial Ratio(%)					
ROE		8.2	7.2	10.2	10.9
EBITDA이익률		15.3	17.0	18.7	19.5
부채비율		41.9	37.2	32.0	27.1
순부채비율		-5.0	-8.6	-12.0	-17.0
매출채권회전율(x)		7.5	7.2	7.2	7.1
재고자산회전율(x)		4.7	4.8	4.8	4.7

삼성전기 투자 의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상 목표 수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가 대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가 대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가 대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자 비율 등급 공시 2025-09-30 기준]

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%

LG전자(066570)

측매를 모색하는 중

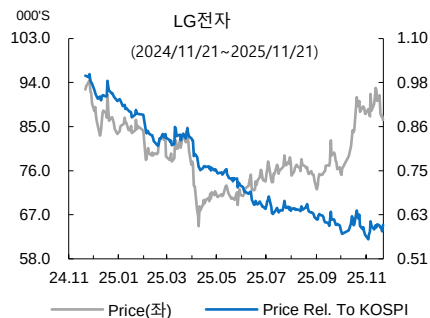
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000원(유지)
증가(2025.11.21)	86,400원
상승여력	27.3 %

Stock Indicator

자본금	904십억원
발행주식수	16,289만주
시가총액	14,073십억원
외국인지분율	31.6%
52주 주가	64,700~94,500원
60일평균거래량	753,536주
60일평균거래대금	63.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	14.0	22.9	-6.7
상대수익률	-3.9	-8.7	-23.9	-62.0



[투자포인트]

- 투자의견과 목표주가를 유지한다. 주가 측면에서 최악의 구간은 지난 것으로 판단된다.
- 지난 하반기를 돌아보면, ① 관세에도 불구하고 가전의 강력한 이익 체력을 증명했고, ② 전사 경영효율화 과정에서 발생할 비용에 대한 걱정도 있었으나, 이는 이제 노출된 악재다.
- 동사 YTD 주가 수익률은 +2.9%로 코스피의 +61% 대비 부진했고, 12MF P/B는 0.7배로 MC본부의 부진이 컸던 '14~15년 수준에 머무르고 있다. 이미 밸류에이션에는 소비 부진, 관세 우려, TV 경쟁심화와 관련된 우려를 상당 부분 반영하고 있는 것으로 판단된다.
- 회사는 ① B2B로의 사업 방향 전환, ② 구독 비즈니스의 확대 (구독 가전 해외 시장 확대), ③ 데이터센터 냉각솔루션 등 본질적인 이익 체력을 높이기 위한 노력을 지속하고 있다.
- 관세 피해주라는 인식, AI에 대한 제한적인 노출도로 인해 장기간 소외 받고 있는 상황에서, ① 데이터센터 냉각솔루션과 관련된 가시적인 사업 성과 가시화, ② 로봇 등 신사업에 대한 부각이 주가의 촉매로 작용할 수 있다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	87,728	88,959	91,978	94,737
영업이익(십억원)	3,420	2,760	3,357	3,629
순이익(십억원)	368	1,194	1,389	1,425
EPS(원)	2,032	6,601	7,678	7,880
BPS(원)	116,100	121,055	127,036	133,220
PER(배)	41.1	13.3	11.4	11.1
PBR(배)	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	1.8	5.6	6.2	6.1
배당수익률(%)	1.8	2.2	2.2	2.2
EV/EBITDA(배)	2.9	2.6	2.3	2.1

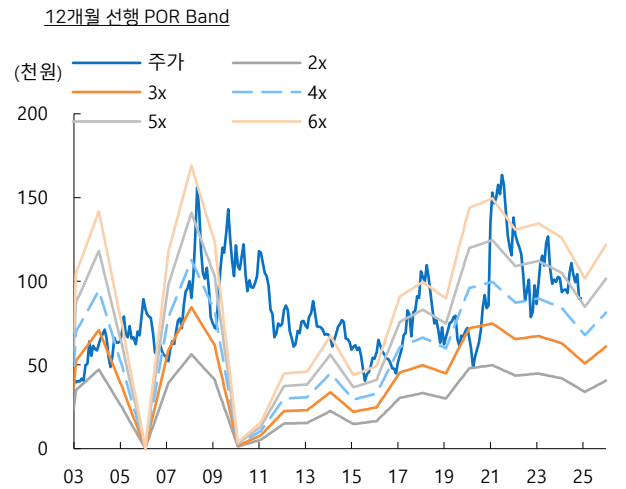
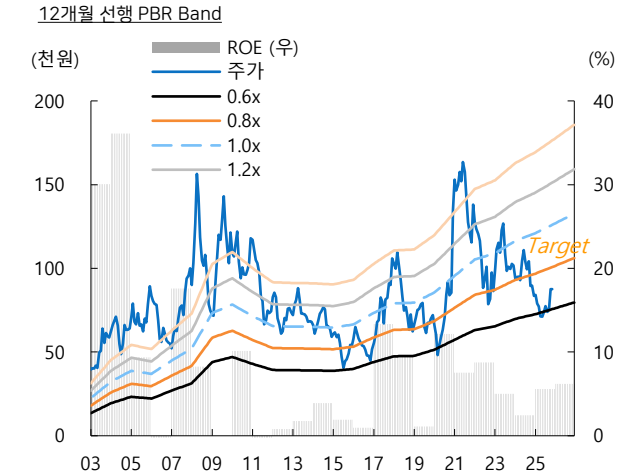
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

LG전자(066570)

LG전자 연결기준 영업실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	6,697	6,594	6,580	6,056	7,022	6,733	6,970	5,983	24,806	25,928	26,708
HS 영업이익	645	440	366	-55	641	415	422	30	1,301	1,396	1,509
OPM	9.6%	6.7%	5.6%	-0.9%	9.1%	6.2%	6.1%	0.5%	5.2%	5.4%	5.6%
매출액	4,950	4,393	4,653	5,415	4,606	4,432	4,565	5,449	20,889	19,411	19,052
MS 영업이익	5	-192	-192	-209	-98	-126	-43	-63	268	-588	-330
OPM	0.1%	-4.4%	-4.1%	-3.9%	-2.1%	-2.8%	-0.9%	-1.2%	1.3%	-3.0%	-1.7%
매출액	2,843	2,849	2,647	2,607	2,841	2,879	2,794	2,794	10,621	10,946	11,308
VS 영업이익	125	126	150	48	115	113	157	66	116	449	451
OPM	4.4%	4.4%	5.7%	1.8%	4.0%	3.9%	5.6%	2.4%	1.1%	4.1%	4.0%
매출액	3,054	2,644	2,167	1,551	3,170	2,957	2,308	1,627	8,821	9,417	10,062
ES 영업이익	407	251	133	-124	409	265	153	-81	675	666	746
OPM	13.3%	9.5%	6.1%	-8.0%	12.9%	9.0%	6.6%	-5.0%	7.7%	7.1%	7.4%
매출액	365	458	586	464	385	483	618	490	2,128	1,873	1,976
독립/기타 영업이익	-47	-1	132	57	29	36	46	37	349	141	148
OPM	-13%	-0.3%	22.6%	2.0%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	16.4%	7.5%	7.5%
합계 매출액	17,910	16,940	16,633	16,094	18,024	17,484	17,255	16,344	67,264	67,576	69,107
(LGIT제 외) 영업이익	1,134	624	589	-283	1,096	704	736	-12	2,709	2,064	2,524
OPM	6.3%	3.7%	3.5%	-1.8%	6.1%	4.0%	4.3%	-0.1%	4.0%	3.1%	3.7%
매출액	4,830	3,796	5,241	7,517	5,003	4,573	5,887	7,408	20,464	21,383	22,871
LGIT 영업이익	125	16	211	345	164	100	267	302	711	696	834
OPM	2.6%	0.4%	4.0%	4.6%	3.3%	2.2%	4.5%	4.1%	3.5%	3.3%	3.6%
매출액	22,740	20,735	21,874	23,611	23,027	22,058	23,142	23,752	87,728	88,959	91,978
전사합계 영업이익	1,259	639	800	62	1,260	804	1,003	291	3,420	2,760	3,357
OPM	5.5%	3.1%	3.7%	0.3%	5.5%	3.6%	4.3%	1.2%	3.9%	3.1%	3.7%

자료: iM증권

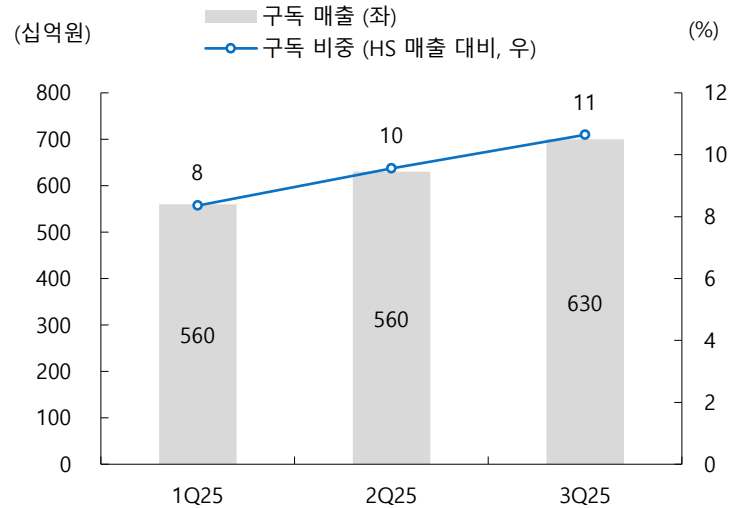
LG전자 밸류에이션 밴드



자료: Dataguide, iM증권

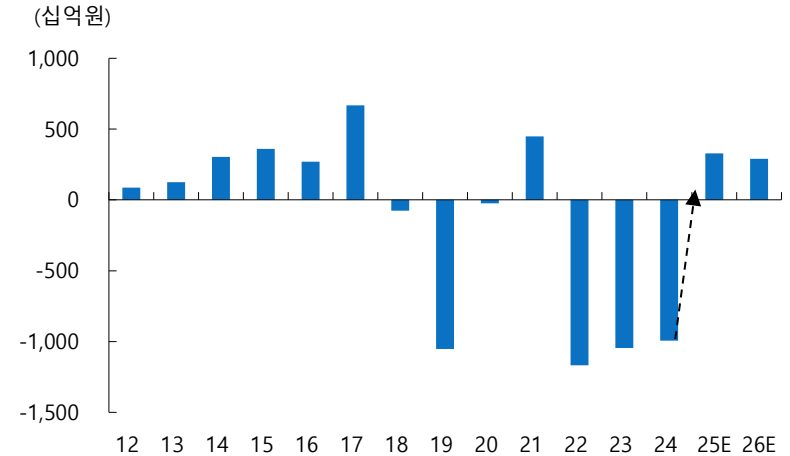
Key Charts

<그림1> LG전자 구독 매출 및 HS 매출 대비 비중 추이



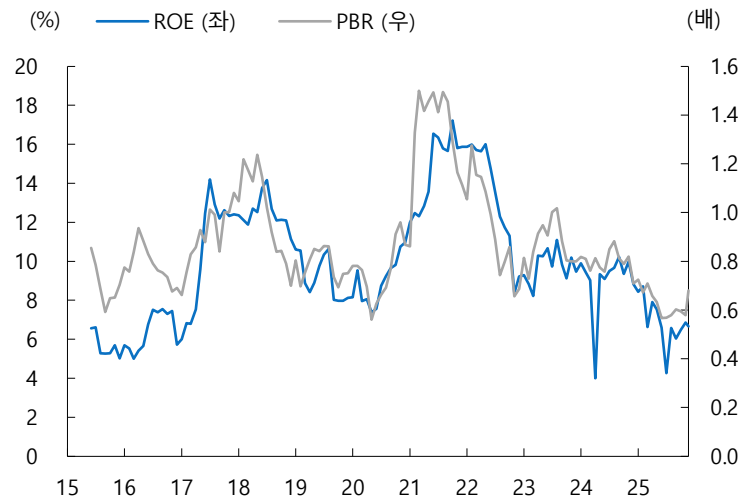
자료 : LG전자, iM증권 리서치본부

<그림2> LG전자 지분법이익 추이 및 전망



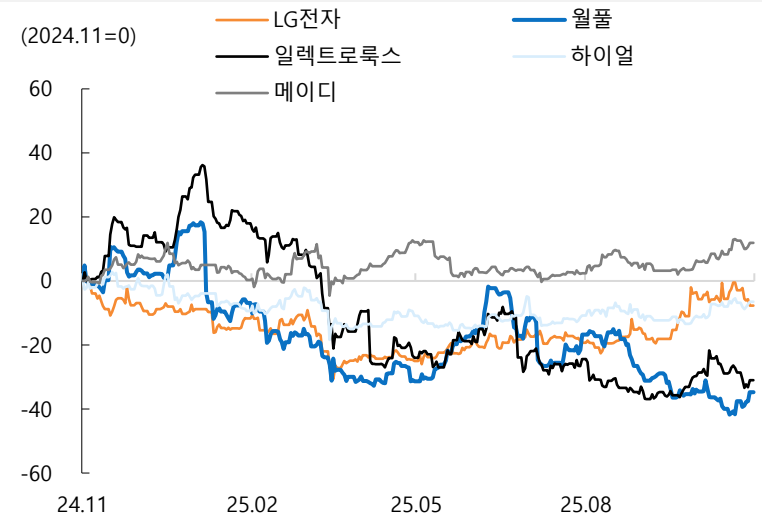
자료 : LG전자, iM증권 리서치본부

<그림3> LG전자 12MF ROE와 PBR 추이



자료 : Dataguide, iM증권 리서치본부

<그림4> 주요 가전 업체의 상대 주가 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		33,924	33,002	32,771	32,861
현금 및 현금성자산		7,573	7,043	5,949	5,234
단기금융자산		821	846	871	897
매출채권		13,584	12,913	13,276	13,607
재고자산		10,729	10,880	11,249	11,587
비유동자산		31,706	31,701	32,853	34,022
유형자산		17,075	17,104	17,313	17,365
무형자산		3,519	3,493	3,605	3,692
자산총계		65,630	64,702	65,624	66,883
유동부채		27,307	27,699	28,138	28,485
매입채무		9,885	10,675	11,037	11,368
단기차입금		564	395	316	253
유동성장기부채		2,325	1,647	1,342	1,118
비유동부채		13,110	10,253	8,729	7,572
사채		6,380	4,466	3,126	2,188
장기차입금		4,713	3,771	3,582	3,403
부채총계		40,418	37,952	36,867	36,058
지배주주지분		20,995	21,891	22,972	24,091
자본금		904	904	904	904
자본잉여금		2,970	2,970	2,970	2,970
이익잉여금		16,353	17,200	18,233	19,302
기타자본항목		768	816	865	914
비지배주주지분		4,217	4,860	5,785	6,735
자본총계		25,212	26,750	28,758	30,826

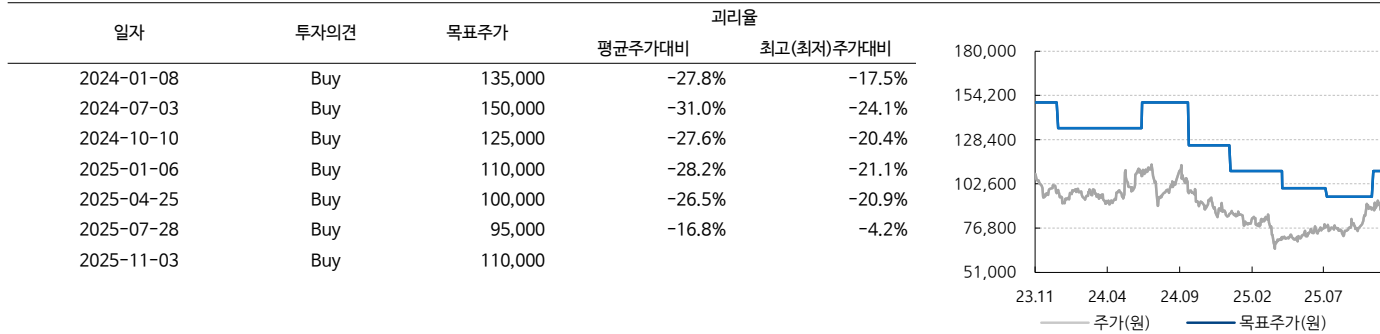
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		3,843	9,600	8,677	8,757
당기순이익		591	1,836	2,314	2,375
유형자산감가상각비		2,993	2,976	2,962	2,988
무형자산상각비		541	672	665	686
지분법관련손실(이익)		-992	329	289	150
투자활동 현금흐름		-4,212	-4,124	-4,422	-4,289
유형자산의 처분(취득)		-2,315	-3,005	-3,171	-3,040
무형자산의 처분(취득)		-	-	-	-
금융상품의 증감		-75	-615	-616	-617
재무활동 현금흐름		-705	-4,489	-2,864	-2,363
단기금융부채의증감		-	-847	-385	-287
장기금융부채의증감		216	-2,857	-1,528	-1,117
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-23	-23	-23	-23
현금및현금성자산의증감		-915	-531	-1,094	-715
기초현금및현금성자산		8,488	7,573	7,043	5,949
기말현금및현금성자산		7,573	7,043	5,949	5,234

자료 : LG전자, IM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		87,728	88,959	91,978	94,737
증가율(%)		6.6	1.4	3.4	3.0
매출원가		66,349	68,057	70,105	71,997
매출총이익		21,379	20,903	21,873	22,740
판매비와관리비		17,960	18,143	18,516	19,111
연구개발비		2,687	2,725	2,817	2,902
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		3,420	2,760	3,357	3,629
증가율(%)		-6.4	-19.3	21.6	8.1
영업이익률(%)		3.9	3.1	3.7	3.8
이자수익		500	470	407	366
이자비용		571	575	477	405
지분법이익(손실)		-992	329	289	150
기타영업외손익		-1,127	-265	-342	-291
세전계속사업이익		1,336	2,630	3,346	3,561
법인세비용		463	794	1,032	1,186
세전계속이익률(%)		1.5	3.0	3.6	3.8
당기순이익		591	1,836	2,314	2,375
순이익률(%)		0.7	2.1	2.5	2.5
지배주주귀속 순이익		368	1,194	1,389	1,425
기타포괄이익		1,476	49	49	49
총포괄이익		2,068	1,885	2,363	2,424
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		2,032	6,601	7,678	7,880
BPS		116,100	121,055	127,036	133,220
CFPS		21,574	26,776	27,736	28,200
DPS		1,500	1,920	1,970	1,970
Valuation(배)					
PER		41.1	13.1	11.3	11.0
PBR		0.7	0.7	0.7	0.6
PCR		3.9	3.2	3.1	3.1
EV/EBITDA		2.9	2.6	2.2	2.0
Key Financial Ratio(%)					
ROE		1.8	5.6	6.2	6.1
EBITDA이익률		7.9	7.2	7.6	7.7
부채비율		160.3	141.9	128.2	117.0
순부채비율		22.2	8.9	5.4	2.7
매출채권회전율(x)		7.1	6.7	7.0	7.0
재고자산회전율(x)		8.8	8.2	8.3	8.3

