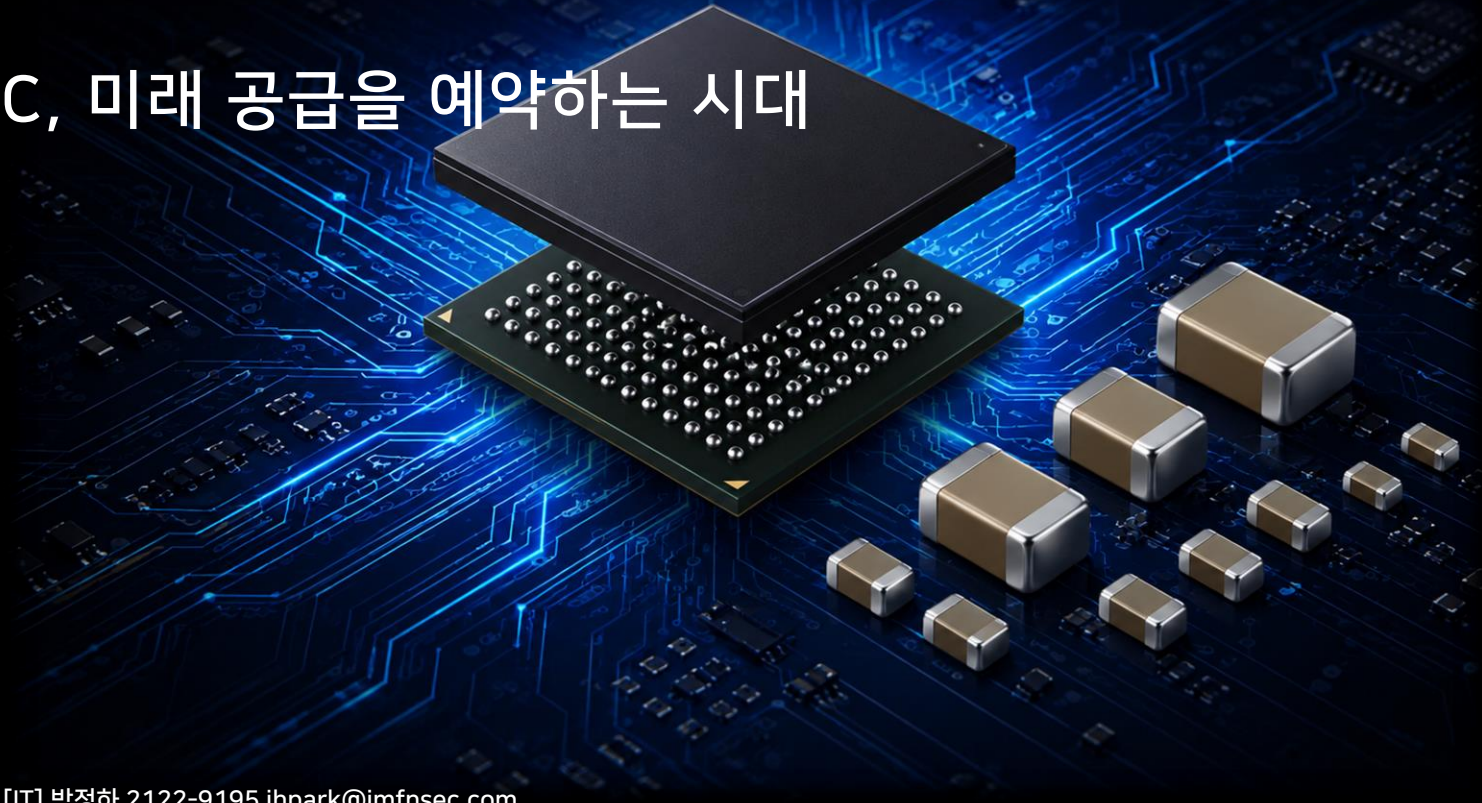


# [전기전자/Overweight]

패키지기와 MLCC, 미래 공급을 예약하는 시대



# CONTENTS



## [산업 분석]

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| I . Summary                     | 3  |
| II . 업황 동향: 더욱 커지는 쓸림 효과        | 4  |
| III . PCB: 한국 PCB 업체들의 리레이팅 가속화 | 9  |
| IV . MLCC: 서버용 MLCC의 나비효과       | 26 |
| V . 전기전자 업종 투자전략                | 35 |

## [기업 분석]

|  |    |
|--|----|
| 삼성전기 (009150) / BUY / 1,800,000원 (상향)  | 41 |
| LG이노텍 (011070) / BUY / 1,000,000원 (상향) | 48 |
| 대덕전자 (353200) / BUY / 200,000원 (상향)    | 53 |
| 심택 (222800) / BUY / 185,000원 (상향)      | 58 |
| 비에이치 (090460) / BUY / 55,000원 (상향)     | 64 |
| 솔루엠 (248070) / BUY / 27,000원 (상향)      | 70 |
| 아모텍 (052710) / BUY / 29,000원 (상향)      | 75 |
| 성호전자 (043260) / NR                     | 80 |

## Summary

### PCB: 한국 PCB 업체들의 리레이팅 가속화

- PCB 가격 인상이 본격화되고 있음. 메모리기판은 2Q26부터 평균 +10% 평가 인상에 성공했고, FC-BGA는 수급 타이트, 제품 대면적화, 고객 믹스 개선이 맞물리며 더 큰 평가 상승 효과가 나타날 전망이다. 예컨대, 삼성전기의 FC-BGA 풀 가동시 매출은 기존 1.6조원 → 2.0조원으로 상향. 이는 P 효과에 기인
- FC-BGA 수요는 기존 GPU, Computing ASIC 중심에서 Switching IC와 서버 CPU로 확산 중. Rubin 세대부터 NVSwitch ASIC 탑재량이 증가하는 한편, AI Agent 확산으로 CPU:GPU 비율이 기존 1:4~1:8에서 1:1~1:2를 향해 커지며 CPU용 대면적 기판 수요도 구조적으로 확대
- 대면적, 고다층화에 더해 CPO, EMIB 적용 확대가 FC-BGA의 생산부하를 더욱 심화할 전망이다. 소재 (ABF, Ajinomoto), 장비 (드릴, 적층), 수율 병목까지 겹치며 고객사의 선수금, 장기공급계약 등 선제적 Capa. 확보 움직임이 나타나고 있음. 이는 PCB 업체의 협상력 강화와 멀티플 리레이팅의 근거
- 메모리기판과 FPCB에서도 신규 기회 포착. Vera CPU standalone 가이드를 반영하면 SOCAMM용 PCB TAM은 2026년 2,811억원, 2027년 5,695억원으로 기존 전망 +147%, +204% 상향. 한편, FPCB는 휴머노이드 내 센서, 전력, 관절 액추에이터 배선 수요에 힘입어 국내 업체 수혜 기대

### MLCC: 서버용 MLCC의 나비효과

- AI 서버용 MLCC 시장 전망을 기존 대비 상향. Murata의 FY26 서버용 capacitor +85~90% 성장 가이드스와 AI 서버 전력밀도 상승을 반영하면, 2026년 서버용 MLCC 시장 규모는 1.9~2.0조원으로 커질 전망이다 (vs. 기존 1.6~1.7조원 전망). 이 시장은 Murata와 삼성전기가 여전히 과점 중
- 서버용 MLCC는 2025~2030년 base 시나리오 기준 CAGR +40%, Bull 시나리오 기준 CAGR +50% 성장할 전망이다. Bull 시나리오에서는 2030년 시장 규모가 8.2조원에 달하여, 전체 MLCC 내 서버 비중이 25%까지 확대될 것으로 추산 (2025년 기준 서버용 MLCC 매출은 1.1조원, 비중은 5% 수준)
- 이처럼 예상보다 서버용 MLCC의 수요가 빠르게 확대되며, ① 범용 MLCC 수급 타이트화 및 가격 상승, ② 하이퍼스케일러의 LTA 움직임이 더욱 가속화

### 전기전자 업종 투자전략

- 과거 MLCC와 패키지기판 관련주는 EPS가 올라갈수록 피크아웃 우려로 멀티플이 하락하는 전형적인 시클리컬의 모습이었으나, 지금은 AI 서버 중심의 장기 수요 가시성이 열리며 EPS와 멀티플이 함께 올라가는 강력한 리레이팅 구간이 이어지고 있음.
- 당사는 이러한 수요 가시성과 추가적인 이익 추정치 상향 가능성을 감안하여 삼성전기, 대덕전자, 심텍을 선호. 장비 업체 중에서는 기가비즈도 긍정적으로 평가함. 이외로, 패키지기판과 성격은 다르나, 기존 IT세트에서 로보틱스 응용처로의 영역 확대가 기대되는 비에이치에 대해서도 선호 의견을 견지함

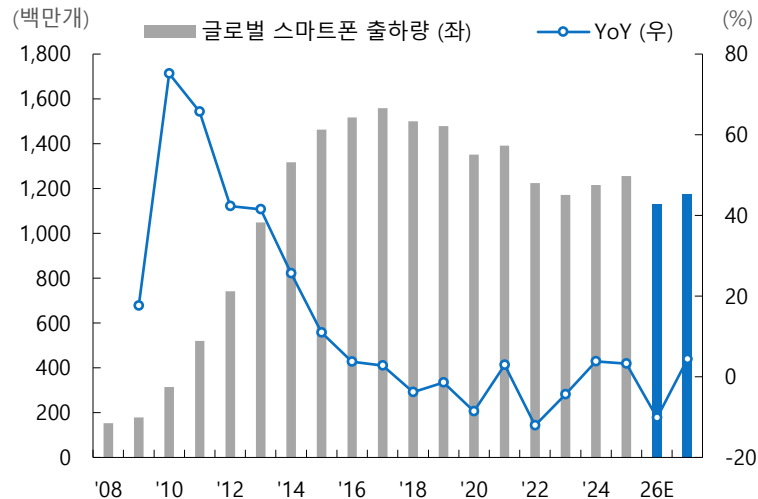


**[업황 동향: 더욱 커지는 쓸림 효과]**

## IT세트: Apple에 더욱 쏠리는 기회

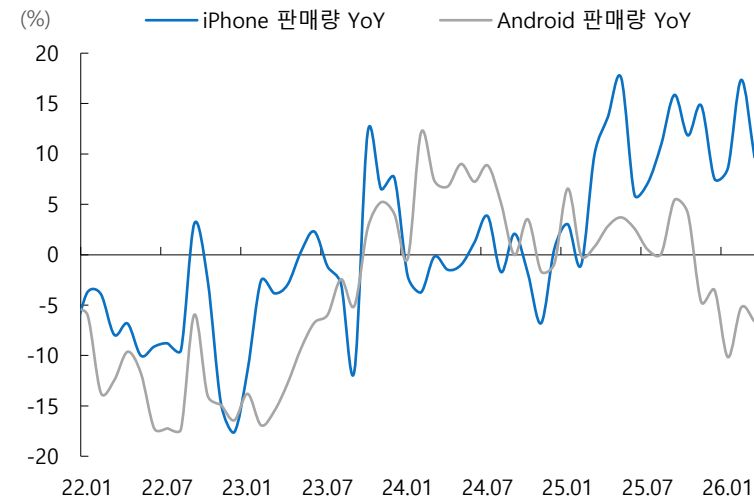
- 2026년 글로벌 스마트폰 출하량은 전년 대비 -10% 역성장할 전망이다[그림1]. DRAM 가격 급등으로 Android 진영을 중심으로 생산 계획 조정이 나타나고 있기 때문이다.
- 반면 Apple은 이를 점유율 확대의 기회로 활용하는 모습이다[그림2]. ① 1등 업체로서 메모리 수급력이 경쟁사 대비 강하고, ② 평균 판매단가가 900달러 이상으로 높아 중저가 비중이 큰 Android 진영 대비 DRAM이 BoM에서 차지하는 부담이 상대적으로 낮기 때문이다.
- iPhone 17 시리즈는 전작 대비 누적 판매량이 약 +20% 높은 것으로 파악된다. 다수의 공급망 체크에서도 하반기 생산 계획이 연초 예상보다 강한 것으로 확인되고 있다. 이는 Apple향 부품사의 상대적 실적 안정성과 Android 노출도가 높은 업체 간 실적 차별화로 이어질 가능성이 높다.

<그림1> 올해 글로벌 스마트폰 출하량은 -10% YoY 역성장할 전망



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

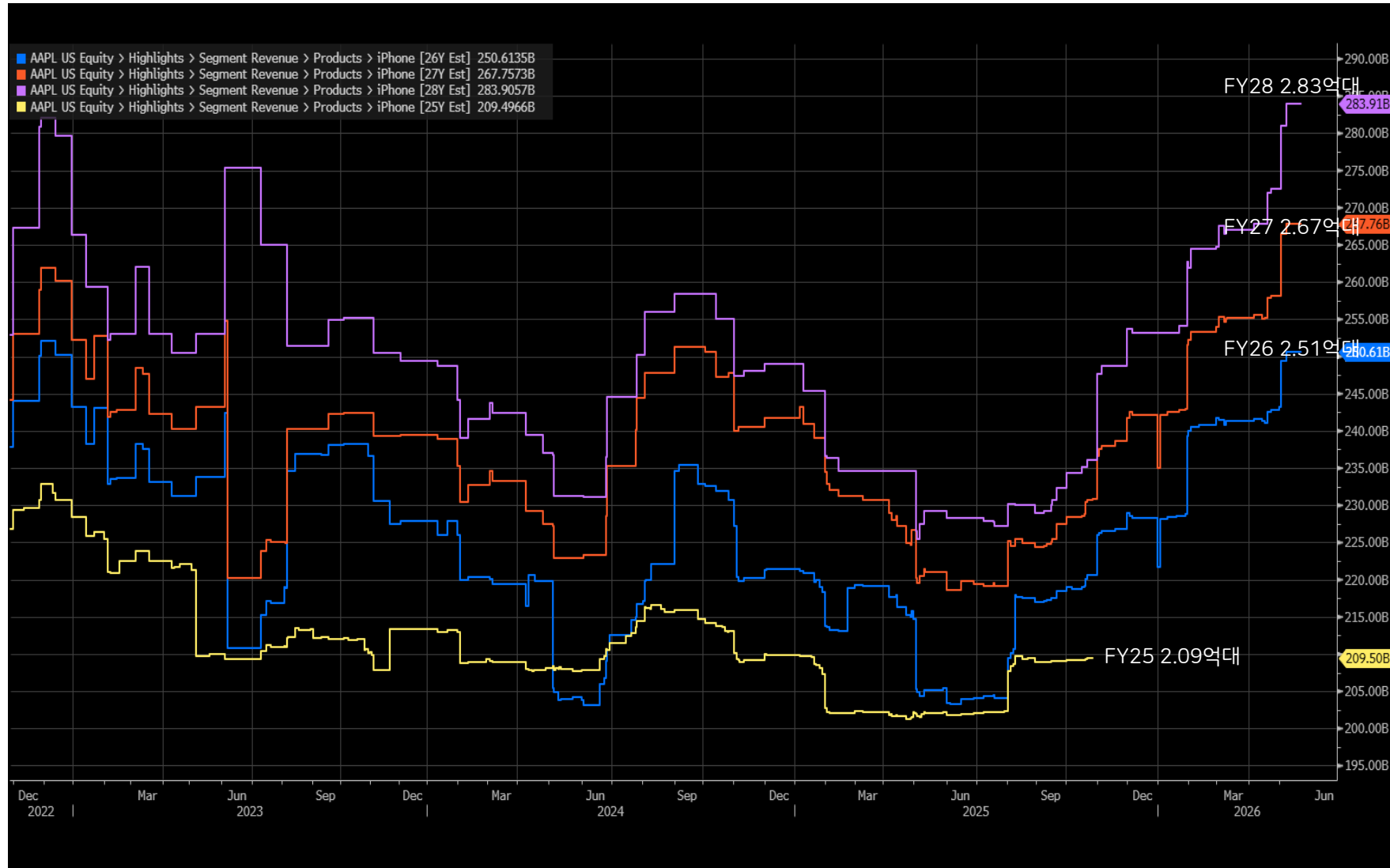
<그림2> 그 와중에 Apple은 메모리 수급력을 활용하여 견조한 모습



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

## iPhone 판매량 컨센서스 흐름

<그림3> 지난해 연말 이후 iPhone 판매량에 대한 컨센서스가 급격히 상향 조정. 메모리 수급력을 활용한 공격적인 점유율 확장 가능성을 반영하고 있음

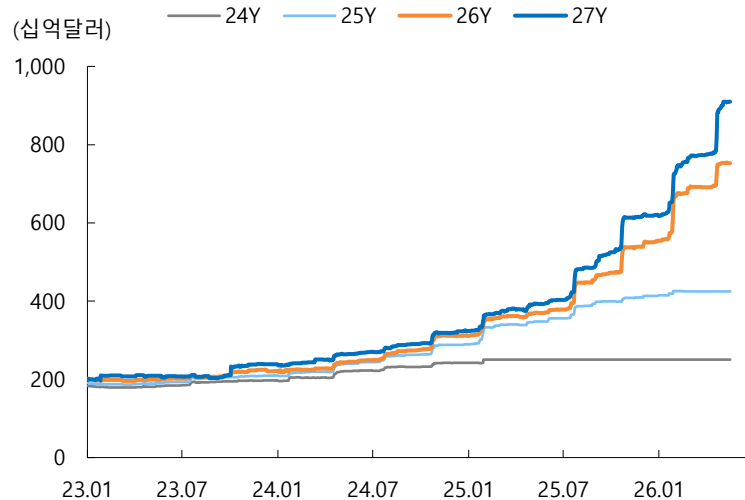


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 서버: 독야청청

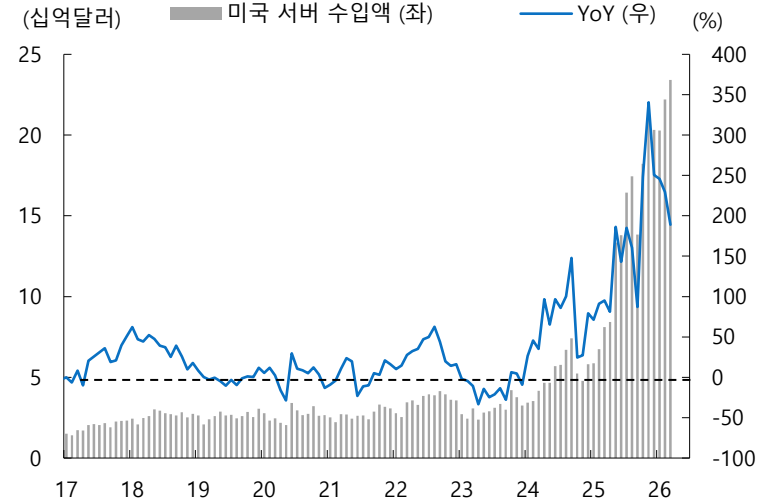
- 1Q26 미국 서버 수입액은 659억달러로 전년 대비 +218% 증가했다.
- 월별 기준으로는 지난해 11월의 +340% YoY 이후 증가율이 다소 둔화되고 있으나, 금액 기준으로는 MoM 개선이 지속되며 사상 최대치를 연속으로 경신하고 있다[그림4].
- 하이퍼스케일러 CapEx에 대한 컨센서스도 여전히 우상향하고 있다[그림5]. 아울러 YoY 기준으로도 2026년과 2027년 각각 +77% YoY, +21% YoY 성장할 것으로 전망되며, 2027년 전망치가 본격적으로 상향 조정되기 시작했다[그림6].
- 이에 따라 당사 반도체 담당자는 올해 연간 서버 출하 성장률을 +16% YoY로 전망하며, 이는 연초 대비 +6%p 상향 조정된 것이다[링크].

<그림5> 하이퍼스케일러 CapEx에 대한 컨센서스 추이



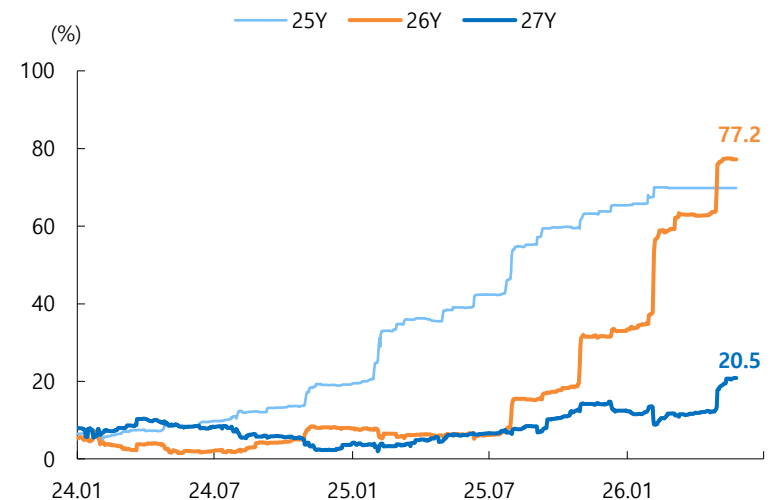
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림4> 월별 미국 서버 수입액: YoY 모멘텀 둔화 vs. MoM 개선지속



자료: KiTA, iM증권 리서치본부

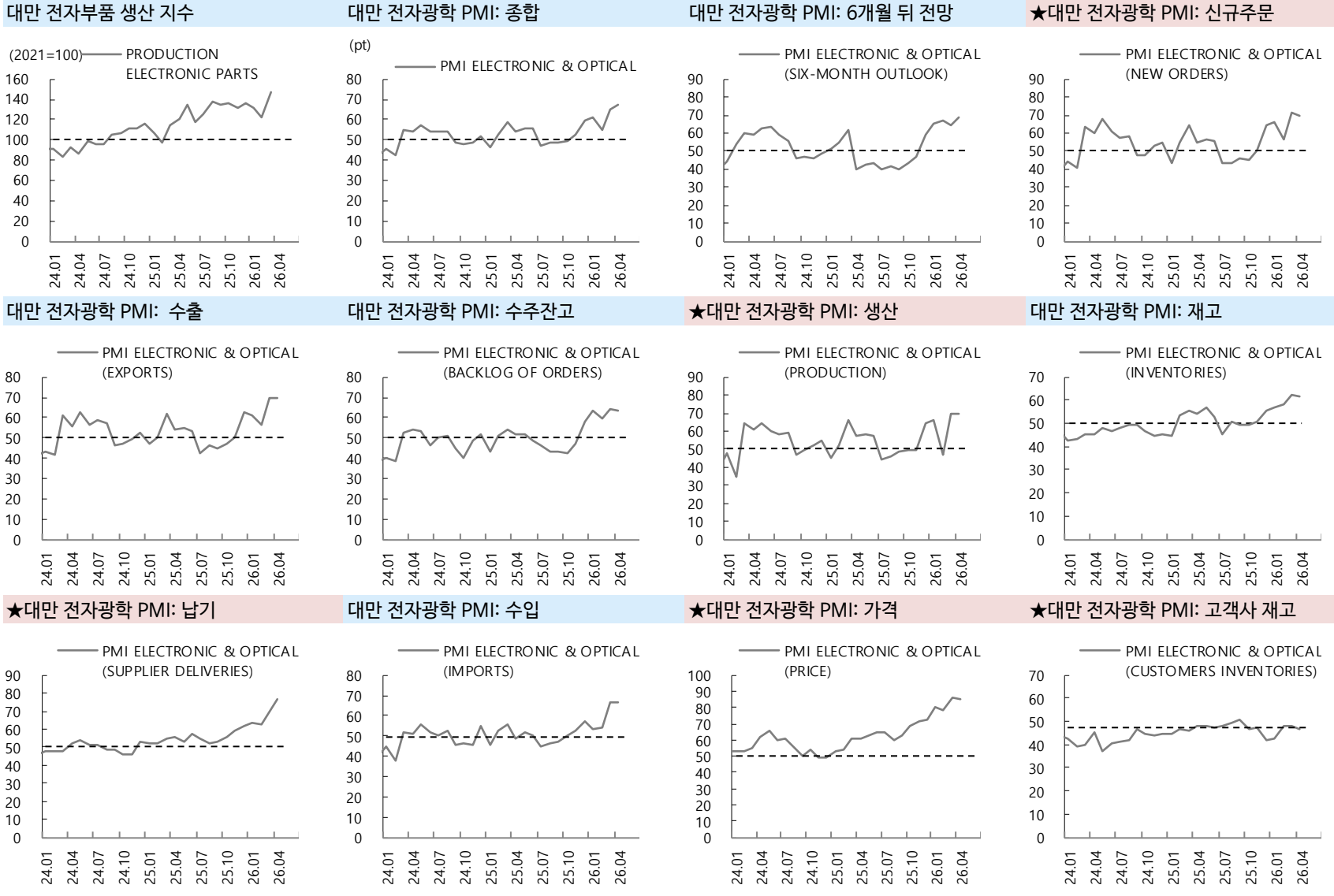
<그림6> 하이퍼스케일러 CapEx YoY에 대한 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 부품: 대만 전자광학 PMI는 부품 사이클 강도가 강해지고 있음을 보여줌

<그림7> 신규주문개선 → 수출개선 → 생산확대 → 투입재가격 상승 & 납기지연으로 이어지는 전형적인 업황 강세. 그럼에도 고객사재고는 여전히 낮은 편



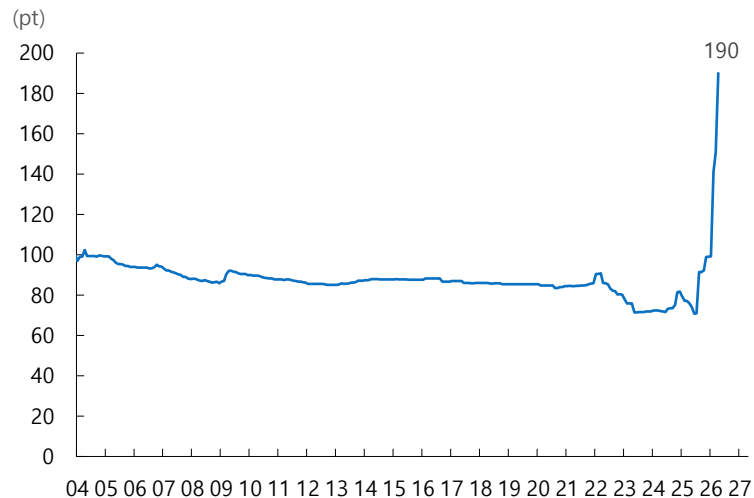


## **[PCB: 한국 PCB 업체들의 리레이팅 가속화]**

## FC-BGA: 가속화하는 판가 인상

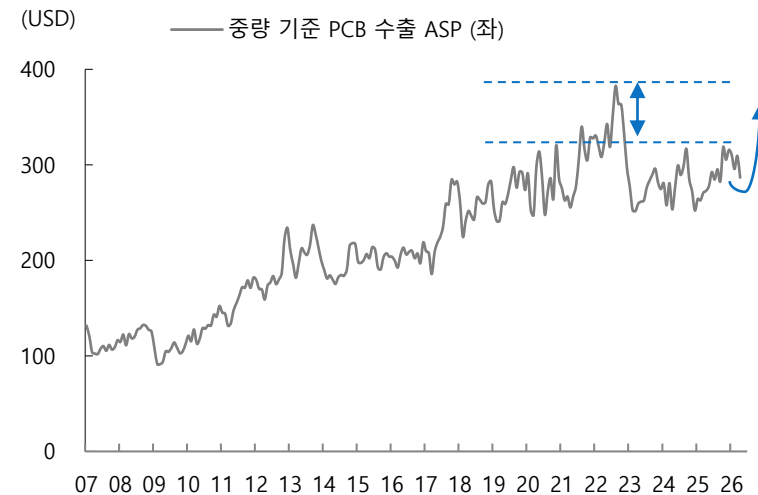
- PCB 가격 인상이 본격화되고 있다. 미국 Printed Circuit Assembly PPI는 2026년 4월 189.9pt로, 전월 150.8pt 대비 +25.9% 급등했다[그림8]. PCB 공급망 전반의 가격 압력이 빠르게 높아지고 있음을 보여준다. 국내 PCB 업체들도 가격 인상을 공식화하고 있다. 주요 메모리기판 업체들은 IDM향으로 2Q26부터 평균 +10% 수준의 판가 인상에 성공했다. 통상 메모리기판의 원가율이 80~90%라는 점을 감안하면, 다른 조건이 동일할 경우 +10%의 판가 인상은 영업이익률을 약 +8%p 개선시키는 효과가 있다. 다만 이 효과는 아직 2Q26 실적 가이던스와 컨센서스에 충분히 반영되지 않은 것으로 보인다. 따라서 2Q26 어닝시즌 전후로 메모리기판 업체들의 이익 눈높이가 상향될 가능성이 높다.
- FC-BGA의 가격 인상 효과는 더 크다. 삼성전기의 올해 FC-BGA 매출은 2조원으로 전망된다. 당초 지난해 하반기에는 풀 가동 시 매출을 1.6조원 수준으로 봤다. 이후 추가된 +4,000억원의 상당 부분은 판가 인상과 믹스 개선 효과다. 동사는 1Q26 당시 일부 고객사를 대상으로 +10% 수준의 판가 인상을 단행했고, 최근 신규 수주분의 판가도 기존 대비 상당히 높은 것으로 파악된다. 과거에는 하이퍼스케일러 대비 견적 강도가 약했던 반도체 업체들조차 최근에는 높은 가격을 수용하고 있는 것으로 보인다. 이는 수급이 타이트해지고 있기 때문인데, ① GPU 뿐 아니라 Switching IC, CPU향 수요가 급증하고, ② FC-BGA가 더욱 빠르게 대면적, 고다층화 되고 있으며, ③ EMIB, CPO 등 수율 부담을 높이는 기술 변화가 확대되며, ④ 소재, 장비 병목으로 공급이 제때 이루어지기 어렵기 때문이다. 다음 페이지부터 하나씩 살펴본다.

<그림8> PCB PPI는 PCB 공급망 전반의 가격 압력이 강해짐을 시사



자료: FRED, iM증권 리서치본부

<그림9> 국내 PCB 수출 ASP는 이전 고점을 향해 회복될 것으로 전망



자료: KITA, iM증권 리서치본부

## FC-BGA: Switching IC와 CPU가 새로운 성장 동력 (1)

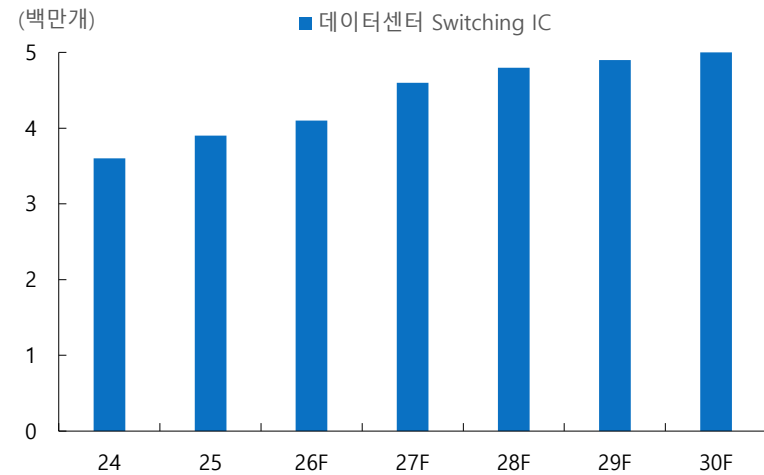
- 그동안 FC-BGA 수요의 중심이 GPU와 Computing ASIC이었다면, 이제는 네트워크 실리콘과 서버 CPU로 확산되고 있다. Ibsiden은 최근 실적 발표에서 GPU뿐 아니라 inference ASIC, 서버 CPU, Switching IC 수요 증가를 직접 언급했다. AI Agent 도입으로 서버 클러스터가 대형화될수록, 이를 연결하고 제어하는 네트워크 실리콘과 CPU의 중요성이 높아지고 있다는 의미다. 실제로 대만의 Nan Ya PCB와 Kinsus는 각각 Switch, CPU 향 FC-BGA 수주 확대를 계기로 큰 폭의 리레이팅을 경험했다.
- 먼저 switching IC를 살펴보면, Nvidia의 Rubin 세대부터 이와 관련된 변화는 더 뚜렷해진다. GB200/300 NVL72에는 랙당 NVSwitch ASIC이 18개 탑재되지만, VR200 NVL72에는 36개가 탑재된다[그림 10]. 40개 랙으로 구성되는 Vera Rubin Pod의 경우 NVL72 랙이 16개 포함되며, 여기에 탑재되는 NVSwitch ASIC만 576개에 달한다. 여기에 Pod 내 scale-out 연결을 담당하는 Spectrum-6 SPX 랙까지 감안하면, switching IC 용 FC-BGA 수요는 추가로 확대될 가능성이 높다.
- Ibsiden은 switching IC 수요 성장을 언급하면서도, 해당 시장의 CY25~30년 연평균 성장률을 +MSD~HSD%로 제시했다[그림 11]. 그러나 이는 다소 보수적인 전망인 것으로 판단된다. AI 클러스터의 대형화로 rack-scale 네트워크 복잡도가 높아지고 있고, 후술하겠으나 switching IC에 CPO가 적용될 경우 패키지 사이즈와 기판 난이도도 함께 상승할 가능성이 높기 때문이다.

<그림 10> 플랫폼 진화에 따른 Scale-up Switch ASIC 탑재량 증가

| 구분                        | GB200 NVL72 | GB300 NVL72 | VR200 NVL72 | VR200 POD   |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 전체 랙 수                    | 1랙          | 1랙          | 1랙          | 40랙         |
| NVL72 랙 수                 | 1랙          | 1랙          | 1랙          | 16랙         |
| GPU 수                     | 72개         | 72개         | 72개         | 1,152개      |
| Compute Tray              | 18개         | 18개         | 18개         | 288개        |
| NVLink Switch Tray        | 9개          | 9개          | 9개          | 144개        |
| Tray당 NVSwitch ASIC       | 2개          | 2개          | 4개          | 4개          |
| <b>NVSwitch ASIC 총 수량</b> | <b>18개</b>  | <b>18개</b>  | <b>36개</b>  | <b>576개</b> |

자료: Nvidia, iM증권 리서치본부

<그림 11> Ibsiden은 Switching IC 출하성장률을 25년~30년 CAGR +MSD~HSD%로 제시했으나, 이는 상당히 보수적인 가정인 듯 함



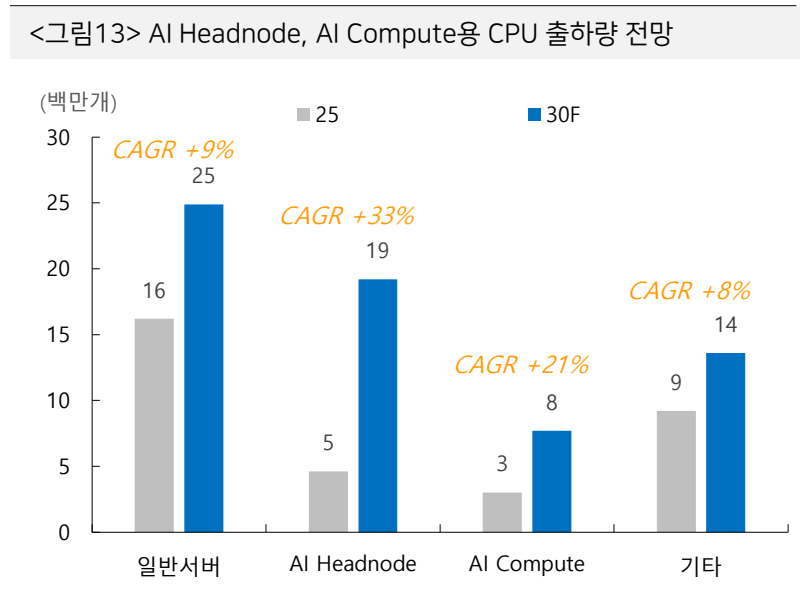
자료: Ibsiden, iM증권 리서치본부

## FC-BGA: Switching IC와 CPU가 새로운 성장 동력 (2)

- 이어서, 서버 CPU도 중요한 수요처로 떠오르고 있다. AI Agent로 인해 추론 워크로드가 복잡해질수록 CPU는 GPU 자원 배분, 메모리 접근, 외부 애플리케이션 호출 역할을 더 많이 담당하게 된다. 주요 CPU 업체들이 언급한 것처럼, 현재 1:4 수준의 CPU:GPU 구조가 장기적으로 1:1에 가까워진다면, CPU용 대면적 FC-BGA 수요도 함께 커질 전망이다[그림12].
- 당사는 IDC 데이터를 참고해 2025~2030년 일반 서버, AI Headnode, AI Compute CPU 출하량의 연평균 성장률을 각각 +9%, +33%, +21%로 전망한다[그림13]. 이를 적용하면 2030년 CPU 출하량은 일반 서버용 2,490만개, AI Headnode용 1,920만개, AI Compute용 770만개, 기타 연산용 1,360만개로 합산 6,540만개에 달할 전망이다. 이는 2025년 3,300만개 대비 약 2배 증가하는 것이다. 결론적으로 AI CPU 성장은 FC-BGA 신규 수요를 구조적으로 확대하며, 이미 타이트한 패키지기판 수급을 추가로 압박할 가능성이 높다.
- CPU TAM 관점에서도 같은 방향성이 확인된다. 당사의 CPU 출하량 전망에 더해 일반 서버 CPU와 AI CPU의 ASP를 각각 \$1,000, \$3,500으로 가정하면, 2030년 서버 CPU TAM은 약 \$1,300억으로 추산된다. ARM, AMD, NVIDIA는 2030년 서버 CPU TAM을 각각 \$1,000억, \$1,200억, \$2,000억으로 제시한 바 있으며, 당사 추정치는 AMD가 제시한 수치와 유사하다.

| 구분     | 주요 내용  |
|--------|--|
| ARM    | - 기존 AI 데이터센터의 GW당 CPU 코어 수요는 3,000만개이나, 에이전트형 AI 시대에는 약 1억2,000만개로 4배 증가 전망<br>- CPU 대 GPU 비율은 기존 1:4~1:8에서 1:1~1:2로 전환될 전망<br>- '30년 CPU TAM \$1,000억 제시 |
| AMD    | - AI 인프라 내 CPU 대 GPU 비율이 기존 1:4~1:8에서 1:1로 수렴하는 방향으로 변화. 일부 고밀도 agentic AI 환경에서는 CPU 수량이 GPU를 초과할 가능성 언급<br>- '30년 CPU TAM \$1,200억 제시                     |
| Intel  | - CPU와 GPU 배포 비율이 1:1로 수렴하는 추세라고 발언  |
| Nvidia | - 올해 CPU 매출 \$200억에 달할 것<br>- '30년 CPU TAM \$2,000억 제시   |

자료: 각 사, iM증권 리서치본부

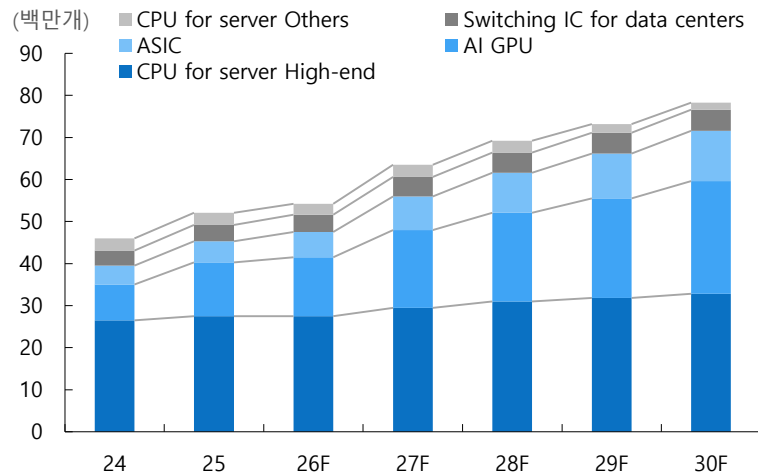


자료: IDC, iM증권 리서치본부 추정

## FC-BGA: Ibiden으로부터 얻는 힌트 (1)

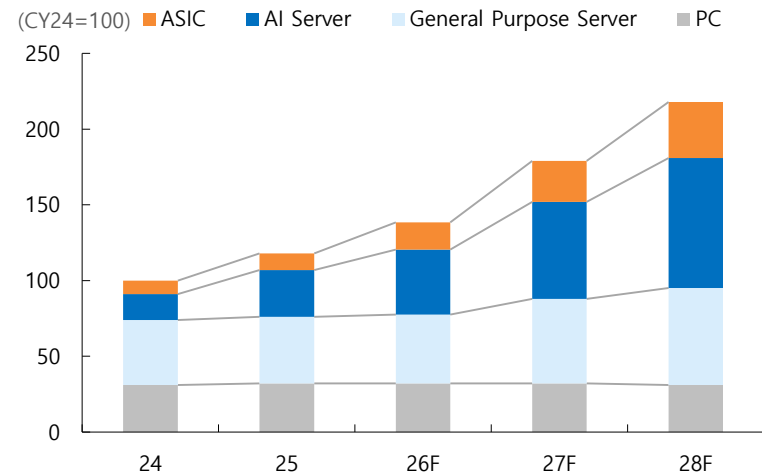
- FC-BGA 수요의 방향성은 Ibiden이 제시한 데이터센터용 반도체 출하량 전망과 FC-BGA SAP 공정 수요 지수를 비교해 검증할 수 있다. Ibiden은 AI GPU, ASIC, CPU, switching IC 등 데이터센터용 칩셋 출하량이 2025년 5,200만개에서 2030년 7,800만개로 연평균 약 +8% 성장할 것으로 전망했다[그림14]. 다만 이는 당사가 앞서 제시한 CPU 수요 시나리오를 감안하면 상당히 보수적인 수치로 판단된다.
- 중요한 점은 FC-BGA의 생산 부하가 칩 출하량보다 더 증가한다는 점이다. Ibiden은 FC-BGA 제조에 필요한 SAP 공정 수요가 2024년을 100으로 볼 때, 2025년 119, 2026년 140, 2027년 180, 2028년 220으로 증가한다고 제시했다[그림15]. 이는 2025~2028년 연평균 약 +23% 증가하는 수준이다 (SAP 공정 수요는 기판 면적 확대, 레이어 증가, 공정 난이도 상승을 반영한다는 점에서 FC-BGA 업체의 실질 생산 부담과 부가가치 상승을 설명)
- 공교롭게도 Ibiden의 2026~2030년 연평균 매출 성장률 가이드는 약 +19%, 삼성전기는 약 +25% 수준이다. 기준 시점에 차이가 있긴 하나, 공정 부하 지수와 주요 업체들의 중장기 매출 성장 가이드스가 모두 20% 내외를 가리킨다는 점에서, 고부가 FC-BGA 시장의 성장률은 칩 출하량 증가율을 크게 상회할 가능성이 높다. 이는 기판 대면적화가 동시에 전개되고 있기 때문이다.