LG전자 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상 목표 수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가 대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가 대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가 대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자 비율 등급] 2025-09-30 기준

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%

LG이노텍(011070)

이익 추정치 재차 상향 조정

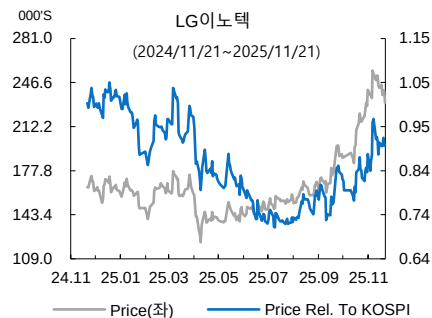
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	320,000원(유지)
증가(2025.11.21)	231,000원
상승여력	38.5 %

Stock Indicator

자본금	118십억원
발행주식수	2,367만주
시가총액	5,467십억원
외국인지분율	27.8%
52주 주가	122,000~256,000원
60일평균거래량	240,172주
60일평균거래대금	47.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.5	45.6	64.2	40.3
상대수익률	6.3	24.0	15.6	-13.8



[투자포인트]

- 투자조건과 목표주가를 유지한다. '26년 ROE는 역사적 평균 수준인 10% 초반에 도달할 전망이고, 따라서 평균 P/B 1.2배를 목표로 함이 합리적인 것으로 판단한다. 단기 실적도 좋고, '26년 개선포인트도 명확하다.
- 4Q25 매출과 영업이익을 기존 대비 각각 +5%, +18% 상향한 7.9조원, 3,811억원으로 추정하며, 3개월 OP 컨센서스를 +18% 상회할 전망이다. 이 경우 '25년 연간 증익이다 (vs. 당초 '26년 4년만에 증익 예상). 환율이 긍정적인 가운데, 최종 수요가 견조하다. 당초 2H25 신제품 빌드업을 8,900만대로 봤으나, 이제는 9,000만대 중반 수준으로 보고 있다. 통상 11월 기점으로 모듈 출하량이 감소해야 하나, 여전히 견조한 것으로 파악된다.
- 광학솔루션의 수익성은 '25년을 저점으로 바텀 아웃할 전망이다. ① 메인카메라 스펙 변화에 따른 판가 인상, ② 연간 1,000억원의 감가상가비 축소, ③ 베트남 라인 이전을 통한 비용 절감 등이 전망된다. 패키지기판도 '27년까지 개선될 전망이다. ① 고객사 내 RF-SiP 점유율 확대, ② 메모리 패키지기판 업황 호조, ③ FC-BGA의 적자 축소 ('27년 분기 BEP 달성)를 전망한다.
- 최근 메모리 가격 급등으로 '26년 BoM 부담에 대한 우려가 커지고 있으나, 애플은 이를 소비자에게 전가할 수 있는 브랜드 충성도를 지니고 있다. 또한 내년 카메라에 대한 기능적 업그레이드가 큰 만큼, 판가 인하 압력으로부터 상대적으로 자유로울 가능성이 높은 것으로 판단한다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	21,201	22,225	23,212	23,954
영업이익(십억원)	706	721	863	961
순이익(십억원)	449	508	640	731
EPS(원)	18,983	21,462	27,048	30,881
BPS(원)	226,215	248,065	275,118	306,091
PER(배)	8.5	10.8	8.5	7.5
PBR(배)	0.7	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	8.9	9.1	10.3	10.6
배당수익률(%)	1.3	1.2	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	2.6	3.2	2.8	2.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

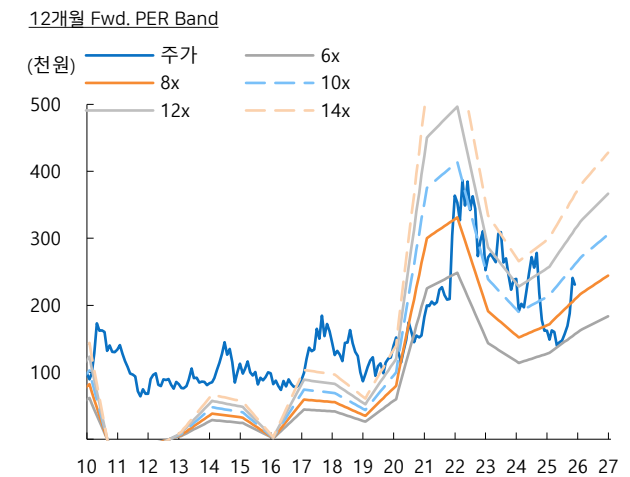
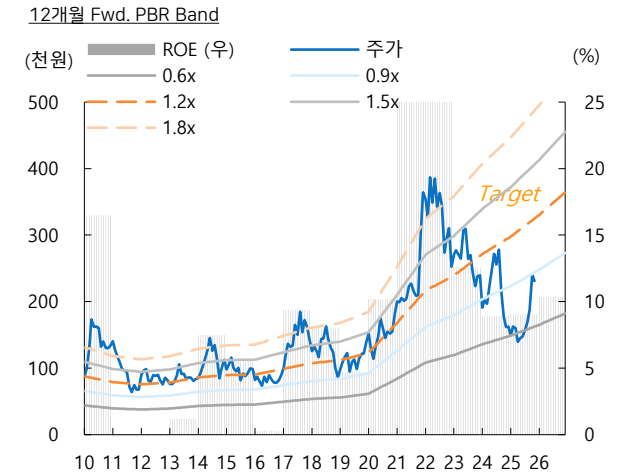
LG이노텍(011070)

LG이노텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액											
광학솔루션	4,138	3,053	4,481	6,979	4,415	3,599	4,865	6,420	17,800	18,651	19,299
%YoY	17.8%	-17.1%	-7.4%	21.0%	6.7%	17.9%	8.6%	-8.0%	3.0%	4.8%	3.5%
기판소재	377	416	438	497	452	464	510	482	1,460	1,727	1,908
%YoY	14.8%	10.0%	18.2%	29.6%	19.9%	11.5%	16.6%	-3.0%	10.4%	18.3%	10.4%
전장부품	468	466	451	463	481	506	511	506	1,941	1,847	2,005
%YoY	-4.8%	-6.2%	-5.7%	-2.5%	2.9%	8.7%	13.4%	9.3%	-2.6%	-4.8%	8.6%
전사합계	4,983	3,935	5,370	7,938	5,348	4,570	5,886	7,408	21,201	22,225	23,212
%YoY	15.0%	-13.6%	-5.6%	19.8%	7.3%	16.1%	9.6%	-6.7%	2.9%	4.8%	4.4%
영업이익											
광학솔루션	73	-34	162	321	119	32	179	257	597	523	587
OPM	1.8%	-1.1%	3.6%	4.6%	2.7%	0.9%	3.7%	4.0%	3.4%	2.8%	3.0%
기판소재	29	23	29	51	39	43	66	42	71	131	190
OPM	7.6%	5.4%	6.6%	10.3%	8.6%	9.3%	13.0%	8.7%	4.8%	7.6%	10.0%
전장부품	23	22	13	9	23	25	22	16	39	68	86
OPM	4.9%	4.8%	2.9%	2.0%	4.8%	4.9%	4.3%	3.1%	2.0%	3.7%	4.3%
전사합계	125	11	204	381	181	100	267	315	706	721	863
OPM	2.5%	0.3%	3.8%	4.8%	3.4%	2.2%	4.5%	4.3%	3.3%	3.2%	3.7%

자료: iM증권

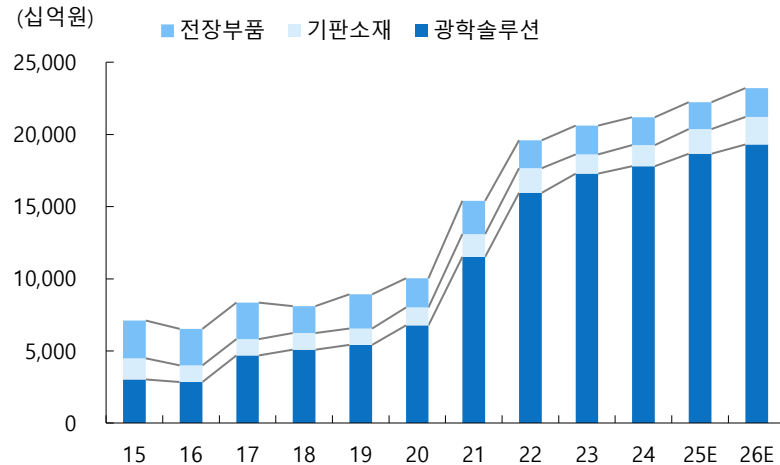
LG이노텍 밸류에이션 밴드



자료: Dataguide, iM증권

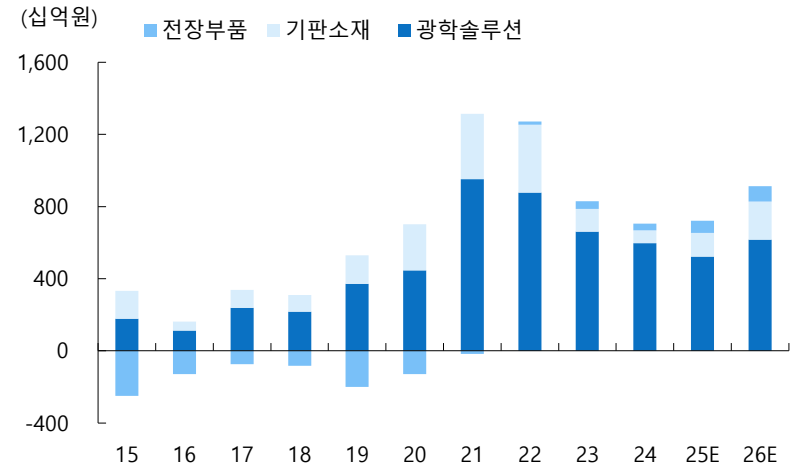
Key Charts

<그림1> LG이노텍 부문별 매출 추이 및 전망



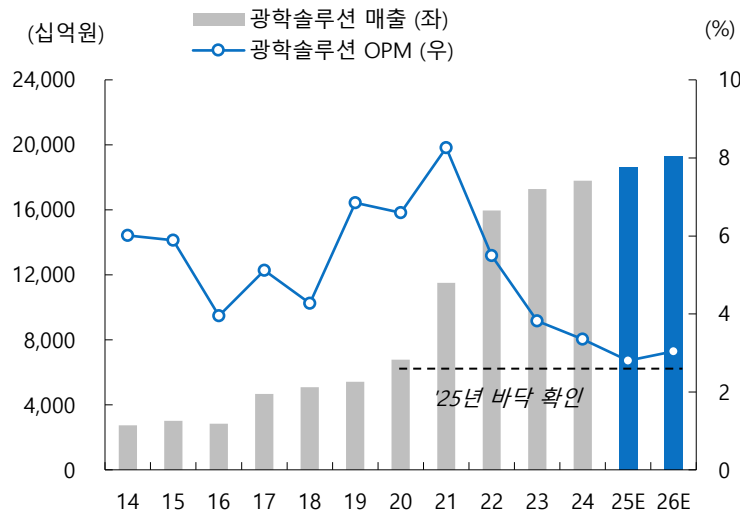
자료 : LG이노텍, iM증권 리서치본부

<그림2> LG이노텍 부문별 영업이익 추이 및 전망



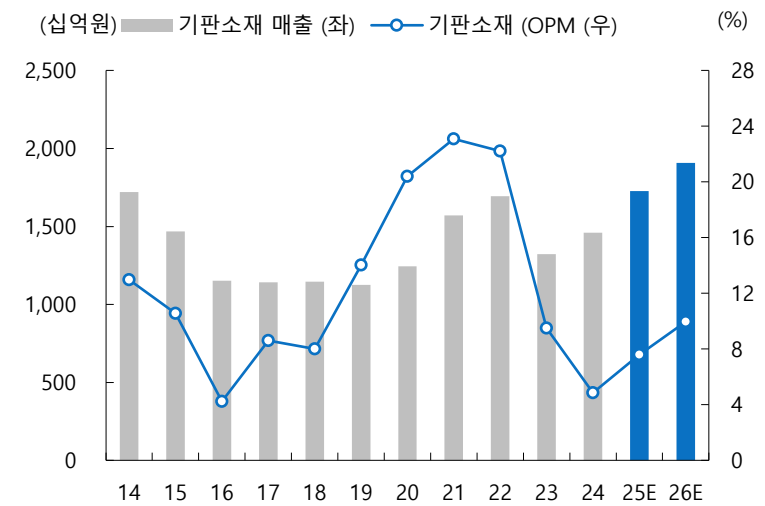
자료 : LG이노텍, iM증권 리서치본부

<그림3> LG이노텍 광학솔루션 매출 및 OPM 추이



자료 : LG이노텍, iM증권 리서치본부

<그림4> LG이노텍 기판소재 매출 및 OPM 추이



자료 : LG이노텍, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		5,853	6,006	5,959	6,327
현금 및 현금성자산		1,329	1,641	1,402	1,625
단기금융자산		7	7	7	7
매출채권		2,963	2,598	2,706	2,788
재고자산		1,575	1,778	1,857	1,916
비유동자산		5,525	5,307	5,353	5,391
유형자산		4,480	4,257	4,299	4,332
무형자산		219	223	228	232
자산총계		11,378	11,313	11,312	11,718
유동부채		3,955	3,963	3,844	3,828
매입채무		2,241	2,349	2,454	2,532
단기차입금		73	37	-	-
유동성장기부채		611	523	311	190
비유동부채		2,069	1,479	957	645
사채		781	547	273	137
장기차입금		1,186	830	581	407
부채총계		6,024	5,442	4,801	4,474
지배주주지분		5,354	5,871	6,511	7,244
자본금		118	118	118	118
자본잉여금		1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금		3,868	4,312	4,879	5,539
기타자본항목		234	307	380	453
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		5,354	5,871	6,511	7,244

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		1,110	2,561	2,282	2,416
당기순이익		449	508	640	731
유형자산감가상각비		1,229	1,031	967	976
무형자산상각비		51	50	51	52
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-969	-860	-1,061	-1,063
유형자산의 처분(취득)		-872	-809	-1,009	-1,009
무형자산의 처분(취득)		-	-	-	-
금융상품의 증감		-30	-	-	-
재무활동 현금흐름		-220	-778	-848	-518
단기금융부채의증감		-	-125	-248	-121
장기금융부채의증감		-145	-590	-523	-311
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		-60	312	-239	223
기초현금및현금성자산		1,390	1,329	1,641	1,402
기말현금및현금성자산		1,329	1,641	1,402	1,625

자료 : LG이노텍, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		21,201	22,225	23,212	23,954
증가율(%)		2.9	4.8	4.4	3.2
매출원가		19,457	20,439	21,217	21,821
매출총이익		1,744	1,787	1,995	2,133
판매비와관리비		1,038	1,065	1,132	1,172
연구개발비		552	578	604	623
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		706	721	863	961
증가율(%)		-15.0	2.2	19.6	11.3
영업이익률(%)		3.3	3.2	3.7	4.0
이자수익		39	48	41	48
이자비용		113	83	50	32
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외손익		-27	-45	-40	-45
세전계속사업이익		589	660	831	949
법인세비용		140	152	191	218
세전계속이익률(%)		2.8	3.0	3.6	4.0
당기순이익		449	508	640	731
순이익률(%)		2.1	2.3	2.8	3.1
지배주주귀속 순이익		449	508	640	731
기타포괄이익		252	73	73	73
총포괄이익		701	581	713	804
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		18,983	21,462	27,048	30,881
BPS		226,215	248,065	275,118	306,091
CFPS		73,067	67,166	70,077	74,341
DPS		2,090	2,705	3,088	3,000
Valuation(배)					
PER		8.5	10.8	8.5	7.5
PBR		0.7	0.9	0.8	0.8
PCR		2.2	3.4	3.3	3.1
EV/EBITDA		2.6	3.2	2.8	2.3
Key Financial Ratio(%)					
ROE		8.9	9.1	10.3	10.6
EBITDA이익률		9.4	8.1	8.1	8.3
부채비율		112.5	92.7	73.7	61.8
순부채비율		24.6	4.9	-3.7	-12.4
매출채권회전율(x)		7.9	8.0	8.8	8.7
재고자산회전율(x)		13.5	13.3	12.8	12.7

LG이노텍 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-03-29	Buy	280,000	-13.5%	7.9%
2024-07-25	Buy	325,000	-24.8%	-13.8%
2024-09-26	Buy	295,000	-30.6%	-24.6%
2024-10-24	Buy	255,000	-33.0%	-30.4%
2024-11-20	Buy	205,000	-21.0%	-15.3%
2025-02-27	Buy	225,000	-31.5%	-20.0%
2025-09-22	Buy	230,000	-11.2%	0.4%
2025-10-31	Buy	275,000	-11.4%	-6.9%
2025-11-10	Buy	320,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상 목표 수익률을 의미함.