<그림14> Ibiden은 Datacenter용 반도체 출하량이 25~30년 연평균 +8% 성장할 것으로 제시. 보수적인 전망인 듯 함



자료: Ibiden, iM증권 리서치본부

<그림15> 한편, Ibiden은 SAP 공정 수요 성장률을 25~28년 연평균 +23%로 제시했고, 동기간 연평균 매출 성장률을 +19%로 제시

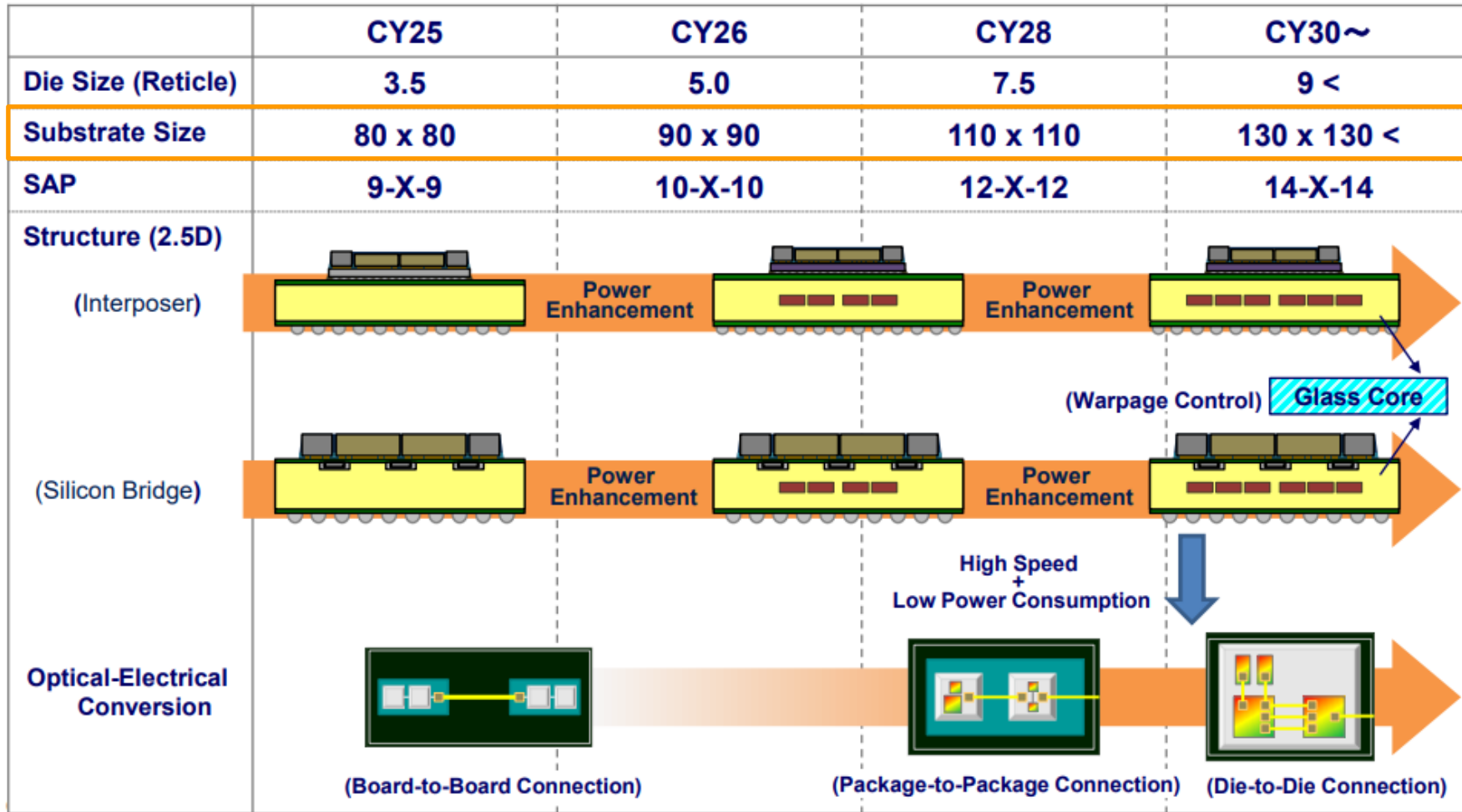


자료: Ibiden, iM증권 리서치본부

## FC-BGA: Ibsiden으로부터 얻는 힌트 (2)

- 예컨대, 고부가 FC-BGA의 대표 패키지 크기는 2025년 80×80mm에서 2030년 이후 130×130mm 수준으로 확대될 전망이다. 면적 기준으로만 봐도 6,400mm<sup>2</sup>에서 16,900mm<sup>2</sup>로 약 2.6배 증가하며, 2025~2030년 연평균 증가율은 +21%에 달한다. 여기에 레이어 증가와 공정 난이도 상승까지 감안하면, FC-BGA 생산 부하는 칩 출하량 증가율을 크게 상회할 수밖에 없다(전체 FC-BGA 믹스가 동일한 속도로 대형화된다는 의미는 아님).

<그림16> 기판의 발전 로드맵은 ① 대형화, ② 다층화, ③ 전력 전달 구조 개선, ④ 광신호-전기신호 간 연결, ⑤ 유리기판 등. 특히 대면적화가 급속도로 전개



## FC-BGA: CPO와 EMIB가 앞당기는 대면적화와 생산부하 (1)

- CPO의 조기 적용은 FC-BGA의 대면적화와 공정 부하를 추가로 확대할 전망이다. CPO는 패키지가판 위에 switching IC뿐 아니라 광엔진까지 함께 수용하는 구조이기 때문에, 기존 switch용 기판 대비 더 큰 면적과 높은 설계 난이도를 요구한다. 특히 고속 라우팅, 신호 무결성, 열 관리, 광-전기 정합이 동시에 중요해지면서 기판의 부가가치도 함께 상승할 가능성이 높다.
- 예컨대 16개의 광엔진을 탑재한 Broadcom Tomahawk 6 Davisson CPO의 기판 크기는 120바디로 추정된다. 이는 통상적인 switch ASIC의 70~80바디 대비 크게 확대된 수준이며, 면적 기준으로는 약 +2~3배에 달한다. 젠슨황이 공개한 Spectrum-X CPO 실물 역시 육안으로 보기에 통상적인 FC-BGA 대비 면적이 상당히 큰 것으로 확인된다[그림17, 18].
- CPO는 우선 scale-out 네트워크를 중심으로 적용되고, 2027년 이후에는 scale-up 영역으로 확대될 전망이다. 특히 시장 규모 측면에서는 scale-up CPO의 개화가 중요한 변곡점이 될 수 있다. Scale-up은 GPU 간 고대역폭 연결을 담당하는 영역으로, 적용 범위가 확대될 경우 기판 대면적화와 난이도 상승이 동시에 가속화될 가능성이 높다.

<그림17> CPO 적용 Switch 기판의 면적은 통상적인 기판의 2~3배

| 구분                | 연도    | Switch Bandwidth | 패키지 사이즈     | 비고                    |
|-------------------|-------|------------------|-------------|-----------------------|
| TH-3              | 17    | 12.8 Tbps        | 67.5×67.5mm |                       |
| TH-4              | 19~20 | 25.6 Tbps        | 77.5×77.8mm |                       |
| TH-5              | 22~23 | 51.2 Tbps        | n/a         |                       |
| TH-5 Baily CPO    | 23~24 | 51.2 Tbps        | 75×75mm     | 6.4T 광엔진 8개 집적        |
| TH-6              | 25    | 102.4 Tbps       | n/a         | lane 차이에 따라 패키지 크기 차이 |
| TH-6 Davisson CPO | 25~26 | 102.4 Tbps       | 120×120mm   | 6.4T 광엔진 16개 집적       |

자료: Broadcom, The Next Platform[링크], iM증권 리서치본부

<그림18> Spectrum X CPO의 실물 모습. 패키지가판 가장자리를 둘러싸고 따개비처럼 붙어있는 것들이 전부 광엔진

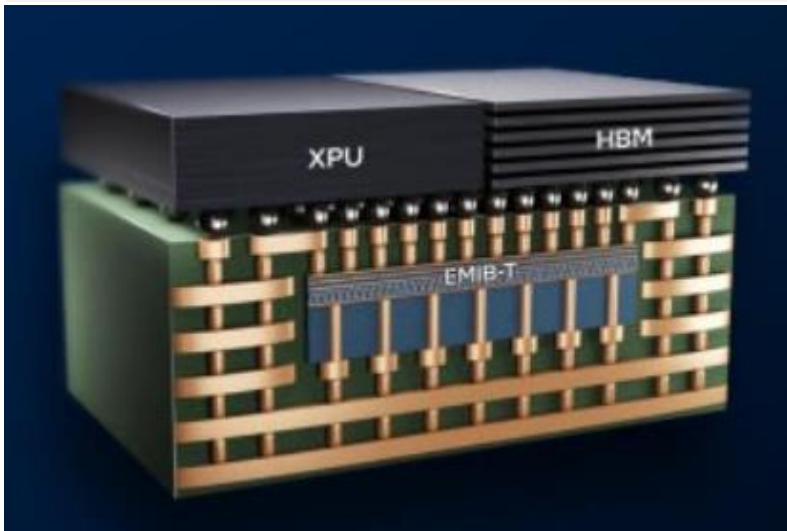


자료: Nvidia, iM증권 리서치본부

## FC-BGA: CPO와 EMIB가 앞당기는 대면적화와 생산부하 (2)

- EMIB도 CPO와 마찬가지로 FC-BGA의 대면적화와 공정 부하 확대를 유발할 수 있다. EMIB는 패키지기판 안에 소형 실리콘 브릿지를 매립하여 칩 간 연결을 구현하는 방식으로, 풀사이즈 인터포저가 불필요하고 레티클 한계 극복에 유리하다. TSMC CoWoS 생산능력이 포화된 상황에서 Google, Meta, Amazon 등이 ASIC에 EMIB 적용을 검토하기 시작한 상황이다[그림20].
- 문제는 EMIB 기판의 생산 난이도가 일반 FC-BGA 대비 매우 높다는 점이다. 실리콘 브릿지와 유기 기판의 열팽창계수는 각각 약 3ppm/°C, 30ppm/°C 수준으로 10배 차이가 난다. 이로 인해 고온 공정에서의 warpage(휨 현상)이 각기 다르게 발생할 경우 검사와 수정이 어려울 뿐 아니라, 브릿지 매립 공정의 추가 자체가 최종 수율을 끌어내린다. 과거 Sapphire Rapids에 EMIB를 적용할 당시 ABF 공정 요구량이 이전 플랫폼 대비 1.4배 이상 증가했던 것으로 파악되는데, 수율 손실분을 감안하면 실제 생산 부하는 더 컸을 것이다.
- 한편, CoWoS에서는 TSMC가 인터포저 제작부터 칩 탑재까지 핵심 공정을 모두 통제하는 반면, EMIB에서는 실리콘 브릿지를 기판 안에 내장하는 공정이 기판업체 영역으로 넘어오므로, 기판업체의 기술 역량 보유 여부가 곧 차별화 포인트가 될 수 있다. 이것이 고난이도 FC-BGA 기술을 보유한 Ibiden이 최근 크게 리레이팅된 이유 중 하나로 볼 수 있다.

<그림19> Intel의 EMIB-T (기존 EMIB 기술에 TSV 기술 결합)



자료: Intel, iM증권 리서치본부

<그림20> EMIB의 장점, 사업 현황과 기판 공급망 구성

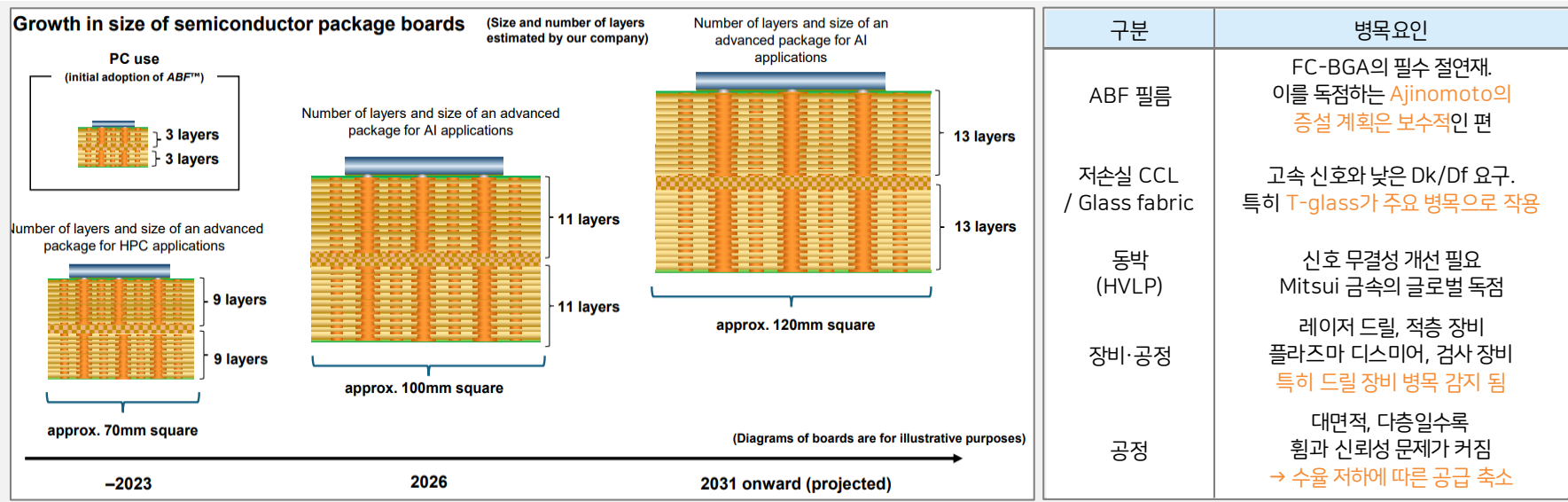
| 구분         | 주요 내용   |
|------------|---|
| EMIB 장점    | - EMIB-M은 이미 6배율 reticle scaling에 도달했고, '26~'27년 8~12배율까지 확장 전망. 이는 CoWoS-S 약 3.3배율, CoWoS-L 약 3.5배율 대비 높은 수준   |
| EMIB 사업 현황 | - 립부터 Intel CEO는 여러 고객사가 EMIB-T에 큰 관심을 보이고 있다고 언급. <b>기판 공급 부족으로 고객 선납금 참여를 요청</b><br>- 2027년 하반기 Google TPU v8e, 2028년 하반기 Meta 자체 CPU에 EMIB를 채택할 가능성  |
| 관련 공급망 현황  | - EMIB 기판 벤더로 <b>Ibiden, Shinko, Unimicron, AT&amp;S 거론</b><br>① Ibiden: '26~'28년 총 5,000억엔 규모의 IC 기판 투자 계획 EMIB 기판 투자도 포함되어 있으며, 추가 투자 가능성도 언급<br>② Unimicron: Intel과 장기 파트너십을 유지하고 있으며, '26년 하반기부터 CoWoS 관련 고객 외 신규 고객층 확대 계획 |

자료: Trendforce[링크], iM증권 리서치본부

## FC-BGA: 수율부터 소재까지 전부 다 병목 (1)

- 앞서 언급한 요인들은 FC-BGA의 면적당 부가가치를 높이는 동시에, 기판업체의 유효 생산능력을 줄이는 방향으로 작용한다. 대면적·고다층 기판 수요가 늘수록 동일한 장비를 보유하고 있더라도 실제 생산 능력은 빠르게 감소한다. 공정 스텝이 늘어나고 검사 시간이 길어지며, 특히 대형 기판에서 warpage에 따른 수율 저하가 커지기 때문이다.
- 소재 병목도 함께 확대되고 있다. ABF 필름은 고층 build-up 기판의 필수 절연재로, 이에 대한 공급 제약이 곧 FC-BGA 생산능력 제약으로 연결될 수 있다. 그러나 사실상 ABF 필름을 독점 공급하는 Ajinomoto의 증설 기조는 여전히 보수적이다. 동사는 최근 2032년 가동을 목표로 하는 신규 ABF 증설 계획을 발표했지만, 2023~2030년 생산능력 확장 계획은 기존과 동일한 250억엔 수준으로 유지하고 있다.
- T-glass도 마찬가지다. 현 시점에서는 이에 대한 확보력이 곧 FC-BGA 업체의 생산 능력을 대변한다고 봐도 될 정도다. 여기에 드릴, 적층, 검사 장비의 조달 리드타임도 길어지고 있는 것으로 파악된다. 이는 계획된 증설의 속도를 늦추고, FC-BGA 공급 부족을 장기화시키는 요인으로 작용할 가능성이 높다.

<그림21> FC-BGA 대형화에 따른 공정부하와 주요 병목 요인들

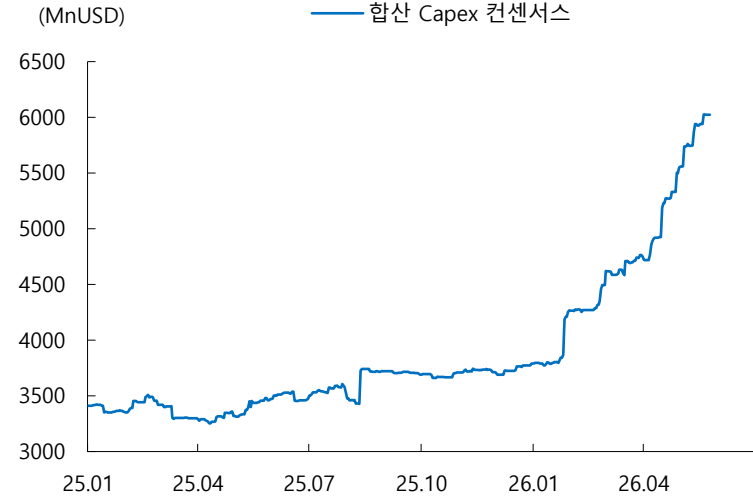


자료: Ajinomoto, iM증권 리서치본부 정리

## FC-BGA: 수율부터 소재까지 전부 다 병목 (2)

- 이처럼 수요가 급증하는 가운데, 주요 기판업체들은 연내 풀가동에 진입할 것으로 전망되며 CapEx 집행도 공격적으로 확대되고 있다[그림 22, 23]. 그럼에도 앞서 살펴본 구조적 요인들로 인해 공급을 수요와 같은 속도로 늘리기는 어렵다. FC-BGA 업체들의 협상력이 구조적으로 높아지고 있는 이유다.
- 선두권 업체는 물론 후발 업체들까지도 고객사의 선제적 자금 지원 없이는 증설을 단행하기 어렵다는 입장이다. 고객사 입장에서는 지금 돈을 내고 향후 생산 라인을 선점해야 하는 상황이다. 당사는 올해 하반기 다수 FC-BGA 업체들의 재무제표에서 계약부채 및 선수금이 인식되는 모습을 확인할 수 있을 것으로 전망한다. 이는 장기 수요 가시성과 기판업체의 협상력 강화를 동시에 보여주는 증거가 될 것이다.

<그림22> 글로벌 패키지기판 업체에 대한 합산 CapEx 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림23> 국내외 주요 패키지기판 업체들의 투자 계획. 특히 FC-BGA 업체들의 경우, 고객사의 선수금 없이는 향후 Capa. 배분이 어렵다는 입장도 확인

| 기업명        | 투자규모             | 상세 내용   |
|------------|------------------|---|
| Ibiden     | 5,000억엔 (3년간)    | - 3년간 총 5,000억엔 투자. 1차 2,200억엔(Gama), 2차 2,800억엔(Ono). 추가 투자 가능성 있음을 언급 신규 증설분은 FY27 순차 양산 예정.<br>- SAP 캐파는 FY28 말 기준 FY1H26 대비 3배 확대 |
| Unimicron  | 340억대만달러         | - 26년 2월 24일 '26년 CapEx를 254억 → 340억 대만달러로 상향.<br>- '25년 7월 계획 대비 +75% 확대. '26년 내 Capa. +20% 확대 계획. 27년 장비 선주문도 25억 → 92억 대만달러로 확대    |
| Kinsus     | 235억대만달러 (3년간)   | - 26년 1월 30일 이사회에서 약 235억 대만달러 규모 신규 CapEx 승인. 향후 3년간 ABF 수요 대응<br>- Yangmei 6공장 중심이며 '27년 월 생산능력 +25% 확대                             |
| Nan Ya PCB | -                | - 향후 10~20년간의 수요에 대응하기 위해 올해 투자 규모가 회사 역사상 최대 규모가 될 것이라고 언급.  |
| 삼성전기       | 1.8조원 이상         | - '26년 CapEx가 전년 대비 2배 이상 늘어날 것이고, 향후 3년간 투자 규모가 평년을 넘어설 것으로 언급. 아울러, 고객사로부터 선수금을 받아 증설   |
| LG이노텍      | 미정               | - 상반기 내 증설 의사결정 구체화. 구미 BT 기판 라인은 풀가동이며, 추가 스페이스 부족<br>- FC-BGA도 현재 가동률은 낮으나, 다수 신규 고객사와 공급 협의 중임을 감안하면 선제적 인프라 투자 필요                 |
| 대덕전자       | 2,130억원 이상 (2년간) | - 2,130억원의 시설투자 공시. 이는 메모리기판 인프라 투자액만 포함되어 있고 장비 투자분은 별도<br>- 또한 FC-BGA 라인에 대한 증설 검토도 필요. 일부 고객사와 선수금 논의 중인 것으로 파악됨                   |
| 티엘비        | 2,000억원 (2년간)    | - 1,200억원의 유상증자. 베트남 2공장 건설에 최대 2,000억원 집행. 연간 Capa '26년 3,500억원 → '27년 4,000억원 → '28년 6,000~8,000억원으로 확대                             |
| 코리아씨키트     | 1,800억원 (2년간)    | - 메모리모듈에 '26년 720억원, '27년 1,100억원의 CapEx를 집행할 계획. 메모리모듈 내 소캠 매출 비중 '26년 5% → '27년 35%로 대폭 확대  |

자료: iM증권 리서치본부 정리

## 메모리기판: 한국 SOCAMM PCB 공급망에 대한 기회

- 한편, 공급망의 SOCAMM 관련 톤은 Rubin 양산 차질 가능성에도 불구하고 예상보다 강하다[그림25]. 삼성전자의 SOCAMM 메인 벤더인 심텍은 올해 SOCAMM PCB TAM을 3,000억원으로 제시하고 있으며, 이 중 점유율 50%를 가정하여 매출 1,500억원(모듈 PCB 1,000억원 + LPDDR용 MCP 기판 500억원)을 가이드언스로 제시하고 있다. 연초 해당 가이드언스가 제시될 당시에는 다소 공격적인 수치로 판단되었으나, Nvidia의 Vera CPU standalone 매출 가이드언스가 현실화될 경우 달성 가능성이 높아진 것으로 보인다. 특히 심텍은 모바일용 LPDDR MCP 기판 비중이 전사 매출의 20% 수준을 차지하고 있어, 관련 수요가 서버 영역으로 확산될수록 새로운 성장 기회가 열릴 전망이다.
- SK하이닉스의 주요 벤더인 티엘비도 유사한 흐름이다. 동사는 당초 SOCAMM 관련 연간 매출 가이드언스를 200억원대로 제시했으나, 현재는 400억원을 초과할 가능성이 높아진 것으로 파악된다. 코리아씨키트 역시 메모리 모듈 내 SOCAMM 비중이 2026년 5%에서 2027년 35%로 크게 확대될 것으로 전망하고 있다.

<그림24> Vera CPU에서 SOCAMM 관련 PCB 기회 발생



자료: Nvidia, iM증권 리서치본부

<그림25> SOCAMM과 관련된 국내 주요 PCB 기업들의 코멘트

| 기업 | SOCAMM 관련 코멘트  |
|----|--|
| S社 | 올해 SOCAMM 매출 1,500억원 전망 (모듈 1,000억원, MCP 500억원 기대)       |
| T社 | 초도 물동 30억원 발생. 연간 최소 목표는 당초 200억원이었으나, 이제는 400억원도 가시성 있음 |
| K社 | 메모리모듈 내 SOCAMM 비중 '26년 5% → '27년 35% 수준 예상               |

자료: 각 사, iM증권 리서치본부

## 메모리기판: Vera CPU Standalone을 감안한 SOCAMM PCB TAM 재산정

- 당사는 지난해 11월 전망자료에서 VR200 생산량을 기반으로 2026년, 2027년 SOCAMM용 PCB 시장을 각각 1,136억원, 1,875억원으로 전망했다. 그러나 Nvidia의 Vera CPU standalone 판매 가이드스가 공개된 이후 관련 수요 가시성이 크게 높아졌다고 판단하며, 기존 전망치를 각각 +147%, +204% 상향한 2,811억원, 5,695억원으로 전망한다[그림26].

<그림26> Nvidia의 가이드스를 반영한 SOCAMM용 PCB 시장 추정: '26년 2,811억원, '27년 5,695억원으로 확대될 전망

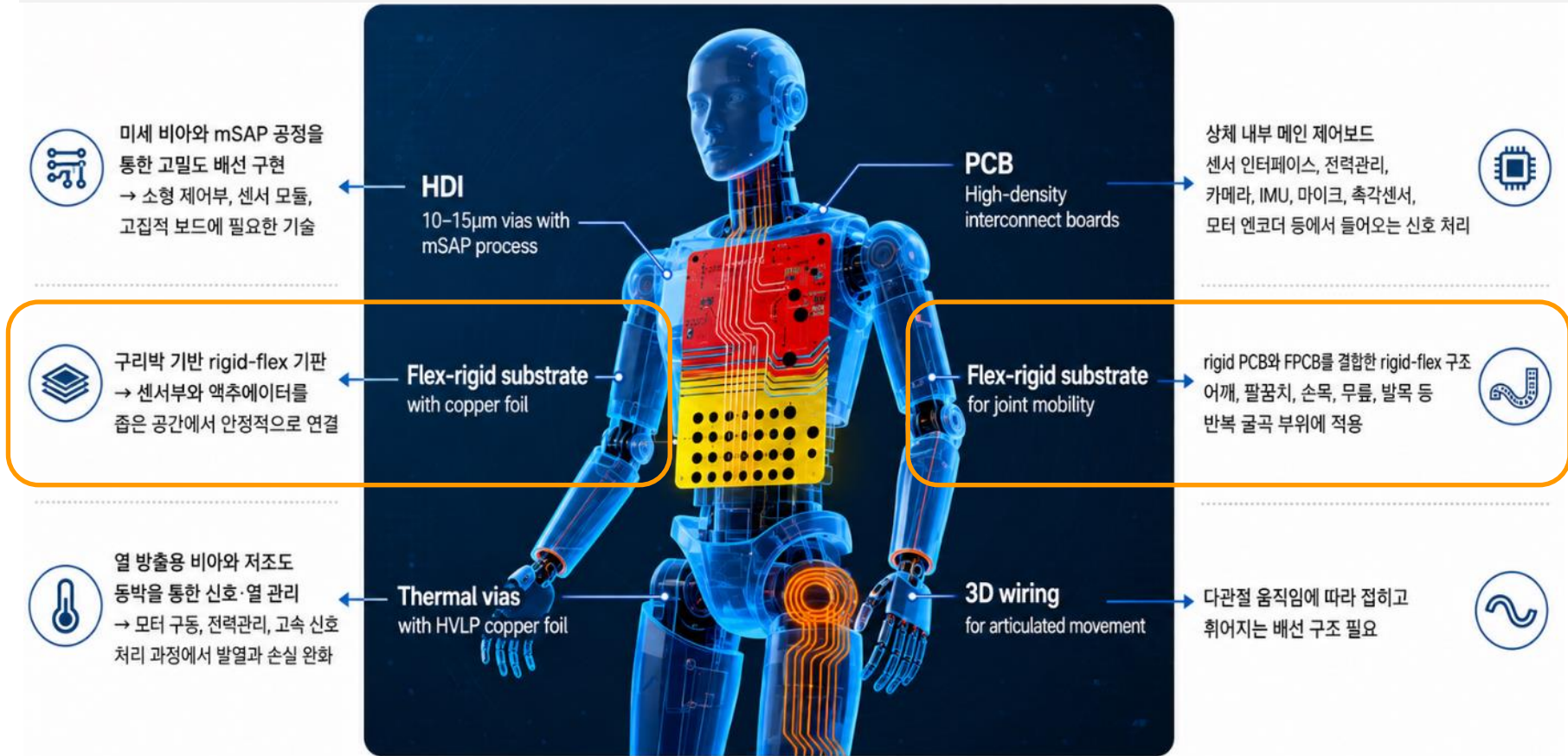
|                                      | 2026E   | 2027E   | 비고   |
|--------------------------------------|---------|---------|--|
| ① NVL72 번들 Vera CPU 매출(억\$)          | 26      | 158     | 당사 2H26 반도체 전망 참고  |
| ② NVL72 번들 Vera CPU 생산량 (천개)         | 518     | 3,155   | 당사 2H26 반도체 전망 참고  |
| ③ Vera CPU ASP (\$)                  | 5,000   | 5,000   | 가정치  |
| ④ Vera CPU Standalone 매출 (억\$)       | 200     | 300     | 26년은 젠슨황의 코멘트 적용<br>'27년 성장률은 +50% 가정 (vs. Nvidia의 '30년 CPU TAM \$2,000억은 CAGR +77%) |
| ⑤ Vera CPU Standalone 생산량 (천개)       | 4,000   | 6,000   | ④ ÷ ③  |
| ⑥ Vera CPU ASP (\$)                  | 5,000   | 5,000   | 가정치  |
| A. 총 Vera CPU 생산량 (천개)               | 4,518   | 9,155   | ② + ⑤  |
| B. Vera CPU 개당 SOCAMM 탑재량 (개)        | 8       | 8       | 192GB 모듈 8개<br>(단, CX9 등 Vera CPU 판매 구성 변화는 반영하지 않음)                                 |
| C. SOCAMM 모듈 출하량 (천개)                | 36,147  | 73,240  | A x B  |
| D. SoCAMM 개당 면적 (mm <sup>2</sup> )   | 1,260   | 1,260   | 14x90mm  |
| E. SoCAMM 출하 면적 (k mm <sup>2</sup> ) | 54,655  | 110,739 | C x D에 부품 기준 1.2배수   |
| F. ASP (\$/m <sup>2</sup> )          | 2,100   | 2,100   | 기존 RDIMM 대비 3배 가정  |
| G. 환율                                | 1,500   | 1,500   |  |
| 소캠 모듈 PCB TAM (억원)                   | 1,722   | 3,488   | E x F x G  |
|                                      | 2026E   | 2027E   | 비고   |
| ① SOCAMM 모듈 출하량 (천개)                 | 36,147  | 73,240  |  |
| ② SoCAMM 당 LPDDR기판 탑재량 (개)           | 4       | 4       |  |
| ③ LPDDR기판 출하량 (천개)                   | 144,589 | 292,960 | ① x ②  |
| ④ LPDDR기판 개당면적(mm <sup>2</sup> )     | 186     | 186     | 12.4x15mm  |
| A. LPDDR기판 출하면적(k mm <sup>2</sup> )  | 32,272  | 65,389  | ③ x ④에 부품 기준 1.2배수   |
| B. ASP (\$/m <sup>2</sup> )          | 2,250   | 2,250   | 기존 MCP 대비 +50% 가정  |
| C. 환율                                | 1,500   | 1,500   |  |
| 소캠 LPDDR 기판 TAM (억원)                 | 1,089   | 2,207   |  |
| 모듈PCB, LPDDR기판 합산 TAM (억원)           | 2,811   | 5,695   | 기존 전망 대비 26년과 27년 각각 +147%, +204% 상향   |

자료: Nvidia, 당사 2H26 반도체 산업 전망, iM증권 리서치본부

## FPCB: 휴머노이드 시장에서의 기회 확대

- 한편, 최근 FPCB에 대한 관심이 커지고 있다. 휴머노이드 로봇으로의 공급 확대 가능성이 열렸기 때문이다. TPCA에 따르면 로봇에 탑재되는 PCB는 크게 메인보드(HDI), FPCB/RFPCB로 구분된다. 여기서 ① 메인보드는 연산 및 의사결정을 담당하고 패키지가판을 통해 AI 칩을 탑재 하며, ② FPCB/RFPCB는 전원 모듈, 배터리팩, 센싱 시스템, 마이크 등 각종 모듈을 연결하는 신경망 역할을 한다. 휴머노이드는 머리, 팔, 손 목, 손가락, 다리 등 다수의 관절로 구성되며, 각 부위의 센서와 부품이 전력 신호를 주고받아야 하는데, 이 역할을 FPCB가 하는 것이다.

<그림27> PCB는 휴머노이드의 센서 고도화, 관절 증가, 내부 배선 복잡도 상승에 따른 수혜를 누릴 전망이다



자료: UGPCB [링크], iM증권 리서치본부

## FPCB: 일부 와이어 하네스를 대체할 가능성

- 실제로 이 영역에서 가장 앞서 있는 대만 Zhen Ding Tech.에 따르면, 휴머노이드용 PCB는 제어 시스템, 센서 모듈, 전력관리, 관절 액추에이터 등에 적용될 것으로 예상된다[그림28]. 이는 기존 와이어 하네스가 담당하던 전력·신호 전달 기능을 일부 대체하거나 보완하는 영역이다.
- 다만 와이어 하네스는 중량, 공간, 굴곡, 반복 동작 측면에서 제약이 크다. 글로벌 커넥터 업체 Molex에 따르면, 끊임없이 움직이는 관절에 커넥터와 케이블을 배선할 경우 점진적인 마모와 기계적 스트레스가 누적될 수 있으며, 로봇이 소형화될수록 작동 수명도 짧아질 수 있다.
- 반면 FPCB는 얇고 가벼우며, 협소한 공간에서 3차원 배선 구현이 가능하다. 또한 수백만 번의 굽힘을 견디면서도 진동을 줄일 수 있어, 관절 부와 센서 모듈에서 와이어 하네스를 대체할 수 있는 대안으로 부상하고 있다[링크]. 이는 차량용 와이어 하네스의 일부가 FPCB로 대체되어 온 흐름과도 유사하다.

<그림28> Zhen Ding Tech.에 따르면, 휴머노이드용 PCB는 제어 시스템, 센서모듈, 전력관리, 관절 액추에이터 등에 사용될 수 있음



- We are the world's largest PCB manufacturer for AI glasses. Revenue from AI glasses grew severalfold in 2025, and with customer demand continuing to rise, it is expected to multiply again in 2026.
- New AI smartphones and foldable phones next year will feature more complex designs and upgraded specifications, further increasing the dollar content per device and contributing positively to overall performance.
- Humanoid robots have high technical requirements for PCBs, primarily used in core functions such as the main control system, sensor modules, power management, and joint actuators. We have established partnerships with multiple Mainland China and international customers, advancing product development and prototyping to meet high-end PCB requirements with high-precision and high-density interconnect solutions.

자료: Zhen Ding Technology, iM증권 리서치본부

<그림29> Sierra Circuits가 제시한 휴머노이드용 PCB 분류는 ZDT의 코멘트와 합치. 특히 제어부, 센서부 등에 FPCB 사용 가능

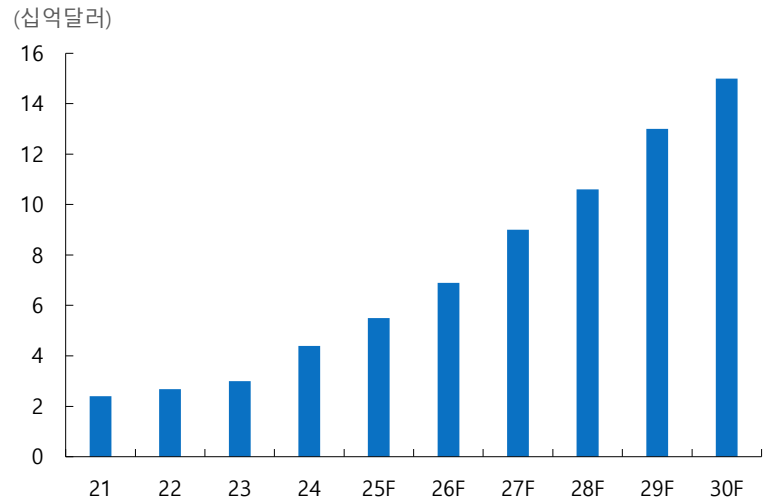
| 로봇 부위 | PCB 종류        | 배치 위치                           |
|-------|---------------|---------------------------------|
| 머리    | 센서, AI 보드     | 카메라와 AI 프로세서 근처에 배치해 실시간 데이터 처리 |
| 몸통    | 전력, 제어 PCB    | 저지연 데이터 라우팅을 위해 중앙부에 배치         |
| 팔/손   | 모터, 촉각 센서 PCB | 정밀 제어를 위해 액추에이터와 센서 근처에 배치      |
| 다리/발  | 모터, 균형 센서 PCB | 반응 지연을 줄이기 위해 모터와 IMU 근처에 배치    |

자료: Sierra Circuits, iM증권 리서치본부

## FPCB: 비에이치 등 한국 업체에 대한 기회

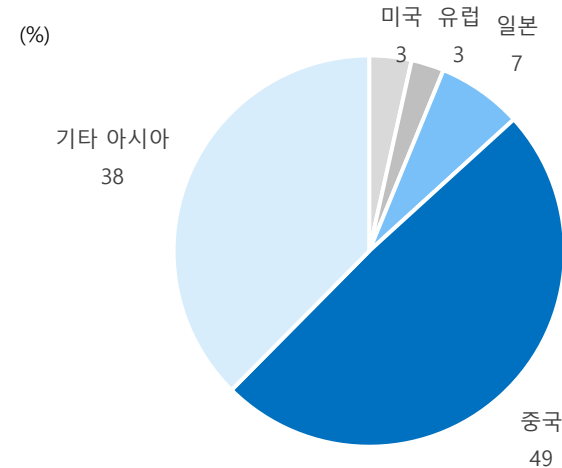
- Sierra Circuits에 따르면 휴머노이드용 PCB 시장은 2024년 44억달러에서 2030년 150억달러로 성장할 전망이다[그림30]. 이는 연평균 +23%에 해당한다. 다만 개화 초기 시장인 만큼, 휴머노이드 1대당 FPCB 금액이나 전체 FPCB 시장 규모를 신뢰도 높게 산출하기는 어렵다.
- 다만 TPCA 등 일부 기관은 휴머노이드 1대당 PCB가 약 150개 필요할 수 있다고 보고 있으며, 손, 발 등 소관절에는 최대 20개의 소형 FPCB, 몸통과 사지에는 8개의 중형 FPCB, 몸통에는 대형 FPCB가 필요할 수 있다고 설명한다.
- 초기 시장인 만큼 투자 관점에서는 TAM의 절대 규모보다 방향성에 초점을 둘 필요가 있다. 글로벌 휴머노이드 출하량이 2026년 이후 본격 증가한다는 전망을 감안하면, FPCB 업체 입장에서는 스마트폰 의존도를 낮출 수 있는 신규 응용처가 열릴 수 있다.
- 이 경우 비에이치, 영풍전자 등 한국 FPCB 업체에도 기회가 열릴 수 있다고 판단한다. 휴머노이드는 지정학적 이슈가 결부될 가능성이 큰 제품이며, 서구권 업체들이 중국산 부품 소싱을 제한할 가능성도 배제하기 어렵다. 글로벌 FPCB 생산의 상당 부분이 중국에 집중되어 있다는 점을 감안하면, 비중국 공급망으로서 한국 업체들의 전략적 가치가 부각될 수 있다[그림31].

<그림30> 휴머노이드용 PCB 시장은 연평균 23% 성장할 전망



자료: Sierra Circuits, iM증권 리서치본부

<그림31> 중국은 글로벌 FPCB의 50%를 차지. 한국 업체들은 지정학적 위험을 회피하고자 하는 고객들로부터 기회를 얻을 수 있음



자료: Prismark, iM증권 리서치본부

## 소결론: 한국 PCB 업체들의 리레이팅 가속화 (1)

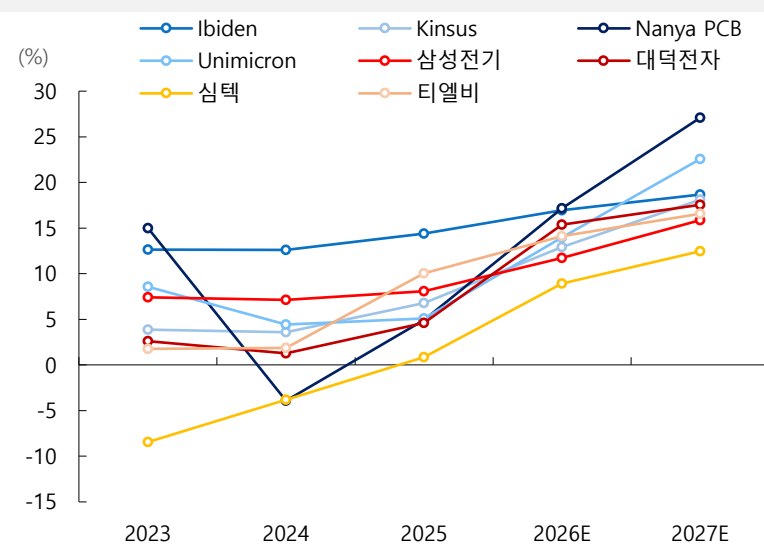
- 현재 해외 기판 업체들의 평균 P/E는 2026년 75배, 2027년 42배, 12MF 58배다. 반면 국내 평균은 2026년 42배, 2027년 28배, 12MF 35배에 머물러 있다. 그 마저도 삼성전기를 제외하면 2026년 34배, 2027년 23배, 12MF 20배에 불과하다.
- 당사는 지난 4월 당시 보고서와 마찬가지로, 여전히 이 괴리가 축소될 것으로 기대하고 있다[링크]. 특히 하반기 한국 PCB 업체들의 리레이팅이 가속화될 것으로 전망한다. ① 2Q26의 평가 인상 효과가 아직 이익 컨센서스에 충분히 반영되지 않았고, ② 데이터센터 응용처 노출도가 더욱 확대될 것이기 때문이다.

<그림32> 주요 국내외 PCB 업체 주가 변동 및 PER 비교

| 종목명         | 주가        | 3M 변동% | 6M 변동% | 26년 PER | 27년 PER | 12MF PER |
|-------------|-----------|--------|--------|---------|---------|----------|
| 삼성전기        | 1,331,000 | 68.7   | 186.9  | 79.8    | 49.8    | 64.5     |
| LG이노텍       | 863,000   | 58.9   | 199.1  | 27.3    | 23.4    | 25.6     |
| 대덕전자        | 151,300   | 31.3   | 139.0  | 40.8    | 29.4    | 35.4     |
| 심텍          | 131,200   | 46.6   | 140.7  | 48.2    | 24.4    | 34.8     |
| 티엘비         | 118,400   | 50.8   | 84.7   | 33.7    | 24.5    | 29.4     |
| 코리아써        | 96,200    | -1.6   | 62.5   | 21.2    | 15.3    | 18.4     |
| <b>국내평균</b> |           |        |        | 41.8    | 27.8    | 34.7     |
| Ibiden      | 20,930    | 116.8  | 269.5  | 93.5    | 69.1    | 88.8     |
| Kinsus      | 669       | 27.2   | 105.5  | 70.6    | 35.0    | 50.4     |
| NYPCB       | 884       | 1.1    | 59.9   | 69.5    | 30.9    | 46.5     |
| Unimicron   | 990       | 25.3   | 115.9  | 68.2    | 33.4    | 48.3     |
| <b>해외평균</b> |           |        |        | 75.4    | 42.1    | 58.5     |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림33> 주요 기판업체들의 영업이익률 추이 및 전망

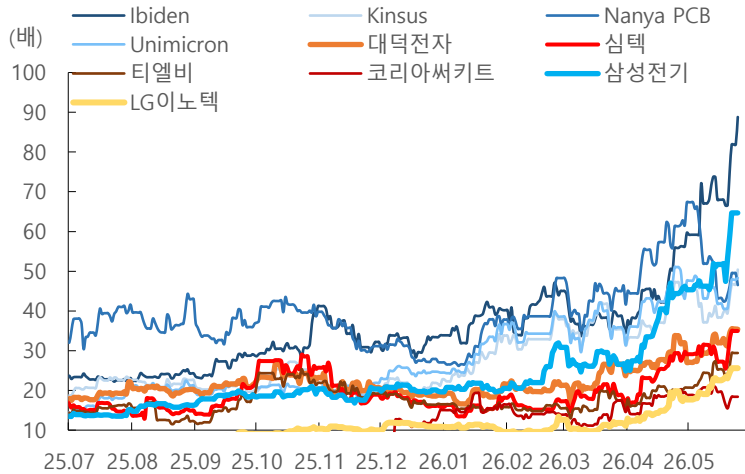


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 소결론: 한국 PCB 업체들의 리레이팅 가속화 (2)

- 세부적으로, ① 삼성전기가 데이터센터향 FC-BGA 매출 확대에 힘입어 2H26 OPM 25% 이상을 달성할 가능성, ② 상대적으로 후발주자인 LG이노텍이 데이터센터 신규 고객 확보를 계기로 대규모 증설 의사결정을 내릴 가능성, ③ 대덕전자가 광모듈, 낸드 컨트롤러용 FC-BGA 비중을 확대하는 가운데, 대면적 PCIe switch용 기판 양산에 돌입할 것이라는 점, ④ Vera CPU standalone 수요 확대에 따라 심텍, 티엘비, 코리아씨키트 등 메모리기판 업체들의 SOCAMM 관련 전망치가 상향될 것이라는 점을 주된 축매로 판단한다.
- 이외로, 패키지기판 업체들과 성격은 다르지만, 비에이치가 글로벌 휴머노이드 업체의 FPCB 벤더에 포함될 가능성에도 주목한다.

<그림34> 주요 패키지기판 12MF P/E 추이: 대장주인 삼성전기가 멀티플을 열어주고, 국내 중소형 기판 업체들이 쫓아가는 그림



자료: dataguide, iM증권 리서치본부

<그림35> 주요 PCB 업체들에 대한 주요 관전 포인트

| 구분           | 하반기 주요 관전 포인트   |
|--------------|---|
| ★삼성전기        | 데이터센터향 FC-BGA 매출 확대에 따라 관련 사업의 2H26 OPM이 25%를 상회할 가능성               |
| LG이노텍        | 상대적으로 후발주자이나, 데이터센터 신규 고객 확보에 따라 상반기 중 대규모 증설 의사결정 가능성              |
| ★대덕전자        | 광모듈, 컨트롤러용 기존 FC-BGA 응용처 비중 확대 하반기 중 대면적 PCIe 스위치용 기판 양산 개시         |
| ★심텍, 티엘비, 코씨 | 메모리기판 업체들의 SoCAMM 관련 전망치 상향 가능성 (Vera CPU Standalone 수요 반영 필요)      |
| ★비에이치        | 글로벌 휴머노이드 업체의 FPCB 벤더에 포함될 가능성 2027년 P/E 9배 수준으로, 로보틱스 업체 관점에서는 저평가 |

자료: iM증권 리서치본부 정리



## [MLCC: 서버용 MLCC의 나비효과]

## MLCC: 범용부터 가격이 올라간다

- 당사는 당초 이번 사이클에서는 AI 서버용 MLCC 가격이 먼저 인상될 것으로 판단했다. 범용 MLCC와 AI용 MLCC 간 수급 양극화가 컸고, 서버용 고부가 제품은 이미 삼성전기와 Murata 중심으로 공급 여력이 빠르게 소진되고 있기 때문이다. 기존 시나리오는 선두 업체들이 AI 응용처에 생산 능력을 우선 배분하고, 이 과정에서 범용 MLCC에 대한 공급 여력이 줄어든 뒤 시차를 두고 범용 가격이 반등하는 순서였다.
- 그러나 실제 가격 인상은 Taiyo Yuden과 Yageo 등 2선 업체에서 먼저 나타났다. TrendForce에 따르면 Taiyo Yuden은 2026년 4월 저용량 컨슈머 IT 및 전장용 MLCC 가격을 +6~13% 인상했고, 이후 채널 가격 인상과 재고 축적 움직임이 확산되기 시작했다[링크]. 표면적인 이유는 원재료 가격 상승이지만, 가동률이 80% 내외인 업체들이 가격을 올렸다는 점이 중요하다. 향후 업황 개선에 대한 확신이 없으면 단행하기 어려운 결정이다. 참고로, 삼성전기도 일부 유통상에 대해 판가 인상을 단행한 것으로 파악된다.
- 이는 오히려 투자 논리를 편하게 만든다. 그동안의 쟁점은 'AI용 MLCC는 가격이 오를 수 있겠지만, IT 세트 수요가 부진한 환경에서 범용 MLCC 가격까지 오를 수 있느냐'였다. 그런데 범용 가격 인상이 먼저 확인된 것이다. HBM이 결국 범용 DRAM의 수익성을 끌어올린, 메모리 사이클과 사뭇 비슷한 방향이다.

<그림36> 주요 업체들의 가동률 현황

| 업체명               | 분기별 가동률 추이 및 전망 |             |             |          |         |
|-------------------|-----------------|-------------|-------------|----------|---------|
|                   | CY2Q25          | CY3Q25      | CY4Q25      | CY1Q26   | CY2Q26E |
| 삼성전기              | 90% (상회)        | 98% (상회)    | 92% (상회)    | 92% (부합) | 95%     |
| Murata            | 85~90% (부합)     | 90~95% (상회) | 90~95% (부합) | 95% (부합) | 95%     |
| Taiyo Yuden       | 85%             | 90%         | 85%         | 85%      | 90%     |
| Yageo (커머디티/프리미엄) | 65%/80%         | 65%/85%     | 75%/80%     | 72%/82%  | 75%/85% |

자료: 각 사, iM증권 리서치본부

<그림37> 시기별 MLCC 수급 환경 시나리오

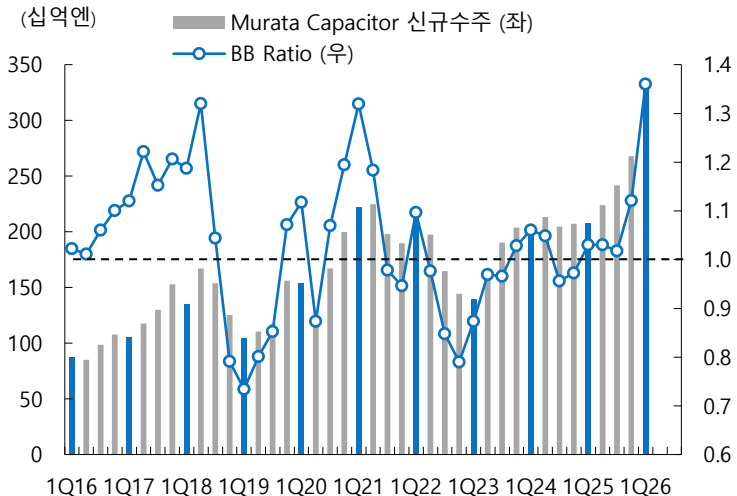
| 구분    | 1H26                       | 2H26                     | 2027~2028                      |
|-------|----------------------------|--------------------------|--------------------------------|
| 1선 업체 | AI 서버 중심 고부가 캐파 우선 배분      | AI서버 로드맵에 기반한 LTA 협의 확대  | VPD·기판내장 등 신기술 적용이 새로운 병목으로 작용 |
| 2선 업체 | 유통상에 대한 범용 MLCC 판가 인상      | 선두업체가 대응하지 못하는 수요를 지속 흡수 | 일부 AI서버 영역으로 상방 전개             |
| 수급 판단 | AI서버 등 고부가 응용처 중심의 타이트한 수급 | 타이트한 수급 환경이 IT용 MLCC로 전이 | 신기술 적용이 타이트한 수급을 심화            |

자료: iM증권 리서치본부 정리

## MLCC: 보수적인 입장 vs. 공격적인 숫자

- Murata가 이번 실적 발표에서 가격 인상에 대해 유보적인 태도를 보인 점은 아쉬운 부분이다. 다만 공개된 숫자는 오히려 MLCC 수급의 타이트함이 예상보다 강해지고 있다는 것을 보여준다.
- ① Capacitor 신규수주는 +23% QoQ 개선되며 역대 최대치를 재차 갱신했고, BB Ratio는 1.36으로, 2017~18년 가격 인상 사이클 당시 대비 높은 수준을 기록했다[그림38]. 개선되는 속도 또한 매우 가파르다.
- ② FY2026 서버용 MLCC 성장률 가이드는 +85~90%로 제시되었다. 해당 응용처에 필요한 MLCC는 Murata와 삼성전기의 합산 점유율이 압도적인 과점 시장이다. 따라서 Murata가 이 정도 성장률을 제시했다는 것은 삼성전기 역시 비슷한 방향의 성장이 가능하다는 의미다.
- 정성 코멘트와 정량 지표 간 온도차가 존재하는 상황이다. Murata는 가격 인상에 대해 보수적인 입장을 유지했지만, 신규 수주, BB ratio, 서버용 MLCC 성장률은 모두 수급이 빠르게 타이트해지고 있음을 시사한다. 투자 판단의 근거는 숫자에 두는 것이 적절하다고 판단한다.

<그림38> Murata의 신규수주와 BB Ratio는 역대 최대치를 갱신



자료: Murata, iM증권 리서치본부  
주: Calendar Year 기준

<그림39> Murata는 서버용 MLCC 매출 성장률을 +85~90%로 제시

**Growing demand for servers**

Server-related Sales  
In the Capacitor Sector  
Y on Y Change **+85%-90%**

**Small Size and Large Capacity Mix Improvement**

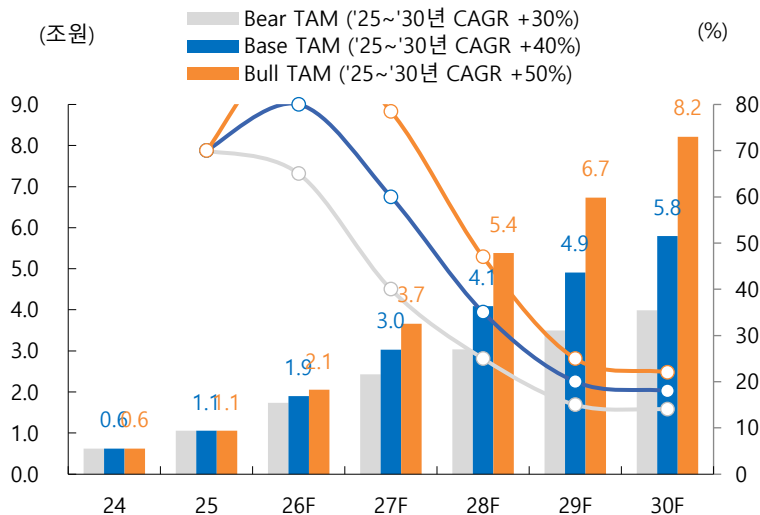
Capacitor Sales  
Increase in overall ASP  
Y on Y Change **+5-10%**

자료: Murata, iM증권 리서치본부

## MLCC: 서버용 MLCC 시장 전망치 상향 (1)

- 당사는 기존에 서버용 MLCC 시장을 2025년 1.0~1.1조원, 2026년 1.6~1.7조원으로 전망했다. 그러나 Murata의 FY2026 서버용 capacitor 성장률 가이드스가 +85~90%로 제시된 점을 감안해, 2026년 시장 규모 전망치를 1.9~2.0조원으로 상향한다.
- 장기 전망치도 함께 상향한다. 기존에는 Bull 시나리오 기준으로 2025~2030년 서버용 MLCC 시장이 연평균 +40% 성장해 2030년 5.8조원에 이를 것으로 추정했다. 그러나 이제는 이를 Base 시나리오로 격상하고, Bull 시나리오에서는 연평균 +50% 성장을 제시한다. 이 경우 AI 서버용 MLCC 시장은 2025년 1.1조원에서 2030년 8.2조원으로 확대된다[그림40].
- Taiyo Yuden의 최근 전망도 이러한 방향성을 뒷받침한다. 동사는 FY2025~2030년 MLCC 수요 성장률을 연평균 +32%로 제시했다. 여기서 중요한 시사점은 두 가지다. ① 같은 기간 AI 서버 생산 증가율을 연평균 +5%로 전망하고 있다는 점을 감안하면, 서버당 MLCC 탑재량이 크게 증가할 것으로 보고 있다는 의미다. ② +32%는 수량 기준 성장률이므로, 평가 상승까지 감안한 시장 규모 성장률은 이보다 높을 가능성이 크다. AI 서버용 MLCC 가격이 기술 변화와 타이트한 수급으로 인해 더 비싸질 것으로 보고 있기 때문이다.

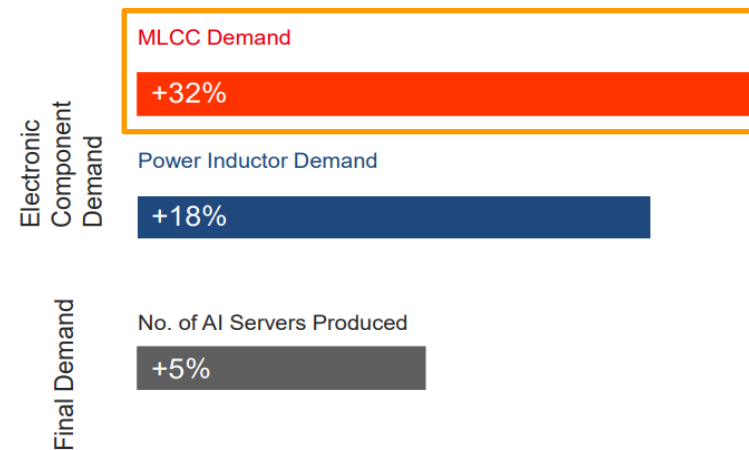
<그림40> Bull 기준 AI MLCC 시장은 '25년 1.1조 → '30년 8.2조원



자료: iM증권 리서치본부 추정

<그림41> 태양유전은 FY25~30 MLCC 수요 CAGR을 +32%로 제시

Market Forecast for FY2030 (TAIYO YUDEN Estimate)

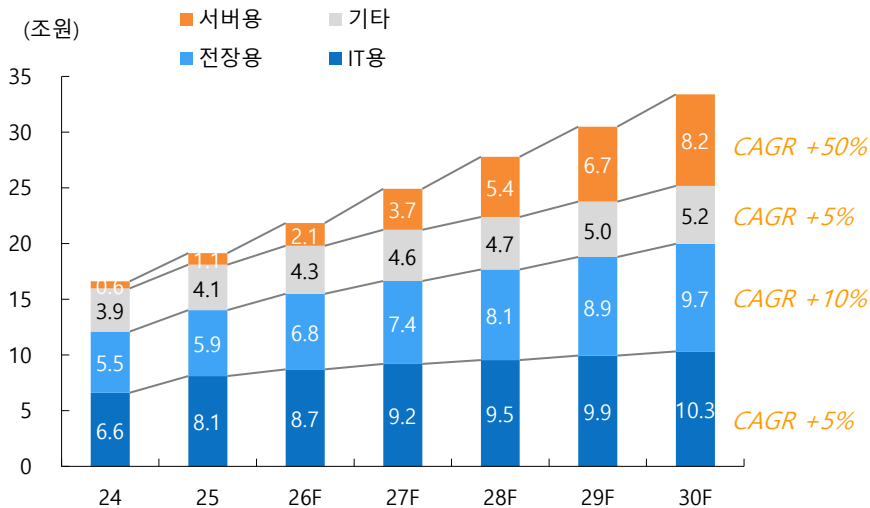


자료: Taiyo Yuden, iM증권 리서치본부

## MLCC: 서버용 MLCC 시장 전망치 상향 (2)

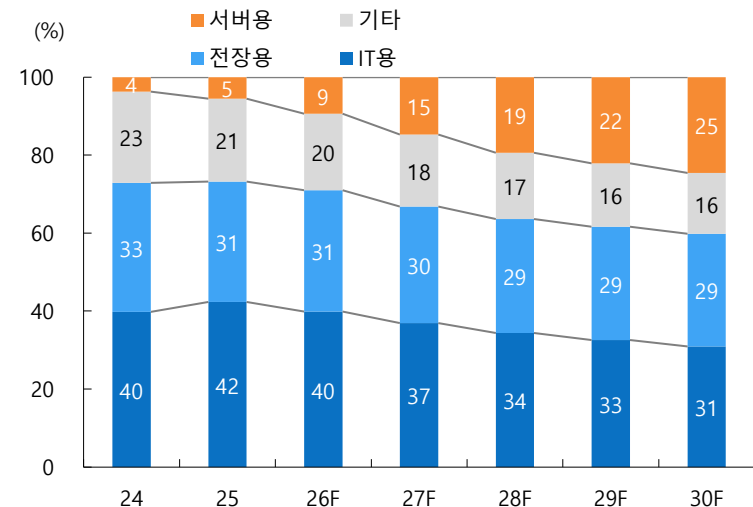
- 낙관적 시나리오에서 서버용 MLCC 시장이 2030년까지 연평균 +50% 성장하고, 같은 기간 IT용과 전장용 MLCC가 각각 연평균 +5%, +10% 성장한다고 가정하면, 전체 MLCC 시장은 2025년 약 19조원에서 2030년 33조원 규모로 확대될 전망이다. 이는 연평균 +12% 성장에 해당한다. 이 경우 전체 MLCC 시장에서 서버 응용처가 차지하는 비중은 2025년 5% 내외에서 2030년 25%까지 확대된다[그림43].
- 특히 이러한 변화는 매출보다 이익에 더 큰 영향을 미칠 가능성이 높다. 제품별 편차는 크지만, 당사가 파악하기로 AI 서버용 MLCC의 수익성은 범용 IT용 대비 2~3배 수준에 달한다. 고용량, 고신뢰성, 저ESR, 초소형화 요구를 동시에 충족해야 하기 때문이다. 따라서 서버용 MLCC 매출 비중이 25%까지 확대될 경우, 이익 기여도는 매출 기여도의 2배 이상에 이를 것으로 전망한다.

<그림42> MLCC 시장은 '25년 19조원 → '30년 33조원으로 성장



자료: iM증권 리서치본부 추정

<그림43> 서버 응용처가 차지하는 비중은 '25년 5% → '30년 25%

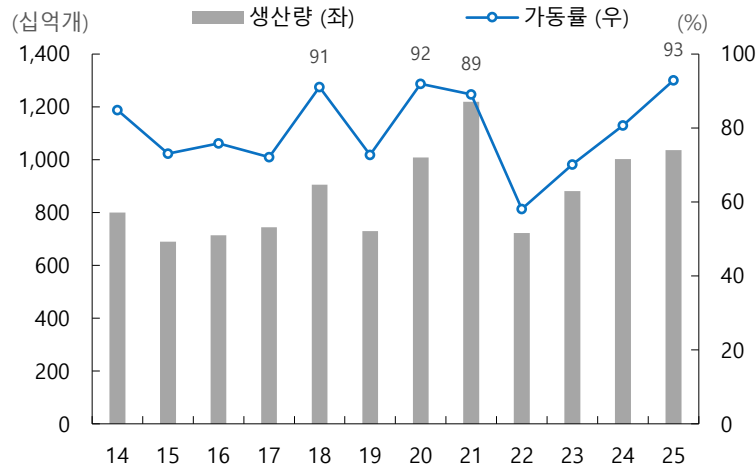


자료: iM증권 리서치본부 추정

## MLCC: 서버용 MLCC의 나비효과

- 이처럼 서버용 MLCC에 대한 전망이 예상보다 커지고 있다는 것은, 다음과 같은 3가지 변화를 야기할 수 있다. ① 생산 부하가 예상보다 빠르게 커질 가능성이 높다. 서버용 MLCC의 제조 리드타임은 IT용 MLCC의 2배 이상이다. 삼성전기와 Murata가 제한된 생산 능력 안에서 서버용 배분을 더 늘리면, IT 및 범용 MLCC에 배정되는 생산 능력이 예상보다 더 빠르게 줄어든다[그림44]. 이는 Taiyo Yuden, Yageo 등 2선 업체들이 범용 MLCC 가격에 대해 더 공격적인 입장을 취할 수 있는 배경으로 작용할 전망이다.
- ② 고객사의 선제 조달 가능성이 높아질 수 있다. 공급 리스크가 인지되기 시작하면 선제 발주와 재고 축적이 나타나는 것은 매 업사이클에서 반복적으로 확인된 현상이다. TrendForce에 따르면 대만과 중국 채널에서 X5R 범용 MLCC에 대한 재고 축적이 시작됐고, ODM 실수요는 아직 약하지만 채널 주문은 늘어나는 비대칭적 수요가 발생하고 있다. 당사는 Yageo와 같은 2선 업체들의 가동률이 90% 이상으로 상승할 경우, 이러한 현상이 더욱 가속화될 것으로 판단한다[당사 4/11 보고서 참조].
- ③ 대형 CSP들은 더 적극적으로 LTA를 통해 공급 안정성을 확보하려 할 가능성이 높다. AI 서버는 장기적인 칩과 시스템 로드맵을 기반으로 생산 계획이 수립되기 때문에, 대형 고객사 입장에서는 spot 조달보다 LTA를 통해 공급 안정성을 높일 유인이 크다. 삼성전기는 이번 실적 발표에서 이례적으로 장기공급계약이라는 표현을 여러 차례 사용했다. 이는 그동안 Just-in-time의 성격을 가진 범용부품인 MLCC 산업에서 이례적인 변화다.

<그림44> 삼성전기 연간 수동소자 가동률은 이전 업사이클보다 높으나, 생산량은 줄었음 → 고용량 MLCC로 인한 생산 부하 의미



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림45> 삼성전기는 최근 컨콜에서 유독 장기공급계약 언급을 반복

AI 관련 응용처에서 MLCC 수요가 확대되면서 시장 내 수급 긴장도가 올라가고 있는 상황이다. AI 빅테크 기업을 포함한 다양한 고객들과 장기 공급 계약 체결 협의를 진행하고 있다.

...중략...

MLCC의 경우 AI 서버·네트워크, ADAS 관련 높은 마진의 초고용량·고온·고압 제품 공급을 확대하고, 수급 상황과 원자재 가격 상승 등을 감안한 전략적인 가격 대응과 장기 공급 계약 등을 추진하겠다

...중략...

MLCC와 FC-BGA 시장은 고부가 제품 중심으로 타이트한 수급 상황이 더욱 심화되면서 장기 공급 계약 확대, 평균 판가 상승 효과가 이어질 것으로 전망된다.

자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

## MLCC: 3Q26이 중요한 변곡점

- MLCC 공급의 타이트함은 3Q26을 기점으로 심화될 전망이다. ① IT 성수기에 진입하는 상황에서, Apple의 아이폰 신제품 생산 계획이 예상보다 강하고(아이폰에는 소형, 고용량 MLCC 다수 탑재), ② Rubin 플랫폼향 MLCC 양산과 CSP들의 차기 ASIC 프로젝트 확대가 본격화되기 때문이다.
- 이 방향성은 최소 2027년까지 유지될 전망이다. Trendforce에 따르면 GB200 보드(비앙카 기준) 1장에 약 6,500개의 MLCC가 필요한 것으로 추정되는데, Rubin 아키텍처는 TDP가 2배 높고 전력 관리 구조도 복잡해지며 보드당 MLCC 탑재량이 약 12,000개까지 증가할 전망이다[링크].
- 수요 증가에 그치지 않고 기술 요구도 함께 높아진다. Rubin 이후 고전력 랙에서는 전력밀도가 크게 상승할 전망이다[그림47]. 같은 공간 안에서 더 많은 전력을 안정적으로 처리해야 하며, AI GPU는 연산 부하가 급격히 바뀔 때 전류 수요도 순간적으로 크게 변한다. 따라서 전압을 안정적으로 유지해주는 MLCC의 역할은 더 중요해질 수밖에 없다.
- 특히 전원 구조가 고도화될수록 MLCC에 요구되는 특성도 달라진다. 랙과 보드 입력단에서는 높은 전압을 견디는 신뢰성이 중요하고, GPU에 가까운 영역에서는 작은 공간에 더 많은 용량을 넣으면서 전압을 빠르게 안정화하는 능력이 중요하다. 이 모든 것이 고전압 DC, VPD 등 전력 전달 아키텍처 변화와 맞물리는 것으로, 저ESR/ESL, 고용량, 초소형, 절연내압 등이 동시에 요구된다. 수요가 늘어도 모든 업체가 대응하기 어려운 이유다.

<그림46> Nvidia AI 서버 세대별 MLCC 탑재량 증분

| 플랫폼               | 형태       | MLCC 수량 | 비고                |
|-------------------|----------|---------|-------------------|
| 일반 서버             | 1서버      | 2,000개  | -                 |
| Hopper (HGX H100) | 8-GPU 서버 | 2만개 이상  | 일반 서버 대비 약 10배 이상 |
| Blackwell (GB200) | NVL36 랙  | ~23.4만개 | H100 대비 약 10배     |
| Blackwell (GB200) | NVL72 랙  | ~44.1만개 | H100 대비 약 21배     |
| Rubin (VR200)     | NVL72 랙  | 50~60만개 | H100 대비 약 25~30배  |

자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

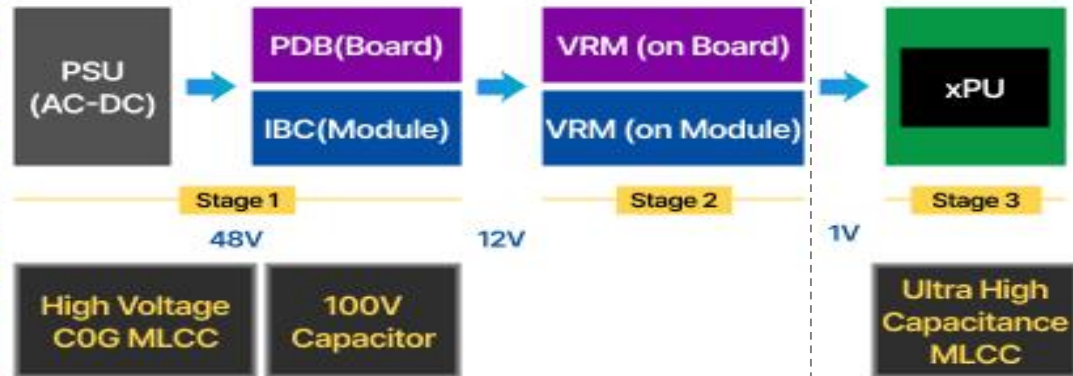
<그림47> 서버 랙 전력 밀도 크게 증가 → MLCC의 전압 안정화 중요

| 시스템     | DGX H100 | GB200 NVL72 | VR NVL72   | VR Ultra NVL576 |
|---------|----------|-------------|------------|-----------------|
| 이미지     |          |             |            |                 |
| 출시일     | 2H22     | 1H25        | 2H26       | 2H27            |
| GPU 대역폭 | 3 TB/s   | 576 TB/s    | 1,580 TB/s | 7,668 TB/s      |
| 네트워킹    | NVLink4  | NVLink5     | NVLink6    | NVLink7         |
| 주변 장치   | CX-7     | CX-7, BF-3  | CX-9, BF-4 | TBD             |
| 전력      | 10.2 kW  | 120 kW      | 200 kW 이상  | 600 kW 이상       |

자료: Nvidia, iM증권 리서치본부

# MLCC: AI 서버 전력 전달 아키텍처 진화에 따른 고부가가치

<그림48> AI 서버 전력전달 구조 변화에 따른 고전압, 고용량, 저ESL MLCC 수요 확대와 패키지 근접화(VPD, IVR 등) 흐름



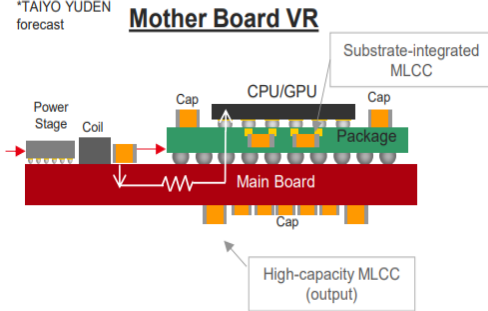
① 고전압MLCC 수요↑  
 AC-DC, 감압 시 리플 완화  
 → 향후 800VDC 적용 시 절연내압↑ → 판가↑

② 소형&고용량 MLCC: 수요↑  
 (a) XPU 옆에서 리플 흡수  
 - Low ESR, 초소형&고용량  
 - Murata, 삼성전기 강점  
 (b) PCIe, NIC 옆에서 신호간섭 억제

## ③ 전력 전달 구조 변화에 따른 MLCC의 고부가가치

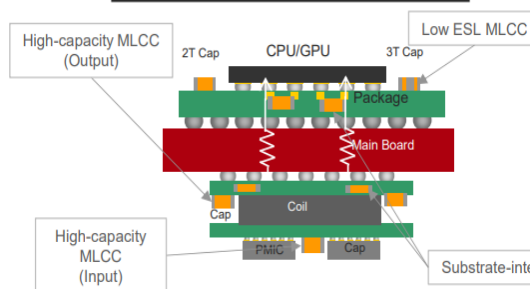
### VR Solutions

\*TAIYO YUDEN forecast



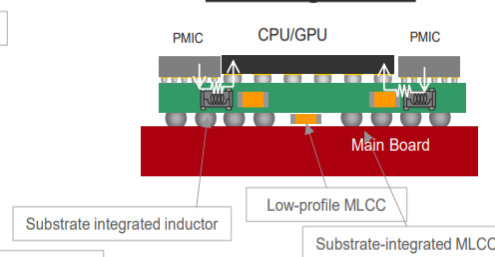
(a) Mother Board VR (Voltage Regulator)  
 전원부가 보드 위에 탑재되고, 전원을 수평으로 공급하는 전통적인 방식. 전력 전달 경로가 길어져 손실과 노이즈가 큼 MLCC가 주로 메인보드에 탑재

### VPD: Vertical Power Distribution



(b) VPD (Vertical Power Distribution)  
 전원부를 보드 하부, 또는 패키지 하부에 배치. 전원을 수직 방향으로 공급 MLCC가 패키지 주변, 기판 내부에 내장 소형화, Low ESL 필요

### IVR : Integrated VR

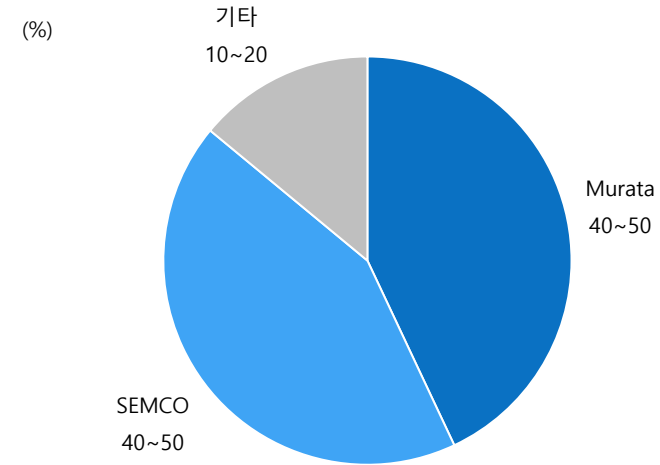


(c) IVR (Integrated VR)  
 전원부와 PMIC를 패키지에 내장. VPD 대비 더욱 진화된 형태. MLCC가 패키지 주변, 기판 내부에 내장 더욱 소형화, Low ESL 필요

## 소결론: 삼성전기, 컨센서스 상향 여력 충분

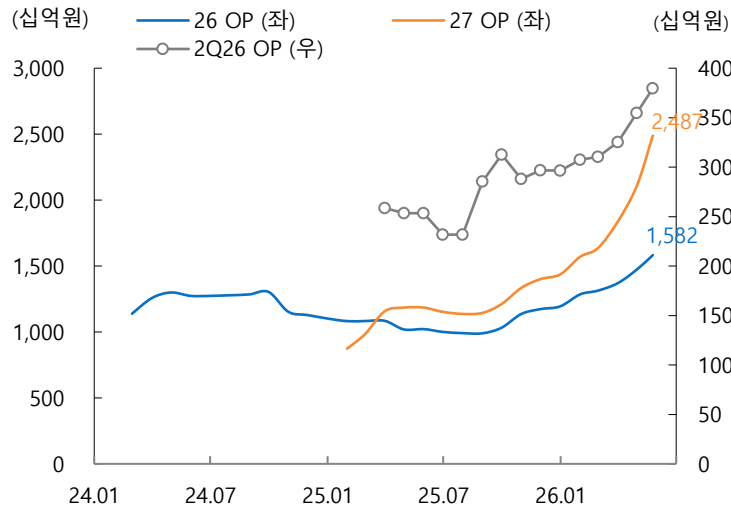
- 앞선 장표에서 살펴본 것처럼 MLCC의 기술적 난이도가 높아지고 있다는 점을 감안하면, 삼성전기의 AI 서버용 MLCC 점유율은 높은 수준을 유지할 것으로 전망한다[그림49].
- 한편, 동사 2027년 영업이익 컨센서스는 2.5조원이나, 이는 아직 MLCC 판가 인상 시나리오를 충분히 반영하지 않은 것으로 보인다. 당사는 당초 동사의 2027년 영업이익을 MLCC 판가 인상 +10% 시 약 2.3조원, +20% 시 약 2.9조원으로 추정했다. 그러나 FC-BGA 수익성 개선 속도가 예상을 크게 상회하고 있다는 점을 감안해, 이제는 MLCC 판가 인상 +10% 시 2.5조원, +20% 시 3.1조원으로 전망한다. 특히 MLCC 가격 인상이 범용을 중심으로 시작되고 있음에 주목한다. 이는 전사적인 평균 판가 인상폭을 높이는 변화다. 따라서 전사 기준 +20% 판가 인상 시나리오에 대한 가시성이 이전보다 높아진 것으로 판단한다

<그림49> AI서버용 MLCC 시장 점유율은 과점화되어 있음



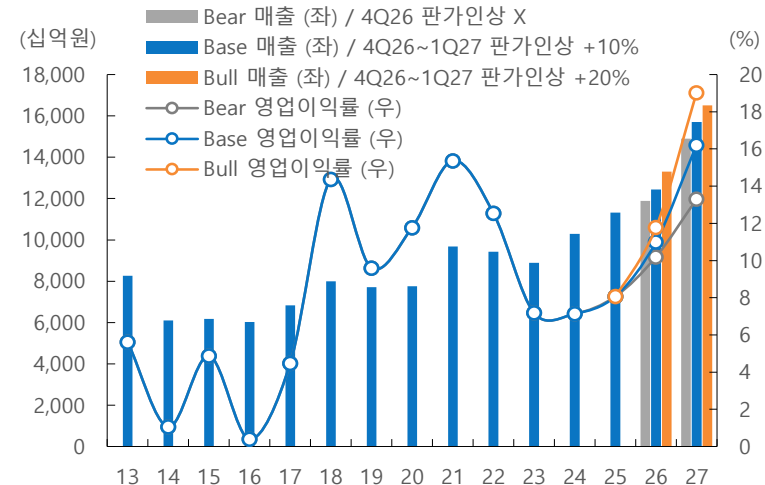
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림50> 27년 삼성전기 영업이익 컨센서스는 2.5조원 수준



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

<그림51> MLCC 판가 인상 시나리오에 따른 전사 실적 전망: 이제는 MLCC 판가 인상 +20% 시 전사 영업이익 3.1조원 → 가능성 높음



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

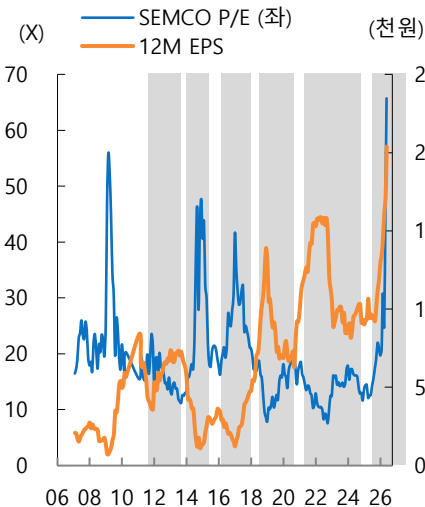


## [전기전자 업종 투자전략]

## 전기전자 투자전략

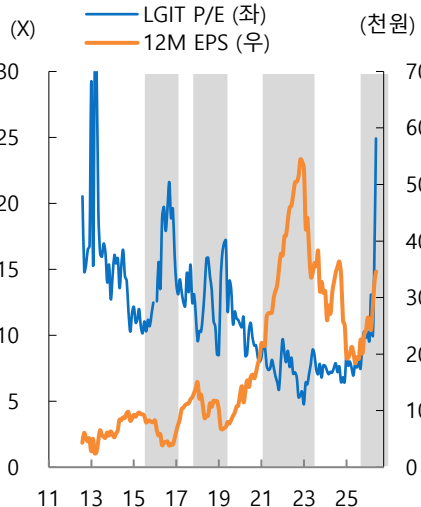
- 전기전자 업종에 대해 Overweight 관점을 견지한다. ① 주요 업체들의 이익 추정치 상향이 당분간 지속될 가능성이 높고, ② 하이퍼스케일러 CapEx 축소와 같이 장기 가시성을 훼손하는 이벤트가 발생하지 않는 한, 시장의 시선이 2027년 이후로 확장될 가능성이 높기 때문이다. 이 경우 2028~2029년까지의 수요 가시성과 공급 제약을 반영한 멀티플 확장이 지속될 수 있다. 잠재 위험은 금리 발작이다. 멀티플이 확장된다는 것은, 주식의 듀레이션이 길어지고 있다는 의미이기 때문이다. 다만 이는 업종 자체의 펀더멘털 훼손보다 할인율 변수에 가깝다.
- 최근 전기전자 업종의 주가는 과거와 다른 흐름을 보이고 있다. MLCC와 PCB는 전통적으로 시클리컬 업종으로 인식되어 왔다. 통상 EPS가 올라가는 구간에서는 업황 피크아웃 우려가 함께 반영되며 멀티플이 하락하는 흐름이 일반적이었다. 그러나 최근에는 EPS와 멀티플이 함께 올라가는, 말 그대로 Re-rating 현상이 나타나고 있다[그림52~55]. 이는 AI 서버를 중심으로 PCB와 MLCC의 수요 가시성이 과거 대비 길어졌기 때문이다.
- 특히 FC-BGA는 이러한 변화를 가장 잘 보여준다. 대규모 CapEx 집행 과정에서 고객사의 선수금, 장기공급계약 등이 동반되고 있으며, 이는 고객사들이 2027년 이후의 생산능력까지 선점하려 한다는 의미다. MLCC 역시 기존 스마트폰 중심의 짧은 주문 사이클에서 벗어나 AI 서버를 중심으로 LTA 성격의 거래가 형성되고 있다. 삼성전기가 MLCC의 보완재 성격을 지닌 Silicon Capacitor에 대해 향후 2년간의 대규모 수주를 공시한 것도 장기 수요 가시성이 높아지고 있음을 보여주는 사례로 볼 수 있다.