- Buy (매수): 추천일 종가 대비 +15% 이상
- Hold (보유): 추천일 종가 대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell (매도): 추천일 종가 대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight (비중 확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중 축소)

[투자 비율 등급 공식 2025-09-30 기준]

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%

대덕전자(353200)

업종 내 두드러지는 개선 속도

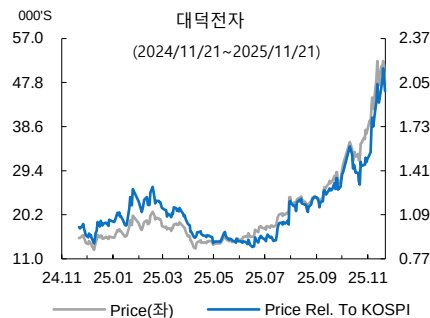
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	60,000원(상향)
증가(2025.11.21)	47,350원
상승여력	26.7 %

Stock Indicator

자본금	26십억원
발행주식수	4,942만주
시가총액	2,340십억원
외국인지분율	9.7%
52주 주가	12,870~52,300원
60일평균거래량	1,768,142주
60일평균거래대금	64.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	50.1	119.7	219.3	208.9
상대수익률	49.3	97.1	172.5	153.5



[투자포인트]

- 목표주가를 기존 5만원에서 6만원으로 상향한다. 기존 Peer 대비 할인율 10%를 제거했다. PCB 업종 내에서 수익성 개선 속도가 가장 두드러진다. 아울러 '26년 영업이익 추정치를 +7% 상향한 1,370억원으로 전망한다.
- '26년 실적 기준 PKG 사업가치 2.1조원, MLB 사업가치 8,100억원으로 추정한다. '26년은 전사적으로 개선되는 해다. 동사의 주요 제품별 '25년 → '26년 매출은 다음과 같다; 메모리 패키지판 5,520억원 → 6,750억원, FC-BGA 2,010억원 → 2,500억원, MLB 1,640억원 → 2,470억원 등.
- 지난 2년간 동사는 FC-BGA에서의 대규모 적자로 힘든 시간을 보냈으나 최근 가동률이 빠르게 회복되고 있다. 당초 FC-BGA의 월별 BEP 시점을 2Q26으로 보았으나, 이제는 연내 달성이 가능한 것으로 파악된다. 주요 차량용 반도체 업체와 우선 협상 대상 업체가 될 만큼 해당 시장에서 입지가 강화되었고, 신규로 진입하는 자율주행 응용처향 매출이 본격적으로 인식될 1Q26부터는 이익 개선이 더욱 빨라질 전망이다.
- 메모리기판은 서버 응용처를 중심으로 개선되고 있다. 지난 3분기의 경우 특히 eSSD용 NAND 기판 개선이 주요했다. 아울러 BT 기판에 대해서는 판가 인상이 수반되었고, 신제품에 대한 추가 인상도 추진하고 있다. MLB는 장비 수급이 원활하지 못해 생산 능력 확대가 지연되고 있다. 그럼에도 고객사는 여전히 현재 동사 생산 능력의 2배를 요구하고 있다. 강한 수요가 이어지고 있다는 방증이다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	892	1,044	1,306	1,359
영업이익(십억원)	11	48	137	145
순이익(십억원)	24	46	123	132
EPS(원)	461	888	2,386	2,553
BPS(원)	16,996	17,479	19,411	21,511
PER(배)	33.6	53.3	19.8	18.5
PBR(배)	0.9	2.7	2.4	2.2
ROE(%)	2.7	5.2	12.9	12.5
배당수익률(%)	2.6	0.8	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	4.5	14.3	8.7	8.2

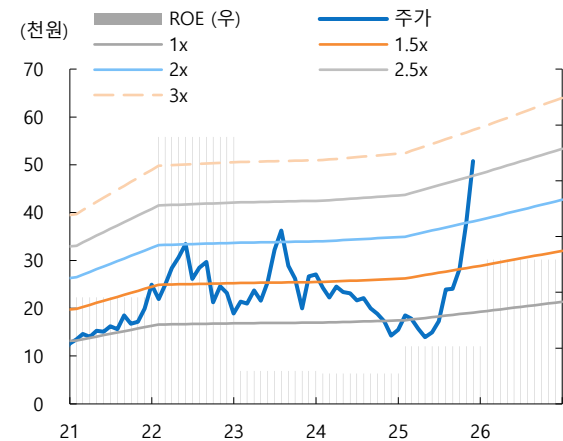
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

대덕전자(353200)

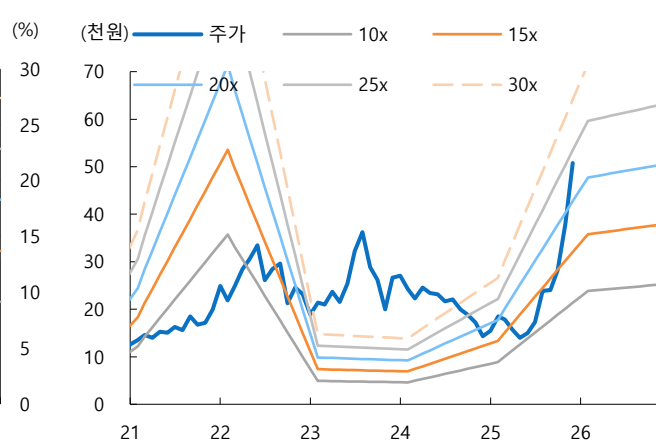
대덕전자 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출	215	246	286	297	300	314	345	346	910	892	1,044	1,306
YoY	0.3%	3.2%	23.0%	43.7%	39.5%	27.6%	20.6%	16.8%	-30.9%	-1.9%	17.0%	25.1%
QoQ	4.3%	14.2%	16.4%	3.7%	1.3%	4.4%	10.0%	0.4%				
PKG	177	208	244	252	254	260	278	267	800	768	880	1,059
MLB	39	38	42	45	47	54	67	79	110	123	164	247
영업이익	-6	2	24	28	29	33	40	35	24	11	48	137
YoY	적지	-83%	163%	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	-90%	-53%	324%	187%
QoQ	적지	흑전	1200%	15%	3%	17%	19%	-13%				
OPM	-2.9%	0.8%	8.5%	9.4%	9.5%	10.7%	11.6%	10.1%	2.6%	1.3%	4.6%	10.5%
세전이익	-6	-2	29	32	33	37	44	39	28	30	53	153
당기순이익	-6	4	23	25	25	29	34	30	25	24	46	118
NPM	-2.6%	1.8%	7.9%	8.3%	8.4%	9.2%	9.8%	8.6%	2.8%	2.7%	4.4%	9.0%

12개월 Fwd. PBR Band



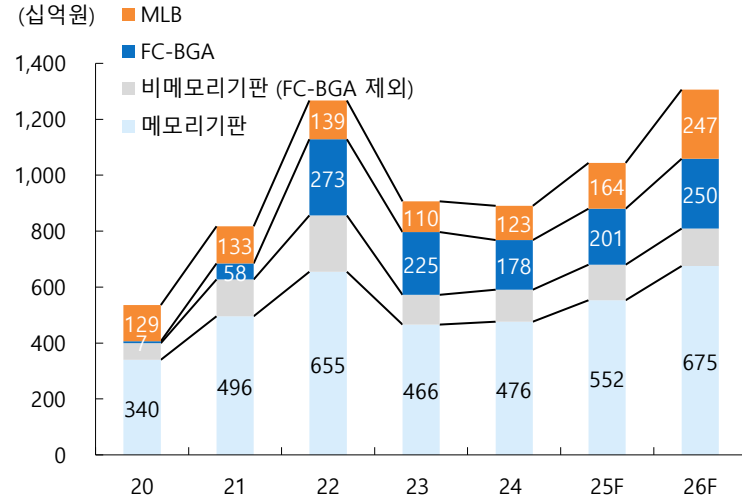
12개월 Fwd. PER Band



자료: Dataguide, iM증권

Key Charts

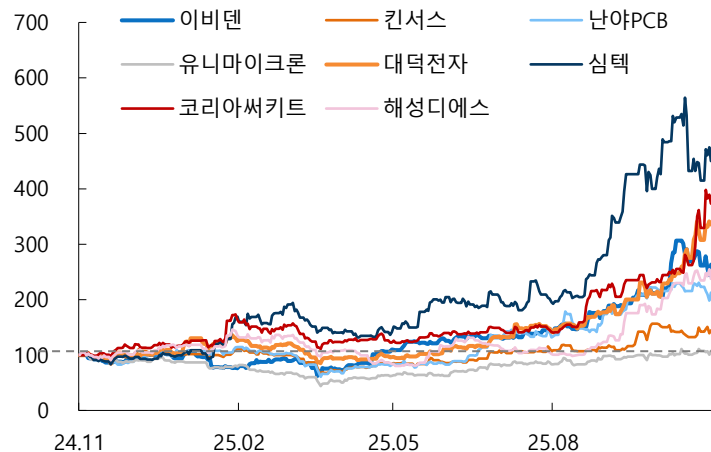
<그림1> 대덕전자 부문별 매출 추이 및 전망



자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

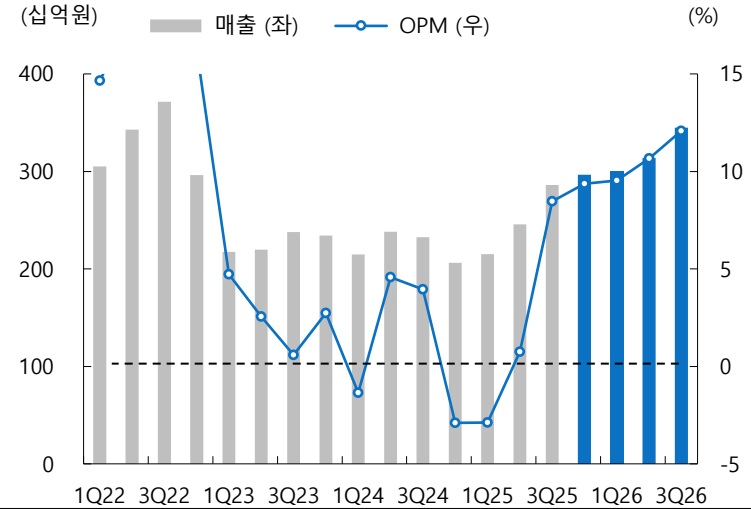
<그림3> 주요 패키지기판 상대 주가 추이

(2024.11=100)



자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

<그림2> 대덕전자 분기별 매출, 영업이익률 추이 및 전망



자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

<그림4> SOTP로 구해본 동사 사업가치

(억원, X, 천주, %)		25E	26E	비고
① 영업이익	PKG	353	1,049	
	MLB	125	321	
② 감가상각	PKG	983	992	
	MLB	40	50	
③ EBITDA	PKG	1,336	2,041	① + ②
	MLB	165	371	
④ Multiple	PKG	14.0	10.2	Ibiden, UMTC, Kinsus, NYPCB, 심텍 시기별 평균
	MLB	26.4	22.0	
⑤ 사업가치	PKG	18,741	20,786	WUS Kushan, Shennan, GCE, 이수페타시스 시기별 평균
	MLB	4,355	8,173	
합계		23,096	28,959	③ * ④
A. 순현금		43	568	
B. 적정시총		23,138	29,527	
C. 발행주식		49,417	49,417	
D. 적정주가		46,736	58,602	⑤ / C
E. 목표주가		60,000		26년 기준

자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		466	506	622	703
현금 및 현금성자산		38	35	78	139
단기금융자산		183	189	194	200
매출채권		135	155	193	201
재고자산		101	118	147	153
비유동자산		623	635	622	644
유형자산		568	579	567	588
무형자산		11	11	11	11
자산총계		1,089	1,140	1,245	1,347
유동부채		160	171	186	191
매입채무		42	52	65	68
단기차입금		2	2	2	2
유동성장기부채		7	7	7	7
비유동부채		54	69	59	49
사채		-	-	-	-
장기차입금		7	22	12	2
부채총계		213	240	245	239
지배주주지분		876	900	1,000	1,108
자본금		26	26	26	26
자본잉여금		545	545	545	545
이익잉여금		302	328	428	538
기타자본항목		3	2	1	0
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		876	900	1,000	1,108

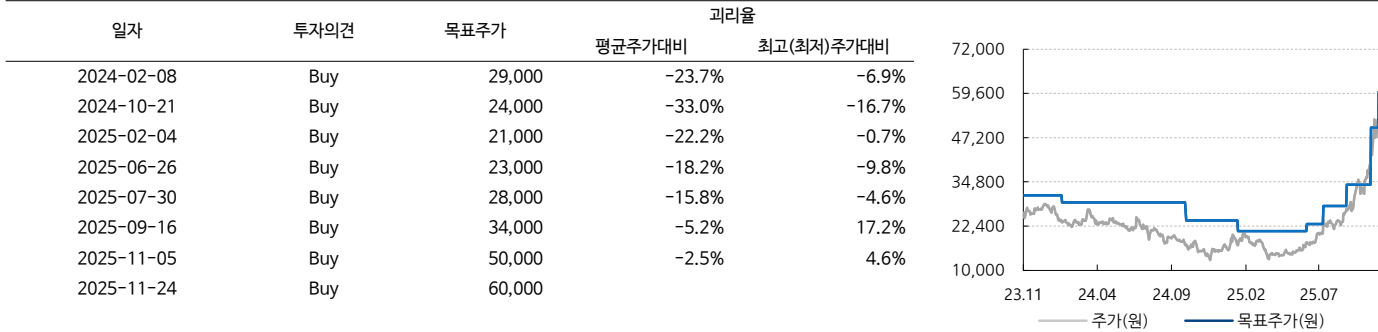
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		98	133	181	232
당기순이익		24	46	123	132
유형자산감가상각비		113	99	102	99
무형자산상각비		4	3	2	2
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-116	-119	-97	-127
유형자산의 처분(취득)		-58	-110	-90	-120
무형자산의 처분(취득)		-	-	-	-
금융상품의 증감		0	-	-	-
재무활동 현금흐름		-21	-6	-30	-33
단기금융부채의증감		-5	-	-	-
장기금융부채의증감		-	15	-10	-10
자본의증감		-	0	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		-38	-3	43	61
기초현금및현금성자산		77	38	35	78
기말현금및현금성자산		38	35	78	139

자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		892	1,044	1,306	1,359
증가율(%)		-1.9	17.0	25.1	4.1
매출원가		831	935	1,092	1,134
매출총이익		62	109	213	225
판매비와관리비		50	61	76	79
연구개발비		0	0	0	0
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		11	48	137	145
증가율(%)		-52.6	324.0	187.0	6.1
영업이익률(%)		1.3	4.6	10.5	10.7
이자수익		32	25	35	37
이자비용		14	24	14	13
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외손익		2	4	2	2
세전계속사업이익		30	53	160	171
법인세비용		6	7	37	39
세전계속이익률(%)		3.4	5.1	12.2	12.6
당기순이익		24	46	123	132
순이익률(%)		2.7	4.4	9.4	9.7
지배주주귀속 순이익		24	46	123	132
기타포괄이익		-1	-1	-1	-1
총포괄이익		23	45	122	130
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		461	888	2,386	2,553
BPS		16,996	17,479	19,411	21,511
CFPS		2,741	2,874	4,409	4,500
DPS		400	400	450	450
Valuation(배)					
PER		33.6	53.3	19.8	18.5
PBR		0.9	2.7	2.4	2.2
PCR		5.7	16.5	10.7	10.5
EV/EBITDA		4.5	14.3	8.7	8.2
Key Financial Ratio(%)					
ROE		2.7	5.2	12.9	12.5
EBITDA이익률		14.4	14.4	18.5	18.1
부채비율		24.4	26.6	24.5	21.6
순부채비율		-23.5	-21.4	-25.1	-29.6
매출채권회전율(x)		6.7	7.2	7.5	6.9
재고자산회전율(x)		9.3	9.6	9.9	9.1

대덕전자 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상 목표 수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가 대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가 대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가 대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율 등급 표시 2025-09-30 기준]

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%

심텍(353200)

대규모 추론 시대의 수혜주

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	65,000원(신규)
증가(2025.11.21)	49,000원
상승여력	32.7 %

Stock Indicator

자본금	17십억원
발행주식수	3,500만주
시가총액	1,715십억원
외국인지분율	13.1%
52주 주가	9,950~66,000원
60일평균거래량	1,144,547주
60일평균거래대금	54.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.5	107.6	172.4	309.7
상대수익률	-1.8	97.2	152.0	282.1



[투자포인트]

- 투자의견 Buy, 목표주가 6.5만원을 제시한다. '26년 EPS 2,928원에 Peer의 '26년 평균 PER 배수인 22배를 적용했다 (NYPGB 28배, Ibiden 28배, 대덕전자 20배, 티엘비 18배, Kinsus 18배, Unimicron 17배)
- 당사 반도체 담당자는 Legacy DRAM 수요 강세를 전망하고 있다. '26년 업체별 Legacy DRAM 생산 증가는 삼성전자 +18%, SK하이닉스 +13%, Micron +13% 등으로 전망된다. 이러한 환경은 동사에게도 긍정적이다 (동사 고객사별 매출비중은 삼성 35%, SK 25%, MU 20% 등).
- '26년 실적은 매출 1.68조원 (+21% YoY), 영업이익 1,400억원 (+625% YoY, 영업이익률 8%)로 전망된다. '26년 PCB 출하량을 +15% YoY로 가정했다. 이 경우 전사 가동률은 '24년 70%, '25년 75%, '26년 87%로 빠르게 개선될 전망이다. 아울러 '26년 ASP는 +5% YoY로 가정했다. 환율만 감안해도 이 정도는 무리 없다. 만약 PGC 등 원재료 가격 인상 분에 대한 전가가 가능할 경우, 추가적인 업사이드가 생길 수 있다.
- SOCAMM용 모듈, LPDDR 기판, Rubin CPX와 관련된 GDDR7 추정치는 '26년 실적 전망에 반영하지 않았다. 이러한 AI 응용처를 모두 합친 TAM은 '26년과 '27년 각각 2,255억원, 4,090억원이며, 심텍이 각 시장에서 현재의 점유율을 유지한다고 가정하면 이와 관련된 잠재적인 매출 업사이드는 '26년과 '27년 각각 1,238억원, 2,300억원으로 추산된다.