<그림52> 삼성전기 12MF P/E, EPS



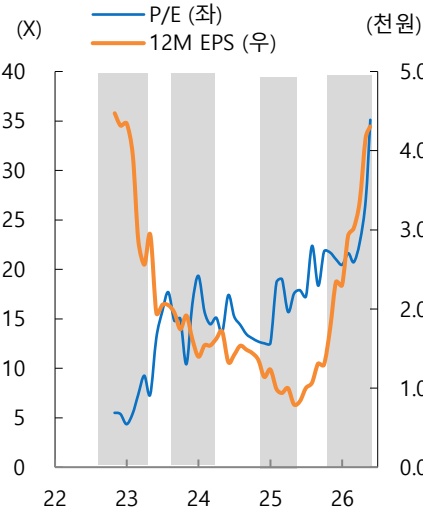
자료: dataguide, iM증권 리서치본부

<그림53> LGIT 12MF P/E, EPS



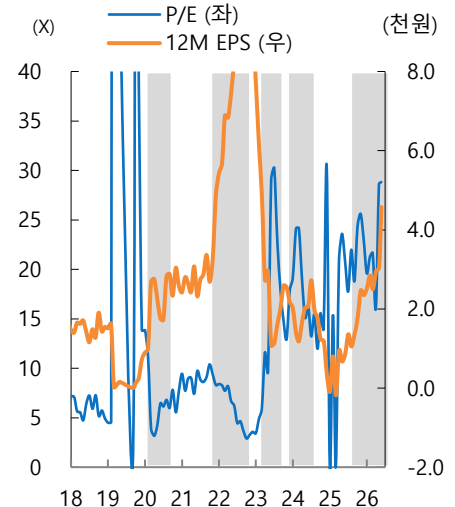
자료: dataguide, iM증권 리서치본부

<그림54> 대덕전자 12MF P/E, EPS



자료: dataguide, iM증권 리서치본부

<그림55> 심텍 12MF P/E, EPS

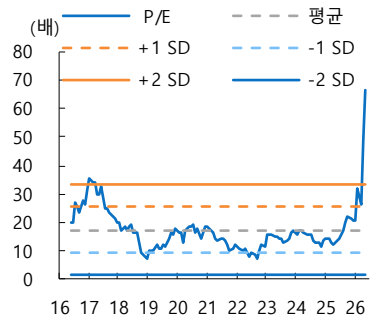


자료: dataguide, iM증권 리서치본부

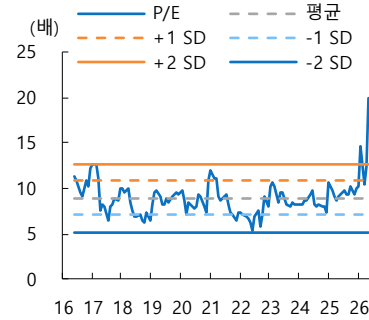
# 전기전자 투자전략

<그림56> 전기전자 주요 종목의 12MF PER 추이: 섹터 전반적으로 시서버, 로봇스 관련 신규 TAM에 진입하며 리레이팅이 발생하고 있음

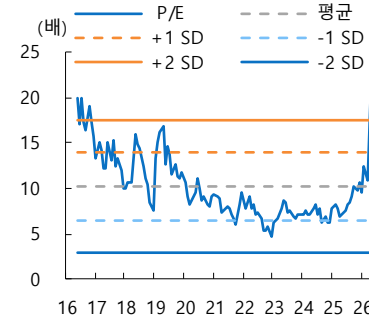
삼성전기



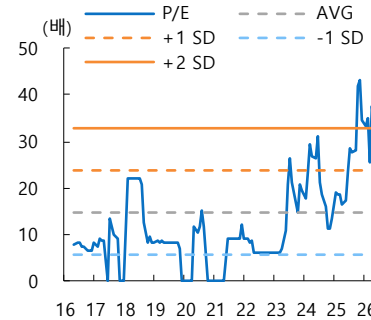
LG전자



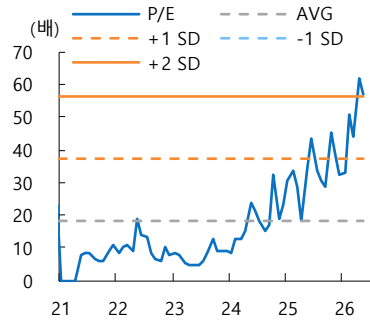
LG이노텍



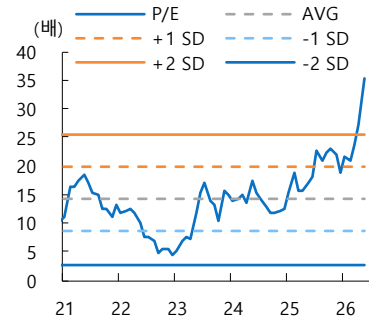
이수페타시스



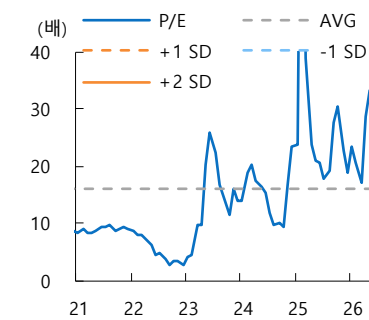
두산



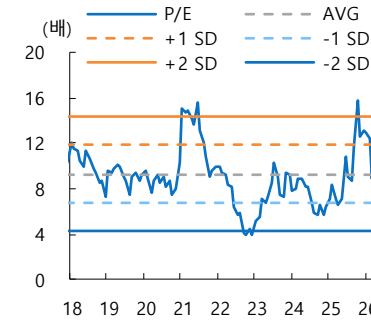
대덕전자



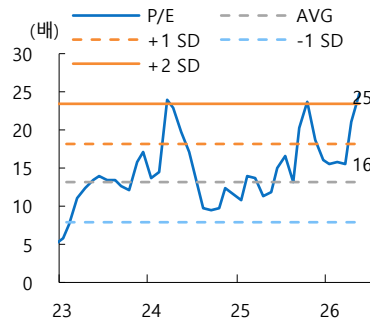
심텍



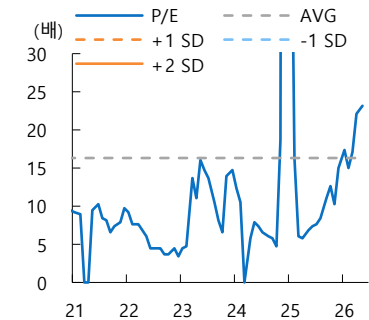
해성디에스



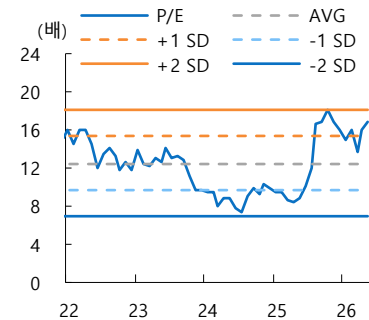
티엘비



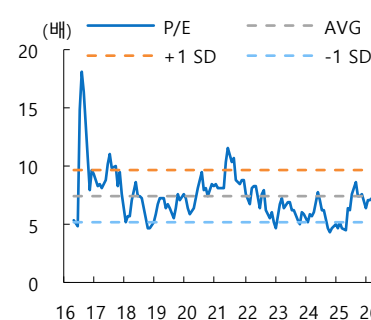
코리아씨킷



솔루엠

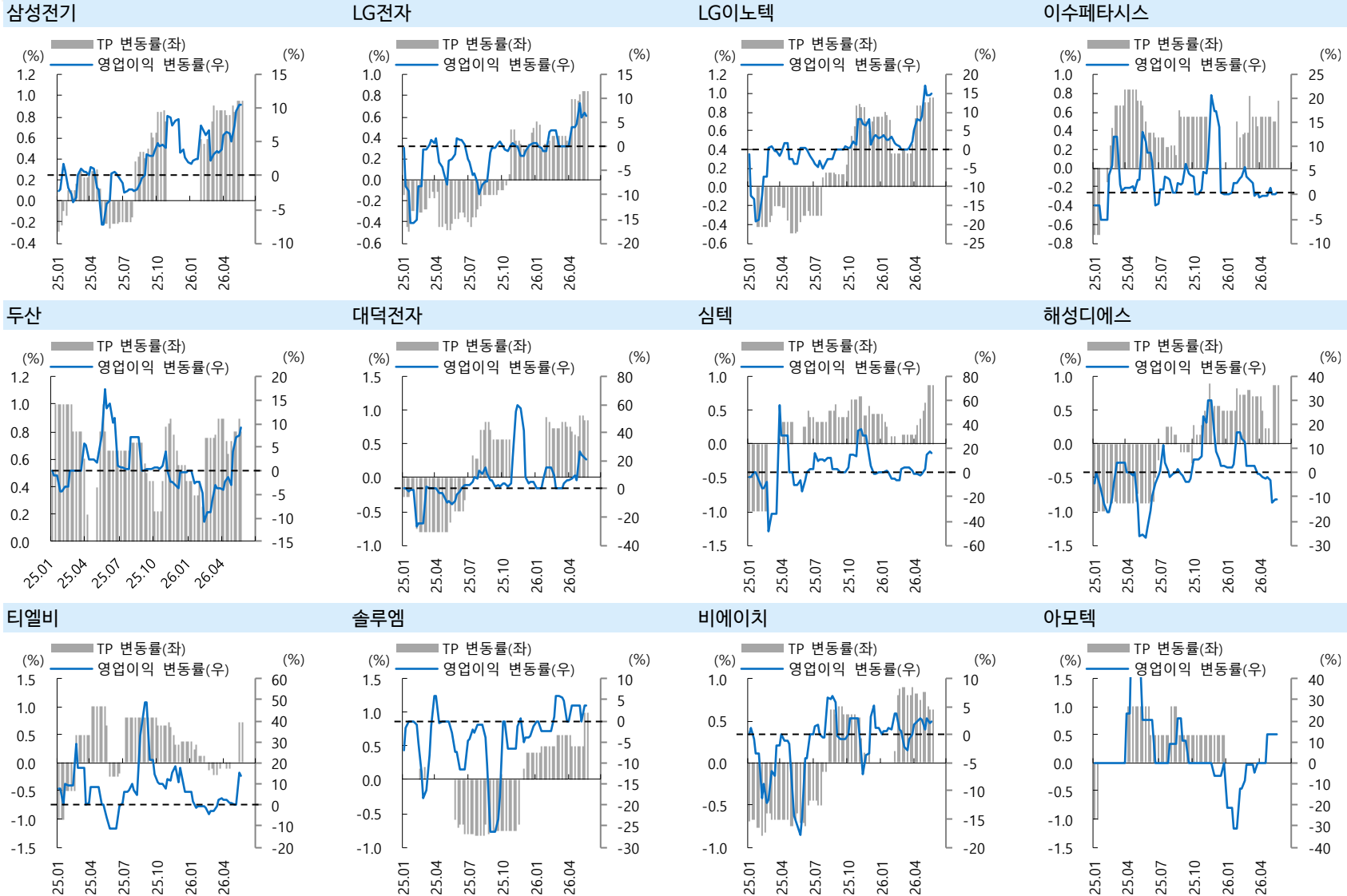


비에이치



# 전기전자 투자전략

<그림57> 전기전자 주요 종목의 TP 변동률과 '26년 영업이익 추정 변동률: 주로 패키지기판 업체들을 중심으로 이익 개선 흐름이 지속되고 있음



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

## 전기전자 투자전략

- 삼성전기, 대덕전자, 심텍, 비에이치를 선호하고, 당사 신희철 연구원이 **커버**하는 기가비스에 대해서도 긍정적으로 평가한다.

① 삼성전기는 명실상부 MLCC와 FC-BGA 산업의 탑티어이자 글로벌 AI 컴포넌트 주도주다. AI 서버용 MLCC 수요 확대 및 가격 인상 여력 보유, FC-BGA의 고부가 제품 비중 상승, Silicon Capacitor 추가 수주 가능성까지 감안하면 이익 추정치 상향 여지가 여전히 크다. 2027년 기준 P/E와 PEG는 각각 40배, 0.4배로 글로벌 Peer 대비 저평가되어 있는 것으로 판단한다. 삼성전기의 주가 상승은 개별 종목의 상승에 그치지 않고, 여타 국내 부품 업종 전반의センチ먼트 개선으로 이어질 수 있다는 점에서 중요하다.

② 대덕전자는 국내 FC-BGA 2인자다. 하반기 70바디급 대면적 스위치 기판 양산이 성공적으로 이루어진다면, AI 네트워크용 FC-BGA 업체로 리레이팅될 가능성이 높다. 이는 대만 Nan Ya PCB의 리레이팅 스토리와 궤를 같이한다. 또한 수익성 높은 우주항공용 MLB가 새로운 투자포인트로 부각될 수 있다는 점도 긍정적이다.

③ 심텍은 Vera CPU standalone 시장 확장에 따른 수혜가 가장 큰 종목이다. 기존에는 사이클 민감도가 가장 높은 기판 업체 중 하나였으나, AI 서버에 대한 LPDDR 기판 수요 확대와 SOCAMM 모듈 양방향 수혜가 가능하다. 특히 Vera CPU standalone 수요 확장은 동사의 실적 가시성과 멀티플을 높일 수 있다.

④ 비에이치는 현재 iPhone향 FPCB가 매출의 약 70%를 차지하고 있어 스마트폰 사이클 의존도가 높지만, 글로벌 휴머노이드 업체향으로 새로운 기회가 열릴 가능성이 커졌다. 당사는 이미 모바일용 미세 피치 FPCB와 전장용 대면적 FPCB 양산 경험을 보유하고 있어, 휴머노이드 공급망 내 탈중국 벤더로서의 전략적 가치가 부각될 수 있다. 2027년 P/E는 9배에 불과해, 신규 응용처라는 옵션을 감안하면 밸류에이션 부담도 크지 않다.

⑤ 기가비스는 FC-BGA 내층 검사장비 시장에서 약 60%의 점유율을 차지하고 있으며, Ibiden과 삼성전기의 메인벤더다. FC-BGA가 대면적화·고다층화될수록 내층 결함 검출의 중요성은 더 커질 수밖에 없다. Ibiden과 삼성전기의 CapEx 확대를 감안하면, 기가비스의 신규 수주는 2H26부터 본격적으로 확인될 전망이다.



## [기업분석]

|  |    |
|--|----|
| 삼성전기 (009150) / BUY / 1,800,000원 (상향)  | 41 |
| LG이노텍 (011070) / BUY / 1,000,000원 (상향) | 48 |
| 대덕전자 (353200) / BUY / 200,000원 (상향)    | 53 |
| 심텍 (222800) / BUY / 185,000원 (상향)      | 58 |
| 비에이치 (090460) / BUY / 55,000원 (상향)     | 64 |
| 솔루엠 (248070) / BUY / 27,000원 (상향)      | 70 |
| 아모텍 (052710) / BUY / 29,000원 (상향)      | 75 |
| 성호전자 (043260) / NR                     | 80 |

# 삼성전기(009150)

## 글로벌 AI 컴포넌트 주도주

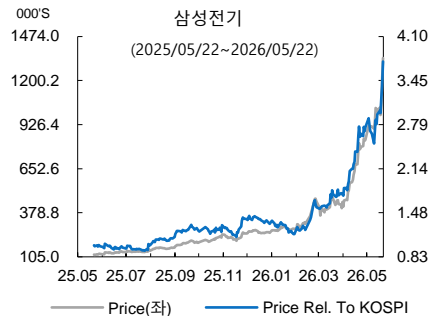
Buy (Maintain)

|                |                |
|----------------|----------------|
| 목표주가(12M)      | 1,800,000원(상향) |
| 종가(2026.05.22) | 1,340,000원     |
| 상승여력           | 34.3 %         |

**Stock Indicator**

|           |                    |
|-----------|--------------------|
| 자본금       | 388십억원             |
| 발행주식수     | 7,469만주            |
| 시가총액      | 100,090십억원         |
| 외국인지분율    | 38.3%              |
| 52주 주가    | 117,300~1,340,000원 |
| 60일평균거래량  | 819,984주           |
| 60일평균거래대금 | 576.7십억원           |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M    | 6M    | 12M     |
|----------|------|-------|-------|---------|
| 절대수익률    | 70.1 | 200.4 | 492.9 | 1,042.4 |
| 상대수익률    | 48.9 | 169.0 | 388.9 | 839.6   |



**[투자포인트]**

- 목표주가를 기존 140만원에서 180만원으로 상향한다. '25~'28년 전사 영업이익은 연평균 +65% 성장할 전망이며, 따라서 컴포넌트와 패키지의 '27년 실적에 각각 55배, 56배의 Target P/E를 적용함에 무리 없다. 이는 글로벌 MLCC 및 패키지 업체들의 평균 '27년 P/E인 43배, 42배에 공히 +30%의 프리미엄을 부여한 것으로, 결과적으로 목표 시가총액은 135조원이다[그림12].
- '27년과 '28년 영업이익 추정치를 각각 +10%, +9% 상향한 3.1조원, 4.1조원으로 전망한다. 이는 MLCC 판가 +20% 인상을 반영한 결과다. 당초 당사는 AI 서버용 MLCC 가격이 먼저 인상될 것으로 예상했다. 그러나 최근에는 범용 MLCC 가격이 먼저 상승하는 흐름이 확인되고 있다. 이는 오히려 투자 논리를 편하게 만든다. 그동안의 쟁점은 "AI용 MLCC 가격은 오를 수 있더라도, IT 세트 수요가 부진한 환경에서 범용 MLCC 가격까지 상승할 수 있는가"였기 때문이다.
- 당사는 3Q26을 MLCC 공급의 변곡점으로 판단한다. ① IT 성수기 진입과 함께 Apple의 생산 계획이 예상보다 강하고, ② Nvidia 신규 플랫폼 및 다수 하이퍼스케일러의 신규 ASIC 프로젝트가 본격화되기 때문이다. 이를 기점으로 MLCC 공급 타이트함은 한층 심화될 가능성이 높다. 아울러 Silicon Capacitor 추가 수주 가능성 및 LTA 비즈니스가 수동소자 사업 전반으로 확산될 가능성도 중요한 주가 촉매가 될 전망이다.

| FY           | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 11,314  | 13,310  | 16,516  | 18,614  |
| 영업이익(십억원)    | 913     | 1,568   | 3,142   | 4,093   |
| 순이익(십억원)     | 706     | 1,248   | 2,575   | 3,387   |
| EPS(원)       | 9,099   | 16,080  | 33,186  | 43,647  |
| BPS(원)       | 122,960 | 138,332 | 167,480 | 205,052 |
| PER(배)       | 28.0    | 83.3    | 40.4    | 30.7    |
| PBR(배)       | 2.1     | 9.7     | 8.0     | 6.5     |
| ROE(%)       | 7.7     | 12.3    | 21.7    | 23.4    |
| 배당수익률(%)     | 0.9     | 0.2     | 0.5     | 0.7     |
| EV/EBITDA(배) | 10.3    | 39.1    | 22.0    | 17.3    |

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

# 삼성전기(009150)

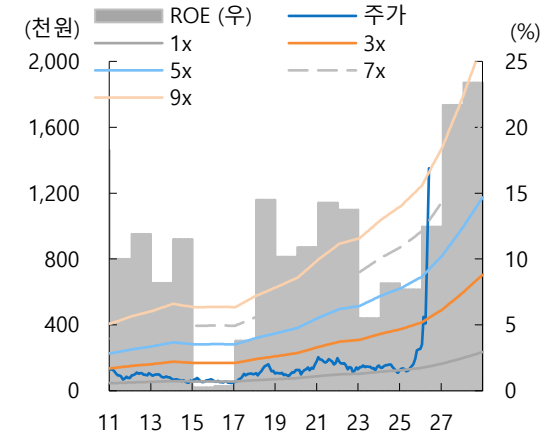
삼성전기 연결기준 영업실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q25   | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26p | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출    | 2,739  | 2,785 | 2,889 | 2,902 | 3,209 | 3,230 | 3,460 | 3,410 | 11,314 | 13,310 | 16,516 | 18,614 |
| YoY   | 4.8%   | 8.2%  | 10.5% | 16.4% | 17.2% | 16.0% | 19.8% | 17.5% | 9.9%   | 17.6%  | 24.1%  | 12.7%  |
| 컴포넌트  | 1,216  | 1,281 | 1,381 | 1,320 | 1,409 | 1,524 | 1,658 | 1,646 | 5,198  | 6,237  | 8,717  | 10,063 |
| YoY   | 18.9%  | 10.4% | 15.4% | 22.0% | 15.8% | 19.0% | 20.1% | 24.6% | 16.5%  | 20.0%  | 39.8%  | 15.4%  |
| 패키지   | 499    | 565   | 593   | 645   | 725   | 762   | 840   | 832   | 2,302  | 3,159  | 3,734  | 4,339  |
| YoY   | 16.6%  | 13.1% | 6.3%  | 17.4% | 45.3% | 35.0% | 41.6% | 28.9% | 13.1%  | 37.2%  | 18.2%  | 16.2%  |
| 광학    | 1,023  | 939   | 915   | 937   | 1,076 | 944   | 962   | 933   | 3,814  | 3,914  | 4,065  | 4,211  |
| YoY   | -12.8% | 2.0%  | 6.3%  | 8.8%  | 5.1%  | 0.6%  | 5.2%  | -0.4% | 0.0%   | 2.6%   | 3.8%   | 3.6%   |
| 영업이익  | 201    | 213   | 260   | 239   | 281   | 381   | 493   | 413   | 913    | 1,568  | 3,142  | 4,093  |
| OPM   | 7.3%   | 7.6%  | 9.0%  | 8.3%  | 8.7%  | 11.8% | 14.3% | 12.1% | 8.1%   | 11.8%  | 19.0%  | 22.0%  |
| 컴포넌트  | 134    | 157   | 181   | 138   | 165   | 244   | 316   | 258   | 609    | 983    | 2,261  | 2,918  |
| OPM   | 11.0%  | 12.2% | 13.1% | 10.5% | 11.7% | 16.0% | 19.1% | 15.7% | 11.7%  | 15.8%  | 25.9%  | 29.0%  |
| 패키지   | 23     | 25    | 40    | 48    | 55    | 105   | 136   | 130   | 135    | 426    | 719    | 998    |
| OPM   | 4.6%   | 4.4%  | 6.7%  | 7.4%  | 7.6%  | 13.8% | 16.1% | 15.6% | 5.9%   | 13.5%  | 19.3%  | 23.0%  |
| 광학    | 44     | 32    | 40    | 53    | 60    | 32    | 42    | 25    | 169    | 159    | 162    | 177    |
| OPM   | 4.3%   | 3.4%  | 4.3%  | 5.7%  | 5.6%  | 3.4%  | 4.3%  | 2.7%  | 4.4%   | 4.1%   | 4.0%   | 4.2%   |

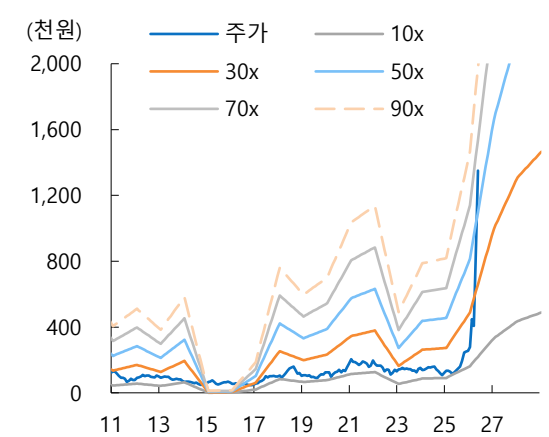
자료: iM증권

삼성전기 밸류에이션 밴드

12개월 Fwd. PBR Band



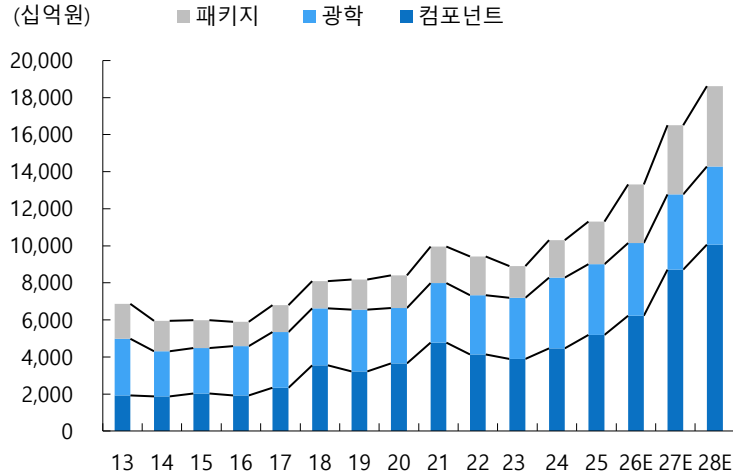
12개월 Fwd. PER Band



자료: Dataguide, iM증권

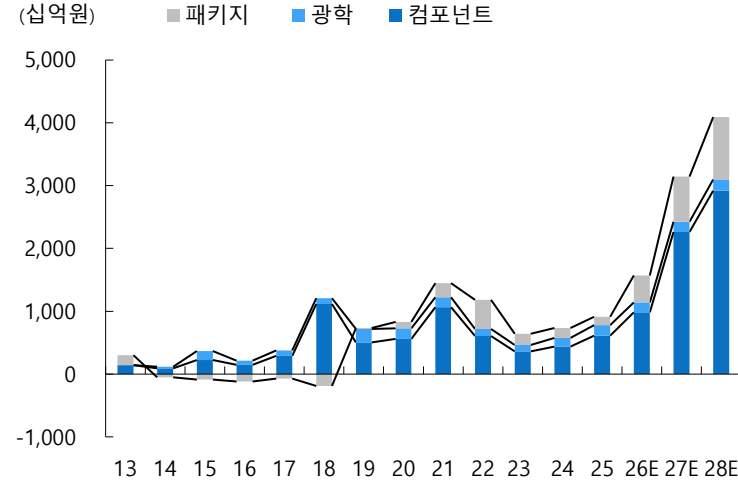
## Key Charts

<그림1> 삼성전기 부문별 매출 추이 및 전망



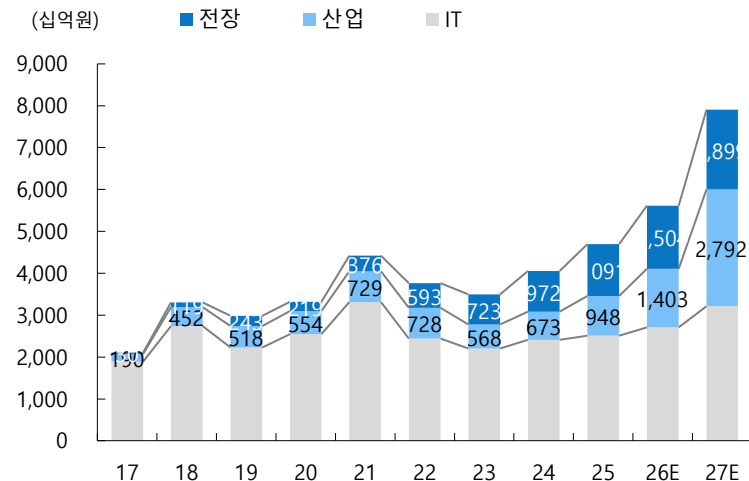
자료 : dataguide, iM증권 리서치본부

<그림2> 삼성전기 부문별 영업이익 추이 및 전망



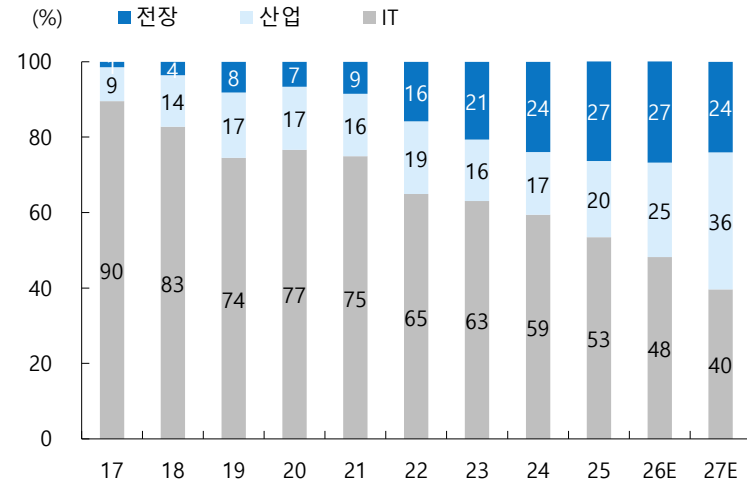
자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림3> 삼성전기 MLCC 응용처별 매출 추이 및 전망



자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부  
주: 금번 SiCap 수주를 산업 응용처에 포함

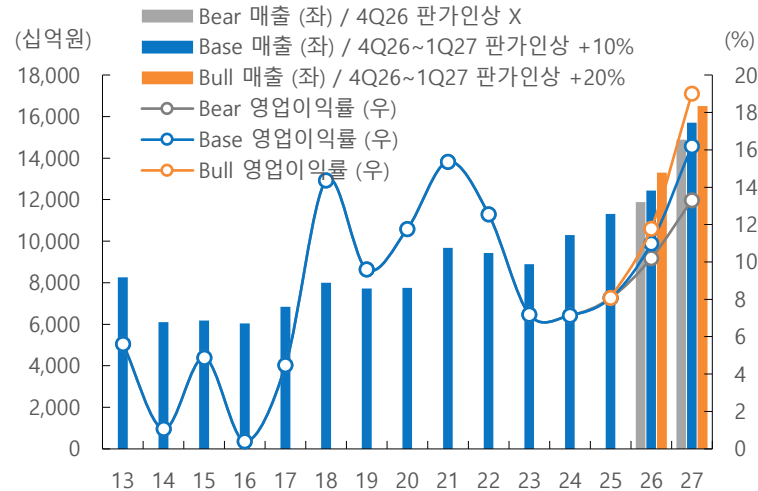
<그림4> 삼성전기 MLCC 응용처별 매출 비중 추이 및 전망



자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부  
주: 금번 SiCap 수주를 산업 응용처에 포함

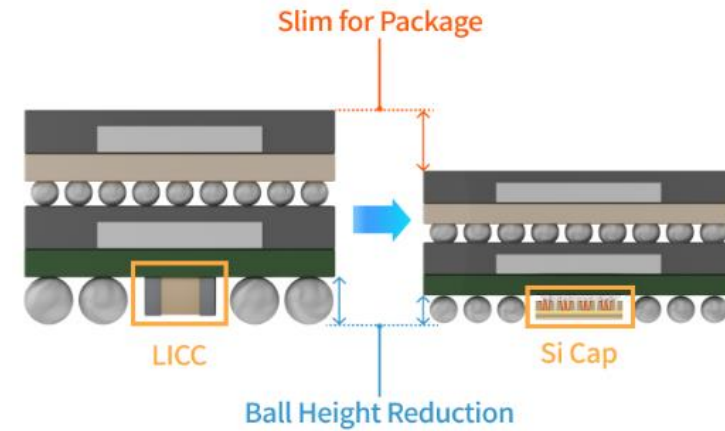
## Key Charts

<그림5> MLCC 판가 인상 가정에 따른 전자 매출 및 영업이익률 전망



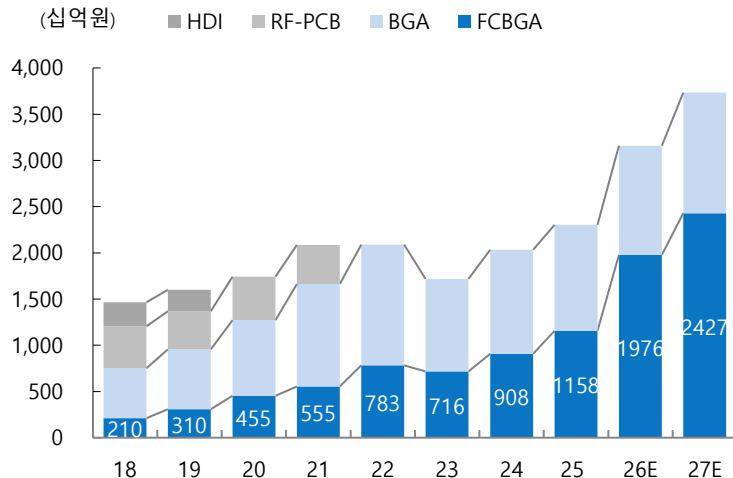
자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

<그림6> LICC 대비 SiCap 적용 시 패키지 박형화 가능



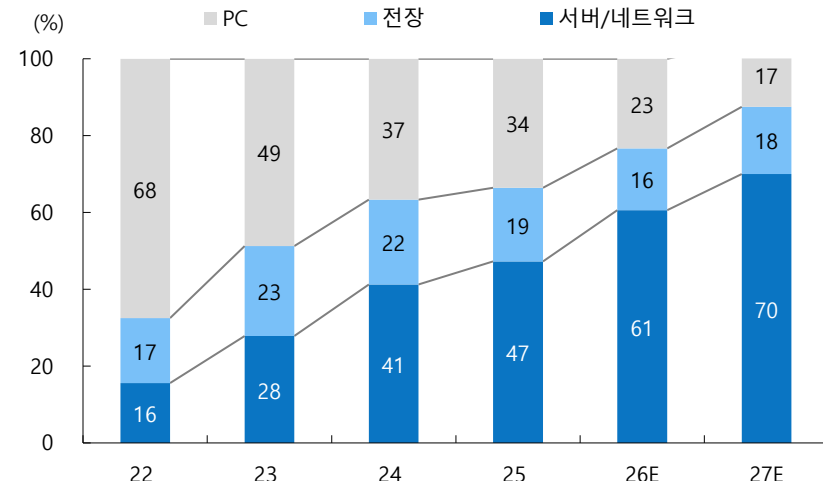
자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림7> 삼성전기 PCB 매출 추이 및 전망



자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림8> 삼성전기 FC-BGA 응용처별 매출 비중 추이 및 전망



자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

## Key Charts

<그림9> 주요 국내외 PCB 업체 주가 변동 및 PER 비교

| 종목명         | 주가        | 3M 변동% | 6M 변동% | 26년 PER | 27년 PER | 12MF PER |
|-------------|-----------|--------|--------|---------|---------|----------|
| 삼성전기        | 1,331,000 | 68.7   | 186.9  | 79.8    | 49.8    | 64.5     |
| LG이노텍       | 863,000   | 58.9   | 199.1  | 27.3    | 23.4    | 25.6     |
| 대덕전자        | 151,300   | 31.3   | 139.0  | 40.8    | 29.4    | 35.4     |
| 심텍          | 131,200   | 46.6   | 140.7  | 48.2    | 24.4    | 34.8     |
| 티엘비         | 118,400   | 50.8   | 84.7   | 33.7    | 24.5    | 29.4     |
| 코리아씨        | 96,200    | -1.6   | 62.5   | 21.2    | 15.3    | 18.4     |
| <b>국내평균</b> |           |        |        | 41.8    | 27.8    | 34.7     |
| Ibiden      | 20,930    | 116.8  | 269.5  | 93.5    | 69.1    | 88.8     |
| Kinsus      | 669       | 27.2   | 105.5  | 70.6    | 35.0    | 50.4     |
| NYPCB       | 884       | 1.1    | 59.9   | 69.5    | 30.9    | 46.5     |
| Unimicron   | 990       | 25.3   | 115.9  | 68.2    | 33.4    | 48.3     |
| <b>해외평균</b> |           |        |        | 75.4    | 42.1    | 58.5     |

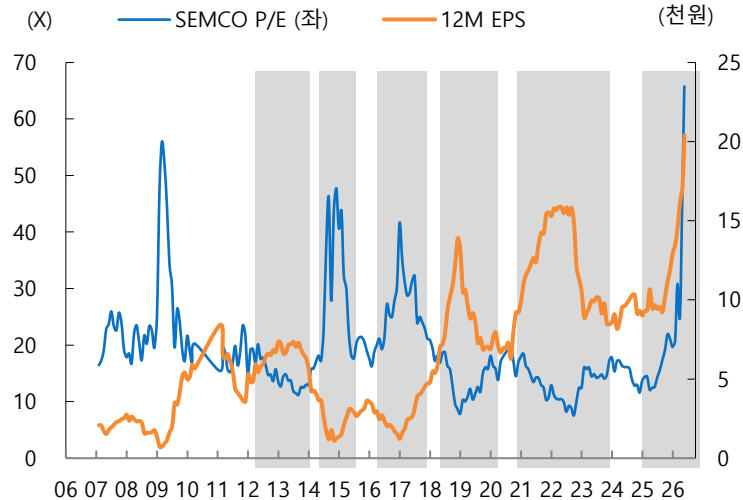
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림10> 주요 국내외 MLCC 업체 주가 변동 및 PER 비교

| 종목명         | 주가        | 3M 변동% | 6M 변동% | 26년 PER | 27년 PER | 12MF PER |
|-------------|-----------|--------|--------|---------|---------|----------|
| 삼성전기        | 1,331,000 | 68.7   | 186.9  | 79.8    | 49.8    | 64.5     |
| 삼화콘덴서       | 102,000   | 60.1   | 78.0   | 48.5    | 33.9    | 41.5     |
| 아모텍         | 22,800    | -3.4   | 62.9   | 37.7    | 15.9    | 24.5     |
| <b>국내평균</b> |           |        |        | 55.3    | 33.2    | 43.5     |
| 무라타         | 7,928     | 60.6   | 87.7   | 46.7    | 36.9    | 44.9     |
| TDK         | 3,715     | 38.1   | 56.2   | 31.2    | 27.8    | 30.6     |
| 태양유전        | 10,605    | 63.0   | 106.7  | 55.4    | 36.8    | 51.5     |
| Yageo       | 691       | 132.7  | 130.3  | 39.9    | 31.0    | 35.8     |
| Walsin      | 322       | 147.3  | 106.1  | 42.9    | #N/A    | #N/A     |
| CCTC        | 115       | 53.8   | 74.9   | 61.6    | 48.6    | 55.7     |
| Fenghua     | 41        | 82.1   | 60.8   | 100.9   | 76.6    | 89.7     |
| <b>해외평균</b> |           |        |        | 54.1    | 42.9    | 51.4     |

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림11> 12MF P/E, EPS 추이: 멀티플, EPS의 동반개선 (≠시클릭)