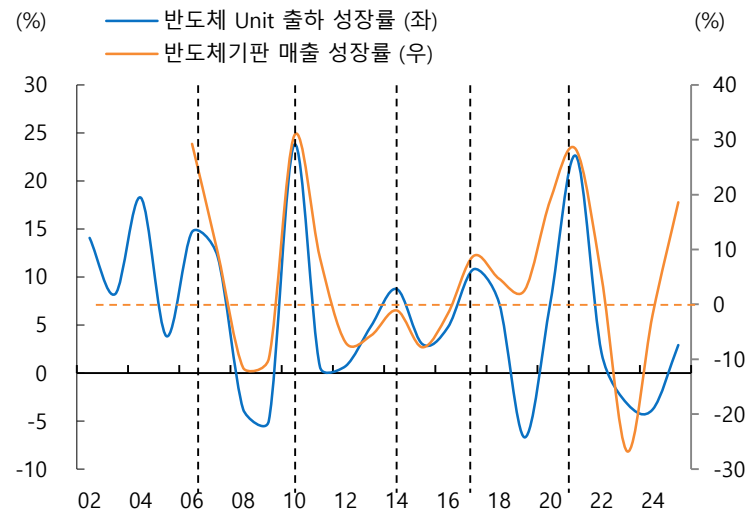
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,231	1,397	1,686	1,733
영업이익(십억원)	-47	19	140	153
순이익(십억원)	-30	-41	93	107
EPS(원)	-953	-1,302	2,928	3,359
BPS(원)	14,040	13,084	16,357	20,061
PER(배)			16.7	14.6
PBR(배)	0.8	3.7	3.0	2.4
ROE(%)	-6.6	-9.6	19.9	18.4
배당수익률(%)	0.9	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	17.8	18.5	8.6	7.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

업황 방향성: 삼성전자의 IC 생산량 vs. 심텍의 PCB 생산량

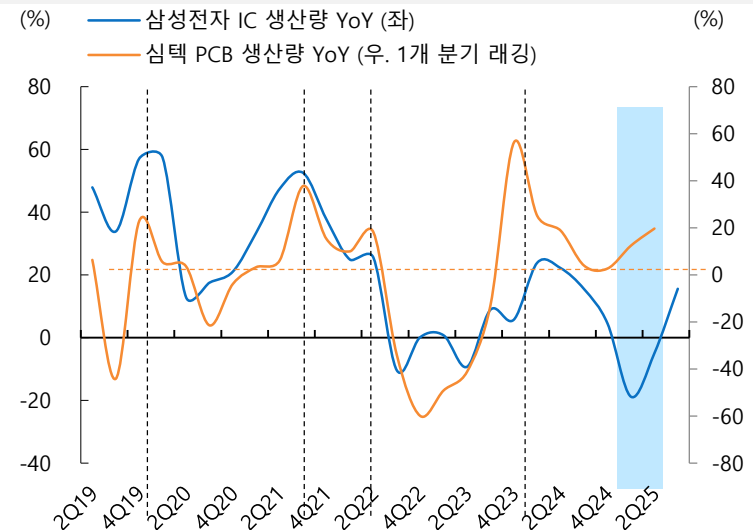
- 통상적인 발주 리드타임을 감안할 때, 메모리기판 생산량은 반도체 생산량에 1개 분기 후행한다.
- 이는 삼성전자와 심텍 간 비교데이터에서도 확인된다. 삼성전자의 반도체 생산량(Unit 기준 생산량)이 1Q25를 바닥으로 빠르게 개선되고 있고, 이러한 영향이 시차를 두고 동사의 가동률에도 긍정적인 영향을 미치고 있다.

<그림1> 글로벌 IC Unit 출하 YoY vs 글로벌 패키지판 매출 YoY



자료: TechInsights, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림2> 삼성전자 IC생산량 vs. 심텍 패키지 생산량 (1개 분기 래깅)

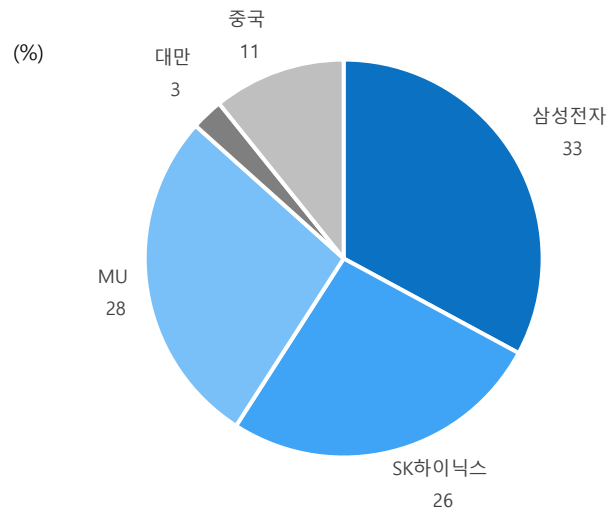


자료: 삼성전자, 심텍, iM증권 리서치본부

업황 방향성: Legacy DRAM 강세 가능성

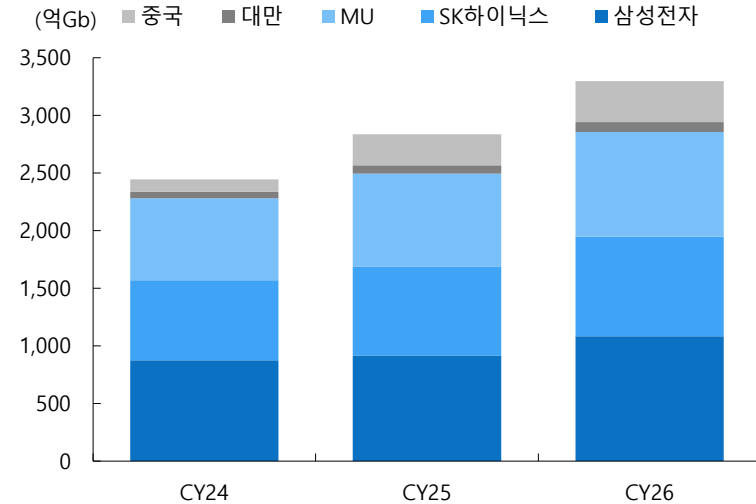
- 당사 반도체 담당자는 Legacy DRAM 수요 강세를 전망하고 있다. '25년 Legacy DRAM의 생산 증가율을 16%로 전망하고 있으며, 이는 기존 12%에서 상향 조정된 것이다. 또한 '26년 업체별 Legacy DRAM 생산 증가율은 삼성전자 +18%, SK하이닉스 +12%, Micron +13% 등으로 전망한다.
- 이와 같은 Legacy DRAM의 강세는 동사에게도 우호적인 환경인 것으로 볼 수 있다 (물론 B/G와 완벽히 비례하지는 않음). Legacy DRAM 생산량 기준 CY26 DRAM 점유율은 삼성전자 33%, SK하이닉스 26%, Micron 28% 등으로 전망되며, 동사의 고객사별 매출 비중은 삼성전자 35%, SK하이닉스 25%, Micron 20% 등으로 파악된다.

<그림4> '26년 주요 메모리 업체의 Legacy DRAM 생산 비중 전망



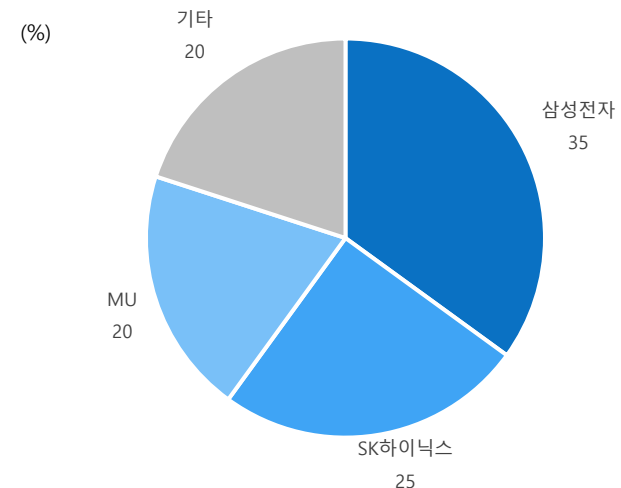
자료: 당사 '26년 반도체 산업전망, iM증권 리서치본부 추정

<그림3> 주요 메모리 업체의 Legacy DRAM 생산량 추이 및 전망



자료: 당사 '26년 반도체 산업전망, iM증권 리서치본부 추정

<그림5> 심텍의 전사 매출 기준 고객사별 비중



자료: 심텍, iM증권 리서치본부

업사이드: SOCAMM 모듈 PCB와 LDDR기판

- 당사 '26년 반도체 전망에 따르면, '26년 Rubin GPU 생산량은 4,347K로 예상되고 VR200 통합칩에 2개의 Rubin GPU가 탑재되므로, VR200 생산량은 2,174K로 계산된다.
- 이 기준으로 SOCAMM 모듈의 TAM은 '26년 686억원, '27년 1,132억원으로 계산되며, SOCAMM용 LPDDR 기판의 TAM은 '26년 450억원, '27년 743억원으로 계산된다.
- 단, Nvidia는 DRAM 업체들에게 당사 추정보다 훨씬 많은 공급량을 요청 중인데, ① 이는 저조한 초기 수율을 고려했거나, ② '27년 수요 증가 (VR300에는 256GB 채택)에 대비한 버퍼용 주문일 수 있는 것으로 판단된다. 또한 만약 '26년 AI PC용으로 SOCAMM이 사용될 경우 당사 전망치를 상회할 수 있다.
- 실제로 심텍은 자사의 '26년 SOCAMM 매출을 500억원으로 계획하고 있어, 당사 TAM 추정보다 긍정적인 전망을 제시하고 있다.

<그림6> VR200향 SOCAMM 모듈 PCB 시장 추정

	2026	2027	비고
VR200 생산량(천개)	2,174	3,587	당사 26년 반도체 전망
VR200당 SoCamm(개)	8	8	192GB 모듈 8개
SoCamm 수요(천개)	17,392	28,697	
SoCamm 개당면적(mm ²)	1260	1260	14x90mm
SoCamm 출하면적(k mm ²)	26,297	43,390	부품 기준 +20%
ASP(\$/m ²)	1,800	1,800	RDIMM 대비 3배 가정
환율(USD/KRW)	1,450	1,450	
TAM (억원)	686	1,132	

자료: 당사 '26년 반도체 산업전망, iM증권 리서치본부 추정

<그림7> SOCAMM 모듈용 LPDDR 패키지 기판 시장 추정

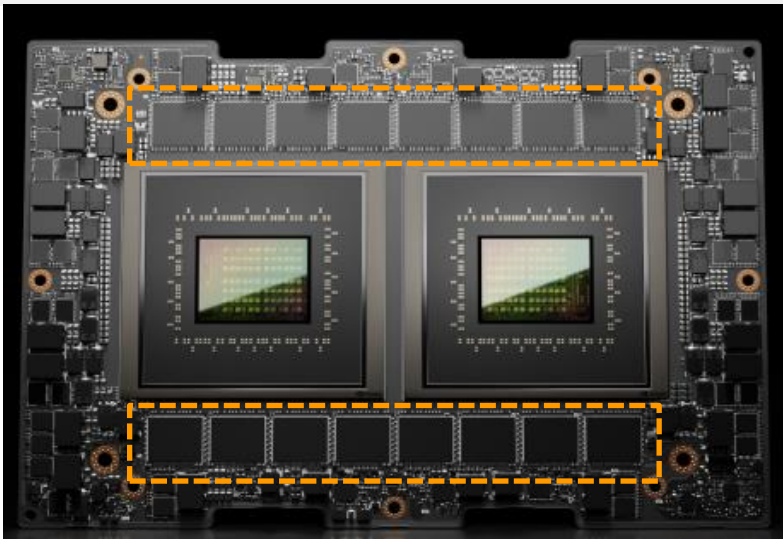
	2026	2027	비고
SoCamm 수요(천개)	17,392	28,697	
SoCamm 당 LPDDR기판	4	4	
LPDDR기판 수요(천개)	69,568	114,787	
LPDDR기판 개당면적(mm ²)	186	186	12.4x15mm 가정
LPDDR기판 출하면적(k mm ²)	15,528	25,621	부품 기준 +20%
ASP(\$/m ²)	2,000	2,000	MCP 대비 +30% 가정
환율(USD/KRW)	1,450	1,450	
TAM (억원)	450	743	

자료: iM증권 리서치본부 추정

[참고] SOCAMM 도입의 이유

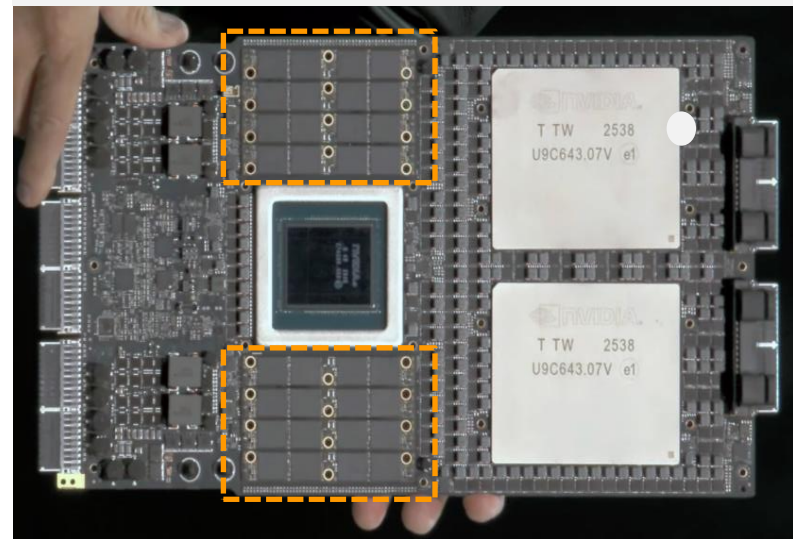
- SOCAMM2는 Vera CPU에 탑재될 것으로 예상되는 새로운 DRAM 모듈 규격으로, Grace CPU의 LPDDR5X 대비 약 20% 이상의 전력 효율성 향상. 온보드 형식으로 부착된 LPDDR5와 달리 탈부착이 가능하게 설계되어 있어 고장이 발생해도 신속한 교체가 가능. AI 연산 토큰에 대한 수요가 공급보다 높은 상황이 장기적으로 지속될 것으로 전망되고 있는 상황에서, 전력 효율성의 개선을 제공하고 신속한 교체 기능을 지원하는 SOCAMM의 채택률이 증가할 가능성이 높음
- Grace CPU와 함께 장착되는 LPDDR5X는 온보드 형식으로 탑재. 온보드 형식은 모듈 없이 연결함으로써 신호의 이동 거리를 낮출 수 있고, 공간을 확보할 수 있게 되어 발열 제어에도 유리. 그럼에도 불구하고 Vera CPU에 SOCAMM이 도입되는 이유는 ① 모듈 기술의 발전을 통해 SOCAMM이 온보드 수준의 성능과 전력 효율성을 달성할 수 있을 것으로 예상되기 때문이며, ② Nvidia의 고객층 확대가 전망되기 때문

<그림8> Grace CPU에는 온보드 형식으로 DRAM 탑재



자료 : Nvidia, iM증권 리서치본부

<그림9> GTC 2025에서 확인된 Vera CPU와 SOCAMM2 모듈

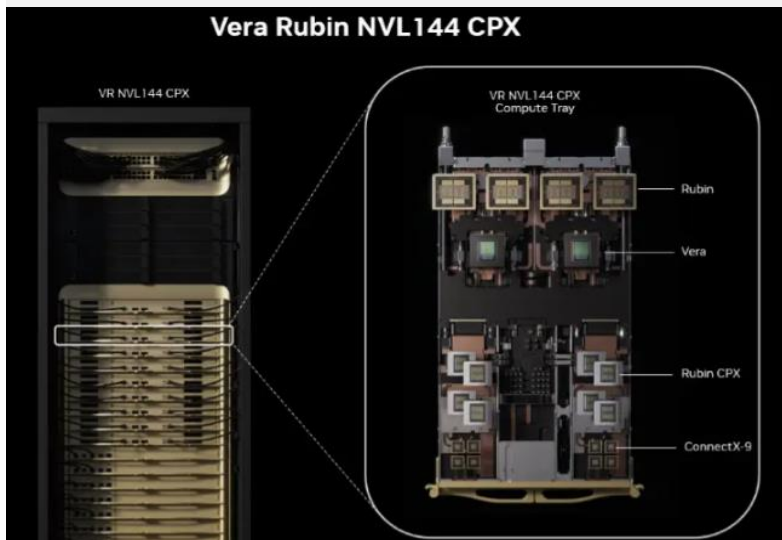


자료 : Nvidia, iM증권 리서치본부

업사이드: Rubin CPX와 GDDR7

- Rubin CPX에는 128GB GDDR7 메모리가 온보드 방식으로 탑재될 예정이므로, 동사에게 새로운 기회인 것으로 판단된다. 다만 아직 출시되지 않은 제품이므로 TAM을 추정하기 위한 많은 가정이 필요하고, 제품 및 부품 양산 시점에 따라서 변동이 있을 수 있다.
- ① 전체 VR200 생산량 중 VR200 CPX 침투율을 '25년과 '26년 각각 50%, 60%로 가정했다. Nvidia는 지난해 가속기 수요의 40%가 추론용임을 밝힌 바 있다. ② 3GB 메모리 패키지(14x12mm)가 PCB 양면으로 44개 탑재되는 것으로 가정했다. RTX Pro 6000의 사례를 참고했다. ③ ASP는 m당 \$2,000으로 가정했다. 이와 같은 가정 하에, 관련 TAM은 '26년 1,118억원, '27년 2,215억원으로 추산된다. 참고로 올해 연간 GDDR용 기판 시장 규모는 2,500억원 중반으로 추정되며, 동사는 이 시장에서 60~70%의 점유율을 차지하고 있다.
- 결론적으로, SOCAMM 모듈, SOCAMM 모듈용 LPDDR 기판, GDDR7 등 AI 관련 응용처 모두 합친 규모는 '26년과 '27년 각각 2,255억원, 4,090억원이며, 심택이 각 시장에서 현재의 점유율을 유지한다고 가정하면, 이와 관련된 매출 업사이드는 '26년과 '27년 각각 1,238억원, 2,300억원으로 추산된다. 대량 추론 시대의 수혜주로 볼 수 있다.