자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림12> 삼성전기 SOTP 밸류에이션

| (십억원, 백만주, 원) | 26NP  | 27NP  | 목표 P/E | 사업가치    | 비고                              |
|---------------|-------|-------|--------|---------|---------------------------------|
| ① 컴포          | 783   | 1,840 | 55     | 100,475 | 글로벌 Peer의 '27년 평균 P/E 43배의 +30% |
| ② 패키지         | 339   | 585   | 56     | 32,727  | 글로벌 Peer의 '27년 평균 P/E 42배의 +30% |
| ③ 광학          | 126   | 132   | 12     | 1,580   | 27년 NP에 12배 적용                  |
| 합계            | 1,248 | 2,557 |        | 134,781 | 27년 기준 합산 사업가치 = 135조원          |
| 발행주식수         |       |       |        |         | 75                              |
| 적정 주가         |       |       |        |         | 1,804,455                       |
| 목표 주가         |       |       |        |         | 1,800,000                       |
| 현재 주가         |       |       |        |         | 1,340,000                       |
| 업사이드          |       |       |        |         | 34%                             |

자료 : iM증권 리서치본부

주: 사업부별 영업외손익, 유효세율은 영업이익에 비례하여 배분

# K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산       |       | 7,098  | 6,835  | 7,558  | 9,007  |
| 현금 및 현금성자산 |       | 2,701  | 1,680  | 1,187  | 1,838  |
| 단기금융자산     |       | 24     | 25     | 26     | 26     |
| 매출채권       |       | 1,867  | 2,196  | 2,726  | 3,072  |
| 재고자산       |       | 2,413  | 2,839  | 3,522  | 3,970  |
| 비유동자산      |       | 7,498  | 9,563  | 10,702 | 11,113 |
| 유형자산       |       | 6,222  | 8,272  | 9,413  | 9,826  |
| 무형자산       |       | 152    | 166    | 164    | 161    |
| 자산총계       |       | 14,596 | 16,397 | 18,260 | 20,120 |
| 유동부채       |       | 3,819  | 4,434  | 4,115  | 3,119  |
| 매입채무       |       | 641    | 754    | 936    | 1,055  |
| 단기차입금      |       | 2,003  | 1,503  | 977    | 635    |
| 유동성장기부채    |       | 25     | 25     | 25     | 25     |
| 비유동부채      |       | 979    | 960    | 867    | 791    |
| 사채         |       | -      | -      | -      | -      |
| 장기차입금      |       | 188    | 170    | 76     | -      |
| 부채총계       |       | 4,799  | 5,394  | 4,982  | 3,909  |
| 지배주주지분     |       | 9,542  | 10,735 | 12,997 | 15,912 |
| 자본금        |       | 388    | 388    | 388    | 388    |
| 자본잉여금      |       | 1,054  | 1,054  | 1,054  | 1,054  |
| 이익잉여금      |       | 7,065  | 8,070  | 10,143 | 12,871 |
| 기타자본항목     |       | 1,035  | 1,223  | 1,412  | 1,600  |
| 비지배주주지분    |       | 256    | 268    | 281    | 298    |
| 자본총계       |       | 9,797  | 11,003 | 13,278 | 16,210 |

| 현금흐름표        | (십억원) | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름    |       | 1,490  | 2,774  | 2,956  | 3,657  |
| 당기순이익        |       | 731    | 1,260  | 2,588  | 3,404  |
| 유형자산감가상각비    |       | 884    | 950    | 1,359  | 1,587  |
| 무형자산상각비      |       | 41     | 43     | 47     | 46     |
| 지분법관련손실(이익)  |       | 1      | 1      | 1      | 1      |
| 투자활동 현금흐름    |       | -1,223 | -2,801 | -2,289 | -1,788 |
| 유형자산의 처분(취득) |       | -1,191 | -3,000 | -2,500 | -2,000 |
| 무형자산의 처분(취득) |       | -      | -      | -      | -      |
| 금융상품의 증감     |       | -224   | -      | -      | -      |
| 재무활동 현금흐름    |       | 418    | -803   | -968   | -1,026 |
| 단기금융부채의증감    |       | 603    | -501   | -526   | -342   |
| 장기금융부채의증감    |       | 59     | -19    | -93    | -76    |
| 자본의증감        |       | -      | -      | -      | -      |
| 배당금지급        |       | -      | -      | -      | -      |
| 현금및현금성자산의증감  |       | 688    | -1,021 | -493   | 652    |
| 기초현금및현금성자산   |       | 2,013  | 2,701  | 1,680  | 1,187  |
| 기말현금및현금성자산   |       | 2,701  | 1,680  | 1,187  | 1,838  |

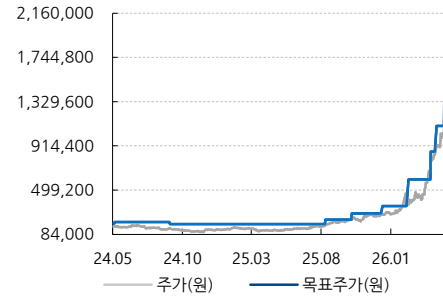
자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         |          | 11,314 | 13,310 | 16,516 | 18,614 |
| 증가율(%)      |          | 9.9    | 17.6   | 24.1   | 12.7   |
| 매출원가        |          | 9,037  | 10,136 | 11,376 | 12,270 |
| 매출총이익       |          | 2,277  | 3,174  | 5,140  | 6,344  |
| 판매비와관리비     |          | 1,364  | 1,606  | 1,999  | 2,251  |
| 연구개발비       |          | 659    | 775    | 962    | 1,084  |
| 기타영업수익      |          | -      | -      | -      | -      |
| 기타영업비용      |          | -      | -      | -      | -      |
| 영업이익        |          | 913    | 1,568  | 3,142  | 4,093  |
| 증가율(%)      |          | 24.3   | 71.7   | 100.3  | 30.3   |
| 영업이익률(%)    |          | 8.1    | 11.8   | 19.0   | 22.0   |
| 이자수익        |          | 72     | 45     | 32     | 50     |
| 이자비용        |          | 76     | 59     | 38     | 24     |
| 지분법이익(손실)   |          | 1      | 1      | 1      | 1      |
| 기타영업외손익     |          | -14    | -18    | -18    | -18    |
| 세전계속사업이익    |          | 896    | 1,537  | 3,118  | 4,101  |
| 법인세비용       |          | 164    | 277    | 530    | 697    |
| 세전계속이익률(%)  |          | 7.9    | 11.5   | 18.9   | 22.0   |
| 당기순이익       |          | 731    | 1,260  | 2,588  | 3,404  |
| 순이익률(%)     |          | 6.5    | 9.5    | 15.7   | 18.3   |
| 지배주주귀속 순이익  |          | 706    | 1,248  | 2,575  | 3,387  |
| 기타포괄이익      |          | 188    | 188    | 188    | 188    |
| 총포괄이익       |          | 919    | 1,449  | 2,776  | 3,592  |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | -      | -      | -      | -      |

| 주요투자지표                 |  | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|------------------------|--|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)                |  |         |         |         |         |
| EPS                    |  | 9,099   | 16,080  | 33,186  | 43,647  |
| BPS                    |  | 122,960 | 138,332 | 167,480 | 205,052 |
| CFPS                   |  | 21,015  | 28,873  | 51,304  | 64,695  |
| DPS                    |  | 2,350   | 3,216   | 6,637   | 8,729   |
| Valuation(배)           |  |         |         |         |         |
| PER                    |  | 28.0    | 83.3    | 40.4    | 30.7    |
| PBR                    |  | 2.1     | 9.7     | 8.0     | 6.5     |
| PCR                    |  | 12.1    | 46.4    | 26.1    | 20.7    |
| EV/EBITDA              |  | 10.3    | 39.1    | 22.0    | 17.3    |
| Key Financial Ratio(%) |  |         |         |         |         |
| ROE                    |  | 7.7     | 12.3    | 21.7    | 23.4    |
| EBITDA이익률              |  | 16.2    | 19.2    | 27.5    | 30.8    |
| 부채비율                   |  | 49.0    | 49.0    | 37.5    | 24.1    |
| 순부채비율                  |  | -5.2    | -0.1    | -1.0    | -7.4    |
| 매출채권회전율(x)             |  | 6.7     | 6.6     | 6.7     | 6.4     |
| 재고자산회전율(x)             |  | 4.9     | 5.1     | 5.2     | 5.0     |

삼성전기 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가      | 과리율    |            |
|------------|------|-----------|--------|------------|
|            |      |           | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2024-05-28 | Buy  | 200,000   | -25.2% | -13.7%     |
| 2024-09-26 | Buy  | 180,000   | -27.6% | -9.5%      |
| 2025-09-02 | Buy  | 220,000   | -9.1%  | 5.5%       |
| 2025-10-30 | Buy  | 280,000   | -12.4% | -2.9%      |
| 2026-01-05 | Buy  | 350,000   | -10.2% | 33.3%      |
| 2026-03-03 | Buy  | 600,000   | -21.2% | 13.3%      |
| 2026-04-21 | Buy  | 860,000   | -5.9%  | -2.4%      |
| 2026-05-04 | Buy  | 1,100,000 | -11.2% | -3.5%      |
| 2026-05-21 | Buy  | 1,400,000 | -4.3%  | -4.3%      |
| 2026-05-26 | Buy  | 1,800,000 |        |            |



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 주권사로 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. 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)

[투자비용등급공시 2026-03-31 기준]

매수  
88.2%

중립(보유)  
11.8%

매도  
-

# LG이노텍(011070)

## 넘치는 러브콜

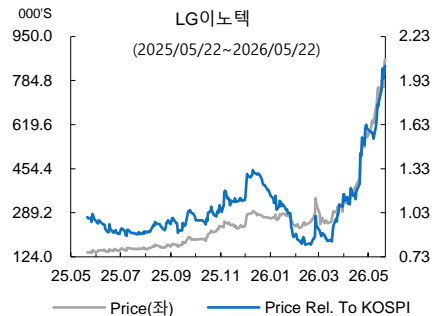
### Buy (Maintain)

|                |                |
|----------------|----------------|
| 목표주가(12M)      | 1,000,000원(상향) |
| 증가(2026.05.22) | 864,000원       |
| 상승여력           | 15.7%          |

### Stock Indicator

|           |                  |
|-----------|------------------|
| 자본금       | 118십억원           |
| 발행주식수     | 2,367만주          |
| 시가총액      | 20,448십억원        |
| 외국인지분율    | 27.5%            |
| 52주 주가    | 138,300~864,000원 |
| 60일평균거래량  | 297,298주         |
| 60일평균거래대금 | 137.2십억원         |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M    | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률    | 59.4 | 212.5 | 272.4 | 520.2 |
| 상대수익률    | 38.2 | 181.0 | 168.4 | 317.5 |



### [투자포인트]

- 목표주가를 기존 630,000원에서 1,000,000원으로 대폭 상향한다. 기존에는 적정 P/B 배수를 적용해 목표주가를 산정했으나, 이번부터는 각 사업부별 Target P/E를 적용한 SOTP 방식으로 변경한다. 패키지와 MLCC를 중심으로 장기 이익 가시성이 높아지고 있음을 반영한 것이다. '27년 광학, 패키지, 모빌리티의 예상 순이익에 각각 12배, 38배, 12배를 적용했으며, 각 사업부 가치는 10조원, 13조원, 8,200억원으로 추산한다[그림4]. 보수적인 관점에서 '26년 추정치를 유지하되, '27년 영업이익 추정치를 +8% 상향한 1.45조원으로 전망한다.
- 패키지솔루션 매출은 '25년 1.7조원, '26년 2조원, '27년 2.5조원으로 성장할 전망이다. 동기간 영업이익률은 7.5%, 11.3%, 16%로 개선될 전망이다. BT 기판은 RF-SiP 신기술 적용을 기반으로 점유율을 확대하는 가운데, GDDR, DDR 등 FC-CSP 기반 단단 메모리기판으로 응용처를 넓히고 있다. FC-BGA는 산업 내 공급 부족이 심화되면서 후발주자인 동사에게도 기회가 열리고 있다. 올해까지는 PC 응용처가 매출의 대부분을 차지하겠으나, '27년부터는 다수의 데이터센터 관련 프로젝트 양산이 시작될 가능성이 높다. 현재 FC-BGA 가동률은 낮은 편이나, 올해 이후 수요 가시성을 감안하면 이미 증설을 검토해야 할 정도로 상황이 개선되고 있다.
- 광학솔루션은 패키지기판 대비 기술적 변화가 크지는 않다. 다만 Apple이 메모리 공급력을 활용해 점유율을 적극적으로 확대하려는 만큼, 동사 광학솔루션의 외형도 '27년까지 완만한 성장이 가능할 전망이다.

| FY           | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 21,897  | 24,914  | 27,358  | 28,507  |
| 영업이익(십억원)    | 665     | 1,172   | 1,450   | 1,609   |
| 순이익(십억원)     | 341     | 1,000   | 1,251   | 1,417   |
| EPS(원)       | 14,419  | 42,236  | 52,860  | 59,869  |
| BPS(원)       | 243,505 | 286,477 | 339,012 | 397,854 |
| PER(배)       | 18.8    | 20.5    | 16.3    | 14.4    |
| PBR(배)       | 1.1     | 3.0     | 2.5     | 2.2     |
| ROE(%)       | 6.1     | 15.9    | 16.9    | 16.2    |
| 배당수익률(%)     | 0.7     | 0.5     | 0.6     | 0.7     |
| EV/EBITDA(배) | 4.0     | 9.0     | 7.7     | 6.6     |

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

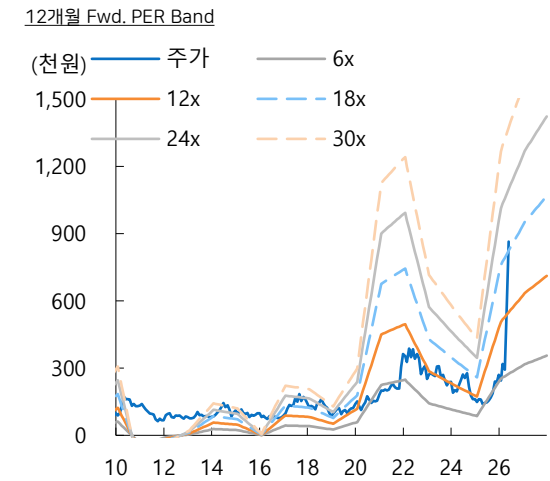
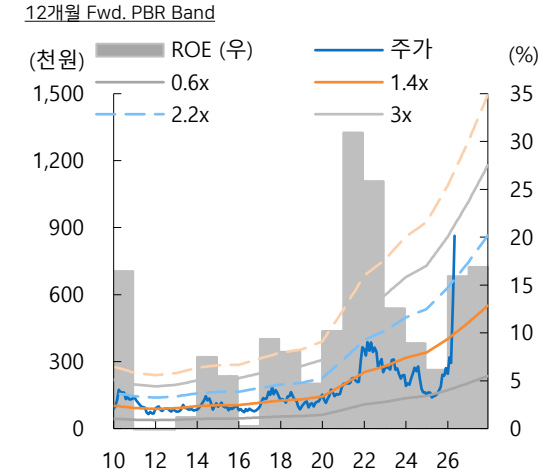
# LG이노텍(011070)

LG이노텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

| (십억원)       | 1Q25  | 2Q25   | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025   | 2026E  | 2027E  |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>매출</b>   | 4,983 | 3,935  | 5,369 | 7,610 | 5,535 | 4,882 | 6,442 | 8,056 | 21,897 | 24,914 | 27,358 |
| %YoY        | 15.0% | -13.6% | -5.6% | 14.8% | 11.1% | 24.1% | 20.0% | 5.9%  | 3.3%   | 13.8%  | 9.8%   |
| 광학          | 4,138 | 3,053  | 4,481 | 6,646 | 4,610 | 3,898 | 5,376 | 6,979 | 18,318 | 20,863 | 22,651 |
| %YoY        | 17.8% | -17.1% | -7.4% | 15.2% | 11.4% | 27.7% | 20.0% | 5.0%  | 2.9%   | 13.9%  | 8.6%   |
| 패키지         | 377   | 416    | 438   | 489   | 437   | 478   | 554   | 571   | 1,720  | 2,040  | 2,521  |
| %YoY        | 14.8% | 10.0%  | 18.2% | 27.6% | 15.9% | 14.8% | 26.7% | 16.7% | 17.8%  | 18.6%  | 23.5%  |
| 모빌리티        | 468   | 466    | 451   | 474   | 487   | 506   | 511   | 506   | 1,858  | 2,010  | 2,186  |
| %YoY        | -4.8% | -6.2%  | -5.7% | -0.1% | 4.2%  | 8.7%  | 13.4% | 6.6%  | -4.3%  | 8.2%   | 8.7%   |
| <b>영업이익</b> | 125   | 11     | 204   | 325   | 295   | 146   | 327   | 404   | 665    | 1,172  | 1,450  |
| OPM         | 2.5%  | 0.3%   | 3.8%  | 4.3%  | 5.3%  | 3.0%  | 5.1%  | 5.0%  | 3.0%   | 4.7%   | 5.3%   |
| 광학          | 73    | -34    | 162   | 281   | 242   | 80    | 233   | 334   | 482    | 890    | 969    |
| OPM         | 1.8%  | -1.1%  | 3.6%  | 4.2%  | 5.3%  | 2.0%  | 4.3%  | 4.8%  | 2.6%   | 4.3%   | 4.3%   |
| 패키지         | 29    | 23     | 29    | 49    | 38    | 55    | 76    | 62    | 129    | 230    | 401    |
| OPM         | 7.6%  | 5.4%   | 6.6%  | 10.0% | 8.6%  | 11.4% | 13.7% | 10.9% | 7.5%   | 11.3%  | 15.9%  |
| 모빌리티        | 23    | 22     | 13    | -7    | 15    | 12    | 18    | 7     | 51     | 52     | 79     |
| OPM         | 4.9%  | 4.8%   | 2.9%  | -1.5% | 3.1%  | 2.3%  | 3.5%  | 1.5%  | 2.8%   | 2.6%   | 3.6%   |

자료: iM증권

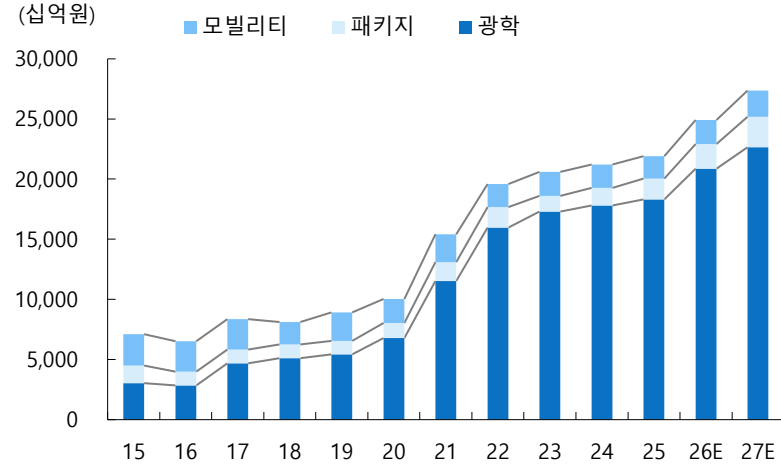
LG이노텍 밸류에이션 밴드



자료: Dataguide, iM증권

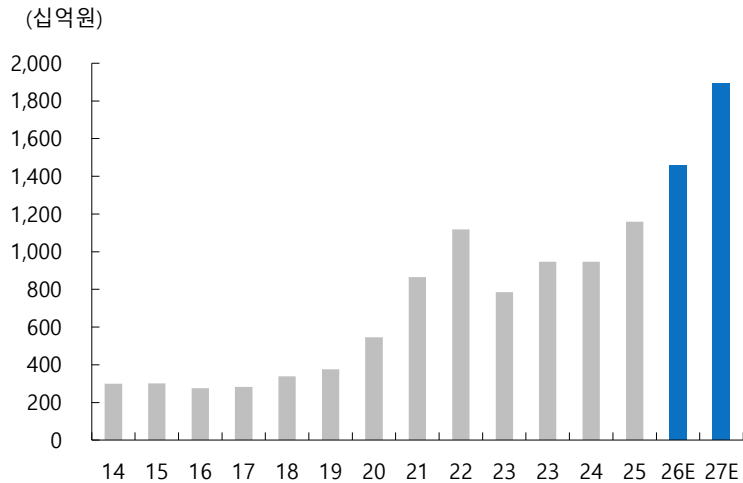
## Key Charts

<그림1> LG이노텍 부문별 매출 추이 및 전망



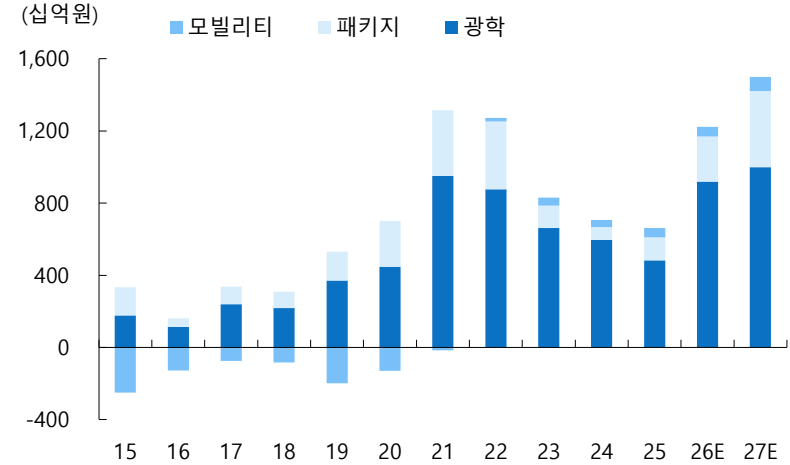
자료 : LG이노텍, iM증권 리서치본부

<그림3> LG이노텍 패키지솔루션 내 패키지와 MLCC 매출 추이 및 전망



자료 : LG이노텍, iM증권 리서치본부

<그림2> LG이노텍 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료 : LG이노텍, iM증권 리서치본부

<그림4> LG이노텍 SOTP 밸류에이션

| (십억원, 백만주, 원) | 26NP  | 27NP  | 목표 P/E | 사업가치      | 비고                                       |
|---------------|-------|-------|--------|-----------|--|
| ① 광학          | 759   | 836   | 12     | 10,036    | 27년 NP에 12배 적용                           |
| ② 패키지         | 196   | 346   | 38     | 13,088    | 27년 NP에 글로벌 Peer '27년 평균 P/E 42배를 10% 할인 |
| ③ 모빌리티        | 44    | 68    | 12     | 821       | 27년 NP에 12배 적용                           |
| 합계            | 1,000 | 1,251 |        | 23,946    |  |
| 발행 주식수        |       |       |        | 24        | 합산 사업가치 / 발행주식수                          |
| 적정 주가         |       |       |        | 1,011,783 |  |
| 목표 주가         |       |       |        | 1,000,000 |  |
| 현재 주가         |       |       |        | 864,000   |  |
| 업사이드          |       |       |        | 16%       |  |

자료 : iM증권 리서치본부

주: 사업부별 영업외손익, 유효세율은 영업이익에 비례하여 배분

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산       |       | 6,778  | 7,337  | 8,114  | 8,737  |
| 현금 및 현금성자산 |       | 1,406  | 1,942  | 2,202  | 2,579  |
| 단기금융자산     |       | 10     | 10     | 11     | 11     |
| 매출채권       |       | 3,552  | 3,233  | 3,537  | 3,680  |
| 재고자산       |       | 1,789  | 2,125  | 2,333  | 2,431  |
| 비유동자산      |       | 5,153  | 5,199  | 5,437  | 5,601  |
| 유형자산       |       | 3,724  | 3,764  | 3,995  | 4,152  |
| 무형자산       |       | 296    | 303    | 310    | 317    |
| 자산총계       |       | 11,931 | 12,536 | 13,551 | 14,338 |
| 유동부채       |       | 4,507  | 4,663  | 4,921  | 4,735  |
| 매입채무       |       | 2,642  | 3,006  | 3,301  | 3,440  |
| 단기차입금      |       | 155    | -      | -      | -      |
| 유동성장기부채    |       | 567    | 486    | 420    | 66     |
| 비유동부채      |       | 1,661  | 1,093  | 607    | 187    |
| 사채         |       | 529    | 264    | 132    | 66     |
| 장기차입금      |       | 1,011  | 708    | 354    | -      |
| 부채총계       |       | 6,168  | 5,756  | 5,527  | 4,922  |
| 지배주주지분     |       | 5,763  | 6,780  | 8,023  | 9,416  |
| 자본금        |       | 118    | 118    | 118    | 118    |
| 자본잉여금      |       | 1,134  | 1,134  | 1,134  | 1,134  |
| 이익잉여금      |       | 4,191  | 5,091  | 6,217  | 7,492  |
| 기타자본항목     |       | 320    | 437    | 555    | 672    |
| 비지배주주지분    |       | -      | -      | -      | -      |
| 자본총계       |       | 5,763  | 6,780  | 8,023  | 9,416  |

| 현금흐름표        | (십억원) | 2025  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름    |       | 1,331 | 2,560  | 2,290  | 2,648  |
| 당기순이익        |       | 341   | 1,000  | 1,251  | 1,417  |
| 유형자산감가상각비    |       | 1,101 | 968    | 977    | 1,043  |
| 무형자산상각비      |       | 50    | 67     | 69     | 70     |
| 지분법관련손실(이익)  |       | -     | -      | -      | -      |
| 투자활동 현금흐름    |       | -796  | -912   | -1,113 | -1,107 |
| 유형자산의 처분(취득) |       | -610  | -1,008 | -1,208 | -1,200 |
| 무형자산의 처분(취득) |       | -     | -      | -      | -      |
| 금융상품의 증감     |       | -211  | -      | -      | -      |
| 재무활동 현금흐름    |       | -453  | -861   | -665   | -911   |
| 단기금융부채의증감    |       | -     | -236   | -66    | -354   |
| 장기금융부채의증감    |       | -391  | -568   | -486   | -420   |
| 자본의증감        |       | -     | -      | -      | -      |
| 배당금지급        |       | -     | -      | -      | -      |
| 현금및현금성자산의증감  |       | 77    | 536    | 260    | 377    |
| 기초현금및현금성자산   |       | 1,329 | 1,406  | 1,942  | 2,202  |
| 기말현금및현금성자산   |       | 1,406 | 1,942  | 2,202  | 2,579  |

자료 : LG이노텍, iM증권 리서치본부

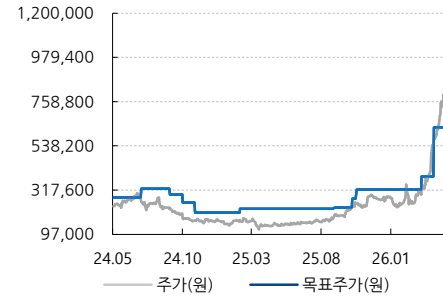
| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         |          | 21,897 | 24,914 | 27,358 | 28,507 |
| 증가율(%)      |          | 3.3    | 13.8   | 9.8    | 4.2    |
| 매출원가        |          | 20,147 | 22,541 | 24,553 | 25,486 |
| 매출총이익       |          | 1,750  | 2,373  | 2,805  | 3,021  |
| 판매비와관리비     |          | 1,085  | 1,201  | 1,355  | 1,412  |
| 연구개발비       |          | 577    | 657    | 721    | 752    |
| 기타영업수익      |          | -      | -      | -      | -      |
| 기타영업비용      |          | -      | -      | -      | -      |
| 영업이익        |          | 665    | 1,172  | 1,450  | 1,609  |
| 증가율(%)      |          | -5.8   | 76.2   | 23.7   | 11.0   |
| 영업이익률(%)    |          | 3.0    | 4.7    | 5.3    | 5.6    |
| 이자수익        |          | 41     | 57     | 65     | 76     |
| 이자비용        |          | 88     | 57     | 36     | 6      |
| 지분법이익(손실)   |          | -      | -      | -      | -      |
| 기타영업외손익     |          | -176   | 22     | 16     | 15     |
| 세전계속사업이익    |          | 409    | 1,197  | 1,498  | 1,697  |
| 법인세비용       |          | 67     | 197    | 247    | 280    |
| 세전계속이익률(%)  |          | 1.9    | 4.8    | 5.5    | 6.0    |
| 당기순이익       |          | 341    | 1,000  | 1,251  | 1,417  |
| 순이익률(%)     |          | 1.6    | 4.0    | 4.6    | 5.0    |
| 지배주주귀속 순이익  |          | 341    | 1,000  | 1,251  | 1,417  |
| 기타포괄이익      |          | 117    | 117    | 117    | 117    |
| 총포괄이익       |          | 459    | 1,117  | 1,368  | 1,534  |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | -      | -      | -      | -      |

| 주요투자지표                 |  | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|------------------------|--|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)                |  |         |         |         |         |
| EPS                    |  | 14,419  | 42,236  | 52,860  | 59,869  |
| BPS                    |  | 243,505 | 286,477 | 339,012 | 397,854 |
| CFPS                   |  | 63,023  | 85,964  | 97,060  | 106,928 |
| DPS                    |  | 1,880   | 4,224   | 5,286   | 5,987   |
| Valuation(배)           |  |         |         |         |         |
| PER                    |  | 18.8    | 20.5    | 16.3    | 14.4    |
| PBR                    |  | 1.1     | 3.0     | 2.5     | 2.2     |
| PCR                    |  | 4.3     | 10.1    | 8.9     | 8.1     |
| EV/EBITDA              |  | 4.0     | 9.0     | 7.7     | 6.6     |
| Key Financial Ratio(%) |  |         |         |         |         |
| ROE                    |  | 6.1     | 15.9    | 16.9    | 16.2    |
| EBITDA이익률              |  | 8.3     | 8.9     | 9.1     | 9.6     |
| 부채비율                   |  | 107.0   | 84.9    | 68.9    | 52.3    |
| 순부채비율                  |  | 14.7    | -7.3    | -16.3   | -26.1   |
| 매출채권회전율(x)             |  | 6.7     | 7.3     | 8.1     | 7.9     |
| 재고자산회전율(x)             |  | 13.0    | 12.7    | 12.3    | 12.0    |

LG이노텍 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가      | 과리율    |            |
|------------|------|-----------|--------|------------|
|            |      |           | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 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   | -16.3% | 7.8%       |
| 2026-04-01 | Buy  | 385,000   | 3.7%   | 40.8%      |
| 2026-04-28 | Buy  | 630,000   | 12.1%  | 37.1%      |
| 2026-05-26 | Buy  | 1,000,000 |        |            |



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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자비용등급공시 2026-03-31 기준]

매수  
88.2%

중립(보유)  
11.8%

매도  
-

# 대덕전자(353200)

## 대면적 FCBGA부터 우주항공용 MLB까지

### Buy (Maintain)

|                |              |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M)      | 200,000원(상향) |
| 증가(2026.05.22) | 151,300원     |
| 상승여력           | 32.2 %       |

### Stock Indicator

|           |                 |
|-----------|-----------------|
| 자본금       | 26십억원           |
| 발행주식수     | 4,942만주         |
| 시가총액      | 7,477십억원        |
| 외국인지분율    | 17.3%           |
| 52주 주가    | 14,450~151,300원 |
| 60일평균거래량  | 1,285,190주      |
| 60일평균거래대금 | 115.8십억원        |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M    | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률    | 31.3 | 132.8 | 212.9 | 946.3 |
| 상대수익률    | 10.1 | 101.3 | 108.9 | 743.6 |



### [투자포인트]

- 목표주가를 165,000원에서 200,000원으로 상향한다. '27년 실적에 P/E 38배를 적용했다. 이는 글로벌 Peer(Ibiden, Unimicron, Kinsus, NYPCB)의 '27년 평균 P/E인 42배를 10% 할인한 것이다. 아울러 '26년, '27년 영업이익 추정치를 각각 +2%, +9% 상향한 2,350억원, 3,400억원으로 전망한다.
- 2Q26부터 메모리기판 판가 인상 효과가 반영될 전망이다. 동사 매출에서 메모리기판이 차지하는 비중은 40~50%이며, 해당 제품의 통상 원가율은 80~90% 수준이다. 이를 감안하면 +10%의 판가 인상은 OPM에 약 +3~4%p의 긍정적 효과를 줄 것으로 추정된다. 당사는 보수적으로 이러한 효과를 거의 반영하지 않았다.
- FC-BGA는 그동안 30바디급 내외의 광모듈, 낸드 컨트롤러를 중심으로 성장해왔고, 2H26부터 70바디에 가까운 PCIe 스위치용 기판을 양산하며, '27년에는 피지컬 AI 기판까지 양산한다. 응용처 확대는 물론, 기술 난이도가 높은 영역으로 점진적으로 확대하는 것이며, 1H27 중 Full 가동이 예상되므로 이에 상응하는 증설 의사결정도 추가로 필요할 것이다. 이는 대만의 Nan Ya PCB, Kinsus가 리레이팅 되어온 과정과 궤를 같이 한다.
- 한편, MLB는 우주항공 응용처가 새로운 성장 동력으로 등장하였다. 당초 포인트였던 AI 가속기용보다 수익성도 훨씬 높고, 매출 개선 속도도 더 가파르다. MLB 증설이 마무리되는 2Q26 이후 또 한번의 도약이 예상된다

| FY           | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 1,065  | 1,541  | 1,861  | 2,038  |
| 영업이익(십억원)    | 49     | 235    | 340    | 425    |
| 순이익(십억원)     | 48     | 194    | 272    | 344    |
| EPS(원)       | 924    | 3,759  | 5,287  | 6,670  |
| BPS(원)       | 17,419 | 20,477 | 24,963 | 30,736 |
| PER(배)       | 51.0   | 40.3   | 28.6   | 22.7   |
| PBR(배)       | 2.7    | 7.4    | 6.1    | 4.9    |
| ROE(%)       | 5.4    | 19.8   | 23.3   | 24.0   |
| 배당수익률(%)     | 2.1    | 0.8    | 0.9    | 1.0    |
| EV/EBITDA(배) | 14.5   | 22.6   | 15.7   | 12.4   |

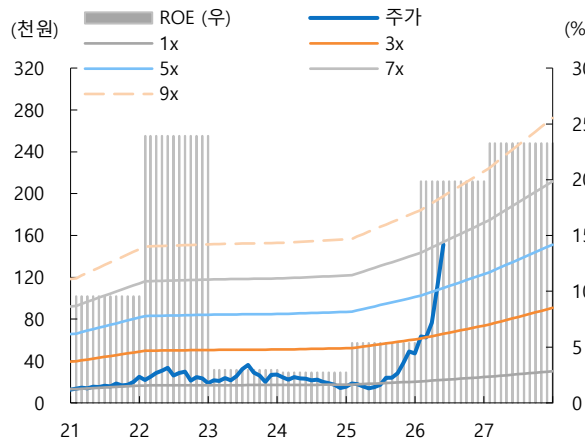
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 대덕전자(353200)

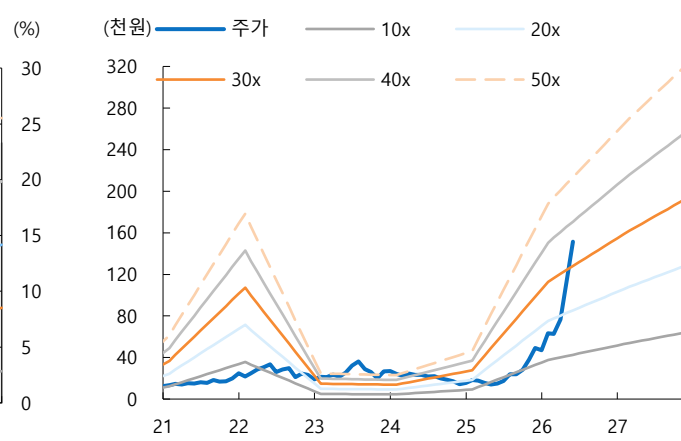
대덕전자 연결기준 영업실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출    | 215   | 246   | 286   | 318   | 346   | 375   | 397   | 423   | 892   | 1,065 | 1,541 | 1,861 |
| YoY   | 0.3%  | 3.2%  | 23.0% | 54.0% | 60.8% | 52.5% | 38.7% | 33.2% | -1.9% | 19.4% | 44.7% | 20.7% |
| QoQ   | 4.3%  | 14.2% | 16.4% | 11.1% | 8.9%  | 8.3%  | 5.8%  | 6.7%  |       |       |       |       |
| PKG   | 177   | 208   | 244   | 274   | 291   | 319   | 332   | 347   | 768   | 902   | 1,288 | 1,514 |
| MLB   | 39    | 38    | 42    | 44    | 55    | 57    | 65    | 77    | 123   | 163   | 254   | 347   |
| 영업이익  | -6    | 2     | 24    | 29    | 51    | 57    | 66    | 60    | 11    | 49    | 235   | 340   |
| YoY   | 적지    | -83%  | 165%  | 흑전    | 흑전    | 2975% | 172%  | 107%  | -53%  | 336%  | 379%  | 45%   |
| QoQ   | 적지    | 흑전    | 1210% | 18%   | 77%   | 12%   | 16%   | -10%  |       |       |       |       |
| OPM   | -2.9% | 0.8%  | 8.5%  | 9.1%  | 14.8% | 15.3% | 16.7% | 14.1% | 1.3%  | 4.6%  | 15.2% | 18.3% |
| 세전이익  | -6    | -2    | 29    | 33    | 60    | 58    | 68    | 62    | 30    | 53    | 248   | 356   |
| 당기순이익 | -6    | 4     | 23    | 26    | 46    | 45    | 53    | 48    | 24    | 48    | 191   | 272   |
| NPM   | -2.6% | 1.8%  | 8.1%  | 8.1%  | 13.1% | 12.0% | 13.3% | 11.2% | 2.7%  | 4.5%  | 12.4% | 14.6% |

12개월 Fwd. PBR Band



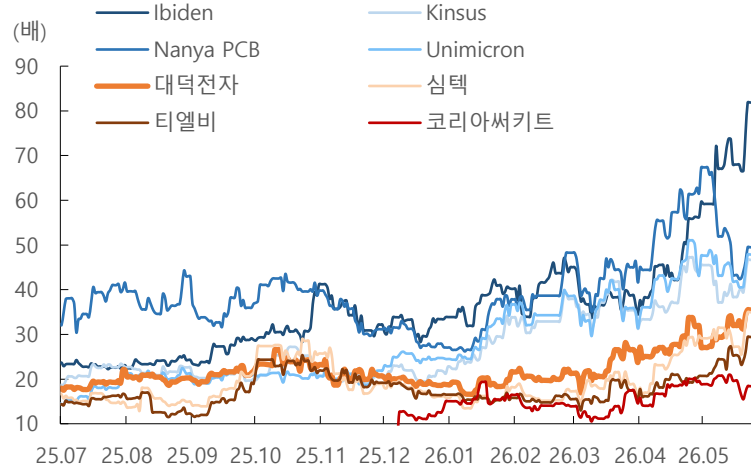
12개월 Fwd. PER Band



자료: Dataguide, iM증권

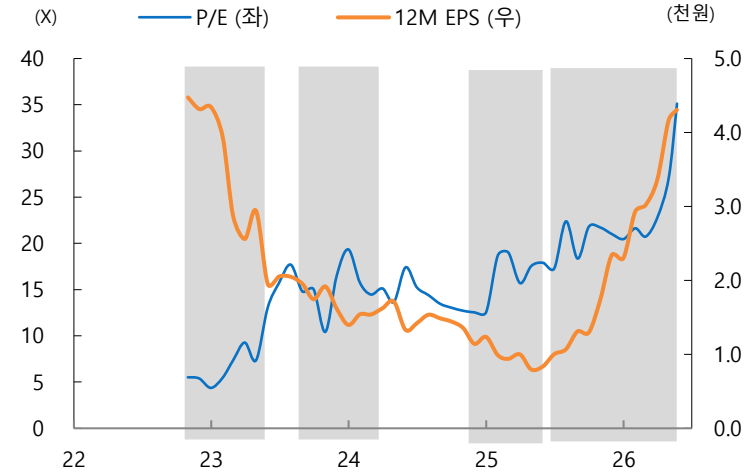
## Key Charts

<그림1> 패키지가판 업체들의 12MF P/E 추이: 대덕전자 캐치업 기대



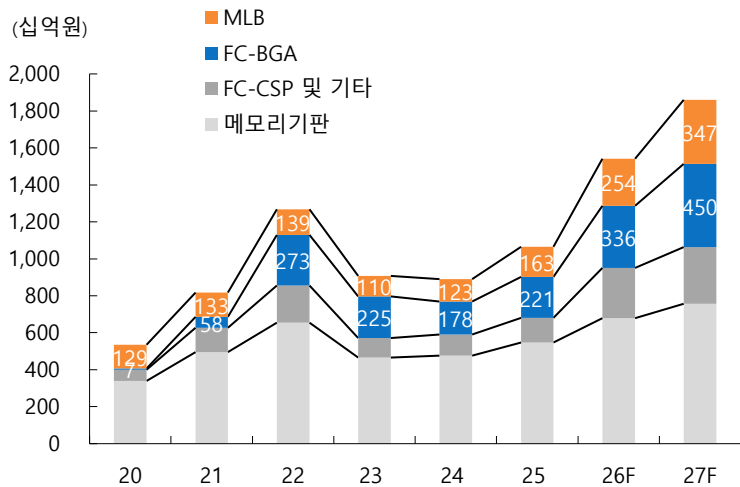
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림2> 12MF P/E와 EPS 추이: 멀티플, EPS의 동반개선 (≠시클릭클)



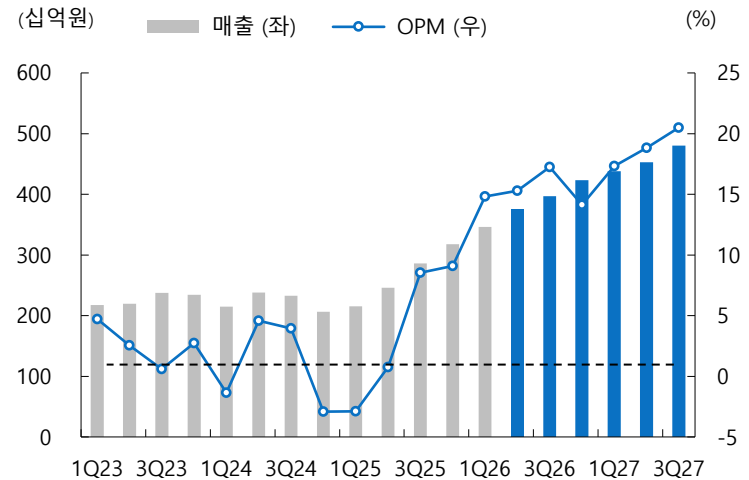
자료 : Dataguide, iM증권 리서치본부

<그림3> 대덕전자 응용처별 연간 매출 추이 및 전망



자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

<그림4> 대덕전자 분기별 매출, 영업이익률 추이 및 전망



자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

# K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산       |       | 588   | 645   | 774   | 1,024 |
| 현금 및 현금성자산 |       | 34    | 20    | 56    | 252   |
| 단기금융자산     |       | 195   | 200   | 206   | 213   |
| 매출채권       |       | 203   | 231   | 279   | 306   |
| 재고자산       |       | 149   | 185   | 223   | 245   |
| 비유동자산      |       | 590   | 713   | 795   | 855   |
| 유형자산       |       | 536   | 661   | 743   | 804   |
| 무형자산       |       | 12    | 10    | 9     | 10    |
| 자산총계       |       | 1,178 | 1,358 | 1,569 | 1,879 |
| 유동부채       |       | 248   | 271   | 250   | 263   |
| 매입채무       |       | 65    | 85    | 102   | 112   |
| 단기차입금      |       | 34    | 34    | -     | -     |
| 유동성장기부채    |       | 7     | 7     | -     | -     |
| 비유동부채      |       | 33    | 33    | 33    | 33    |
| 사채         |       | -     | -     | -     | -     |
| 장기차입금      |       | -     | -     | -     | -     |
| 부채총계       |       | 281   | 303   | 283   | 296   |
| 지배주주지분     |       | 897   | 1,055 | 1,286 | 1,583 |
| 자본금        |       | 26    | 26    | 26    | 26    |
| 자본잉여금      |       | 545   | 545   | 545   | 545   |
| 이익잉여금      |       | 325   | 488   | 724   | 1,027 |
| 기타자본항목     |       | 1     | -4    | -9    | -14   |
| 비지배주주지분    |       | -     | -     | -     | -     |
| 자본총계       |       | 897   | 1,055 | 1,286 | 1,583 |

| 현금흐름표        | (십억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름    |       | 72   | 260   | 347   | 470   |
| 당기순이익        |       | 48   | 194   | 272   | 344   |
| 유형자산감가상각비    |       | 97   | 85    | 118   | 140   |
| 무형자산상각비      |       | 4    | 4     | 3     | 2     |
| 지분법관련손실(이익)  |       | -    | -     | -     | -     |
| 투자활동 현금흐름    |       | -80  | -220  | -210  | -210  |
| 유형자산의 처분(취득) |       | -64  | -210  | -200  | -200  |
| 무형자산의 처분(취득) |       | -    | -     | -     | -     |
| 금융상품의 증감     |       | 0    | -     | -     | -     |
| 재무활동 현금흐름    |       | 4    | -26   | -72   | -36   |
| 단기금융부채의증감    |       | 25   | -     | -41   | -     |
| 장기금융부채의증감    |       | -    | -     | -     | -     |
| 자본의증감        |       | -    | -     | -     | -     |
| 배당금지급        |       | -    | -     | -     | -     |
| 현금및현금성자산의증감  |       | -4   | -14   | 37    | 195   |
| 기초현금및현금성자산   |       | 38   | 34    | 20    | 56    |
| 기말현금및현금성자산   |       | 34   | 20    | 56    | 252   |

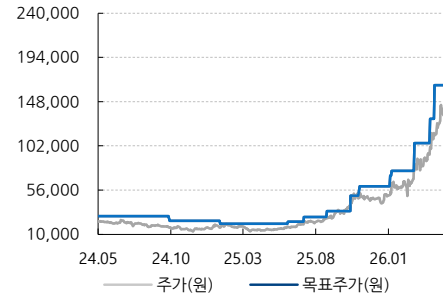
자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         |          | 1,065 | 1,541 | 1,861 | 2,038 |
| 증가율(%)      |          | 19.4  | 44.7  | 20.7  | 9.5   |
| 매출원가        |          | 957   | 1,221 | 1,417 | 1,502 |
| 매출총이익       |          | 108   | 321   | 444   | 536   |
| 판매비와관리비     |          | 59    | 86    | 104   | 111   |
| 연구개발비       |          | 2     | 2     | 3     | 3     |
| 기타영업수익      |          | -     | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      |          | -     | -     | -     | -     |
| 영업이익        |          | 49    | 235   | 340   | 425   |
| 증가율(%)      |          | 335.7 | 378.9 | 44.9  | 24.9  |
| 영업이익률(%)    |          | 4.6   | 15.2  | 18.3  | 20.9  |
| 이자수익        |          | 25    | 35    | 24    | 31    |
| 이자비용        |          | 25    | 22    | 20    | 20    |
| 지분법이익(손실)   |          | -     | -     | -     | -     |
| 기타영업외손익     |          | 4     | 0     | 4     | 4     |
| 세전계속사업이익    |          | 53    | 248   | 349   | 440   |
| 법인세비용       |          | 6     | 55    | 77    | 97    |
| 세전계속이익률(%)  |          | 5.0   | 16.1  | 18.8  | 21.6  |
| 당기순이익       |          | 48    | 194   | 272   | 344   |
| 순이익률(%)     |          | 4.5   | 12.6  | 14.6  | 16.9  |
| 지배주주귀속 순이익  |          | 48    | 194   | 272   | 344   |
| 기타포괄이익      |          | -5    | -5    | -5    | -5    |
| 총포괄이익       |          | 42    | 188   | 267   | 338   |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | -     | -     | -     | -     |

| 주요투자지표                 |  | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|------------------------|--|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)                |  |        |        |        |        |
| EPS                    |  | 924    | 3,759  | 5,287  | 6,670  |
| BPS                    |  | 17,419 | 20,477 | 24,963 | 30,736 |
| CFPS                   |  | 2,875  | 5,478  | 7,625  | 9,414  |
| DPS                    |  | 1,005  | 1,205  | 1,405  | 1,505  |
| Valuation(배)           |  |        |        |        |        |
| PER                    |  | 51.0   | 40.3   | 28.6   | 22.7   |
| PBR                    |  | 2.7    | 7.4    | 6.1    | 4.9    |
| PCR                    |  | 16.4   | 27.6   | 19.8   | 16.1   |
| EV/EBITDA              |  | 14.5   | 22.6   | 15.7   | 12.4   |
| Key Financial Ratio(%) |  |        |        |        |        |
| ROE                    |  | 5.4    | 19.8   | 23.3   | 24.0   |
| EBITDA이익률              |  | 14.0   | 21.0   | 24.8   | 27.8   |
| 부채비율                   |  | 31.3   | 28.8   | 22.0   | 18.7   |
| 순부채비율                  |  | -20.9  | -17.0  | -20.4  | -29.3  |
| 매출채권회전율(x)             |  | 6.3    | 7.1    | 7.3    | 7.0    |
| 재고자산회전율(x)             |  | 8.6    | 9.2    | 9.1    | 8.7    |

대덕전자 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

| 일자         | 투자 의견 | 목표주가    | 과리율    |            |
|------------|-------|---------|--------|------------|
|            |       |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2024-10-21 | Buy   | 24,000  | -33.0% | -16.7%     |
| 2025-02-04 | Buy   | 21,000  | -22.2% | -0.7%      |
| 2025-06-26 | Buy   | 23,000  | -18.2% | -9.8%      |
| 2025-07-30 | Buy   | 28,000  | -15.8% | -4.6%      |
| 2025-09-16 | Buy   | 34,000  | -5.2%  | 17.2%      |
| 2025-11-05 | Buy   | 50,000  | -2.5%  | 4.6%       |
| 2025-11-24 | Buy   | 60,000  | -20.4% | -11.8%     |
| 2026-01-27 | Buy   | 71,000  | -24.6% | -23.2%     |
| 2026-01-30 | Buy   | 76,000  | -18.8% | -1.6%      |
| 2026-03-19 | Buy   | 105,000 | -18.5% | -10.2%     |
| 2026-04-21 | Buy   | 130,000 | -16.8% | -11.2%     |
| 2026-04-30 | Buy   | 165,000 | -19.2% | -8.3%      |
| 2026-05-26 | Buy   | 200,000 |        |            |



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 주권사로 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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자비율 등급 공시 2026-03-31 기준]

매수  
88.2%

중립(보유)  
11.8%

매도  
-

# 심텍(222800)

## SOCAMM과 LPDDR 수요 확대의 주인공

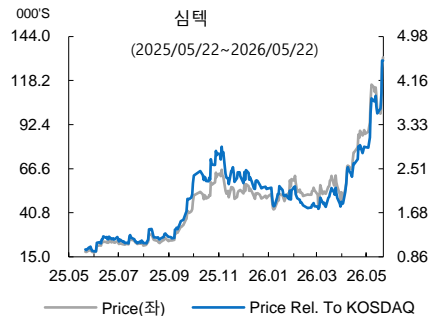
### Buy (Maintain)

|                |              |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M)      | 185,000원(상향) |
| 증가(2026.05.22) | 131,800원     |
| 상승여력           | 40.4 %       |

### Stock Indicator

|           |                 |
|-----------|-----------------|
| 자본금       | 20십억원           |
| 발행주식수     | 3,746만주         |
| 시가총액      | 4,938십억원        |
| 외국인지분율    | 15.2%           |
| 52주 주가    | 17,720~131,800원 |
| 60일평균거래량  | 828,543주        |
| 60일평균거래대금 | 63.1십억원         |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M    | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률    | 48.3 | 145.0 | 151.5 | 643.8 |
| 상대수익률    | 51.8 | 145.3 | 115.9 | 581.6 |



### [투자포인트]

- 목표주가를 기존 135,000원에서 185,000원으로 상향한다. '27년 EPS에 글로벌 Peer의 '27년 평균 P/E인 42배를 20% 할인한 34배를 적용했다. 기존에는 30% 할인율을 적용했으나, SOCAMM 모듈 PCB와 LPDDR용 MCP 기판의 수요 가시성이 CPU 재평가와 맞물려 확대되고 있음을 반영해 할인율을 축소했다. 메모리기판 중심의 사업 포트폴리오이므로, FC-BGA 대비 저평가 받던 부분이 시간이 흐를 수록 해소될 전망이다.
- 아울러, '26년 영업이익 추정치는 보수적 관점에서 +2% 상향한 1,770억원으로 전망하되, '27년 추정치는 기존 대비 +11% 상향한 3,010억원으로 전망한다. 당사의 '26년, '27년 영업이익 추정치는 컨센서스 대비 각각 +11%, +21% 높다. 당사는 SOCAMM용 메모리모듈 PCB뿐 아니라, 해당 모듈에 탑재되는 LPDDR용 MCP 기판의 주요 공급사 중 하나다. 현재 패키지기판 가동률이 75% 수준에 불과하다는 점을 감안하면, 향후 LPDDR 수요 급증에 따른 가동률 상승과 수익성 개선 여력이 충분히 남아 있다고 판단한다.
- Nvidia의 Vera CPU 매출 200억달러 가이드를 반영해 '26년과 '27년 SOCAMM용 PCB 시장 규모를 지난해 11월 추정치 대비 각각 +147%, +204% 상향한 2,811억원, 5,695억원으로 전망한다. 이 중 심텍의 점유율을 50%로 가정하면, '26년과 '27년 관련 매출은 각각 약 1,400억원, 2,847억원으로 추정된다[그림5].

| FY           | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 1,411  | 1,903  | 2,198  | 2,417  |
| 영업이익(십억원)    | 12     | 177    | 301    | 400    |
| 순이익(십억원)     | -164   | 127    | 207    | 294    |
| EPS(원)       | -4,955 | 3,397  | 5,545  | 7,866  |
| BPS(원)       | 15,416 | 18,601 | 23,735 | 31,190 |
| PER(배)       |        | 38.8   | 23.8   | 16.8   |
| PBR(배)       | 3.2    | 7.1    | 5.6    | 4.2    |
| ROE(%)       | -32.1  | 20.0   | 26.2   | 28.6   |
| 배당수익률(%)     | 0.2    | 0.2    | 0.3    | 0.3    |
| EV/EBITDA(배) | 23.9   | 19.8   | 13.2   | 10.0   |

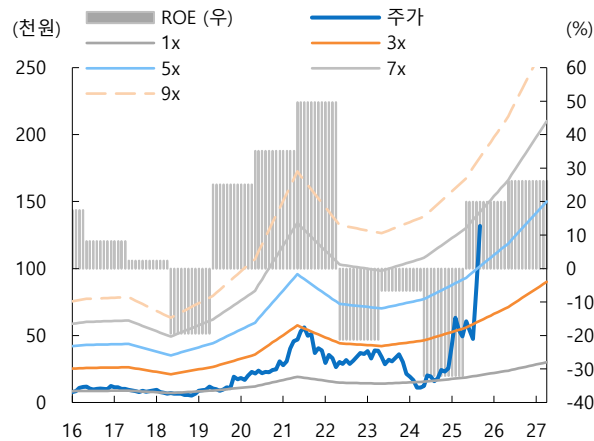
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

# 심텍(222800)

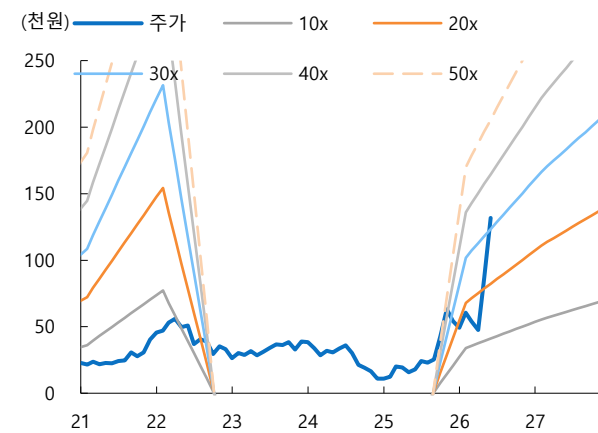
심텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q25   | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25   | 1Q26  | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024  | 2025   | 2026E | 2027E |
|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 매출    | 304    | 341   | 373   | 393    | 422   | 472   | 495   | 514   | 1,231 | 1,411  | 1,903 | 2,198 |
| YoY   | 3.3%   | 9.3%  | 14.8% | 30.6%  | 39.1% | 38.5% | 32.7% | 30.7% | 18.2% | 14.5%  | 34.9% | 15.5% |
| QoQ   | 0.8%   | 12.2% | 9.4%  | 5.5%   | 7.4%  | 11.8% | 4.8%  | 3.9%  |       |        |       |       |
| PKG   | 215    | 249   | 285   | 312    | 320   | 367   | 390   | 413   | 905   | 1,060  | 1,489 | 1,711 |
| HDI   | 74     | 81    | 91    | 81     | 98    | 109   | 111   | 111   | 327   | 351    | 428   | 474   |
| 영업이익  | -16    | 6     | 12    | 10     | 14    | 45    | 57    | 61    | -47   | 12     | 177   | 301   |
| YoY   | 적지     | 54%   | 2328% | -128%  | 흑전    | 711%  | 358%  | 499%  | 적지    | 흑전     | 1390% | 70%   |
| QoQ   | 적지     | 흑전    | 123%  | -17%   | 34%   | 228%  | 26%   | 8%    |       |        |       |       |
| OPM   | -5.4%  | 1.6%  | 3.3%  | 2.6%   | 3.2%  | 9.5%  | 11.5% | 12.0% | -3.8% | 0.8%   | 9.3%  | 13.7% |
| 세전이익  | -41    | -27   | 13    | -122   | 23    | 37    | 49    | 55    | -25   | -177   | 165   | 266   |
| 당기순이익 | -36    | -19   | 7     | -117   | 14    | 28    | 37    | 48    | -31   | -165   | 127   | 208   |
| NPM   | -11.8% | -5.5% | 1.8%  | -29.7% | 3.4%  | 5.8%  | 7.5%  | 9.4%  | -2.5% | -11.7% | 6.7%  | 9.4%  |

12개월 Fwd. PBR Band



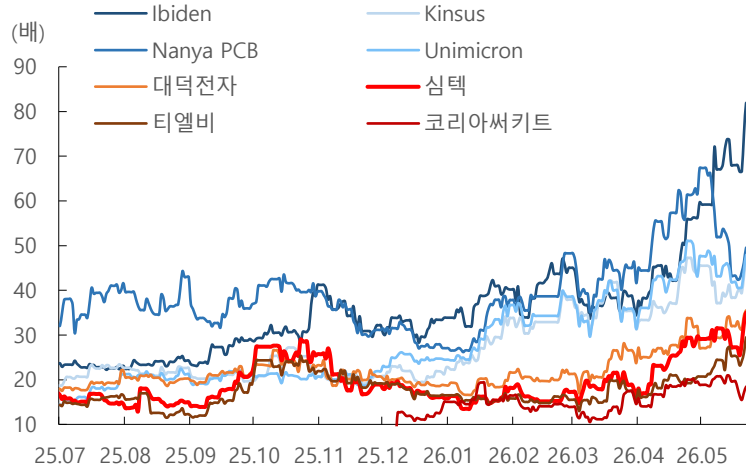
12개월 Fwd. PER Band



자료: Dataguide, iM증권

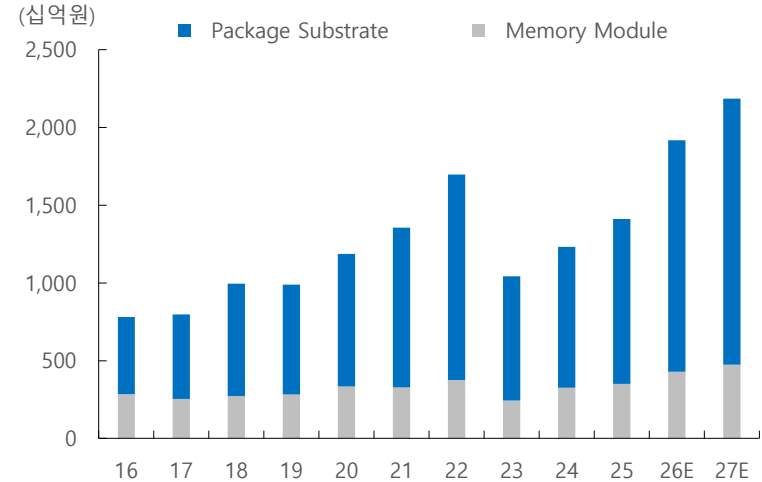
## Key Charts

<그림1> 패키지가판 업체들의 12MF P/E 추이: 심텍의 캐치업 기대



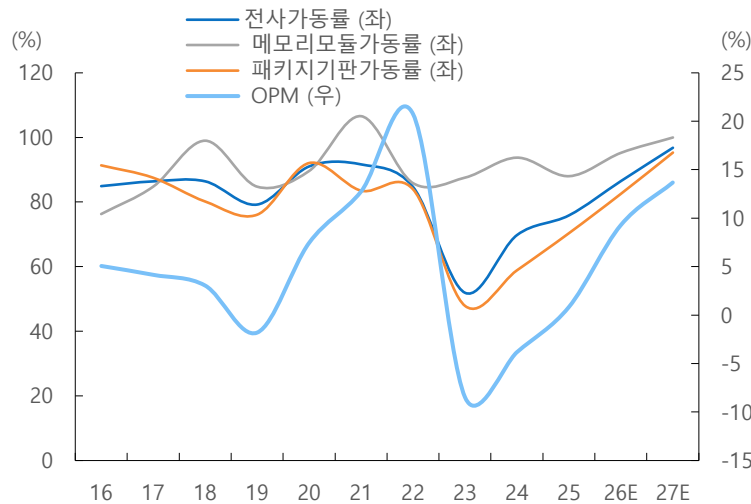
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림2> 심텍 부문별 매출 추이 및 전망



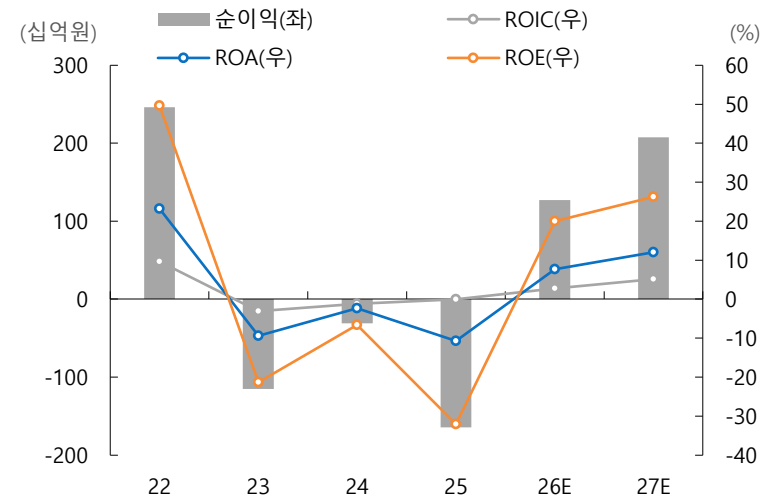
자료 : 심텍, iM증권 리서치본부

<그림3> 심텍 부문별 가동률 및 전사 OPM 추이



자료 : 심텍, iM증권 리서치본부

<그림4> 심텍 순이익 및 ROE 추이



자료 : 심텍, iM증권 리서치본부

## Key Charts

| 〈그림5〉 Nvidia의 가이드언스를 반영한 SOCAMM용 PCB 시장 추정, 그리고 심택이 얻게 되는 기회 |         |         |  |
|--|---------|---------|--|
|  | 2026E   | 2027E   | 비고   |
| ① NVL72 번들 Vera CPU 매출(억\$)                                  | 26      | 158     | 당사 2H26 반도체 전망 참고  |
| ② NVL72 번들 Vera CPU 생산량 (천개)                                 | 518     | 3,155   | 당사 2H26 반도체 전망 참고  |
| ③ Vera CPU ASP (\$)  | 5,000   | 5,000   | 가정치  |
| ④ Vera CPU Standalone 매출 (억\$)                               | 200     | 300     | 26년은 젠슨황의 코멘트 적용<br>'27년 성장률은 +50% 가정 (vs. Nvidia의 '30년 CPU TAM \$2,000억은 CAGR +77%) |
| ⑤ Vera CPU Standalone 생산량 (천개)                               | 4,000   | 6,000   | ④ ÷ ③  |
| ⑥ Vera CPU ASP (\$)  | 5,000   | 5,000   | 가정치  |
| A. 총 Vera CPU 생산량 (천개)                                       | 4,518   | 9,155   | ② + ⑤  |
| B. Vera CPU 개당 SOCAMM 탑재량 (개)                                | 8       | 8       | 192GB 모듈 8개<br>(단, CX9 등 Vera CPU 판매 구성 변화는 반영하지 않음)                                 |
| C. SOCAMM 모듈 출하량 (천개)  | 36,147  | 73,240  | A x B  |
| D. SoCAMM 개당 면적 (mm <sup>2</sup> )                           | 1,260   | 1,260   | 14x90mm  |
| E. SoCAMM 출하 면적 (k mm <sup>2</sup> )                         | 54,655  | 110,739 | C x D에 부품 기준 1.2배수   |
| F. ASP (\$/m <sup>2</sup> )                                  | 2,100   | 2,100   | 기존 RDIMM 대비 3배 가정  |
| G. 환율  | 1,500   | 1,500   |  |
| 소캠 모듈 PCB TAM (억원)   | 1,722   | 3,488   | E x F x G  |
|  | 2026E   | 2027E   | 비고   |
| ① SOCAMM 모듈 출하량 (천개)   | 36,147  | 73,240  |  |
| ② SoCAMM 당 LPDDR기판 탑재량 (개)                                   | 4       | 4       |  |
| ③ LPDDR기판 출하량 (천개)   | 144,589 | 292,960 | ① x ②  |
| ④ LPDDR기판 개당면적(mm <sup>2</sup> )                             | 186     | 186     | 12.4x15mm  |
| A. LPDDR기판 출하면적(k mm <sup>2</sup> )                          | 32,272  | 65,389  | ③ x ④에 부품 기준 1.2배수   |
| B. ASP (\$/m <sup>2</sup> )                                  | 2,250   | 2,250   | 기존 MCP 대비 +50% 가정  |
| C. 환율  | 1,500   | 1,500   |  |
| 소캠 LPDDR 기판 TAM (억원)   | 1,089   | 2,207   |  |
| 모듈PCB, LPDDR기판 합산 TAM (억원)                                   | 2,811   | 5,695   | 기존 전망 대비 26년과 27년 각각 +147%, +204% 상향   |
| 심택의 SOCAMM향 모듈 PCB + LPDDR 기판 매출                             | 1,405   | 2,848   | 점유율 50% 가정   |

★심택의 1H26 소캠 PCB 매출은 500억원 수준으로 예상되며, 회사에 따르면 3Q26부터 본격적인 불륨 양산 시작

# K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산       |       | 726   | 841   | 908   | 1,055 |
| 현금 및 현금성자산 |       | 54    | 265   | 247   | 332   |
| 단기금융자산     |       | 31    | 32    |       | 33    |
| 매출채권       |       | 579   | 475   | 519   | 552   |
| 재고자산       |       | 240   | 247   | 286   | 314   |
| 비유동자산      |       | 895   | 853   | 839   | 847   |
| 유형자산       |       | 572   | 532   | 519   | 527   |
| 무형자산       |       | 29    | 28    | 27    | 27    |
| 자산총계       |       | 1,620 | 1,695 | 1,747 | 1,903 |
| 유동부채       |       | 794   | 750   | 620   | 505   |
| 매입채무       |       | 135   | 190   | 220   | 242   |
| 단기차입금      |       | 442   | 292   | 142   | -     |
| 유동성장기부채    |       | 2     | 47    | 32    | 32    |
| 비유동부채      |       | 249   | 249   | 239   | 230   |
| 사채         |       | 29    | 29    | 29    | 29    |
| 장기차입금      |       | 102   | 102   | 91    | 82    |
| 부채총계       |       | 1,044 | 999   | 859   | 736   |
| 지배주주지분     |       | 576   | 695   | 886   | 1,165 |
| 자본금        |       | 20    | 20    | 20    | 20    |
| 자본잉여금      |       | 348   | 348   | 348   | 348   |
| 이익잉여금      |       | 131   | 250   | 442   | 721   |
| 기타자본항목     |       | 20    | 20    | 19    | 19    |
| 비지배주주지분    |       | 1     | 1     | 2     | 2     |
| 자본총계       |       | 576   | 696   | 888   | 1,167 |

| 현금흐름표        | (십억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름    |       | -199 | 469   | 364   | 469   |
| 당기순이익        |       | -165 | 127   | 208   | 294   |
| 유형자산감가상각비    |       | 85   | 80    | 73    | 71    |
| 무형자산상각비      |       | 1    | 1     | 1     | 0     |
| 지분법관련손실(이익)  |       | -    | -     | -     | -     |
| 투자활동 현금흐름    |       | -19  | -42   | -62   | -83   |
| 유형자산의 처분(취득) |       | -14  | -40   | -60   | -80   |
| 무형자산의 처분(취득) |       | -    | -     | -     | -     |
| 금융상품의 증감     |       | 19   | -     | -     | -     |
| 재무활동 현금흐름    |       | 144  | -112  | -185  | -168  |
| 단기금융부채의증감    |       | 24   | -106  | -165  | -142  |
| 장기금융부채의증감    |       | 126  | -     | -10   | -9    |
| 자본의증감        |       | -    | 0     | -     | -     |
| 배당금지급        |       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 현금및현금성자산의증감  |       | -74  | 211   | -17   | 85    |
| 기초현금및현금성자산   |       | 128  | 54    | 265   | 247   |
| 기말현금및현금성자산   |       | 54   | 265   | 247   | 332   |

자료 : 심텍, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2025  | 2026E   | 2027E | 2028E |
|-------------|----------|-------|---------|-------|-------|
| 매출액         |          | 1,411 | 1,903   | 2,198 | 2,417 |
| 증가율(%)      |          | 14.5  | 34.9    | 15.5  | 10.0  |
| 매출원가        |          | 1,287 | 1,607   | 1,771 | 1,885 |
| 매출총이익       |          | 123   | 296     | 426   | 533   |
| 판매비와관리비     |          | 112   | 119     | 125   | 133   |
| 연구개발비       |          | 15    | 20      | 23    | 26    |
| 기타영업수익      |          | -     | -       | -     | -     |
| 기타영업비용      |          | -     | -       | -     | -     |
| 영업이익        |          | 12    | 177     | 301   | 400   |
| 증가율(%)      |          | 흑전    | 1,390.3 | 70.1  | 32.9  |
| 영업이익률(%)    |          | 0.8   | 9.3     | 13.7  | 16.5  |
| 이자수익        |          | 65    | 75      | 45    | 49    |
| 이자비용        |          | 230   | 74      | 64    | 55    |
| 지분법이익(손실)   |          | -     | -       | -     | -     |
| 기타영업외손익     |          | -24   | -13     | -15   | -16   |
| 세전계속사업이익    |          | -177  | 165     | 266   | 378   |
| 법인세비용       |          | -12   | 38      | 59    | 83    |
| 세전계속이익률(%)  |          | -12.5 | 8.7     | 12.1  | 15.6  |
| 당기순이익       |          | -165  | 127     | 208   | 294   |
| 순이익률(%)     |          | -11.7 | 6.7     | 9.4   | 12.2  |
| 지배주주귀속 순이익  |          | -164  | 127     | 207   | 294   |
| 기타포괄이익      |          | 0     | 0       | 0     | 0     |
| 총포괄이익       |          | -165  | 127     | 207   | 294   |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | -     | -       | -     | -     |

| 주요투자지표                 |  | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|------------------------|--|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)                |  |        |        |        |        |
| EPS                    |  | -4,955 | 3,397  | 5,545  | 7,866  |
| BPS                    |  | 15,416 | 18,601 | 23,735 | 31,190 |
| CFPS                   |  | -2,367 | 5,578  | 7,533  | 9,787  |
| DPS                    |  | 100    | 200    | 400    | 400    |
| Valuation(배)           |  |        |        |        |        |
| PER                    |  |        | 38.8   | 23.8   | 16.8   |
| PBR                    |  | 3.2    | 7.1    | 5.6    | 4.2    |
| PCR                    |  | -20.8  | 23.6   | 17.5   | 13.5   |
| EV/EBITDA              |  | 23.9   | 19.8   | 13.2   | 10.0   |
| Key Financial Ratio(%) |  |        |        |        |        |
| ROE                    |  | -32.1  | 20.0   | 26.2   | 28.6   |
| EBITDA이익률              |  | 6.9    | 13.6   | 17.1   | 19.5   |
| 부채비율                   |  | 181.1  | 143.6  | 96.8   | 63.0   |
| 순부채비율                  |  | 85.2   | 24.9   | 1.7    | -19.0  |
| 매출채권회전율(x)             |  | 2.9    | 3.6    | 4.4    | 4.5    |
| 재고자산회전율(x)             |  | 7.2    | 7.8    | 8.2    | 8.1    |

심텍 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 과리율    |            |
|------------|------|---------|--------|------------|
|            |      |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2025-11-24 | Buy  | 65,000  | -18.8% | -3.7%      |
| 2026-04-06 | Buy  | 70,000  | -0.5%  | 11.9%      |
| 2026-04-21 | Buy  | 105,000 | -16.3% | -10.7%     |
| 2026-05-07 | Buy  | 135,000 | -17.5% | -2.4%      |
| 2026-05-26 | Buy  | 185,000 |        |            |



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-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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자비용등급공시 2026-03-31 기준]

매수  
88.2%

중립(보유)  
11.8%

매도  
-

# 비에이치(090460)

## 휴머노이드 부품 업체로 바라보면 상당히 저평가

### Buy (Maintain)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M)      | 55,000원(상향) |
| 증가(2026.05.22) | 39,450원     |
| 상승여력           | 39.4 %      |

### Stock Indicator

|           |                |
|-----------|----------------|
| 자본금       | 17십억원          |
| 발행주식수     | 3,371만주        |
| 시가총액      | 1,330십억원       |
| 외국인지분율    | 18.4%          |
| 52주 주가    | 11,970~39,450원 |
| 60일평균거래량  | 750,708주       |
| 60일평균거래대금 | 22.1십억원        |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | 16.0 | 95.3 | 148.1 | 223.4 |
| 상대수익률    | -5.2 | 63.8 | 44.1  | 20.6  |



### [투자포인트]

- 목표주가를 기존 30,000원에서 55,000원으로 대폭 상향한다. '27년 실적에 Target P/E 15배를 적용했다. 현 주가는 '26년과 '27년 기준 각각 15배, 11배에 불과해 저평가 받고 있다. 동사의 지난 10년간 12MF P/E 밴드를 보면, 평균 8배, 중·상단 10배, 상단 12배로 비교적 밴드 내에서 정형적으로 움직여왔다. 따라서 현 주가는 동사를 iPhone 부품주 관점에서만 바라보아도 충분히 설명될 수 있고, 로보틱스용 FPCB 공급 기회가 더해질 경우 추가적인 멀티플 확장 가능성이 높아진다. FPCB/RFPCB는 전원 모듈, 배터리팩, 센싱 시스템, 마이크 등 각종 모듈을 연결하는 신경망 역할을 한다. 휴머노이드는 머리, 팔, 손목, 손가락, 다리 등 다수의 관절로 구성되며, 각 부위의 센서와 부품이 전력 신호를 주고받아야 하는데, 이 역할을 FPCB가 하는 것이다.
- 투자 관점에서는 아직 TAM의 절대 규모보다 방향성에 초점을 둘 필요가 있다. 글로벌 휴머노이드 출하량이 2026년 이후 본격 증가한다는 전망을 감안하면, FPCB 업체 입장에서는 스마트폰 의존도를 낮출 수 있는 신규 응용처가 열릴 수 있다. 이 경우 동사를 포함한 한국 FPCB 업체에도 기회가 열릴 수 있다고 판단한다. 휴머노이드는 지정학적 이슈가 결부될 가능성이 큰 제품이며, 서구권 업체들이 중국산 부품 소싱을 제한할 가능성도 배제하기 어렵기 때문이다. 글로벌 FPCB 생산의 상당 부분이 중국에 집중되어 있다는 점을 감안하면, 비중국 공급망으로서 한국 업체들의 전략적 가치가 부각될 수 있다.

| FY           | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 1,793  | 1,917  | 2,395  | 2,682  |
| 영업이익(십억원)    | 54     | 112    | 151    | 192    |
| 순이익(십억원)     | 31     | 89     | 122    | 154    |
| EPS(원)       | 906    | 2,644  | 3,621  | 4,577  |
| BPS(원)       | 22,201 | 24,022 | 26,774 | 30,481 |
| PER(배)       | 17.8   | 14.9   | 10.9   | 8.6    |
| PBR(배)       | 0.7    | 1.6    | 1.5    | 1.3    |
| ROE(%)       | 4.2    | 11.4   | 14.3   | 16.0   |
| 배당수익률(%)     | 1.6    | 0.8    | 0.9    | 0.9    |
| EV/EBITDA(배) | 4.5    | 7.3    | 5.6    | 4.3    |

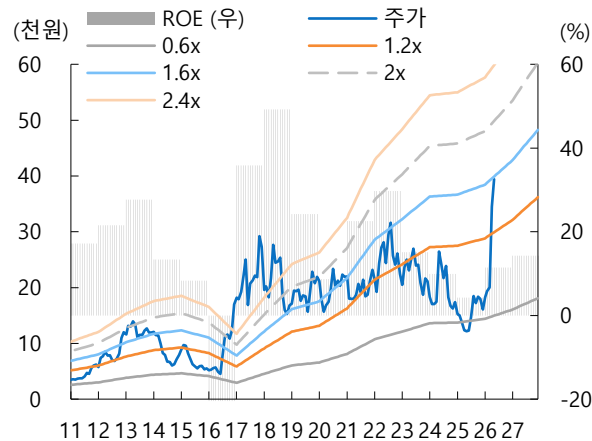
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 비에이치(090460)

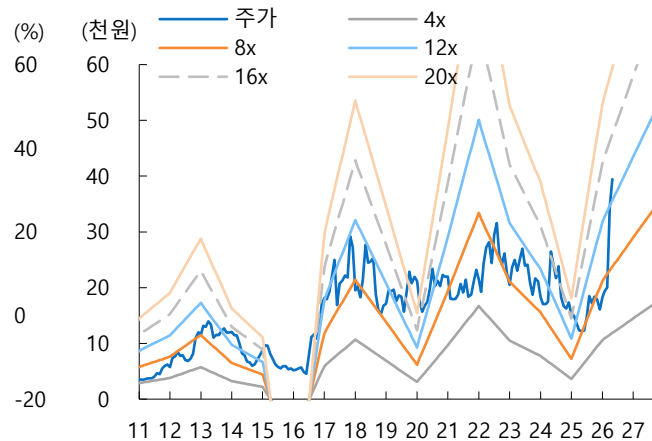
비에이치 연결기준 영업실적 추이 및 전망

| (억원)   | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25   | 1Q26   | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E  | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액    | 3,324  | 3,897  | 5,625  | 5,080  | 3,716  | 4,010  | 5,990  | 5,453  | 17,544 | 17,927 | 19,168 | 23,951 |
| YoY    | 11.2%  | -16.8% | 12.7%  | 4.1%   | 11.8%  | 2.9%   | 6.5%   | 7.3%   | 10.2%  | 2.2%   | 6.9%   | 24.9%  |
| QoQ    | -31.9% | 17.2%  | 44.3%  | -9.7%  | -26.9% | 7.9%   | 49.4%  | -9.0%  |        |        |        |        |
| A사항 비중 | 55.8%  | 56.3%  | 70.6%  | 71.1%  | 58.3%  | 61.4%  | 76.8%  | 73.7%  | 63.4%  | 66.3%  | 69.2%  | 75.0%  |
| 영업이익   | -254   | 160    | 345    | 288    | 107    | 123    | 536    | 352    | 871    | 540    | 1,118  | 1,512  |
| YoY    | 적전     | -48.8% | -34.4% | 흑전     | 흑전     | -23.2% | 55.4%  | 22.3%  | 2.7%   | -38.0% | 107.1% | 35.3%  |
| QoQ    | 적지     | 흑전     | 115.1% | -16.4% | -63.0% | 15.5%  | 335.3% | -34.2% |        |        |        |        |
| OPM    | -7.6%  | 4.1%   | 6.1%   | 5.7%   | 2.9%   | 3.1%   | 8.9%   | 6.5%   | 5.0%   | 3.0%   | 5.8%   | 6.3%   |