<그림10> Rubin CPX는 프리필과 디코드를 나누어 효율을 높임



자료: NVIDIA, iM증권 리서치본부

<그림11> Vera Rubin NVL144 CPX에는 144개의 CPX 탑재

	2026	2027	비고
VR200 생산량(천개)	2,174	3,587	
VR200 CPX 생산량(천개)	1,087	2,152	25년, '26년 채택률 각각 50%, 60% 가정
Rubin CPX 생산량(천개)	4,348	8,609	VR200 CPX 당 4개
CPX당 GDDR7 기판(개)	44	44	3GB x 22 x 2(양면) 가정
GDDR7 기판 개당 면적(mm ²)	168	168	14x12mm 가정
GDDR7 기판 출하면적(k mm ²)	38,568	76,366	부품 기준 +20%
ASP(\$/m ²)	2,000	2,000	
환율(USD/KRW)	1,450	1,450	
TAM (억원)	1,118	2,215	

자료: 당사 '26년 반도체 산업전망, iM iM증권 리서치본부

다운사이드: 재료비 부담

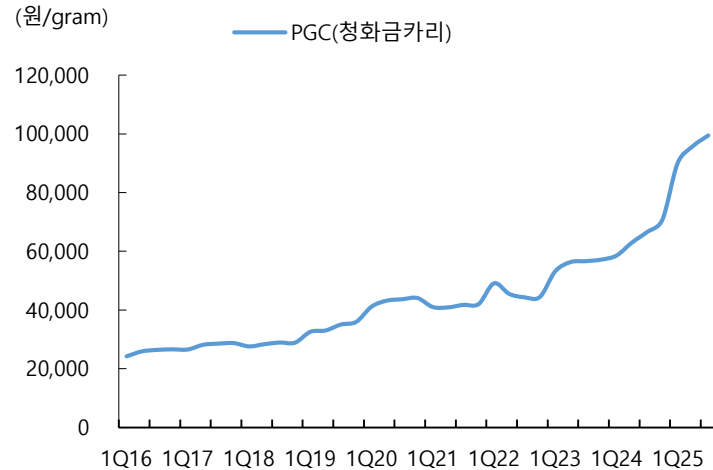
- 동사 3Q25 실적은 재료비 부담으로 부진했다. 회사는 금 가격 상승을 주된 요인으로 꼽았다. 실제로 1H25 주요 PCB 업체들 중 금도금에 필요한 Potassium gold cyanide (PGC)의 매출 대비 비중이 가장 높은 업체는 심택이었다. 동사의 매출 대비 PGC 매입 비율은 15% 수준인데, PGC의 가격이 +50% YoY 올랐으므로, 이 부분에서만 약 7~8%p YoY의 수익성 훼손이 나타난 것으로 볼 수 있다.

<그림12> 1H25 기준 PKG 업체별 매출 대비 원재료 비중						
(단위: 백만원)	심택	대덕전자	해성디에스	티엘비	코리아써키트	평균
매출	644,365	461,233	294,861	117,043	685,936	
매출원가	597,945	438,579	259,370	102,675	645,858	
재료비	302,621	182,236	130,415	45,674	255,062	
매출대비비중%	47%	40%	44%	39%	37%	41%
CCL	73,675	62,825	n/a	15,532	n/a	
매출대비비중%	11%	14%	n/a	13%	n/a	13%
PREPREG	43,873	26,505	n/a	6,247	n/a	
매출대비비중%	7%	6%	n/a	5%	n/a	6%
PGC	99,276	29,928	n/a	13,385	n/a	
매출대비비중%	15%	6%	n/a	11%	n/a	11%
기타 재료비	103,797	62,978	n/a	10,511	n/a	
매출대비비중%	16%	14%	n/a	9%	n/a	13%
기타 (감가, 인건비 등)	295,324	256,343	128,955	57,001	390,796	
매출대비비중%	46%	56%	44%	49%	57%	50%
매출총이익	46,420	22,655	35,491	14,368	40,078	
GPM	7%	5%	12%	12%	6%	8%
판관비	57,200	26,990	26,908	5,637	35,588	
매출대비비중%	9%	6%	9%	5%	5%	7%
영업이익	-10,780	-4,335	8,583	8,731	4,489	

자료: iM증권 리서치본부

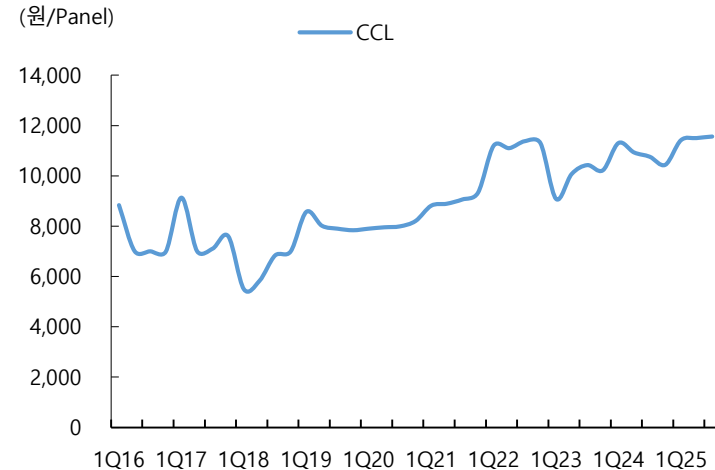
다운사이드: 재료비 부담

<그림13> PGC: 원재료비의 약 30% 차지, 가격 +50% YoY 급등



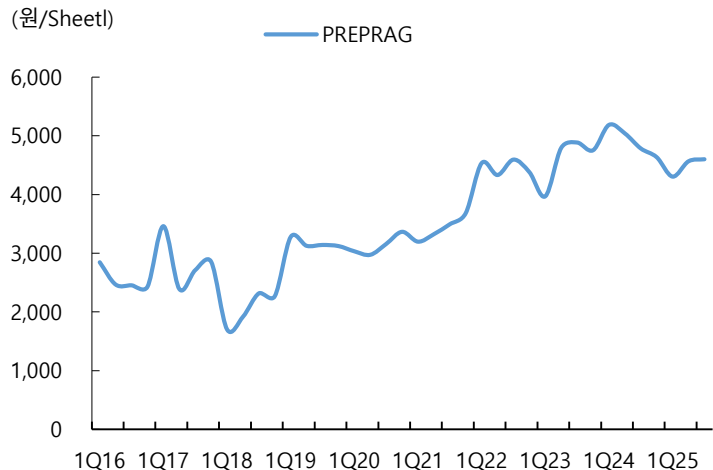
자료 : 심텍, iM증권 리서치본부

<그림14> CCL: 원재료비의 약 25% 차지, 가격 +7.5% YoY 상승



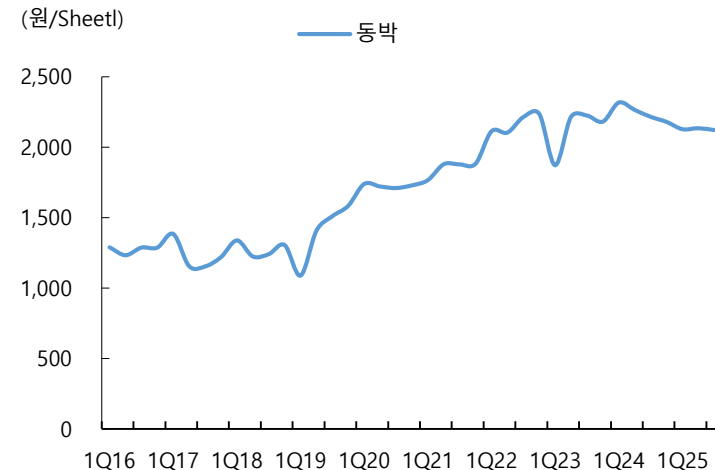
자료 : 심텍, iM증권 리서치본부

<그림15> Preprag: 원재료비의 약 15% 차지, 가격 -4% YoY 하락



자료 : 심텍, iM증권 리서치본부

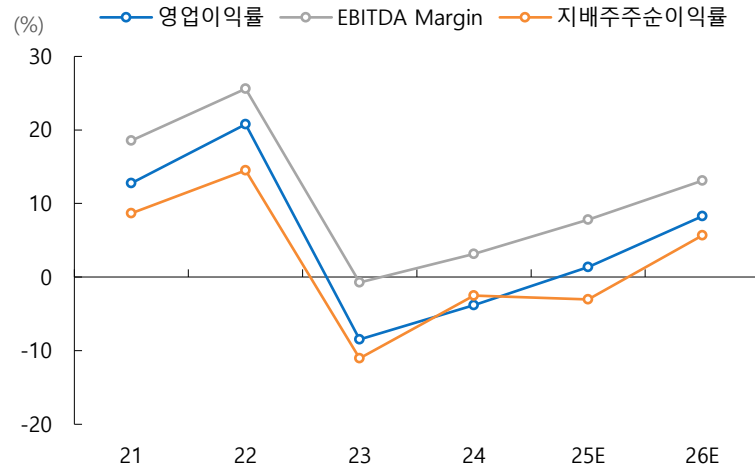
<그림16> 동박: 원재료의 약 5% 차지, 가격 -4% YoY 하락



자료 : 심텍, iM증권 리서치본부

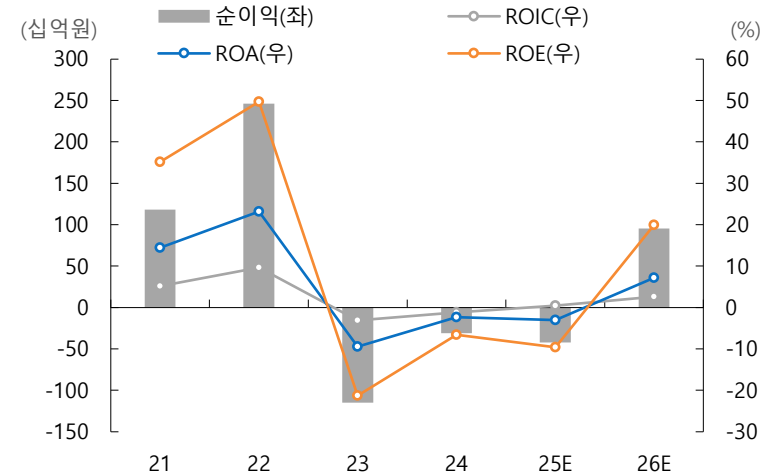
수익성, 현금흐름, 부채비율 지표: 현금흐름 턴어라운드로 재무구조 안정화될 전망

<그림17> 심텍의 주요 수익성 지표 추이 및 전망



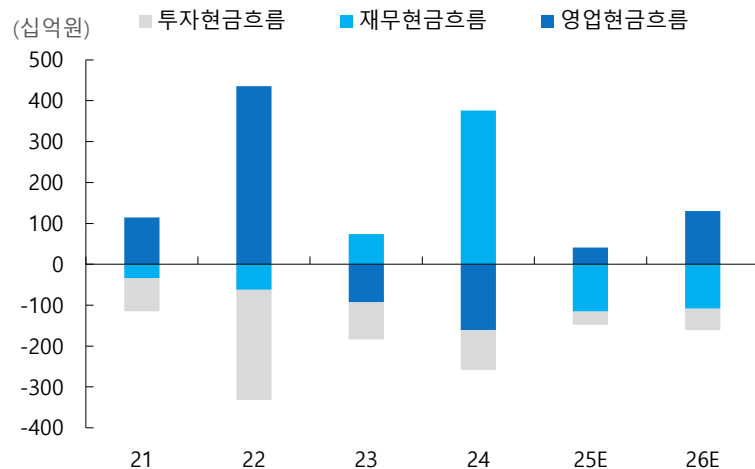
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림18> 심텍 ROA/ROE/ROIC 추이 및 전망: '26년 기준 20% 수준



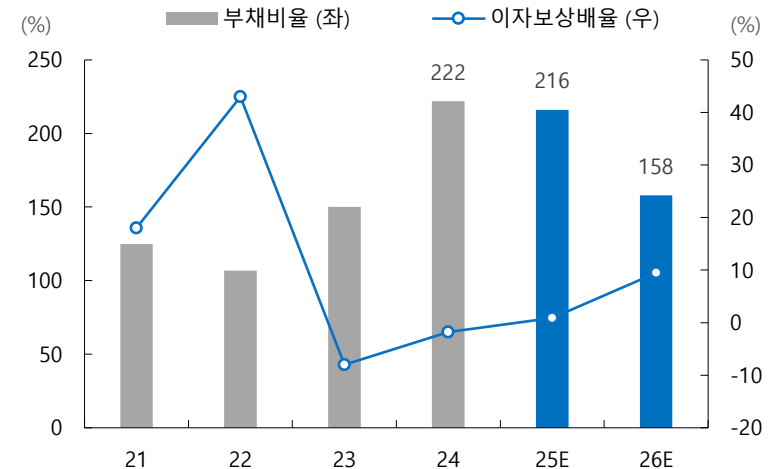
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림19> 심텍의 주요 현금흐름 추이 및 전망: '25년 기준 OCF 턴



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림20> 심텍 부채비율 추이 및 전망: '26년말 170%로 낮아질 전망

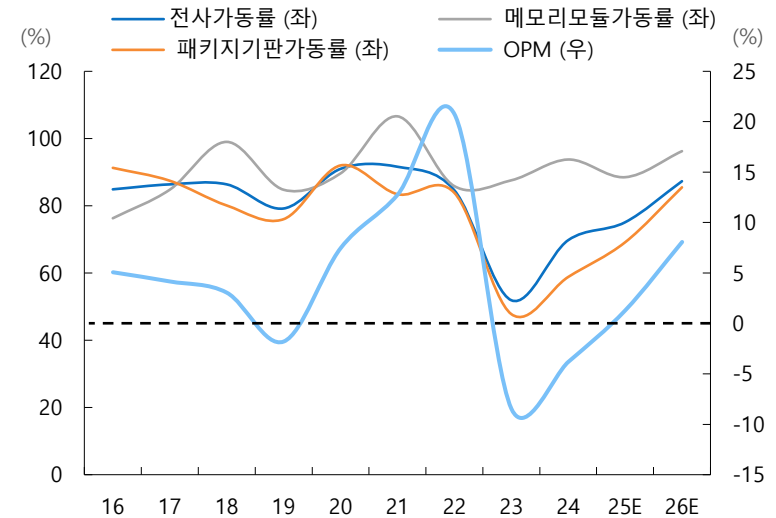


자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

실적추정: 가동률, 판가 가정

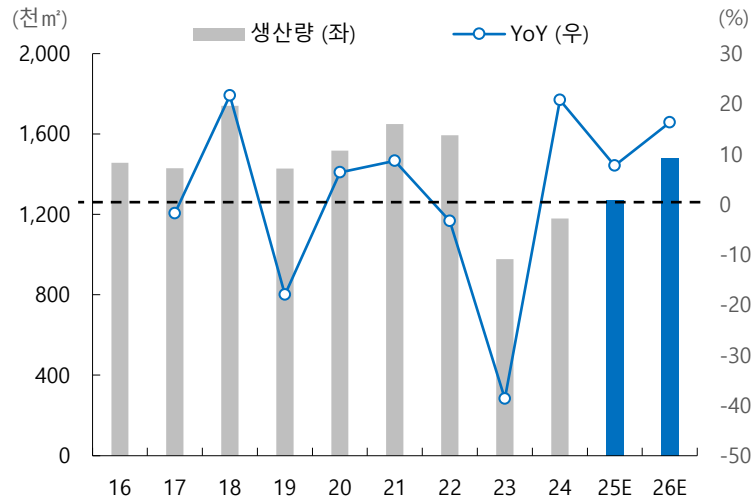
- 심텍의 '26년 실적은 매출 1.68조원 (+21% YoY), 영업이익 1,400억 원 (+625% YoY, 영업이익률 8%)으로 전망된다.
- '26년 PCB 출하량을 +15% YoY로 가정했다. 이 경우 전사 가동률은 '24년 70%, '25년 75%, '26년 87%로 빠르게 개선될 전망이다.
- '26년 ASP는 +5% YoY로 가정했다. 환율만 감안해도 이 정도는 무리 없다. 만약 금 가격 상승으로 인한 원가 부담을 고객사에 일부 전가할 경우, 추가적인 업사이드가 생길 수 있다.
- 보수적으로 앞서 언급한 SOCAMM용 모듈, LPDDR 기판, Rubin CPX와 관련된 GDDR7 추정치를 '26년 전망에 별도로 반영하지 않았다.