12개월 Fwd. PBR Band



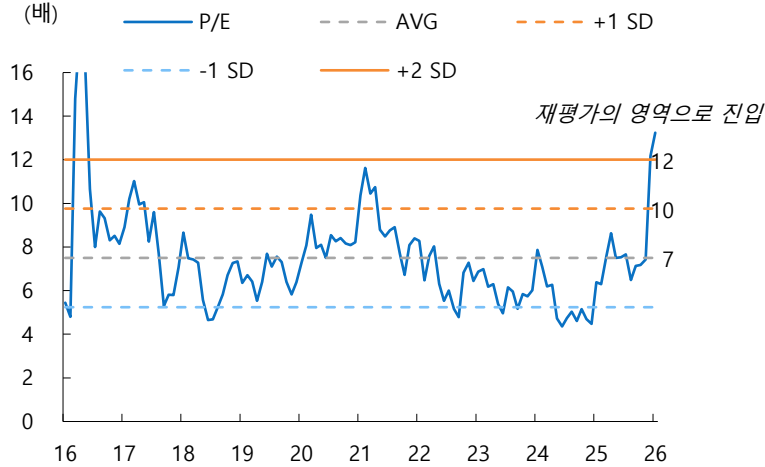
12개월 Fwd. PER Band



자료: Dataguide, iM증권

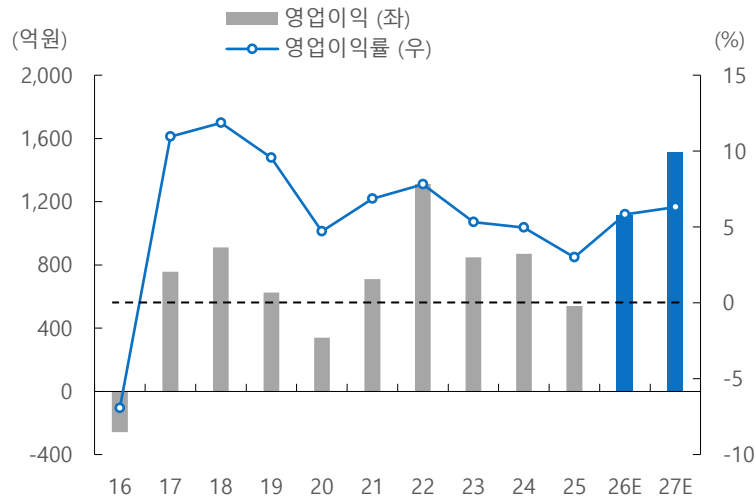
## Key Charts

<그림1> 비에이치의 12MF P/E 추이: 재평가 영역으로 진입



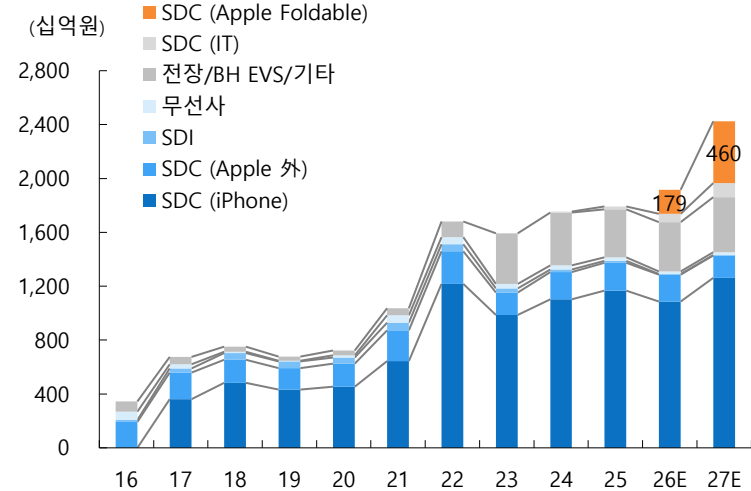
자료 : Dataguide, iM증권 리서치본부

<그림3> 비에이치 영업이익 및 OPM 추이: '27년 역대 최대치 전망



자료 : 비에이치, iM증권 리서치본부 추정

<그림2> 비에이치 부문별 연간 매출 추이 및 전망: 폴더블로 외형 확대



자료 : 비에이치, iM증권 리서치본부

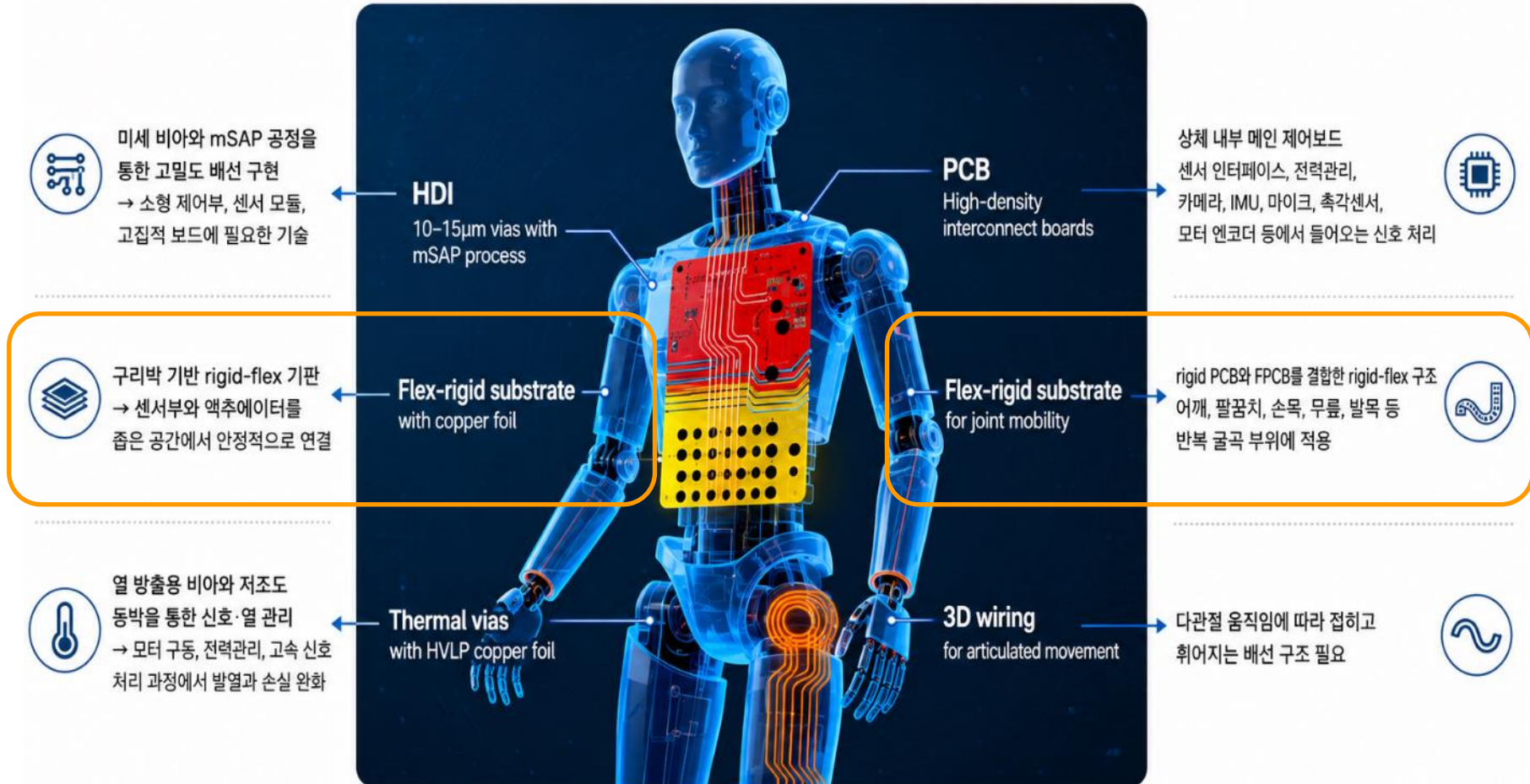
<그림4> 비에이치 폴더블 아이폰향 매출 세부 가정

| (백만대)      | 2026  |       | 2027  |       | 비고        |
|------------|-------|-------|-------|-------|-----------|
|            | 내부 DP | 외부 DP | 내부 DP | 외부 DP |           |
| ① 세트 출하량   | 7     | 7     | 18    | 18    |           |
| ② 패널 출하량   | 7.7   | 7.7   | 19.8  | 19.8  | ① x 1.1   |
| ③ SDC 점유율  | 100%  | 80%   | 100%  | 80%   |           |
| ④ SDC 출하량  | 7.7   | 6.2   | 19.8  | 15.8  | ② x ③     |
| ⑤ FPCB 출하량 | 8.5   | 6.8   | 21.8  | 17.4  | ④ x 1.1   |
| ⑥ BH 점유율   | 90%   | 80%   | 90%   | 80%   |           |
| ⑦ BH 출하량   | 7.6   | 5.4   | 19.6  | 13.9  | ⑤ x ⑥     |
| ⑧ ASP (\$) | 13    | 4     | 13    | 4     |           |
| ⑨ F/X      | 1,480 | 1,480 | 1,480 | 1,480 |           |
| 매출 (십억원)   | 147   | 32    | 377   | 83    | ⑦ x ⑧ x ⑨ |
| 내부+외부 매출   | 179   |       | 460   |       |           |

자료 : 비에이치, iM증권 리서치본부 추정

## Key Charts

<그림5> PCB는 휴머노이드의 센서 고도화, 관절 증가, 내부 배선 복잡도 상승에 따른 수혜를 누릴 전망이다



★휴머노이드는 지정학적 이슈가 결부될 가능성이 큰 제품이며, 서구권 업체들이 중국산 부품 소싱을 제한할 가능성도 배제하기 어렵다. 글로벌 FPCB 생산의 상당 부분이 중국에 집중되어 있다는 점을 감안하면, 비중국 공급망으로서 한국 업체들의 전략적 가치가 부각될 수 있다.

자료: UGPCB [링크], iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산       |       | 753   | 722   | 776   | 827   |
| 현금 및 현금성자산 |       | 288   | 252   | 203   | 190   |
| 단기금융자산     |       | 2     | 3     | 4     | 5     |
| 매출채권       |       | 236   | 253   | 315   | 353   |
| 재고자산       |       | 185   | 198   | 248   | 277   |
| 비유동자산      |       | 617   | 661   | 700   | 724   |
| 유형자산       |       | 341   | 389   | 427   | 448   |
| 무형자산       |       | 141   | 130   | 121   | 113   |
| 자산총계       |       | 1,371 | 1,382 | 1,476 | 1,551 |
| 유동부채       |       | 458   | 425   | 433   | 424   |
| 매입채무       |       | 239   | 256   | 320   | 358   |
| 단기차입금      |       | 144   | 94    | 44    | -     |
| 유동성장기부채    |       | 25    | 25    | 25    | 25    |
| 비유동부채      |       | 122   | 95    | 75    | 16    |
| 사채         |       | -     | -     | -     | -     |
| 장기차입금      |       | 105   | 79    | 59    | -     |
| 부채총계       |       | 580   | 520   | 508   | 440   |
| 지배주주지분     |       | 748   | 810   | 903   | 1,028 |
| 자본금        |       | 17    | 17    | 17    | 17    |
| 자본잉여금      |       | 93    | 93    | 93    | 93    |
| 이익잉여금      |       | 634   | 713   | 824   | 967   |
| 기타자본항목     |       | 4     | -14   | -32   | -50   |
| 비지배주주지분    |       | 42    | 52    | 66    | 83    |
| 자본총계       |       | 791   | 862   | 968   | 1,111 |

| 현금흐름표        | (십억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름    |       | 159  | 180   | 163   | 224   |
| 당기순이익        |       | 41   | 99    | 136   | 171   |
| 유형자산감가상각비    |       | 55   | 52    | 62    | 69    |
| 무형자산상각비      |       | 9    | 11    | 9     | 8     |
| 지분법관련손실(이익)  |       | 5    | 5     | 9     | 9     |
| 투자활동 현금흐름    |       | -133 | -105  | -106  | -96   |
| 유형자산의 처분(취득) |       | -106 | -100  | -100  | -90   |
| 무형자산의 처분(취득) |       | -    | -     | -     | -     |
| 금융상품의 증감     |       | -8   | -1    | -1    | -1    |
| 재무활동 현금흐름    |       | 34   | -84   | -79   | -114  |
| 단기금융부채의증감    |       | -44  | -50   | -50   | -44   |
| 장기금융부채의증감    |       | 57   | -26   | -20   | -59   |
| 자본의증감        |       | -    | -     | -     | -     |
| 배당금지급        |       | -    | -     | -     | -     |
| 현금및현금성자산의증감  |       | 60   | -36   | -49   | -13   |
| 기초현금및현금성자산   |       | 227  | 288   | 252   | 203   |
| 기말현금및현금성자산   |       | 288  | 252   | 203   | 190   |

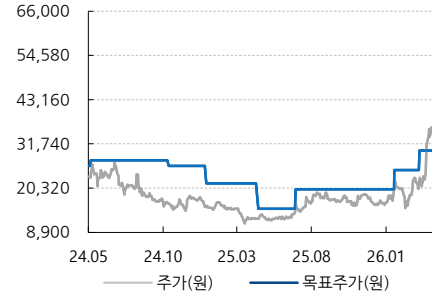
자료 : 비에이지, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         |          | 1,793 | 1,917 | 2,395 | 2,682 |
| 증가율(%)      |          | 2.2   | 6.9   | 24.9  | 12.0  |
| 매출원가        |          | 1,645 | 1,717 | 2,134 | 2,358 |
| 매출총이익       |          | 148   | 200   | 261   | 325   |
| 판매비와관리비     |          | 94    | 88    | 110   | 133   |
| 연구개발비       |          | 7     | 7     | 9     | 10    |
| 기타영업수익      |          | -     | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      |          | -     | -     | -     | -     |
| 영업이익        |          | 54    | 112   | 151   | 192   |
| 증가율(%)      |          | -38.0 | 107.1 | 35.3  | 26.7  |
| 영업이익률(%)    |          | 3.0   | 5.8   | 6.3   | 7.1   |
| 이자수익        |          | 5     | 4     | 3     | 3     |
| 이자비용        |          | 12    | 9     | 6     | 1     |
| 지분법이익(손실)   |          | 5     | 5     | 9     | 9     |
| 기타영업외손익     |          | 6     | 17    | 17    | 17    |
| 세전계속사업이익    |          | 52    | 124   | 170   | 214   |
| 법인세비용       |          | 12    | 25    | 34    | 43    |
| 세전계속이익률(%)  |          | 2.9   | 6.5   | 7.1   | 8.0   |
| 당기순이익       |          | 41    | 99    | 136   | 171   |
| 순이익률(%)     |          | 2.3   | 5.2   | 5.7   | 6.4   |
| 지배주주귀속 순이익  |          | 31    | 89    | 122   | 154   |
| 기타포괄이익      |          | -18   | -18   | -18   | -18   |
| 총포괄이익       |          | 23    | 81    | 118   | 153   |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | -     | -     | -     | -     |

| 주요투자지표                 |  | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|------------------------|--|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)                |  |        |        |        |        |
| EPS                    |  | 906    | 2,644  | 3,621  | 4,577  |
| BPS                    |  | 22,201 | 24,022 | 26,774 | 30,481 |
| CFPS                   |  | 2,770  | 4,501  | 5,724  | 6,872  |
| DPS                    |  | 250    | 300    | 350    | 350    |
| Valuation(배)           |  |        |        |        |        |
| PER                    |  | 17.8   | 14.9   | 10.9   | 8.6    |
| PBR                    |  | 0.7    | 1.6    | 1.5    | 1.3    |
| PCR                    |  | 5.8    | 8.8    | 6.9    | 5.7    |
| EV/EBITDA              |  | 4.5    | 7.3    | 5.6    | 4.3    |
| Key Financial Ratio(%) |  |        |        |        |        |
| ROE                    |  | 4.2    | 11.4   | 14.3   | 16.0   |
| EBITDA이익률              |  | 6.6    | 9.1    | 9.3    | 10.0   |
| 부채비율                   |  | 73.3   | 60.3   | 52.4   | 39.6   |
| 순부채비율                  |  | -2.0   | -6.5   | -8.1   | -15.3  |
| 매출채권회전율(x)             |  | 7.4    | 7.8    | 8.4    | 8.0    |
| 재고자산회전율(x)             |  | 10.1   | 10.0   | 10.7   | 10.2   |

비에이치 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가   | 과리율    |            |
|------------|------|--------|--------|------------|
|            |      |        | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2024-05-28 | Buy  | 27,500 | -23.5% | -1.3%      |
| 2024-11-04 | Buy  | 26,000 | -36.5% | -29.7%     |
| 2025-01-20 | Buy  | 21,500 | -33.3% | -22.5%     |
| 2025-05-07 | Buy  | 15,000 | -15.2% | -7.3%      |
| 2025-07-22 | Buy  | 20,000 | -14.2% | -0.6%      |
| 2026-02-10 | Buy  | 25,000 | -21.1% | -8.0%      |
| 2026-04-02 | Buy  | 30,000 | 1.7%   | 31.5%      |
| 2026-05-26 | Buy  | 55,000 |        |            |



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-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 전제, 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 2026-03-31 기준]

매수  
88.2%

중립(보유)  
11.8%

매도  
-

# 솔루엠(248070)

## ESL 바텀 아웃과 BBU용 파워 시장 진입 기대

### Buy (Maintain)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M)      | 27,000원(상향) |
| 증가(2026.05.22) | 19,900원     |
| 상승여력           | 35.7 %      |

### Stock Indicator

|           |                |
|-----------|----------------|
| 자본금       | 28십억원          |
| 발행주식수     | 4,782만주        |
| 시가총액      | 952십억원         |
| 외국인지분율    | 19.8%          |
| 52주 주가    | 14,780~23,600원 |
| 60일평균거래량  | 381,589주       |
| 60일평균거래대금 | 7.5십억원         |

| 주가수익률(%) | 1M    | 3M    | 6M    | 12M    |
|----------|-------|-------|-------|--------|
| 절대수익률    | 0.8   | 5.1   | 13.9  | 26.3   |
| 상대수익률    | -20.4 | -23.9 | -89.5 | -176.4 |



### [투자포인트]

- 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 24,000원에서 27,000원으로 상향한다. ICT 부문과 전자부품 부문의 예상 12MF 당기순이익인 636억원, 25억원에 각각 20배, 12배의 Target P/E를 적용하여, 각각의 사업 가치를 1.27조원, 300억원으로 추산한다. 전자부품의 경우 매출의 과반 이상을 차지하는 TV 응용처에서의 불확실성이 크므로 사실상 적정 사업 가치를 부여하기 어려워, 향후 응용처 다변화 성과가 중요하다.
- 1Q26 호실적을 반영하여 '26년과 '27년 영업이익 추정치를 각각 +22%, +2% 상향한 880억원, 1,160억원으로 전망한다. 올해 연간 ESL 매출은 6,657억원으로 전년 대비 +25% 성장할 전망이다. 수익성은 10% 초반 수준에서 저점을 형성한 것으로 보이며, 2분기에도 QoQ 개선 가시성이 높다. ESL 수주잔고는 2.28조원으로 전분기 수준을 유지했으며, 12개월 Rolling 기준 7,640억원으로 전분기 대비 +4% 늘었다.
- 주가의 촉매는 크게 두가지이다. ① 계획대로 2H26 중 Mega 리테일 업체형 Wi-Fi HaLow 기반 ESL의 볼륨 파일럿에 돌입할 예정이다. 해당 프로젝트가 성과를 낼 경우 대규모 수주로 이어질 수 있으며, 이는 동사 주가의 주요 촉매가 될 전망이다. ② BBU용 파워 모듈에서 새로운 기회가 열리고 있다. 일부 하이퍼스케일러가 BBU와 PSU의 설계 내재화를 추진하면서, 동사에도 BBU용 파워 모듈 공급 기회가 생긴 것으로 파악된다. 현재 대만 배터리력 업체와 협업해 샘플 검증을 마무리했으며, 2Q~3Q 중 호환성 테스트에 돌입할 계획이다.

| FY           | 2025  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 1,700 | 1,917  | 2,019  | 2,120  |
| 영업이익(십억원)    | 47    | 88     | 116    | 139    |
| 순이익(십억원)     | 13    | 49     | 78     | 95     |
| EPS(원)       | 259   | 890    | 1,427  | 1,740  |
| BPS(원)       | 9,997 | 10,670 | 11,815 | 13,142 |
| PER(배)       | 64.1  | 22.4   | 13.9   | 11.4   |
| PBR(배)       | 1.7   | 1.9    | 1.7    | 1.5    |
| ROE(%)       | 2.7   | 8.6    | 12.7   | 13.9   |
| 배당수익률(%)     | 0.5   | 1.1    | 1.5    | 2.3    |
| EV/EBITDA(배) | 11.5  | 7.2    | 5.9    | 4.9    |

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

# 솔루엠(248070)

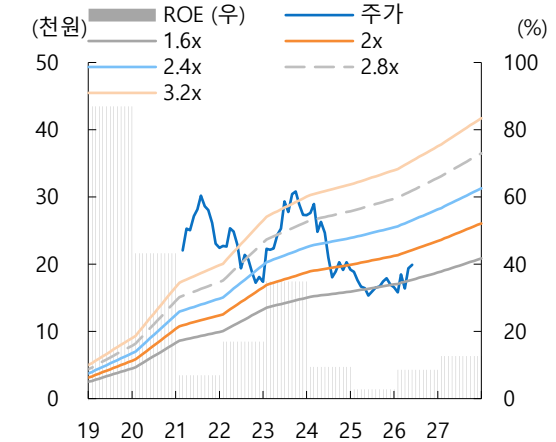
솔루엠 연결기준 영업실적 추이 및 전망

| (십억원)   | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출      | 397   | 403   | 473   | 428   | 478   | 485   | 484   | 470   | 1,594 | 1,700 | 1,917 | 2,019 |
| YoY (우) | 3.3   | 2.2   | 0.1   | 24.5  | 20.3  | 20.4  | 2.3   | 10.0  | -18.3 | 6.6   | 12.7  | 5.3   |
| QoQ     | 15.7  | 1.3   | 17.4  | -9.5  | 11.8  | 1.3   | -0.2  | -2.7  |       |       |       |       |
| 전자부품 부문 | 284   | 259   | 309   | 274   | 297   | 298   | 289   | 285   | 1,149 | 1,125 | 1,169 | 1,140 |
| YoY     | 4.5   | -13.2 | -9.0  | 14.2  | 4.6   | 15.3  | -6.3  | 3.8   | 1.9   | -2.0  | 3.9   | -2.5  |
| QoQ     | 18.3  | -8.9  | 19.3  | -11.2 | 8.3   | 0.5   | -3.1  | -1.6  |       |       |       |       |
| ICT 부문  | 113   | 144   | 164   | 154   | 181   | 186   | 194   | 186   | 446   | 575   | 748   | 880   |
| YoY     | 0.2   | 49.9  | 23.4  | 48.4  | 59.8  | 29.4  | 18.5  | 21.0  | -45.9 | 29.0  | 30.0  | 17.6  |
| QoQ     | 9.6   | 26.9  | 14.0  | -6.4  | 18.0  | 2.8   | 4.4   | -4.5  |       |       |       |       |
| 영업이익    | 11.5  | 12.2  | 14.8  | 8.1   | 21.7  | 23.6  | 25.1  | 17.5  | 69.1  | 46.5  | 87.9  | 116.0 |
| YoY     | -43.5 | -40.6 | -45.3 | 539.9 | 88.8  | 93.5  | 69.9  | 117.7 | -55.3 | -32.7 | 89.0  | 32.0  |
| QoQ     | 811.2 | 6.5   | 20.7  | -45.4 | 168.8 | 9.2   | 6.0   | -30.0 |       |       |       |       |
| OPM (우) | 2.9   | 3.0   | 3.1   | 1.9   | 4.5   | 4.9   | 5.2   | 3.7   | 4.3   | 2.7   | 4.6   | 5.7   |
| 전자부품 부문 | 5.7   | 0.4   | 5.0   | -9.0  | 2.1   | 3.1   | 2.2   | -3.2  | 24.4  | 2.0   | 4.2   | 3.5   |
| YoY     | -9.8  | -95.6 | -37.7 | 적전    | -63.3 | 601.5 | -55.1 | 적지    | -1.9  | -91.7 | 104.8 | -16.0 |
| QoQ     | ##### | -92.2 | ##### | 적전    | 흑전    | 49.2  | -27.8 | 적전    |       |       |       |       |
| OPM (우) | 2.0   | 0.2   | 1.6   | -3.3  | 0.7   | 1.0   | 0.8   | -1.1  | 2.1   | 0.2   | 0.4   | 0.3   |
| ICT 부문  | 5.8   | 11.8  | 9.8   | 17.0  | 19.8  | 20.5  | 22.8  | 20.8  | 44.6  | 44.4  | 83.9  | 112.5 |
| YoY     | -58.5 | 11.1  | -48.5 | ##### | 240.1 | 74.4  | 133.6 | 21.9  | -65.6 | -0.5  | 88.9  | 34.1  |
| QoQ     | 452.4 | 102.7 | -17.0 | 74.5  | 15.9  | 3.9   | 11.1  | -9.0  |       |       |       |       |
| OPM     | 5.1   | 8.2   | 6.0   | 11.1  | 10.9  | 11.0  | 11.7  | 11.2  | 10.0  | 7.7   | 11.2  | 12.8  |

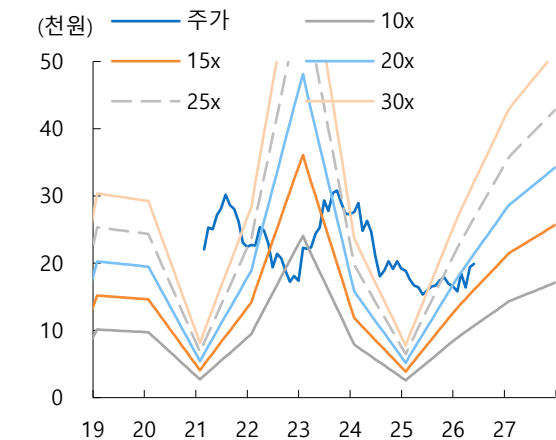
자료: iM증권

솔루엠 밸류에이션 밴드

12개월 Fwd. PBR Band



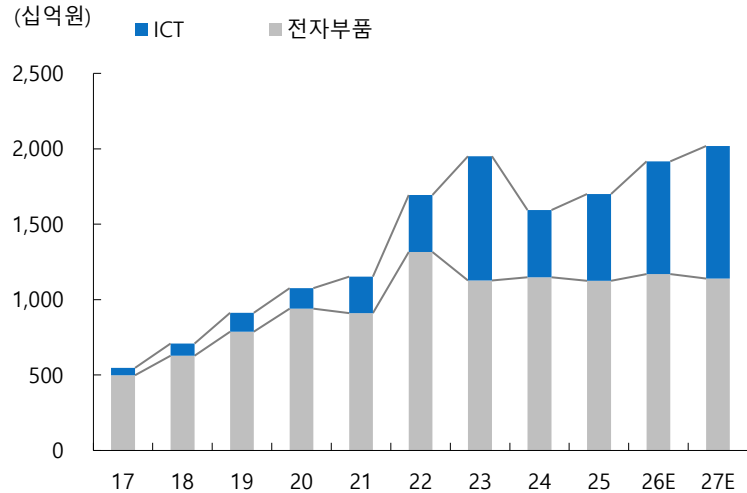
12개월 Fwd. PER Band



자료: Dataguide, iM증권

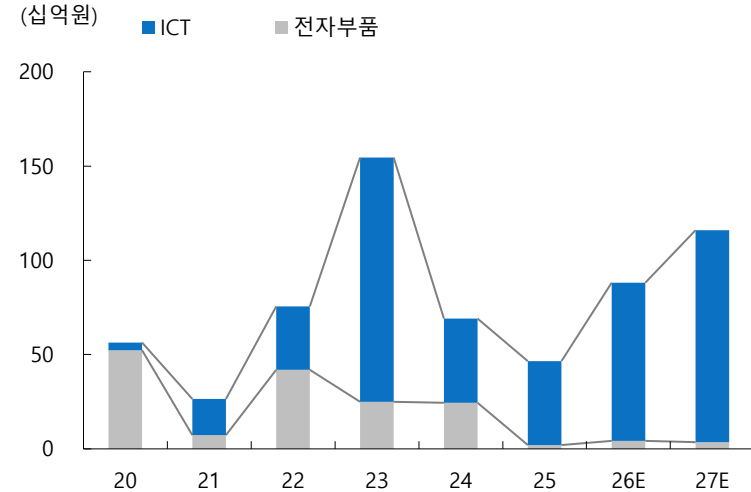
## Key Charts

<그림1> 솔루엠 부문별 매출 추이 및 전망



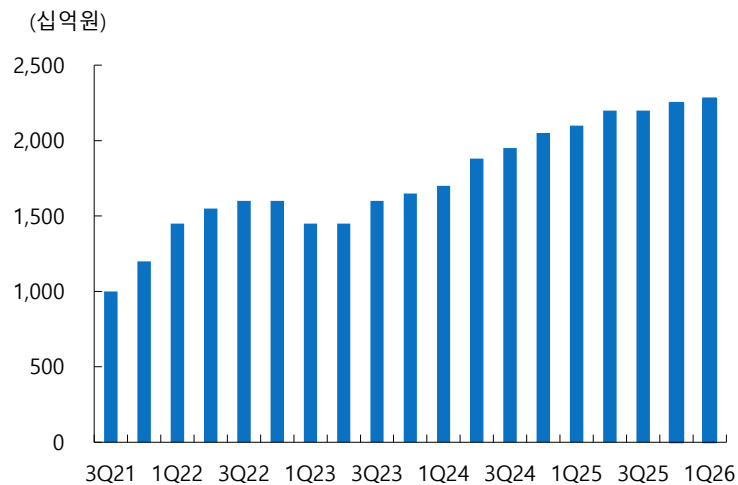
자료 : 솔루엠, iM증권 리서치본부

<그림2> 솔루엠 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료 : 솔루엠, iM증권 리서치본부

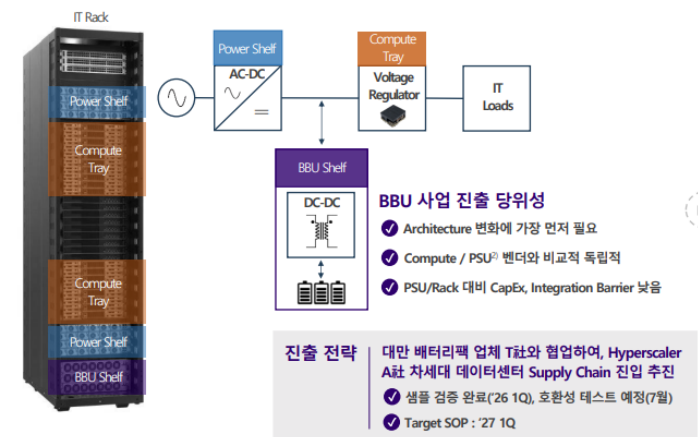
<그림3> ESL 수주잔고 추이



자료 : 솔루엠, iM증권 리서치본부

<그림4> AI 데이터센터 BBU용 파워 시장에 진출할 계획

### AI 데이터센터 High Power Biz Opportunities



자료 : 솔루엠, iM증권 리서치본부

# K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산       |       | 760   | 689   | 727   | 781   |
| 현금 및 현금성자산 |       | 157   | 90    | 96    | 120   |
| 단기금융자산     |       | 8     | 8     | 9     | 9     |
| 매출채권       |       | 185   | 192   | 202   | 212   |
| 재고자산       |       | 396   | 383   | 404   | 424   |
| 비유동자산      |       | 516   | 529   | 544   | 556   |
| 유형자산       |       | 347   | 356   | 368   | 375   |
| 무형자산       |       | 35    | 33    | 32    | 31    |
| 자산총계       |       | 1,277 | 1,218 | 1,271 | 1,337 |
| 유동부채       |       | 574   | 584   | 569   | 557   |
| 매입채무       |       | 188   | 212   | 223   | 234   |
| 단기차입금      |       | 290   | 276   | 248   | 223   |
| 유동성장기부채    |       | 27    | 27    | 27    | 27    |
| 비유동부채      |       | 140   | 30    | 30    | 30    |
| 사채         |       | -     | -     | -     | -     |
| 장기차입금      |       | 110   | -     | -     | -     |
| 부채총계       |       | 714   | 614   | 599   | 587   |
| 지배주주지분     |       | 548   | 585   | 648   | 720   |
| 자본금        |       | 28    | 28    | 28    | 28    |
| 자본잉여금      |       | 81    | 81    | 81    | 81    |
| 이익잉여금      |       | 348   | 386   | 450   | 524   |
| 기타자본항목     |       | 91    | 90    | 89    | 88    |
| 비지배주주지분    |       | 15    | 19    | 24    | 30    |
| 자본총계       |       | 563   | 604   | 672   | 750   |

| 현금흐름표        | (십억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름    |       | 55   | 164   | 143   | 164   |
| 당기순이익        |       | 14   | 53    | 83    | 101   |
| 유형자산감가상각비    |       | 44   | 70    | 74    | 77    |
| 무형자산상각비      |       | 1    | 2     | 1     | 1     |
| 지분법관련손실(이익)  |       | -1   | -1    | -1    | -1    |
| 투자활동 현금흐름    |       | -163 | -144  | -149  | -149  |
| 유형자산의 처분(취득) |       | -99  | -80   | -85   | -85   |
| 무형자산의 처분(취득) |       | -    | -     | -     | -     |
| 금융상품의 증감     |       | -4   | -5    | -5    | -5    |
| 재무활동 현금흐름    |       | 184  | -27   | 66    | 65    |
| 단기금융부채의증감    |       | -26  | -15   | -28   | -25   |
| 장기금융부채의증감    |       | 108  | -110  | -     | -     |
| 자본의증감        |       | -    | -     | -     | -     |
| 배당금지급        |       | -    | -     | -     | -     |
| 현금및현금성자산의증감  |       | 71   | -66   | 6     | 23    |
| 기초현금및현금성자산   |       | 86   | 157   | 90    | 96    |
| 기말현금및현금성자산   |       | 157  | 90    | 96    | 120   |

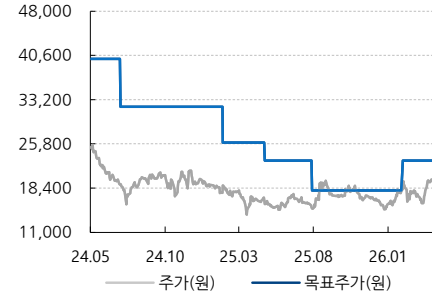
자료 : 솔루션, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         |          | 1,700 | 1,917 | 2,019 | 2,120 |
| 증가율(%)      |          | 6.6   | 12.7  | 5.3   | 5.0   |
| 매출원가        |          | 1,424 | 1,591 | 1,641 | 1,691 |
| 매출총이익       |          | 277   | 326   | 378   | 430   |
| 판매비와관리비     |          | 230   | 238   | 262   | 291   |
| 연구개발비       |          | 17    | 19    | 20    | 21    |
| 기타영업수익      |          | -     | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      |          | -     | -     | -     | -     |
| 영업이익        |          | 47    | 88    | 116   | 139   |
| 증가율(%)      |          | -32.7 | 89.0  | 32.0  | 19.5  |
| 영업이익률(%)    |          | 2.7   | 4.6   | 5.7   | 6.5   |
| 이자수익        |          | 2     | 3     | 3     | 4     |
| 이자비용        |          | 18    | 13    | 12    | 11    |
| 지분법이익(손실)   |          | -1    | -1    | -1    | -1    |
| 기타영업외손익     |          | 0     | 2     | 2     | 2     |
| 세전계속사업이익    |          | 32    | 82    | 111   | 135   |
| 법인세비용       |          | 18    | 29    | 28    | 34    |
| 세전계속이익률(%)  |          | 1.9   | 4.3   | 5.5   | 6.4   |
| 당기순이익       |          | 14    | 53    | 83    | 101   |
| 순이익률(%)     |          | 0.8   | 2.8   | 4.1   | 4.8   |
| 지배주주귀속 순이익  |          | 13    | 49    | 78    | 95    |
| 기타포괄이익      |          | -1    | -1    | -1    | -1    |
| 총포괄이익       |          | 13    | 52    | 82    | 100   |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | -     | -     | -     | -     |

| 주요투자지표                 |  | 2025  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|------------------------|--|-------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)                |  |       |        |        |        |
| EPS                    |  | 259   | 890    | 1,427  | 1,740  |
| BPS                    |  | 9,997 | 10,670 | 11,815 | 13,142 |
| CFPS                   |  | 1,138 | 2,207  | 2,792  | 3,167  |
| DPS                    |  | 75    | 225    | 300    | 450    |
| Valuation(배)           |  |       |        |        |        |
| PER                    |  | 64.1  | 22.4   | 13.9   | 11.4   |
| PBR                    |  | 1.7   | 1.9    | 1.7    | 1.5    |
| PCR                    |  | 14.6  | 9.0    | 7.1    | 6.3    |
| EV/EBITDA              |  | 11.5  | 7.2    | 5.9    | 4.9    |
| Key Financial Ratio(%) |  |       |        |        |        |
| ROE                    |  | 2.7   | 8.6    | 12.7   | 13.9   |
| EBITDA이익률              |  | 5.4   | 8.4    | 9.5    | 10.2   |
| 부채비율                   |  | 126.8 | 101.7  | 89.2   | 78.2   |
| 순부채비율                  |  | 46.8  | 33.9   | 25.4   | 16.2   |
| 매출채권회전율(x)             |  | 9.5   | 10.2   | 10.3   | 10.2   |
| 재고자산회전율(x)             |  | 4.7   | 4.9    | 5.1    | 5.1    |

솔루엠 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가   | 과리율    |            |
|------------|------|--------|--------|------------|
|            |      |        | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2024-07-24 | Buy  | 32,000 | -39.8% | -33.4%     |
| 2025-02-19 | Buy  | 26,000 | -35.1% | -27.7%     |
| 2025-05-16 | Buy  | 23,000 | -30.7% | -24.3%     |
| 2025-08-21 | Buy  | 18,000 | -5.2%  | 8.9%       |
| 2026-02-23 | Buy  | 23,000 | -18.6% | 2.6%       |
| 2026-05-26 | Buy  | 27,000 |        |            |



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-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 2026-03-31 기준]

매수  
88.2%

중립(보유)  
11.8%

매도  
-

# 아모텍(052710)

## 광네트워킹용 MLCC 수요에 대응하기 위한 자본 조달

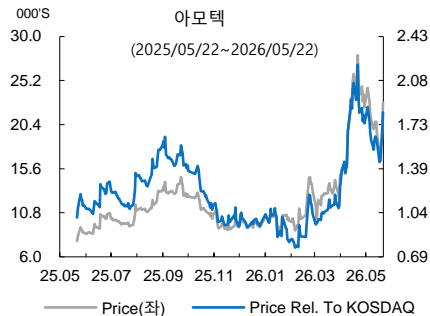
### Buy (Maintain)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M)      | 29,000원(상향) |
| 증가(2026.05.22) | 22,800원     |
| 상승여력           | 27.2 %      |

### Stock Indicator

|           |               |
|-----------|---------------|
| 자본금       | 7십억원          |
| 발행주식수     | 1,461만주       |
| 시가총액      | 333십억원        |
| 외국인지분율    | 13.7%         |
| 52주 주가    | 7,700~27,950원 |
| 60일평균거래량  | 651,219주      |
| 60일평균거래대금 | 12.8십억원       |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | -3.4 | 62.9 | 144.6 | 174.7 |
| 상대수익률    | 0.2  | 63.2 | 109.0 | 112.5 |



### [투자포인트]

- 목표주가를 기존 15,000원에서 29,000원으로 대폭 상향한다. '27년 EPS(유증감안) 1,062원에 글로벌 MLCC 업체의 평균 P/E 배수인 39배를 30% 할인한 27배를 적용했다. 기존에는 P/B 밸류에이션을 적용했으나, 지난 6개월 간 MLCC 산업 전반의 수급이 타이트해지면서 장기 수요 가시성이 확대되고 있음을 반영했다. 이에 따라 동사와 같은 후발 주자에게도 시장 진입 기회가 열리고 있는 것으로 판단한다.
- 당사는 5월 22일 주주배정 후 실권주 일반공모 방식의 유상증자를 결정했다. 발행 예정 주식수는 보통주 237만주, 예정발행가액은 14,790원, 모집총액은 350억원이다. 최대주주는 이번 유상증자에 70% 참여할 계획이며, 잔여분은 특수관계인이 신주인수권을 인수해 참여할 예정이다. 조달자금 350억원 중 300억원은 시설자금, 50억원은 운영자금으로 배정된다. 특히 시설자금 300억원은 전액 AI 데이터센터용 고용량, 초고속 통신용 MLCC 양산설비 증설에 투입된다. 이와 관련, 회사는 투자설명서를 통해 AI 데이터센터용 MLCC 매출이 '27년 316억원, '28년 497억원, '29년 740억원으로 빠르게 성장할 것으로 제시했다.
- 당사는 이번 투자를 통해 광대역 Capacitor 생산능력을 기존 대비 2배 확대할 계획이다. 광대역 Capacitor는 고속 신호 라인에 탑재되어 DC 성분을 차단하고, 고주파 AC 신호를 손실 없이 통과시키는 역할을 한다. 1Q26부터 DSP, AOC용으로 공급이 시작되었으며, 2Q26 중 글로벌 트랜시버 업체향 양산도 시작될 예정이다.

| FY           | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 254    | 244    | 292    | 335    |
| 영업이익(십억원)    | 6      | 5      | 23     | 34     |
| 순이익(십억원)     | 8      | 3      | 18     | 29     |
| EPS(원)       | 542    | 196    | 1,062  | 1,680  |
| BPS(원)       | 10,687 | 11,389 | 12,395 | 14,020 |
| PER(배)       | 18.1   | 116.5  | 21.5   | 13.6   |
| PBR(배)       | 0.9    | 2.0    | 1.8    | 1.6    |
| ROE(%)       | 5.2    | 1.8    | 8.9    | 12.7   |
| 배당수익률(%)     |        |        |        |        |
| EV/EBITDA(배) | 9.8    | 17.5   | 9.3    | 6.9    |

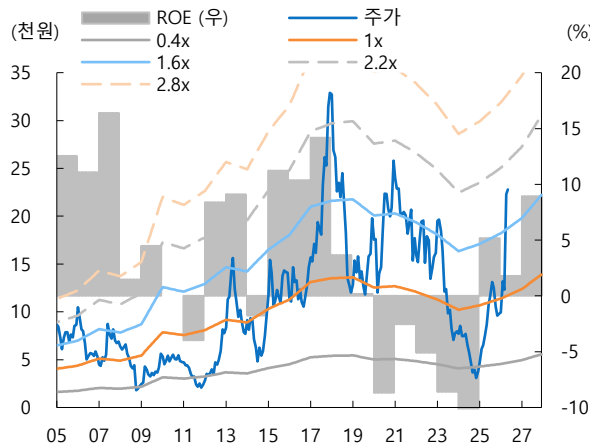
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

# 아모텍(052710)

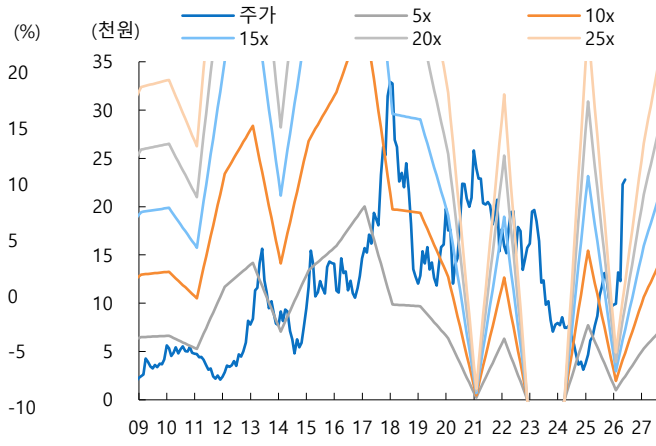
아모텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

| (단위: 억원) | 1Q25    | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25E  | 1Q26   | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E | 2024   | 2025  | 2026E  | 2027E  |
|----------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액      | 840     | 594    | 567    | 536    | 610    | 549    | 631    | 647   | 2,294  | 2,538 | 2,438  | 2,917  |
| YoY      | 28.1%   | 9.3%   | 8.2%   | -6.1%  | -27.5% | -7.5%  | 11.3%  | 20.8% | 22.8%  | 10.6% | -3.9%  | 19.7%  |
| QoQ      | 47.3%   | -29.3% | -4.5%  | -5.6%  | 13.8%  | -9.9%  | 14.9%  | 2.5%  |        |       |        |        |
| 세라믹칩     | 152     | 137    | 115    | 100    | 119    | 133    | 141    | 168   | 352    | 505   | 560    | 846    |
| YoY      | 95.6%   | 29.3%  | 27.3%  | 28.9%  | -22.1% | -2.9%  | 22.2%  | 67.8% | 38.2%  | 43.4% | 11.0%  | 51.0%  |
| 안테나      | 395     | 230    | 206    | 194    | 243    | 170    | 215    | 193   | 963    | 1,025 | 821    | 884    |
| YoY      | 19.0%   | 14.5%  | -0.2%  | -13.2% | -38.4% | -26.0% | 3.9%   | -0.4% | 18.8%  | 6.5%  | -19.9% | 7.7%   |
| 모터       | 293     | 227    | 246    | 242    | 248    | 246    | 276    | 286   | 979    | 1,008 | 1,056  | 1,186  |
| YoY      | 24.1%   | -7.9%  | 8.1%   | -10.2% | -15.5% | 8.3%   | 12.4%  | 18.5% | 22.0%  | 2.9%  | 4.8%   | 12.3%  |
| 영업이익     | 39      | 13     | 8      | -4     | 6      | 5      | 18     | 26    | -239   | 55    | 55     | 230    |
| YoY      | 1426.4% | 흑전     | 흑전     | 흑전     | -85.4% | -57.7% | 128.0% | 흑전    | 적지     | 흑전    | -0.3%  | 318.8% |
| QoQ      | 흑전      | -67.6% | -38.4% | #####  | 흑전     | -6.5%  | 232.5% | 46.4% |        |       |        |        |
| OPM      | 4.6%    | 2.1%   | 1.4%   | -0.8%  | 0.9%   | 1.0%   | 2.8%   | 4.0%  | -10.4% | 2.2%  | 2.3%   | 7.9%   |

12개월 Fwd. PBR Band



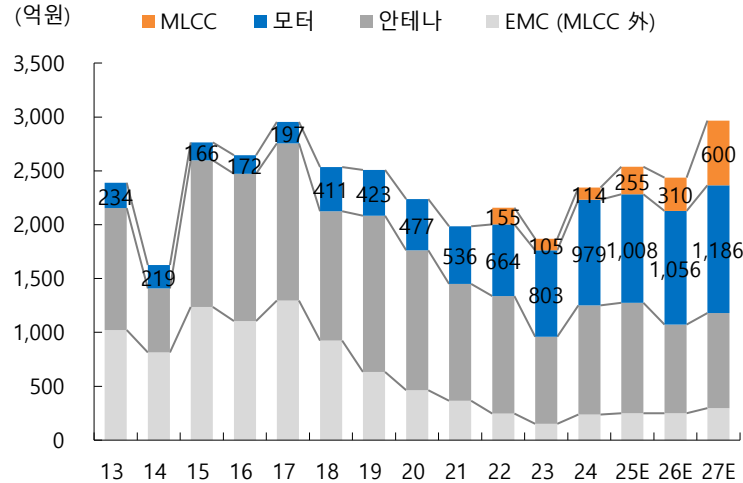
12개월 Fwd. PER Band



자료: Dataguide, iM증권

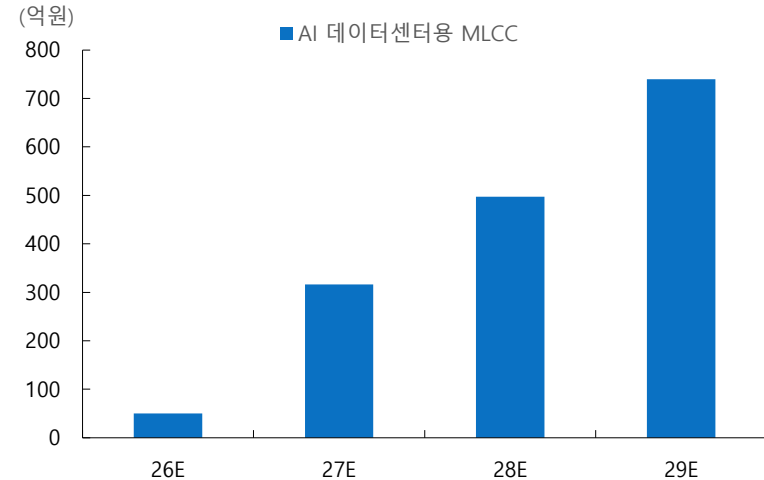
## Key Charts

<그림1> 아모텍 부문별 매출 추이 및 전망



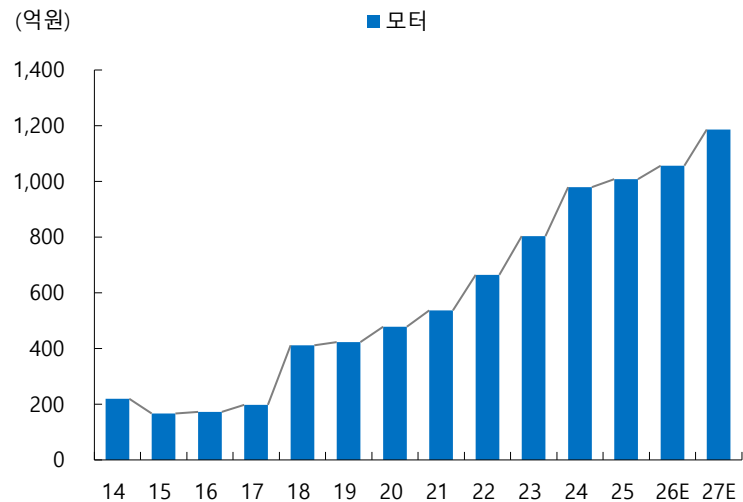
자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

<그림2> 아모텍 AI 데이터센터용 MLCC 매출 가이드스



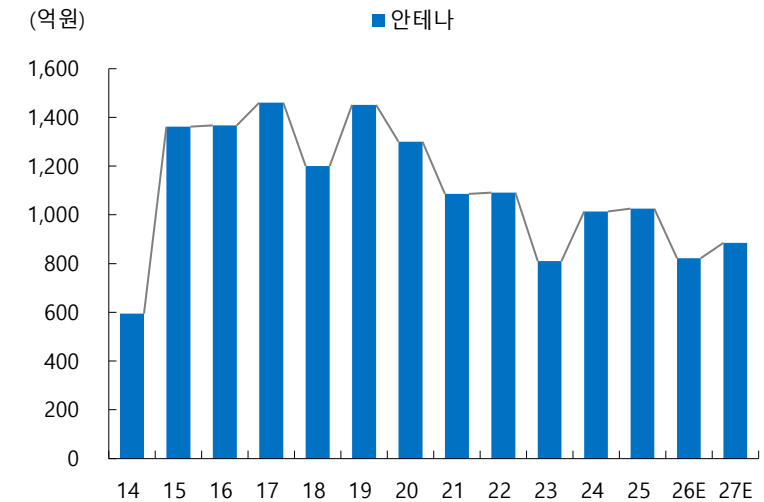
자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

<그림3> 아모텍 모터 사업 매출 추이 및 전망



자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

<그림4> 아모텍 안테나 사업 매출 추이 및 전망



자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산       |       | 153  | 136   | 160   | 180   |
| 현금 및 현금성자산 |       | 33   | 18    | 20    | 20    |
| 단기금융자산     |       | 5    | 5     | 5     | 5     |
| 매출채권       |       | 44   | 49    | 58    | 67    |
| 재고자산       |       | 69   | 61    | 73    | 84    |
| 비유동자산      |       | 200  | 208   | 209   | 206   |
| 유형자산       |       | 113  | 120   | 121   | 122   |
| 무형자산       |       | 21   | 21    | 21    | 18    |
| 자산총계       |       | 353  | 344   | 369   | 386   |
| 유동부채       |       | 158  | 111   | 119   | 109   |
| 매입채무       |       | 39   | 37    | 45    | 51    |
| 단기차입금      |       | 58   | 58    | 58    | 41    |
| 유동성장기부채    |       | 45   | -     | -     | -     |
| 비유동부채      |       | 39   | 39    | 39    | 39    |
| 사채         |       | -    | -     | -     | -     |
| 장기차입금      |       | 12   | 12    | 12    | 12    |
| 부채총계       |       | 197  | 150   | 158   | 148   |
| 지배주주지분     |       | 156  | 193   | 211   | 238   |
| 자본금        |       | 7    | 8     | 8     | 8     |
| 자본잉여금      |       | 29   | 63    | 63    | 63    |
| 이익잉여금      |       | 97   | 100   | 118   | 147   |
| 기타자본항목     |       | 23   | 22    | 21    | 20    |
| 비지배주주지분    |       | -    | -     | -     | -     |
| 자본총계       |       | 156  | 193   | 211   | 238   |

| 현금흐름표        | (십억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름    |       | 17   | 9     | 9     | 21    |
| 당기순이익        |       | 8    | 3     | 18    | 29    |
| 유형자산감가상각비    |       | 14   | 13    | 14    | 14    |
| 무형자산상각비      |       | 3    | 3     | 3     | 3     |
| 지분법관련손실(이익)  |       | -    | -     | -     | -     |
| 투자활동 현금흐름    |       | -12  | -15   | -9    | -6    |
| 유형자산의 처분(취득) |       | -10  | -20   | -15   | -15   |
| 무형자산의 처분(취득) |       | -    | -     | -     | -     |
| 금융상품의 증감     |       | -4   | -     | -     | -     |
| 재무활동 현금흐름    |       | 1    | -11   | -1    | -18   |
| 단기금융부채의증감    |       | -46  | -45   | -     | -17   |
| 장기금융부채의증감    |       | 47   | -     | -     | -     |
| 자본의증감        |       | -    | 35    | -     | -     |
| 배당금지급        |       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 현금및현금성자산의증감  |       | 6    | -14   | 2     | 0     |
| 기초현금및현금성자산   |       | 27   | 33    | 18    | 20    |
| 기말현금및현금성자산   |       | 33   | 18    | 20    | 20    |

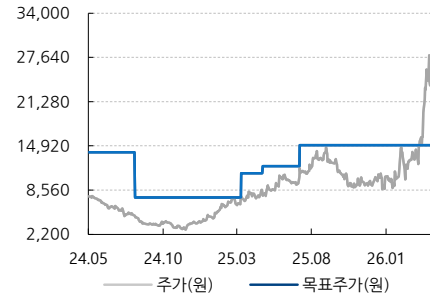
자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|----------|------|-------|-------|-------|
| 매출액         |          | 254  | 244   | 292   | 335   |
| 증가율(%)      |          | 10.6 | -3.9  | 19.7  | 15.0  |
| 매출원가        |          | 214  | 202   | 226   | 256   |
| 매출총이익       |          | 40   | 42    | 65    | 80    |
| 판매비와관리비     |          | 34   | 36    | 42    | 45    |
| 연구개발비       |          | 11   | 11    | 13    | 15    |
| 기타영업수익      |          | -    | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      |          | -    | -     | -     | -     |
| 영업이익        |          | 6    | 5     | 23    | 34    |
| 증가율(%)      |          | 흑전   | -0.3  | 318.8 | 50.0  |
| 영업이익률(%)    |          | 2.2  | 2.3   | 7.9   | 10.3  |
| 이자수익        |          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 이자비용        |          | 6    | 4     | 4     | 3     |
| 지분법이익(손실)   |          | -    | -     | -     | -     |
| 기타영업외손익     |          | 10   | 2     | 2     | 2     |
| 세전계속사업이익    |          | 11   | 4     | 21    | 34    |
| 법인세비용       |          | 3    | 1     | 3     | 5     |
| 세전계속이익률(%)  |          | 4.3  | 1.5   | 7.3   | 10.0  |
| 당기순이익       |          | 8    | 3     | 18    | 29    |
| 순이익률(%)     |          | 3.1  | 1.3   | 6.2   | 8.5   |
| 지배주주귀속 순이익  |          | 8    | 3     | 18    | 29    |
| 기타포괄이익      |          | -1   | -1    | -1    | -1    |
| 총포괄이익       |          | 7    | 2     | 17    | 28    |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | -    | -     | -     | -     |

| 주요투자지표                 |  | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|------------------------|--|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)                |  |        |        |        |        |
| EPS                    |  | 542    | 196    | 1,062  | 1,680  |
| BPS                    |  | 10,687 | 11,389 | 12,395 | 14,020 |
| CFPS                   |  | 1,710  | 1,205  | 2,087  | 2,716  |
| DPS                    |  | -      | -      | -      | -      |
| Valuation(배)           |  |        |        |        |        |
| PER                    |  | 18.1   | 116.5  | 21.5   | 13.6   |
| PBR                    |  | 0.9    | 2.0    | 1.8    | 1.6    |
| PCR                    |  | 5.7    | 18.9   | 10.9   | 8.4    |
| EV/EBITDA              |  | 9.8    | 17.5   | 9.3    | 6.9    |
| Key Financial Ratio(%) |  |        |        |        |        |
| ROE                    |  | 5.2    | 1.8    | 8.9    | 12.7   |
| EBITDA이익률              |  | 8.9    | 8.9    | 13.9   | 15.5   |
| 부채비율                   |  | 126.2  | 77.8   | 75.1   | 62.1   |
| 순부채비율                  |  | 50.0   | 24.2   | 21.2   | 11.4   |
| 매출채권회전율(x)             |  | 5.6    | 5.3    | 5.4    | 5.3    |
| 재고자산회전율(x)             |  | 3.5    | 3.8    | 4.4    | 4.3    |

아모텍 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가   | 과리율    |            |
|------------|------|--------|--------|------------|
|            |      |        | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2024-08-27 | Buy  | 7,500  | -40.2% | 0.9%       |
| 2025-04-02 | Buy  | 11,000 | -29.6% | -21.8%     |
| 2025-05-16 | Buy  | 12,000 | -21.3% | -10.3%     |
| 2025-07-31 | Buy  | 15,000 | -13.4% | 86.3%      |
| 2026-05-26 | Buy  | 29,000 |        |            |



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-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 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]

중목추천 투자등급

중목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자비율등급공시 2026-03-31 기준]

매수  
88.2%

중립(보유)  
11.8%

매도  
-

# 성호전자(043260)

## [탐방후기] CPO 도메인의 확장에서 찾는 성장 기회

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

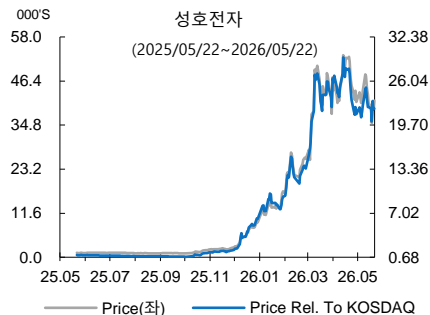
### NR(Initiate)

|                |         |
|----------------|---------|
| 목표주가(12M)      | -       |
| 증가(2026.05.22) | 41,250원 |

### Stock Indicator

|           |               |
|-----------|---------------|
| 자본금       | 35십억원         |
| 발행주식수     | 7,092만주       |
| 시가총액      | 2,926십억원      |
| 외국인지분율    | 2.9%          |
| 52주 주가    | 1,027~53,200원 |
| 60일평균거래량  | 2,075,135주    |
| 60일평균거래대금 | 88.6십억원       |

| 주가수익률(%) | 1M    | 3M   | 6M      | 12M     |
|----------|-------|------|---------|---------|
| 절대수익률    | -25.4 | 71.3 | 1,860.2 | 3,244.7 |
| 상대수익률    | -14.9 | 79.8 | 1,838.0 | 3,198.7 |

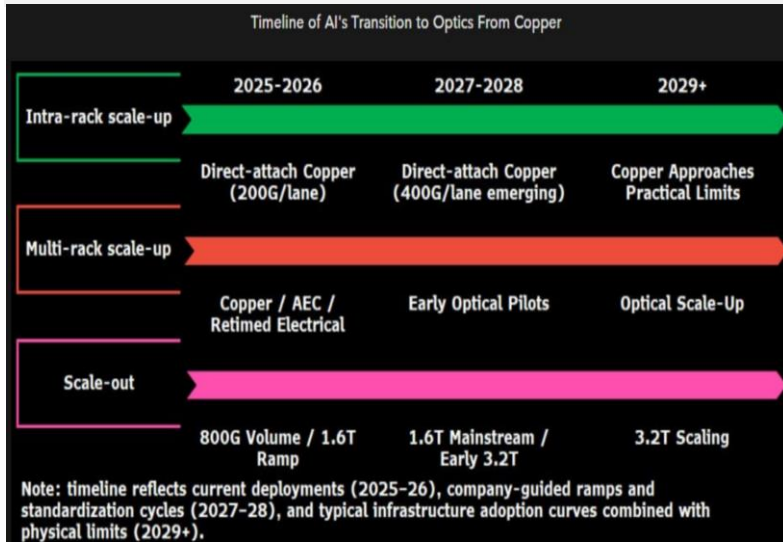


### [투자포인트]

- **자회사 실적 기대:** 자회사 에이디에스테크의 CPO향 Active Alignment 장비가 올해부터 고객사에 본격적으로 납품될 전망. 장기적으로 전사 실적 개선에 기여할 것을 기대. Active 방식은 Passive 방식과 달리 개별 모듈마다 실시간으로 오차를 보정하는 것이 특징. CPO는 FAU 정렬 포인트와 수율 민감도 증가를 동시에 요구하기 때문에 Active 정렬 방식이 주류가 될 것으로 예상. 동사는 Active 정렬 분야에 25년의 업력을 보유
- **CPO 적용처 확장:** CPO 적용처가 스케일업으로 확장되는 과정에서 Optical Engine이 감당할 대역폭이 증가하고 ELS의 성능도 개선되어야 하며, 기술적 난이도 또한 급격히 상승할 전망. 이에 수율 개선에 핵심적인 역할을 하는 Active Alignment 장비 수요가 증가할 것을 기대. 예를 들어, 광섬유 앞에 렌즈를 평행하게 부착하는 과정은 0.1~0.2μm 수준의 정밀도를 요구하며, 각도가 일부만 어긋나도 광결합 효율이 95% 이하로 감소하게 되어 양품 판정이 불가. 결과적으로 개별 작업마다 오차를 보정하는 Active 방식의 적용이 확대될 전망
- **락인 효과 기대:** FAU 공정은 명확한 기술적 표준이 정해지지 않은 상태이므로, Switch, ELS 제조사 입장에서는 레퍼런스에 기반해 공정 최적화를 진행하는 것이 안정적인 전략. 동사의 공급망 내 입지가 일부 강화될 것이 기대
- **고객사 확장 및 증설:** Fiber, Switch 기업에 샘플 대응 중이며, 단계적으로 Capa를 2배 증가시킬 계획

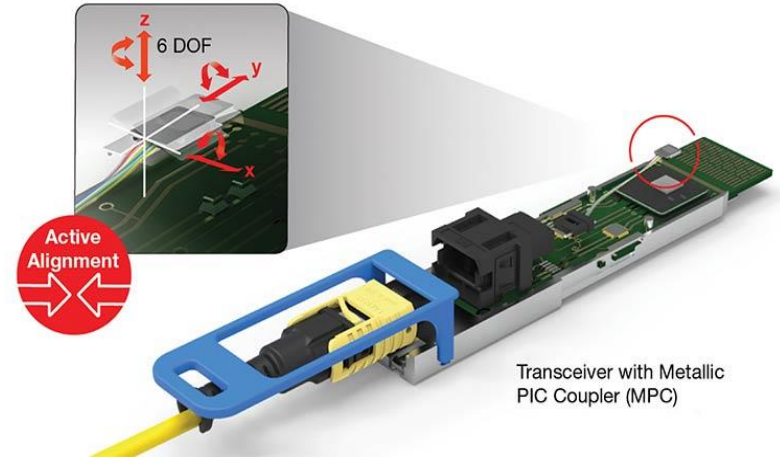
| FY           | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(십억원)     | 153.6 | 208.1 | 207.3 | 231.6 |
| 영업이익(십억원)    | 2.0   | 25.9  | 6.3   | 7.6   |
| 순이익(십억원)     | -4.2  | 17.7  | 8.0   | 91.0  |
| EPS(원)       | -85   | 364   | 145   | 1,342 |
| BPS(원)       | 1,554 | 1,894 | 2,334 | 3,536 |
| PER(배)       | -     | 3.8   | 7.8   | 6.9   |
| PBR(배)       | 0.8   | 0.7   | 0.5   | 2.6   |
| ROE(%)       | -4.8  | 19.2  | 6.5   | 46.3  |
| 배당수익률(%)     | -     | -     | -     | -     |
| EV/EBITDA(배) | 14.7  | 23.1  | 57.4  | 46.6  |

<그림1> '27~'28년은 CPO 도메인이 스케일업으로 확장되는 시기



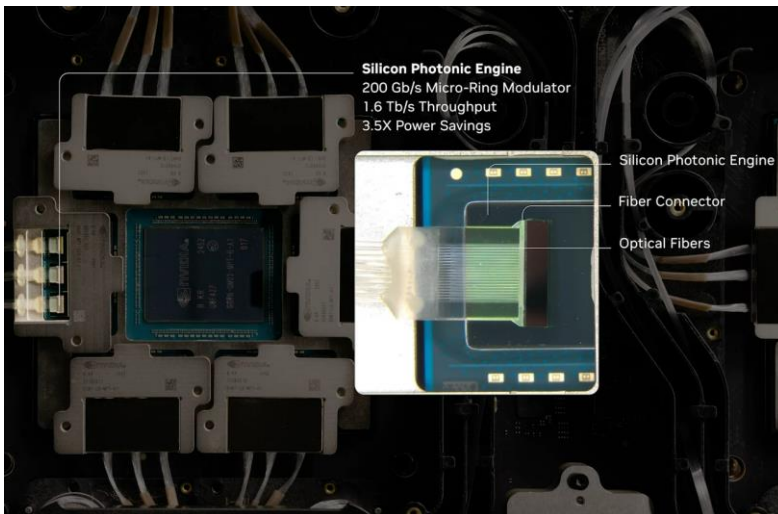
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림2> 기존 적용처: 광트랜시버 內 구성 요소 결합



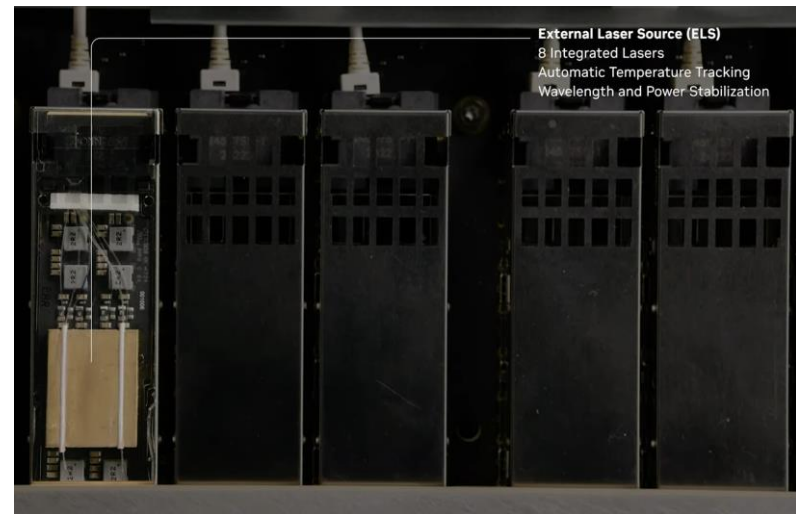
자료 : SENKO Advanced Components, iM증권 리서치본부

<그림3> CPO 적용처: ① Optical Engine 內 FAU 정렬



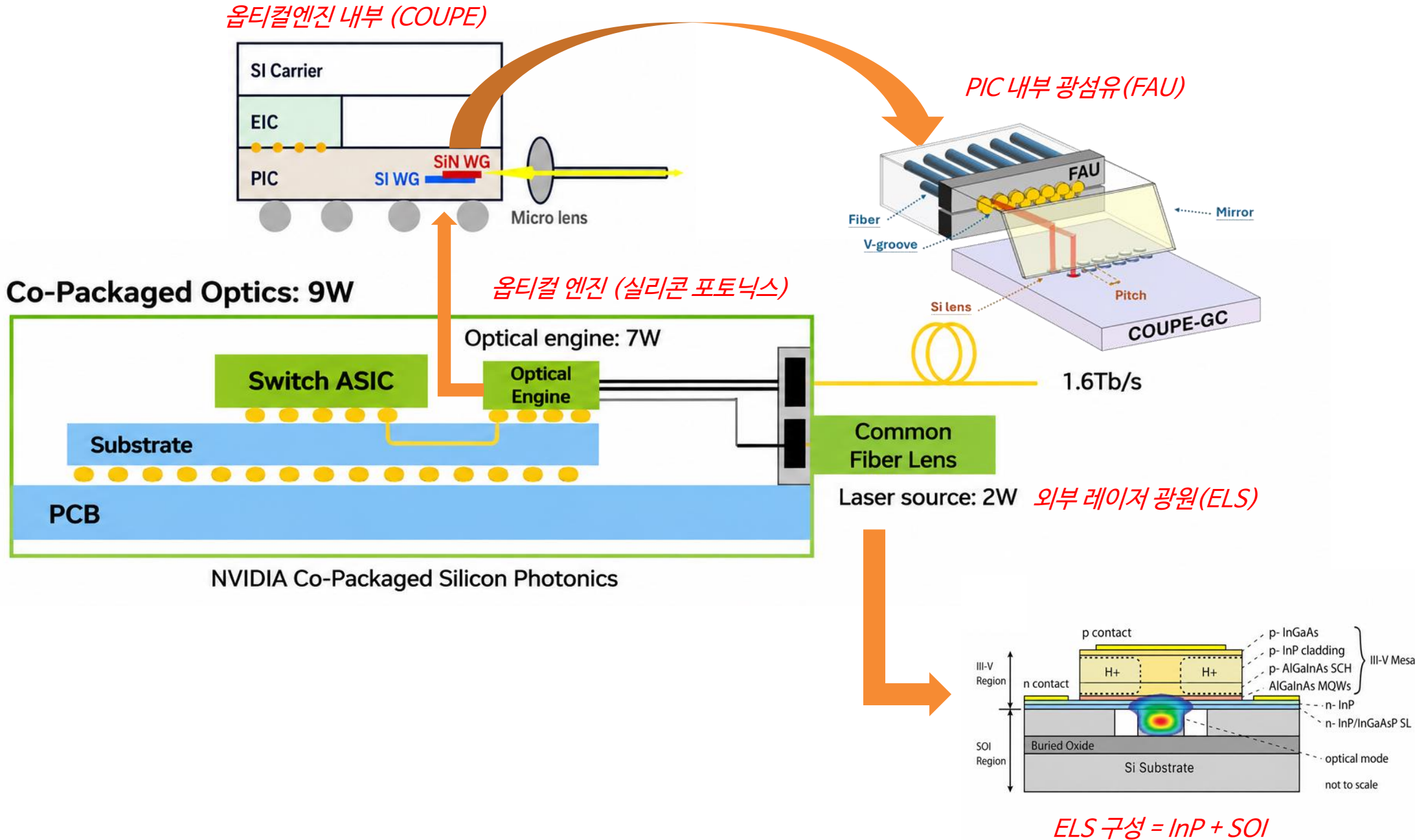
자료 : NVIDIA[링크], iM증권 리서치본부

<그림4> CPO 적용처: ② ELS 內 구성 요소 결합



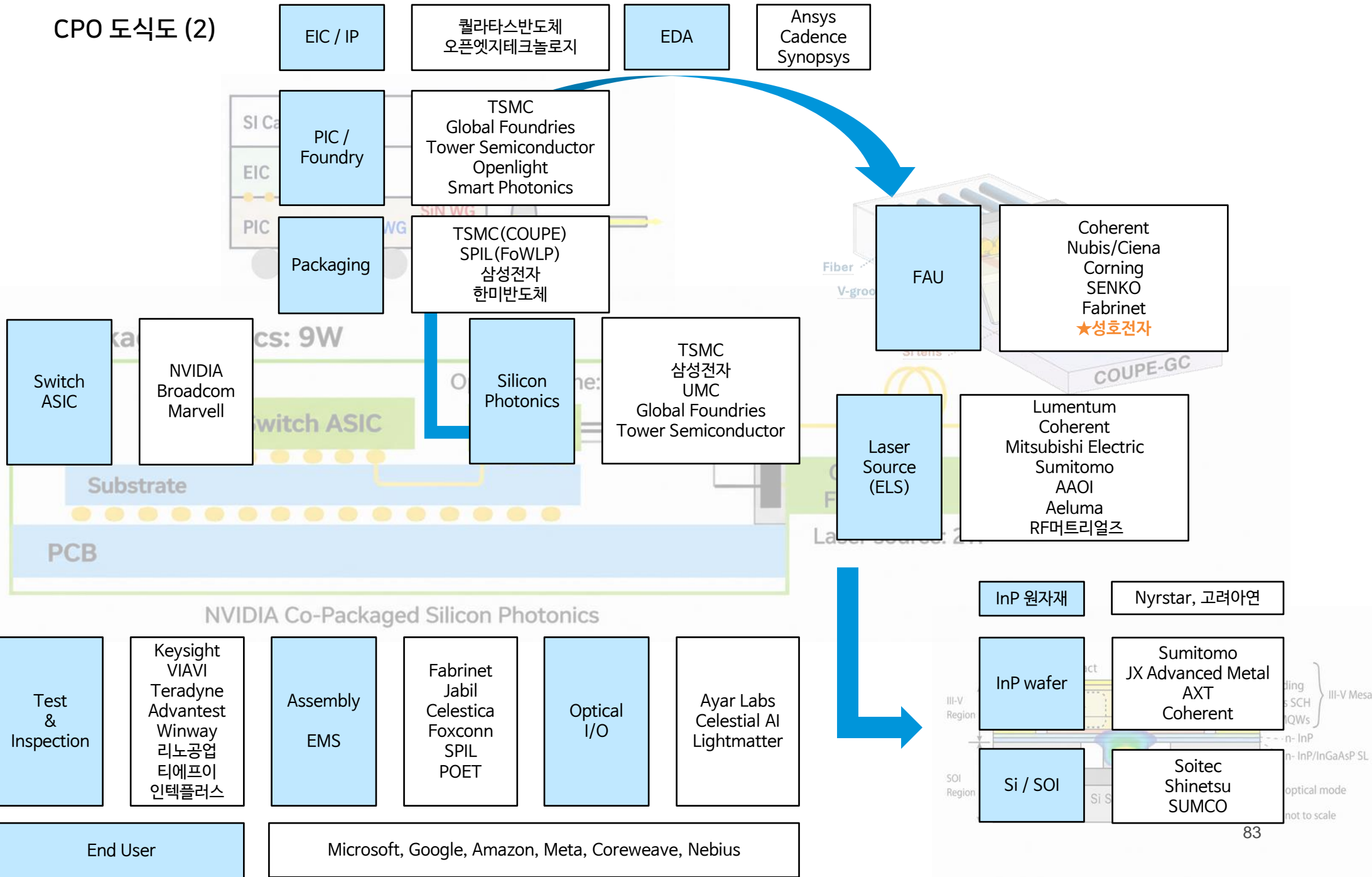
자료 : NVIDIA[링크], iM증권 리서치본부

# CPO 도식도 (1)



[전기전자 산업 전망] 패키지와 MLCC, 미래 공급을 예약하는 시대

CPO 도식도 (2)



**재무상태표**

| (십억원)      | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|------------|------|------|------|------|
| 유동자산       | 153  | 167  | 190  | 218  |
| 현금 및 현금성자산 | 37   | 48   | 37   | 30   |
| 단기금융자산     | 4    | 3    | 19   | 40   |
| 매출채권       | 38   | 40   | 58   | 50   |
| 재고자산       | 64   | 43   | 47   | 47   |
| 비유동자산      | 79   | 103  | 178  | 363  |
| 유형자산       | 39   | 66   | 112  | 116  |
| 무형자산       | 6    | 4    | 9    | 31   |
| 자산총계       | 232  | 270  | 367  | 581  |
| 유동부채       | 99   | 143  | 168  | 250  |
| 매입채무       | 21   | 17   | 25   | 23   |
| 단기차입금      | 53   | 91   | 110  | 169  |
| 유동성장기부채    | 1    | 7    | 14   | 12   |
| 비유동부채      | 50   | 25   | 56   | 77   |
| 사채         | -    | -    | 5    | 4    |
| 장기차입금      | 43   | 15   | 32   | 13   |
| 부채총계       | 149  | 168  | 224  | 327  |
| 지배주주지분     | 83   | 101  | 142  | 251  |
| 자본금        | 27   | 27   | 31   | 35   |
| 자본잉여금      | 15   | 15   | 26   | 31   |
| 이익잉여금      | 3    | 20   | 50   | 141  |
| 기타자본항목     | 41   | 43   | 31   | 35   |
| 비지배주주지분    | -    | 1    | 1    | 3    |
| 자본총계       | 83   | 102  | 143  | 254  |

**현금흐름표**

| (십억원)        | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------|------|------|------|------|
| 영업활동 현금흐름    | 39   | 5    | 25   | 20   |
| 당기순이익        | -0.4 | 1.8  | 0.8  | 9.1  |
| 유형자산감가상각비    | 6    | 5    | 7    | 8    |
| 무형자산상각비      | 0    | 0    | 0    | 1    |
| 지분법관련손실(이익)  | -2   | 0    | 0    | 0    |
| 투자활동 현금흐름    | -25  | -4   | -97  | -89  |
| 유형자산의 처분(취득) | -    | -    | -    | -    |
| 무형자산의 처분(취득) | 1    | 0    | 0    | 0    |
| 금융상품의 증감     | -1   | 1    | 0    | 3    |
| 재무활동 현금흐름    | 17   | 10   | 61   | 62   |
| 단기금융부채의증감    | 25   | 5    | 26   | 54   |
| 장기금융부채의증감    | 31   | 11   | 38   | -6   |
| 자본의증감        | -5   | -1   | 20   | 10   |
| 배당금지급        | -    | -    | -    | -    |
| 현금및현금성자산의증감  | 32   | 11   | -11  | -8   |
| 기초현금및현금성자산   | 5    | 37   | 48   | 37   |
| 기말현금및현금성자산   | 37   | 48   | 37   | 30   |

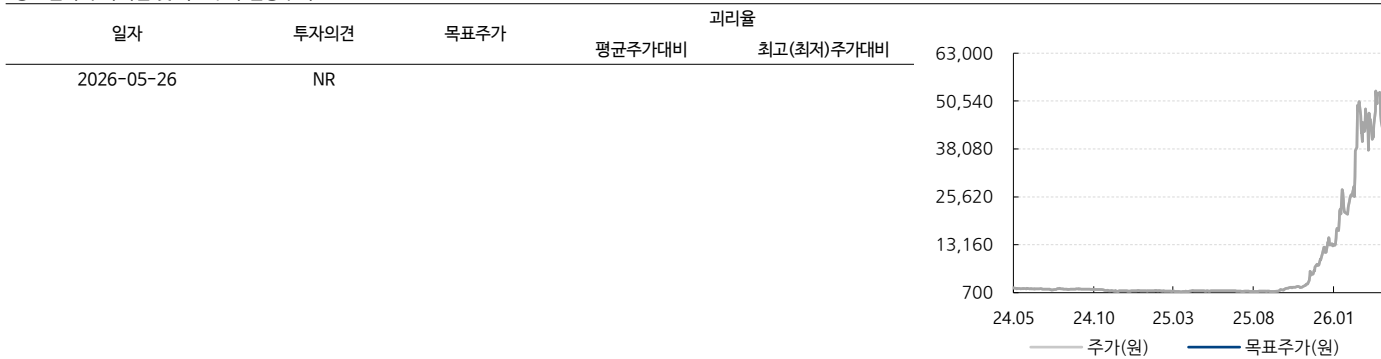
**포괄손익계산서**

| (십억원, %)    | 2022 | 2023    | 2024  | 2025 |
|-------------|------|---------|-------|------|
| 매출액         | 154  | 208     | 207   | 232  |
| 증가율(%)      | 15.3 | 35.5    | -0.4  | 11.7 |
| 매출원가        | 129  | 162     | 171   | 187  |
| 매출총이익       | 24   | 46      | 36    | 44   |
| 판매비와관리비     | 22   | 20      | 30    | 37   |
| 연구개발비       | 2    | 2       | 3     | 4    |
| 기타영업수익      | -    | -       | -     | -    |
| 기타영업비용      | -    | -       | -     | -    |
| 영업이익        | 2    | 26      | 6     | 8    |
| 증가율(%)      | 66.3 | 1,164.0 | -75.6 | 19.6 |
| 영업이익률(%)    | 1.3  | 12.4    | 3.0   | 3.3  |
| 이자수익        | 0    | 1       | 1     | 5    |
| 이자비용        | 3    | 6       | 7     | 11   |
| 지분법이익(손실)   | -2   | 0       | 0     | 0    |
| 기타영업외손익     | 0    | 0       | 3     | 1    |
| 세전계속사업이익    | -6   | 23      | 13    | 117  |
| 법인세비용       | -1   | 5       | 5     | 26   |
| 세전계속이익률(%)  | -3.6 | 11.0    | 6.3   | 50.7 |
| 당기순이익       | -0.4 | 1.8     | 0.8   | 9.1  |
| 순이익률(%)     | -2.7 | 8.5     | 3.9   | 39.3 |
| 지배주주귀속 순이익  | -4   | 18      | 8     | 91   |
| 기타포괄이익      | -1   | 2       | 8     | 4    |
| 총포괄이익       | -5   | 20      | 16    | 95   |
| 지배주주귀속총포괄이익 | -5   | 19      | 16    | 95   |

**주요투자지표**

|                        | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표(원)                |       |       |       |       |
| EPS                    | -85   | 364   | 145   | 1,342 |
| BPS                    | 1,554 | 1,894 | 2,334 | 3,536 |
| CFPS                   | 39    | 472   | 271   | 1,478 |
| DPS                    | -     | -     | -     | -     |
| Valuation(배)           |       |       |       |       |
| PER                    | -     | 3.8   | 7.8   | 6.9   |
| PBR                    | 0.8   | 0.7   | 0.5   | 2.6   |
| PCR                    | 30.3  | 3.0   | 4.1   | 6.3   |
| EV/EBITDA              | 14.7  | 23.1  | 57.4  | 46.6  |
| Key Financial Ratio(%) |       |       |       |       |
| ROE                    | -4.8  | 19.2  | 6.5   | 46.3  |
| EBITDA이익률              | 5.3   | 15.0  | 6.4   | 7.3   |
| 부채비율                   | 179.7 | 164.4 | 156.0 | 128.8 |
| 순부채비율                  | 68.0  | 62.7  | 73.6  | 50.1  |
| 매출채권회전율(x)             | 4.3   | 5.4   | 4.2   | 4.3   |
| 재고자산회전율(x)             | 2.2   | 3.9   | 4.6   | 4.9   |

성호전자 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 주권사로 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.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 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

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자 비율 등급 표시 2026-03-31 기준]

|       |        |    |
|-------|--------|----|
| 매수    | 중립(보유) | 매도 |
| 88.2% | 11.8%  | -  |