<그림21> 심텍 전사 가동률 '25년 75%, '26년 87%로 개선될 전망



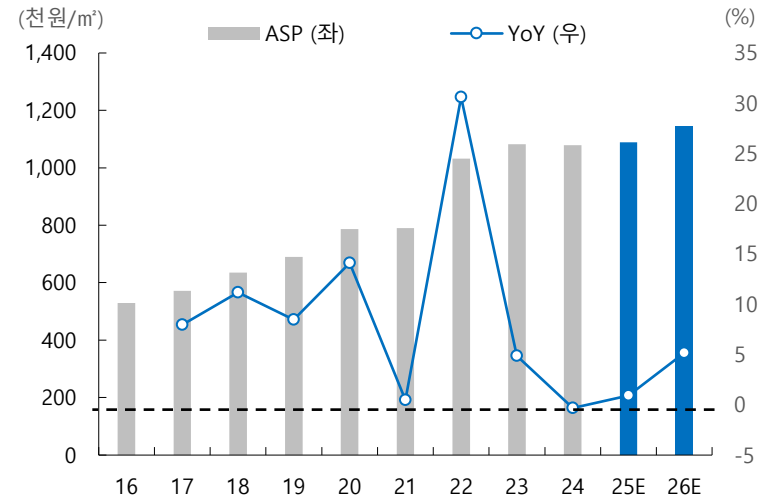
자료: 심텍, iM증권 리서치본부

<그림22> 심텍의 '26년 PCB 생산 증가율은 +16% YoY로 가정



자료: 심텍, iM증권 리서치본부

<그림23> 심텍의 '26년 ASP 증가율은 +5% YoY로 보수적으로 가정



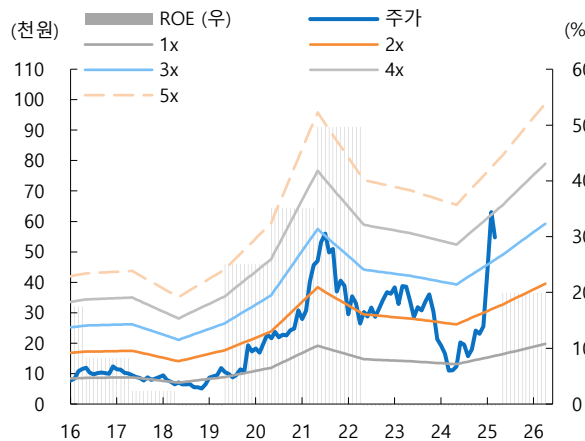
자료: 심텍, iM증권 리서치본부

실적추정: 부문별 실적 추이 및 전망

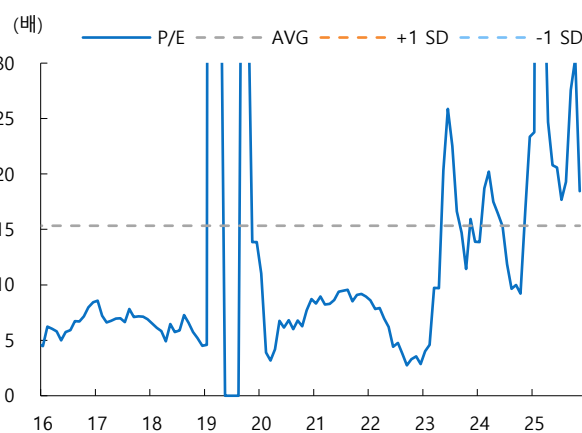
<그림24> 심텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출	304	341	373	380	384	425	443	433	1,042	1,231	1,397	1,686
YoY	3.3%	9.3%	14.8%	26.3%	26.5%	24.8%	18.9%	13.9%	-38.6%	18.2%	13.5%	20.7%
QoQ	0.8%	12.2%	9.4%	2.0%	1.0%	10.7%	4.2%	-2.3%				
PKG	215	249	285	288	291	327	343	331	798	905	1,037	1,292
HDI	74	81	91	81	88	92	76	78	244	327	335	339
영업이익	-16	6	12	18	23	33	43	40	-88	-47	19	140
YoY	적지	54%	2328%	-148.9%	흑전	498.1%	249.3%	127.0%	적전	적지	흑전	625%
QoQ	적지	흑전	123%	43%	32%	43%	31%	-7%				
OPM	-5.4%	1.6%	3.3%	4.7%	6.1%	7.8%	9.8%	9.3%	-8.5%	-3.8%	1.4%	8.3%
세전이익	-41	-27	13	8	20	30	40	37	-145	-25	-47	127
당기순이익	-36	-19	7	5	12	22	32	29	-115	-30	-41	93
NPM	-11.8%	-5.5%	1.8%	1.4%	3.2%	5.2%	7.3%	6.7%	-11.0%	-2.5%	-3.0%	5.5%

12개월 Fwd. PBR Band



12개월 Fwd. PER Band



자료: Dataguide, iM증권

목표주가 6.5만원 = Peer의 '26년 Peer 평균 PER 22배 x '26년 EPS 2,928원

<그림25> 주요 PKG 및 메모리 모듈 업체 비교									
		심텍	대덕전자	티엘비	Ibiden	Unimicron	Nanya PCB	Kinsus	평균
현재주가(USD)		33	32	42	72	5	8	4	
시가총액(MUSD)		1,155	1,592	417	10,195	7,837	5,141	1,875	
EPS성장률	2024A	적지	-10	38	1	-59	-97	-3	-21
	2025E	적지	78	371	18	11	730	3,282	748
	2026E	흑전	148	88	39	155	222	83	122
	2027E	50	47	31	25	35	32	23	32
영업이익률	2024A	-3.8	1.3	1.9	12.9	4.4	-3.9	3.6	3.4
	2025E	1.4	4.5	10.0	12.4	5.2	4.8	7.1	7.3
	2026E	9.6	10.7	13.0	16.6	10.8	12.6	10.9	12.4
	2027E	13.2	13.7	14.7	17.9	12.8	15.5	11.6	14.4
순이익률	2024A	-2.5	2.7	2.0	9.1	4.4	0.6	0.2	3.2
	2025E	-1.8	4.1	7.2	10.4	4.1	4.0	3.9	5.6
	2026E	7.4	8.3	9.8	12.2	9.1	10.6	6.9	9.5
	2027E	10.0	11.3	11.5	14.0	10.4	13.2	7.6	11.3
ROE	2024A	49.8	23.0	31.3	13.3	40.4	41.2	22.0	28.5
	2025E	-5.6	5.3	15.3	8.1	5.5	3.6	4.5	7.1
	2026E	22.5	12.8	22.7	10.2	13.7	12.4	8.5	13.4
	2027E	26.4	15.6	24.2	11.6	16.2	14.5	9.9	15.3
PER	2024A	3.4	5.3	6.0	12.8	6.0	7.6	6.8	7.4
	2025E	n/a	49.8	33.3	38.5	45.0	100.2	36.4	50.5
	2026E	14.6	19.4	18.2	27.9	17.4	27.9	18.1	21.5
	2027E	9.7	13.9	14.1	22.3	12.9	19.6	14.1	16.1
PBR	2024A	1.4	1.1	1.6	1.6	2.1	2.7	1.4	1.8
	2025E	3.7	2.7	4.8	3.1	2.6	3.5	1.8	3.1
	2026E	3.0	2.4	3.9	2.8	2.3	3.3	1.6	2.7
	2027E	2.3	2.1	3.1	2.5	2.0	3.0	1.5	2.4
EV/EBITDA	2024A	1.7	2.3	4.0	5.6	3.2	4.6	3.2	3.8
	2025E	20.6	14.6	19.2	11.9	10.3	19.6	8.1	14.0
	2026E	8.7	9.1	12.5	9.4	7.1	11.9	6.5	9.5
	2027E	6.4	7.2	9.9	8.0	6.1	10.0	5.7	7.8
주가수익률(%)	1M	-7.1	50.1	-5.9	13.3	0.8	-8.6	-14.0	5.9
	3M	110.4	119.7	144.0	67.1	20.8	47.9	22.9	70.4
	6M	167.8	219.3	248.1	117.7	59.2	135.5	57.9	139.6
	1Y	309.2	216.2	412.5	139.8	1.7	99.2	35.2	150.8
	YTD	339.7	212.8	379.6	139.2	15.7	93.1	29.2	144.9

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		510	434	488	514
현금 및 현금성자산		128	56	60	75
단기금융자산		9	9	9	10
매출채권		382	371	395	401
재고자산		154	161	185	191
비유동자산		934	884	863	855
유형자산		630	581	561	553
무형자산		29	28	28	28
자산총계		1,443	1,318	1,350	1,370
유동부채		780	700	626	525
매입채무		93	119	143	147
단기차입금		362	252	152	52
유동성장기부채		27	27	24	14
비유동부채		215	201	201	201
사채		-	-	-	-
장기차입금		90	90	90	90
부채총계		995	901	827	726
지배주주지분		447	417	521	639
자본금		17	17	17	17
자본잉여금		110	110	110	110
이익잉여금		299	254	344	448
기타자본항목		21	35	49	64
비지배주주지분		1	0	2	5
자본총계		448	417	523	644

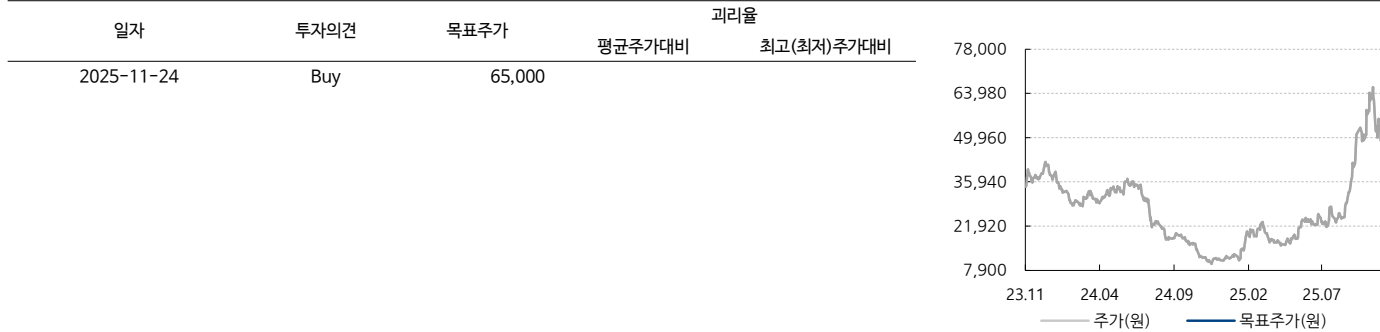
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		-161	41	130	157
당기순이익		-31	-42	95	109
유형자산감가상각비		85	89	81	77
무형자산상각비		1	1	1	0
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-97	-32	-52	-62
유형자산의 처분(취득)		-100	-40	-60	-70
무형자산의 처분(취득)		-	-	-	-
금융상품의 증감		-1	-	-	-
재무활동 현금흐름		376	-116	-109	-116
단기금융부채의증감		228	-110	-103	-110
장기금융부채의증감		156	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		0	0	0	0
현금및현금성자산의증감		118	-72	4	15
기초현금및현금성자산		10	128	56	60
기말현금및현금성자산		128	56	60	75

자료 : 심텍, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		1,231	1,397	1,686	1,733
증가율(%)		18.2	13.5	20.7	2.8
매출원가		1,179	1,262	1,426	1,457
매출총이익		52	136	260	276
판매비와관리비		99	116	120	124
연구개발비		2	2	3	3
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-47	19	140	153
증가율(%)		적지	흑전	624.7	9.3
영업이익률(%)		-3.8	1.4	8.3	8.8
이자수익		117	56	25	25
이자비용		81	133	48	42
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외손익		-14	10	10	10
세전계속사업이익		-25	-47	127	146
법인세비용		6	-5	32	36
세전계속이익률(%)		-2.0	-3.4	7.5	8.4
당기순이익		-31	-42	95	109
순이익률(%)		-2.5	-3.0	5.7	6.3
지배주주귀속 순이익		-30	-41	93	107
기타포괄이익		14	14	14	14
총포괄이익		-17	-28	110	124
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-953	-1,302	2,928	3,359
BPS		14,040	13,084	16,357	20,061
CFPS		1,742	1,513	5,479	5,795
DPS		100	100	100	100
Valuation(배)					
PER				16.7	14.6
PBR		0.8	3.7	3.0	2.4
PCR		6.3	32.4	8.9	8.5
EV/EBITDA		17.8	18.5	8.6	7.8
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-6.6	-9.6	19.9	18.4
EBITDA이익률		3.2	7.8	13.1	13.3
부채비율		221.8	216.1	158.0	112.7
순부채비율		76.4	72.9	37.5	11.1
매출채권회전율(x)		3.9	3.7	4.4	4.4
재고자산회전율(x)		8.3	8.9	9.7	9.2

심텍 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급공시 2025-09-30기준]

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%

해성디에스(195870)

DDR5 기판 성장과 리드프레임 회복

[반도체] 송명섭 2122-9207 mssong@imfnsec.com

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	67,000원(유지)
증가(2025.11.21)	48,150원
상승여력	39.1 %

Stock Indicator

자본금	85십억원
발행주식수	1,700만주
시가총액	819십억원
외국인지분율	10.8%
52주 주가	18,000~56,200원
60일평균거래량	275,564주
60일평균거래대금	11.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.9	114.5	158.3	115.4
상대수익률	18.1	91.8	111.6	60.1



[투자포인트]

■ 투자의견과 목표주가를 유지한다. 동사는 그간 어려움을 겪던 DDR5 기판 생산이 정상화되었고, 2Q25부터 국내 DRAM 업체들의 주력 공정인 1A 나노, 1B 나노용 기판 판매를 빠르게 증가시키고 있다. CY26에는 국내 고객사의 1B 나노 인증에 통과 후 2Q26부터 양산에 진입하는 동시에 1C 나노 인증 과정에 진입할 전망이다. 동사가 이미 1B 나노 기판을 공급 중인 또 다른 국내 고객사향으로는 1B 나노 개선 제품에 대한 기판 공급이 1Q26부터 시작될 것으로 예상된다. 동 고객사는 CY26에 1B 나노 DRAM을 위한 대규모 전환 투자를 실시할 것으로 판단된다. 또한 현재 인증이 진행 중인 중국 고객향 DDR5 기판 매출도 1Q26부터 개시되어 연간 50억원 수준의 매출이 추가될 전망이다. DDR5 기판 제품의 동사 CY26 매출은 860억원에 달해 CY25 대비 49.6%나 증가할 것으로 추정된다.

■ 동사 FY26 매출은 자동차 반도체용 리드프레임과 DDR5 기판 매출 증가에 따라 7,335억원을 기록하고, 영업이익은 전년 대비 79% 증가하는 790억원에 이를 것으로 추정된다. 동사 CY26 OPM은 CY25의 6.8%에서 10.8%로 상승할 전망이며 이는 매출 증가, 기판 부문 흑자 전환, 원재료비 안정 및 리드프레임 판가 인상 가능성에 기인한다. 창원 신규 생산설비의 가동에 따른 감가상각비 증가가 다소 부정적인 영향을 미칠 수는 있으나, 이보다는 긍정적인 요인들이 동사 이익률에 훨씬 큰 영향을 미칠 가능성이 높은 것으로 판단된다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	603	653	733	807
영업이익(십억원)	57	44	79	87
순이익(십억원)	59	35	64	71
EPS(원)	3,453	2,049	3,736	4,183
BPS(원)	32,722	33,843	36,652	39,907
PER(배)	6.8	23.5	12.9	11.5
PBR(배)	0.7	1.4	1.3	1.2
ROE(%)	11.0	6.2	10.6	10.9
배당수익률(%)	3.4	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA(배)	4.1	8.9	6.1	5.6

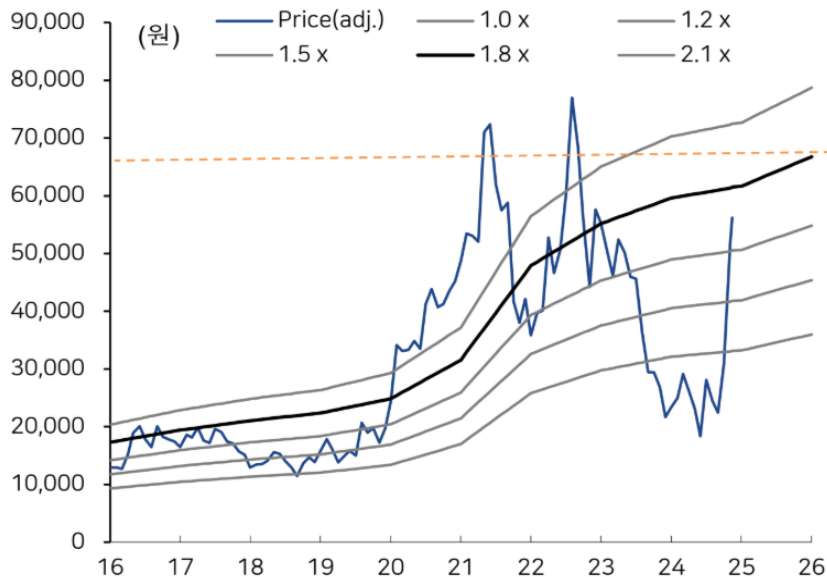
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

해성디에스(195870)

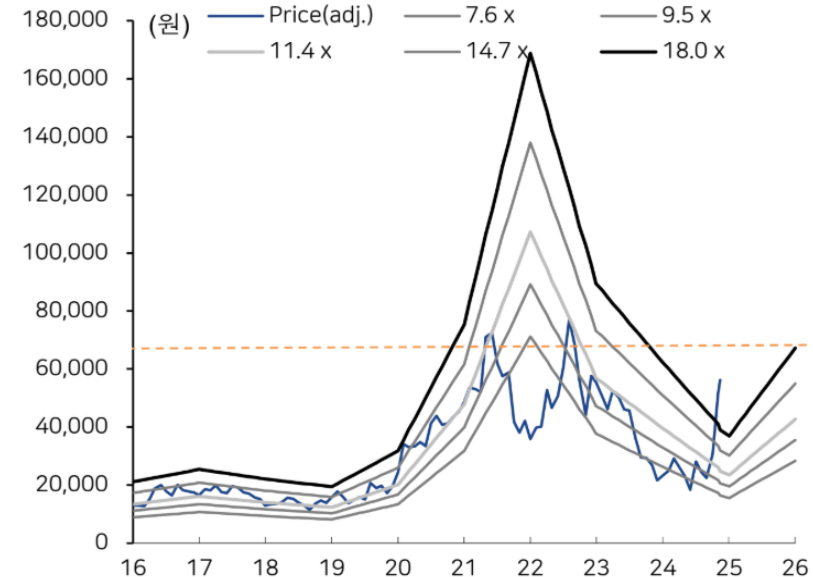
해성디에스 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
Leadframe	1,246	1,117	989	935	1,002	1,072	1,130	1,138	1,103	1,231	1,319	1,299	5,377	4,288	4,342	4,952	5,583
자동차용	756	701	611	620	695	686	737	760	766	812	851	838	2,913	2,688	2,878	3,267	3,881
Pkg. Substrate	678	675	565	516	547	463	364	314	272	343	467	493	3,017	2,434	1,688	1,575	1,752
Memory 용	564	550	463	440	437	337	274	228	178	253	368	400	2,622	2,018	1,276	1,199	1,372
총 매출	1,924	1,792	1,555	1,451	1,549	1,535	1,494	1,452	1,375	1,574	1,786	1,792	8,394	6,722	6,030	6,527	7,335
매출원가	1,459	1,294	1,209	1,154	1,213	1,207	1,245	1,250	1,238	1,355	1,516	1,488	5,741	5,115	4,916	5,598	5,997
매출총이익	465	498	346	297	336	328	249	202	136	218	270	305	2,652	1,607	1,114	929	1,338
매출총이익률	24.2%	27.8%	22.3%	20.5%	21.7%	21.4%	16.7%	13.9%	9.9%	13.9%	15.1%	17.0%	31.6%	23.9%	18.5%	14.2%	18.2%
판관비	154	141	153	134	127	148	132	139	133	136	108	110	608	582	546	487	548
영업이익	311	357	194	163	209	180	117	63	4	82	161	195	2,044	1,025	569	442	790
영업이익률	16.2%	19.9%	12.4%	11.2%	13.5%	11.7%	7.8%	4.3%	0.3%	5.2%	9.0%	10.9%	24.4%	15.2%	9.4%	6.8%	10.8%
세전이익	354	362	223	120	253	203	66	147	0	-8	188	255	2,053	1,059	670	435	794
당기순이익	273	294	172	106	195	210	60	122	6	-4	141	206	1,594	844	587	348	635
순이익률	14.2%	16.4%	11.0%	7.3%	12.6%	13.7%	4.0%	8.4%	0.4%	-0.3%	7.9%	11.5%	19.0%	12.6%	9.7%	5.3%	8.7%

P/B Valuation 밴드: 중상단 Target



P/B Valuation 밴드



K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		322	318	380	446
현금 및 현금성자산		84	60	91	129
단기금융자산		0	0	0	0
매출채권		122	132	148	163
재고자산		107	116	130	143
비유동자산		472	497	486	477
유형자산		425	453	444	438
무형자산		32	29	26	24
자산총계		794	815	865	923
유동부채		201	203	206	208
매입채무		20	22	25	27
단기차입금		73	73	73	73
유동성장기부채		24	24	24	24
비유동부채		36	36	36	36
사채		-	-	-	-
장기차입금		31	31	31	31
부채총계		238	240	242	245
지배주주지분		556	575	623	678
자본금		85	85	85	85
자본잉여금		22	22	22	22
이익잉여금		449	470	520	578
기타자본항목		1	-2	-4	-6
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		556	575	623	678

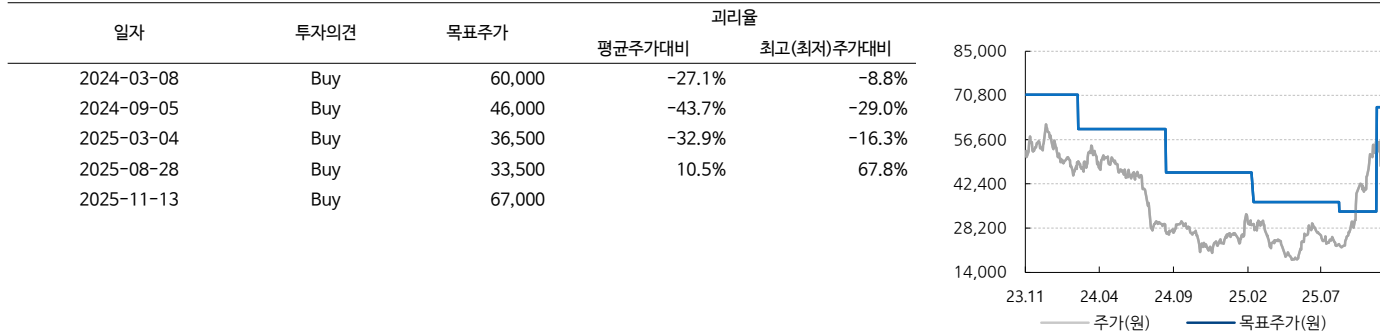
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		61	90	114	122
당기순이익		59	35	64	71
유형자산감가상각비		48	51	59	57
무형자산상각비		2	4	3	2
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-144	-65	-35	-35
유형자산의 처분(취득)		-148	-80	-50	-50
무형자산의 처분(취득)		-11	-	-	-
금융상품의 증감		0	-	-	-
재무활동 현금흐름		27	-14	-14	-14
단기금융부채의증감		22	-	-	-
장기금융부채의증감		21	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-15	-14	-14	-14
현금및현금성자산의증감		-56	-24	31	38
기초현금및현금성자산		140	84	60	91
기말현금및현금성자산		84	60	91	129

자료 : 해성디에스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		603	653	733	807
증가율(%)		-10.3	8.2	12.4	10.0
매출원가		492	560	600	660
매출총이익		111	93	134	147
판매비와관리비		55	49	55	60
연구개발비		18	16	18	20
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		57	44	79	87
증가율(%)		-44.5	-22.3	78.8	10.4
영업이익률(%)		9.4	6.8	10.8	10.8
이자수익		3	2	3	4
이자비용		3	3	3	3
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외손익		10	0	0	0
세전계속사업이익		67	44	79	89
법인세비용		8	9	16	18
세전계속이익률(%)		11.1	6.7	10.8	11.0
당기순이익		59	35	64	71
순이익률(%)		9.7	5.3	8.7	8.8
지배주주귀속 순이익		59	35	64	71
기타포괄이익		-2	-2	-2	-2
총포괄이익		57	33	61	69
지배주주귀속총포괄이익		57	33	61	69

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		3,453	2,049	3,736	4,183
BPS		32,722	33,843	36,652	39,907
CFPS		6,406	5,287	7,367	7,648
DPS		800	800	800	800
Valuation(배)					
PER		6.8	23.5	12.9	11.5
PBR		0.7	1.4	1.3	1.2
PCR		3.7	9.1	6.5	6.3
EV/EBITDA		4.1	8.9	6.1	5.6
Key Financial Ratio(%)					
ROE		11.0	6.2	10.6	10.9
EBITDA이익률		17.8	15.2	19.2	18.1
부채비율		42.8	41.6	38.9	36.1
순부채비율		7.8	11.7	5.9	-0.2
매출채권회전율(x)		5.3	5.1	5.2	5.2
재고자산회전율(x)		6.1	5.8	6.0	5.9

해성디에스 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비용등급 공시 2025-09-30 기준]

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%

기가비스(420770)

전방산업 증설 효과가 나타날 시기

[Mid-Small cap] 신희철 2122-9187 shc4235@imfnsec.com

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	45,000원(유지)
증가(2025.11.21)	31,050원
상승여력	44.9 %

Stock Indicator

자본금	3십억원
발행주식수	1,268만주
시가총액	394십억원
외국인지분율	2.2%
52주 주가	20,850~40,850원
60일평균거래량	74,130주
60일평균거래대금	2.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.0	31.0	19.7	21.5
상대수익률	-9.0	19.9	0.3	-5.4



[투자포인트]

- AI 서버향 FC-BGA 수요 증가에 따른 전방 기판사들의 CAPEX 사이클은 AOI(검사)/AOR(수리) 장비 수요 증가로 연결. 동사의 '25년 3분기 말 기준 수주액은 473억원으로 이미 2024년 연 매출 261억원을 초과
- 기판의 대면적/다층화/미세화 속 5um L/S 장비 및 AOI(검사)-VRS(확인)-AOR(수리) 세트설비 출하 비중 증가. 5um 검사장비는 범용 장비(10~20um L/S) 대비 ASP 2배, 세트설비는 단설비 대비 판가가 약 50% 높음
- 세트 설비 수요 증가에 따라 동사는 화성 2공장 증설, '26년 하반기부터 가동 예정. 해당 시점 이후 ASP 상승에 따른 실적 성장 모멘텀 확대될 것으로 전망
- '28년 이후 PLP 패키징 및 유리기판 상용화 시점 부터는 기존 대비 판가가 2~3배 높은 2um L/S 급 검사장비 및 PLP(Panel Level Package) 검사 장비 신규 수요에 따른 중장기 성장 여력 보유
- 동사 연간 영업이익은 '24년 -18억원, '25년 130억원, '26년 212억, '27년 270억원으로 확대될 것으로 전망. 12M Fwd. EPS 1,610원, 국내 반도체 후공정 장비 평균 P/E 28배를 통해 산출된 목표주가는 45,000원

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	26	51	62	74
영업이익(십억원)	-2	13	21	27
순이익(십억원)	3	14	20	25
EPS(원)	269	1,132	1,616	1,962
BPS(원)	16,227	16,544	17,345	18,492
PER(배)	91.2	27.4	19.2	15.8
PBR(배)	1.5	1.9	1.8	1.7
ROE(%)	1.6	6.9	9.5	10.9
배당수익률(%)	3.3	2.6	2.6	2.6
EV/EBITDA(배)	-	18.7	11.9	9.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

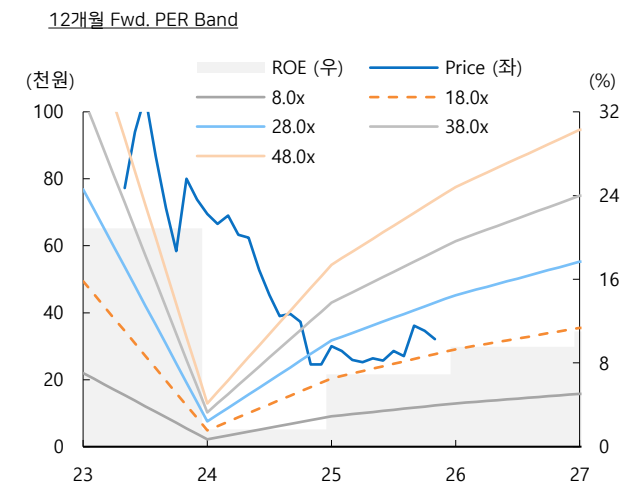
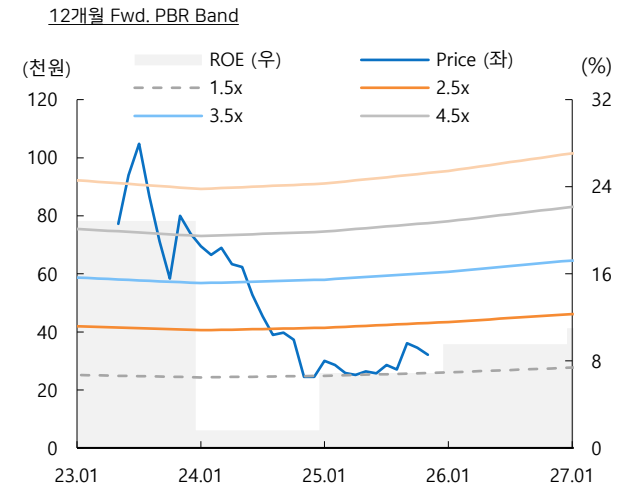
기가비스(420770)

기가비스 영업실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	62.4	90.4	39.9	68.7	46.1	88.9	72.3	298.0	914.2	261.3	505.3	623.3
YoY 증감률		-66%	-64%	-67%	-26%	-2%	81%	334%	-8%	-71%	93%	23%
QoQ 증감률		45%	-56%	72%	-33%	93%	-19%	313%				
매출원가	27.6	55.0	15.8	41.9	25.3	40.0	22.8	138.4	381.5	140.2	226.5	259.0
매출원가율	44%	61%	40%	61%	55%	45%	32%	46%	42%	54%	45%	42%
매출총이익	34.8	35.4	24.1	26.8	20.7	49.0	49.5	159.6	53.3	12.1	27.9	36.4
매출총이익률	56%	39%	60%	39%	45%	55%	68%	54%	6%	5%	6%	6%
판매비 및 관리비	43.7	31.9	27.2	36.2	40.0	28.6	40.7	39.7	182.6	139.0	149.0	151.8
판매비율	70%	35%	68%	53%	87%	32%	56%	13%	20%	53%	29%	24%
영업이익	-8.8	3.5	-3.1	-9.4	-19.3	20.3	8.8	120.0	350.1	-17.9	129.8	212.5
영업이익률	-14%	4%	-8%	-14%	-42%	23%	12%	40%	38%	-7%	26%	34%
YoY 증감률		-96%	적자전환	적자전환	적자지속	486%	흑자전환	흑자전환	4%	적자전환	흑자전환	64%
QoQ 증감률		흑자전환	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	-57%	1271%				
세전이익	2.3	10.5	14.2	17.0	-2.8	16.7	27.8	143.5	402.6	44.0	185.2	264.5
당기순이익	2.3	9.2	13.4	9.1	-2.9	13.9	8.4	124.1	326.6	34.1	143.5	204.9
당기순이익률	4%	10%	34%	13%	-6%	16%	12%	42%	36%	13%	28%	33%
YoY 증감률		-89%	-59%	-86%	-227%	51%	-38%	1259%	18%	-90%	320%	43%
QoQ 증감률		300%	45%	-32%	-132%	-576%	-40%	1379%				

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

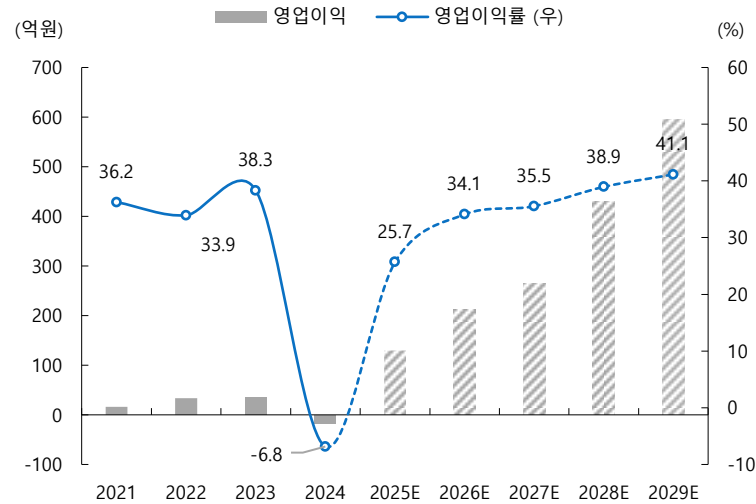
기가비스 밸류에이션 밴드



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

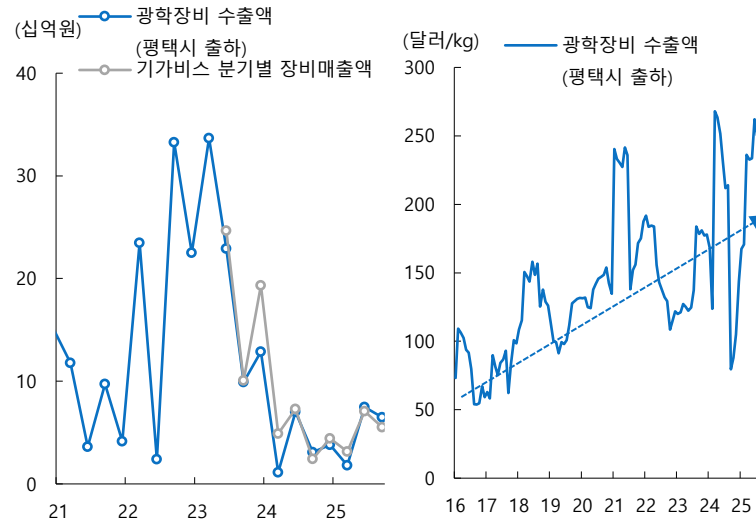
기가비스(420770)

<그림1> 기가비스 연도별 실적 추이 및 전망



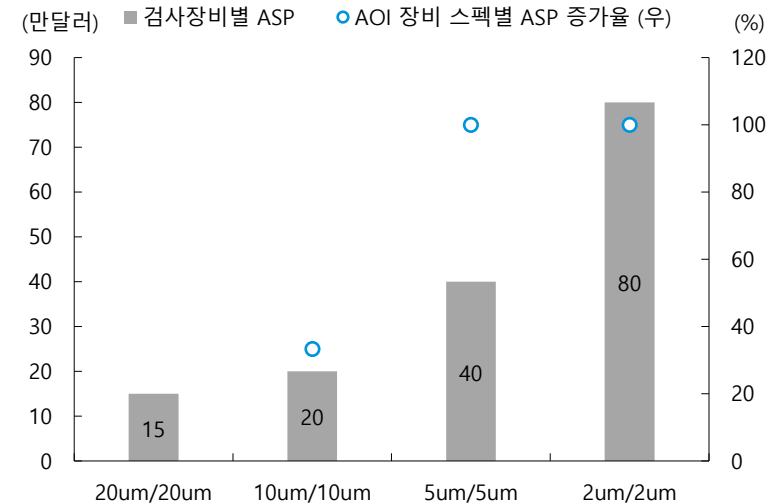
자료 : 기가비스, iM증권 리서치본부

<그림3> 제품 판가 상승 속 광학장비 수출단가 역시 상승 중



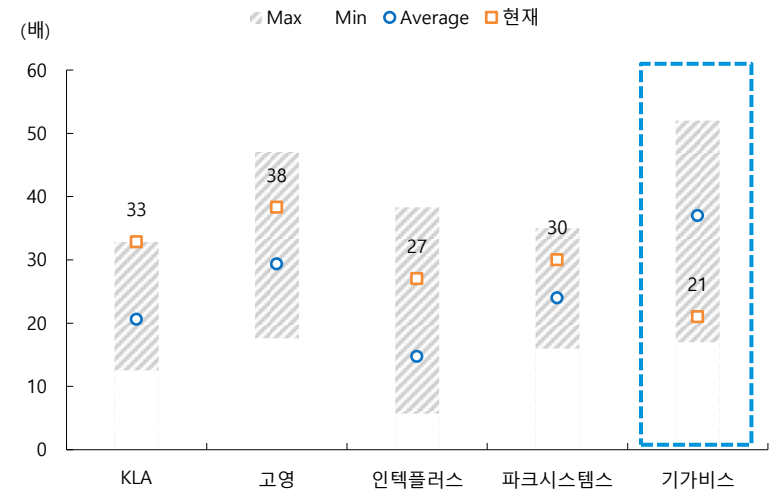
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림2> 기가비스 제품 세대별 ASP 전망



자료 : 기가비스, iM증권 리서치본부

<그림4> 경쟁사 KLA 및 국내 반도체 후공정 장비 업체 Valuation



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		180	186	183	180
현금 및 현금성자산		20	34	24	14
단기금융자산		122	122	122	122
매출채권		20	15	19	22
재고자산		18	15	19	22
비유동자산		50	49	62	60
유형자산		41	40	54	53
무형자산		2	1	1	1
자산총계		230	235	245	240
유동부채		4	5	25	6
매입채무		1	3	3	4
단기차입금		-	-	-	-
유동성장기부채		-	-	20	-
비유동부채		20	20	0	0
사채		-	-	-	-
장기차입금		20	20	-	-
부채총계		24	25	25	6
지배주주지분		206	210	220	234
자본금		3	3	3	3
자본잉여금		102	102	102	102
이익잉여금		101	105	115	130
기타자본항목		-	0	0	-1
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		206	210	220	234

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		3	12	3	8
당기순이익		3	14	20	25
유형자산감가상각비		1	1	1	1
무형자산상각비		0	0	0	0
지분법관련손실(이익)		0	0	0	0
투자활동 현금흐름		-24	0	-15	0
유형자산의 처분(취득)		-32	-	-15	-
무형자산의 처분(취득)		-1	-	-	-
금융상품의 증감		66	-	-	-
재무활동 현금흐름		10	-10	-10	-30
단기금융부채의증감		-	-	20	-20
장기금융부채의증감		20	-	-20	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		-10	14	-10	-10
기초현금및현금성자산		31	20	34	24
기말현금및현금성자산		20	34	24	14

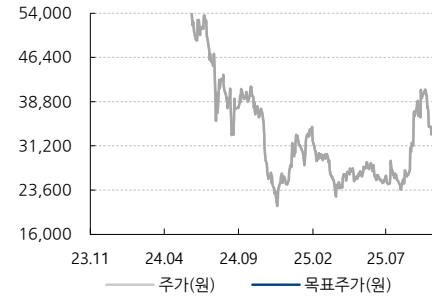
자료 : 기가비스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		26	51	62	74
증가율(%)		-71.4	93.4	23.4	19.1
매출원가		14	23	26	31
매출총이익		12	28	36	43
판매비와관리비		14	15	15	16
연구개발비		6	6	6	7
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-2	13	21	27
증가율(%)		적전	흑전	63.8	25.1
영업이익률(%)		-6.8	25.7	34.1	35.8
이자수익		5	5	5	4
이자비용		1	1	1	-
지분법이익(손실)		0	0	0	0
기타영업외손익		3	1	1	1
세전계속사업이익		4	19	26	32
법인세비용		1	4	6	7
세전계속이익률(%)		16.9	36.6	42.4	43.2
당기순이익		3	14	20	25
순이익률(%)		13.1	28.4	32.9	33.5
지배주주귀속 순이익		3	14	20	25
기타포괄이익		0	0	0	0
총포괄이익		3	14	20	25
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		269	1,132	1,616	1,962
BPS		16,227	16,544	17,345	18,492
CFPS		331	1,194	1,718	2,063
DPS		800	800	800	800
Valuation(배)					
PER		91.2	27.4	19.2	15.8
PBR		1.5	1.9	1.8	1.7
PCR		74.2	26.0	18.1	15.0
EV/EBITDA		-	18.7	11.9	9.3
Key Financial Ratio(%)					
ROE		1.6	6.9	9.5	10.9
EBITDA이익률		-3.8	27.2	36.2	37.5
부채비율		11.7	12.0	11.3	2.4
순부채비율		-59.2	-64.7	-56.9	-57.6
매출채권회전율(x)		1.1	2.9	3.7	3.6
재고자산회전율(x)		1.4	3.0	3.7	3.6

기가비스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-11-18	Buy	45,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급공시 2025-09-30기준]

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%

아모텍(052710)

AI 낙수효과를 기다린다

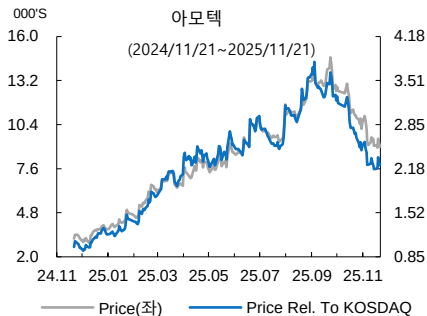
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	15,000원(유지)
증가(2025.11.21)	9,000원
상승여력	66.7 %

Stock Indicator

자본금	7십억원
발행주식수	1,462만주
시가총액	132십억원
외국인지분율	10.1%
52주 주가	2,870~14,680원
60일평균거래량	122,050주
60일평균거래대금	1.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-18.1	-22.9	8.4	164.7
상대수익률	-17.2	-33.3	-12.2	137.1



[투자포인트]

- 투자의견과 목표주가를 유지한다. '25년 동사의 영업이익은 64억원 (OPM 2.5%)로, 전년의 -239억원 (OPM -10.4%) 대비 대폭 개선될 것으로 보이며, '26년에는 188억원 (OPM 6.6%)로 또 한번 크게 성장할 전망이다. 투자포인트는 AI 서버용 MLCC 공급, 모터의 견조한 성장이다.
- 최근 주가는 10년 평균 P/B 1.2배를 저항으로 조정 받고 있다. 당초 동사가 연내 AI 서버용 MLCC 공급을 계획했으나, 예상보다 공급 일정이 지연되고 있기 때문이다. 고객사가 MLCC 특성을 추가적으로 강화할 것을 요구하고 있는 것으로 파악된다. 따라서, 이제는 해당 고객사향 초도 납품과, 또 다른 AI 반도체 고객사향 매출 모두 내년 상반기로 계획하고 있다.
- '26년과 '27년의 MLCC 매출은 각각 490억원, 700억원으로 전망되며, 이는 동사의 실제 사업 계획보다 보수적인 가정이다. 주요 반도체 고객사로부터의 물동 확보, 시점에 따라 상향 가능성이 높은 것으로 판단한다.
- 모터는 또 다른 성장의 축이다. 지난 5년 간 연평균 17% 성장해왔으며, '26년 매출은 1,183억원 (+12% YoY)로, 전사 매출의 41%를 차지할 전망이다. 수익성도 10% 내외로 버팀목이 되고 있다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	229	258	287	317
영업이익(십억원)	-24	6	19	27
순이익(십억원)	-20	11	15	22
EPS(원)	-1,354	761	993	1,483
BPS(원)	10,209	11,246	12,515	14,274
PER(배)		11.8	9.1	6.1
PBR(배)	0.4	0.8	0.7	0.6
ROE(%)	-12.6	7.1	8.4	11.1
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	7.6	4.7	3.5

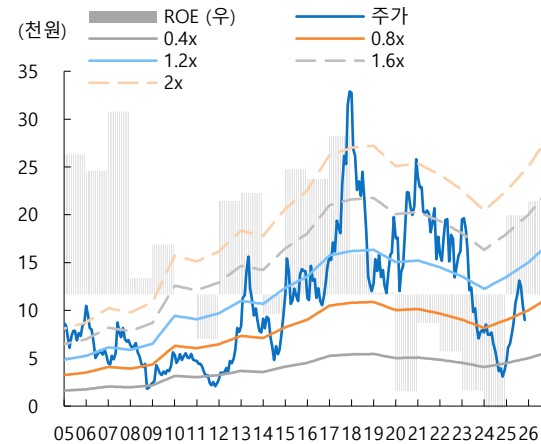
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

아모텍(052710)

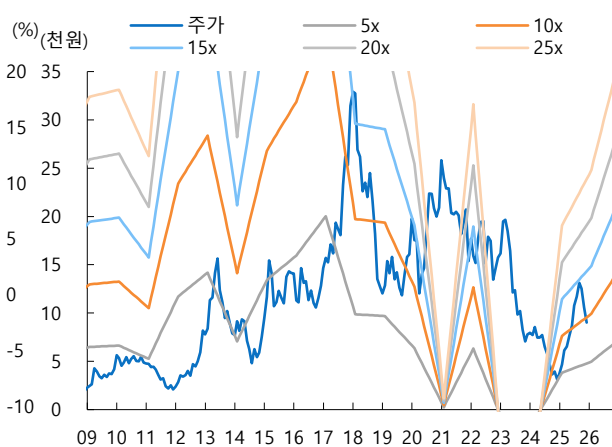
아모텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	840	594	567	582	794	690	694	693	1,868	2,294	2,584	2,871
YoY	28.1%	9.3%	8.2%	2.0%	-5.5%	16.2%	22.2%	19.1%	-13.4%	22.8%	12.6%	11.1%
QoQ	47.3%	-29.3%	-4.5%	2.6%	36.4%	-13.1%	0.5%	0.0%				
세라믹칩	152	137	115	100	156	191	201	192	255	352	504	740
YoY	95.6%	29.3%	27.3%	28.5%	2.5%	39.4%	74.2%	92.7%	-36.5%	38.2%	43.3%	46.7%
안테나	395	230	206	192	343	206	209	189	811	963	1,023	948
YoY	19.0%	14.5%	-0.2%	-14.1%	-13.2%	-10.3%	1.3%	-1.5%	-25.7%	18.8%	6.3%	-7.4%
모터	293	227	246	290	295	293	284	312	803	979	1,056	1,183
YoY	24.1%	-7.9%	8.1%	7.8%	0.6%	28.9%	15.5%	7.5%	20.9%	22.0%	7.8%	12.0%
영업이익	39	13	8	4	36	47	56	49	-260	-239	64	188
YoY	1426.4%	흑전	흑전	흑전	-8.3%	269.3%	615.6%	997.5%	적지	적지	흑전	192.9%
QoQ	흑전	-67.4%	-38.4%	-43.5%	708.0%	31.2%	19.4%	-13.4%				
OPM	4.6%	2.1%	1.4%	0.8%	4.5%	6.8%	8.1%	7.0%	-13.9%	-10.4%	2.5%	6.5%

12개월 Fwd. PBR Band



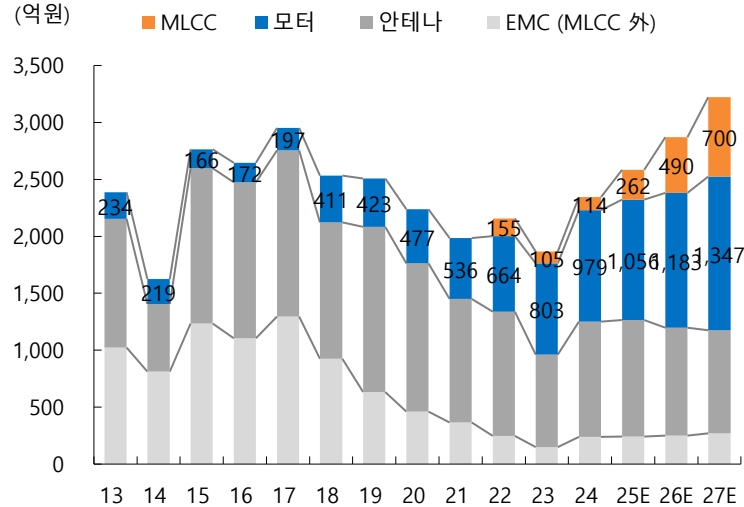
12개월 Fwd. PER Band



자료: Dataguide, iM증권

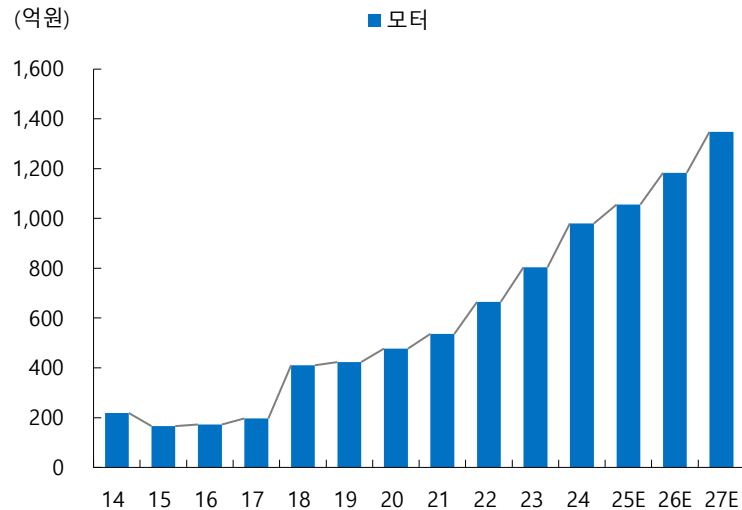
아모텍(052710)

<그림1> 아모텍 부문별 실적 추이 및 전망



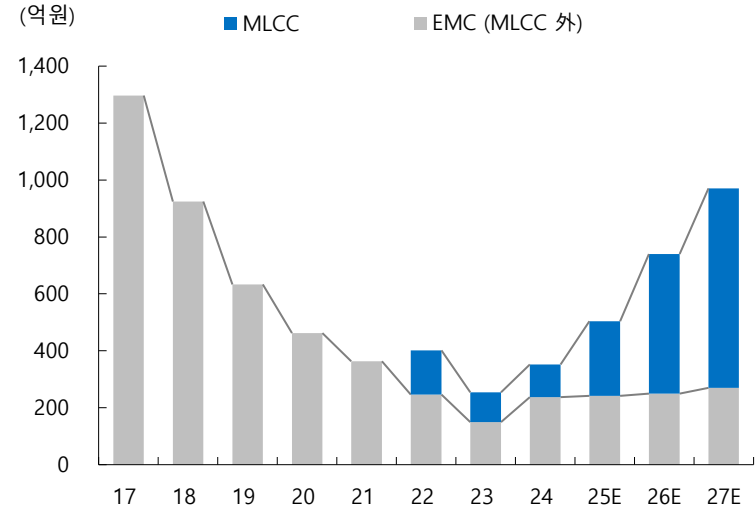
자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

<그림3> 동사 모터 사업은 지난 5년 간 CAGR +19% 성장해옴



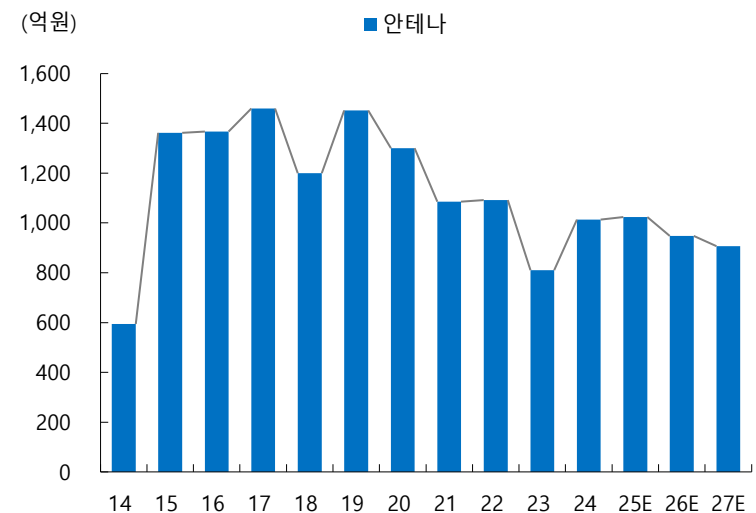
자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

<그림2> 아모텍 세라믹 사업은 MLCC를 중심으로 가파르게 성장



자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

<그림4> 안테나 사업은 스마트폰 성숙기 진입에 따라 하향 정체



자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		161	145	160	188
현금 및 현금성자산		27	22	24	39
단기금융자산		3	3	3	3
매출채권		47	47	52	57
재고자산		75	65	72	79
비유동자산		195	190	190	193
유형자산		125	126	131	140
무형자산		17	18	18	18
자산총계		356	335	349	381
유동부채		168	132	128	134
매입채무		50	47	52	57
단기차입금		49	59	49	49
유동성장기부채		46	3	3	3
비유동부채		38	38	38	38
사채		-	-	-	-
장기차입금		20	20	20	20
부채총계		207	171	166	172
지배주주지분		149	164	183	209
자본금		7	7	7	7
자본잉여금		29	29	29	29
이익잉여금		89	100	115	137
기타자본항목		24	28	32	36
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		149	164	183	209

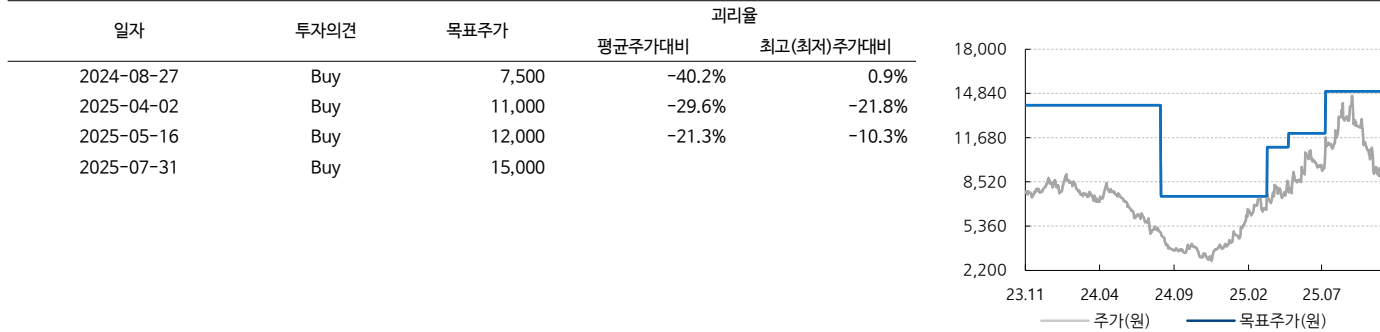
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		7	57	52	60
당기순이익		-20	11	15	22
유형자산감가상각비		16	15	15	16
무형자산감가상각비		3	3	4	4
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		0	4	-8	-13
유형자산의 처분(취득)		-5	-15	-20	-25
무형자산의 처분(취득)		-	-	-	-
금융상품의 증감		-3	13	6	6
재무활동 현금흐름		-8	-32	-9	1
단기금융부채의증감		-52	-33	-10	-
장기금융부채의증감		43	-	-	-
자본의증감		-	0	-	-
배당금지급		0	0	0	0
현금및현금성자산의증감		-2	-4	2	15
기초현금및현금성자산		29	27	22	24
기말현금및현금성자산		27	22	24	39

자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		229	258	287	317
증가율(%)		22.8	12.6	11.1	10.6
매출원가		221	218	225	244
매출총이익		9	40	62	73
판매비와관리비		33	34	43	46
연구개발비		11	12	14	15
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-24	6	19	27
증가율(%)		적지	흑전	193.2	43.8
영업이익률(%)		-10.4	2.5	6.5	8.5
이자수익		0	0	0	1
이자비용		7	5	4	4
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외손익		2	-1	-1	-1
세전계속사업이익		-23	11	17	25
법인세비용		-4	-	3	4
세전계속이익률(%)		-10.2	4.3	5.9	8.0
당기순이익		-20	11	15	22
순이익률(%)		-8.6	4.3	5.1	6.8
지배주주귀속 순이익		-20	11	15	22
기타포괄이익		4	4	4	4
총포괄이익		-16	15	19	26
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-1,354	761	993	1,483
BPS		10,209	11,246	12,515	14,274
CFPS		-15	2,012	2,258	2,811
DPS		-	-	-	-
Valuation(배)					
PER			11.8	9.1	6.1
PBR		0.4	0.8	0.7	0.6
PCR		-254.9	4.5	4.0	3.2
EV/EBITDA		-	7.6	4.7	3.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-12.6	7.1	8.4	11.1
EBITDA이익률		-1.9	9.6	13.0	14.6
부채비율		138.4	103.8	90.9	82.5
순부채비율		56.8	34.2	24.2	14.0
매출채권회전율(x)		5.0	5.5	5.8	5.8
재고자산회전율(x)		2.8	3.7	4.2	4.2

아모텍 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급공시 2025-09-30기준]

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%