

K-Tech DNA

[소부장/스몰캡]
박희철 책임연구원
parkh@iprovest.com

발간일자
2025.11.10

9

1. 지속되는 AI 사이클

- 1-1. AI 인프라 중심의 수요 지속
- 1-2. 공급 부족이 야기한 메모리 Wave
- 1-3. AI 시대, Peak Out 가능성 에 대한 단상

18

2. 지역별 Tech 경쟁력 확인

- 2-1. 미국: 글로벌 Tech 리더, AI 최종 수요처
- 2-2. 대만: AI 시대, 글로벌 Tech 제조 허브
- 2-3. 일본: 두드러지는 선단 기술 경쟁력
- 2-4. 중국: 자립 AI 생태계 구축 가속화
- 2-5. 한국: Tech 선도 기업 중심의 생태계 경쟁력

31

3. K-Tech DNA 에 투자

- 3-1. 두드러질 K-Tech 기술 경쟁력
- 3-2. K-Tech 에 부합하는 차세대 기술, 유리기판
- 3-3. 초과 수익률을 위한 IT 중소형 포트폴리오

투자익견: 비중확대 / Top Picks: 두산, 해성디에스

39

▶ 기업분석

두산 (000150)
해성디에스 (195870)
심텍 (222800)
솔브레인 (357780)
티씨케이 (064760)
티엘비 (356880)
제이앤티씨 (204270)
캠트로닉스 (089010)

Summary

1) 견조한 AI 투자 사이클 재점검

AI 인프라 투자는 Hyperscaler 를 넘어 국가 단위의 사업까지 추진. AI 시대 주권을 위한 투자는 중장기적으로 견조할 전망. 일각에서 제시되는 AI 콘텐츠 사용자 수 감소 등을 이유로 제시되는 인프라 투자 Peak Out 논리는 제한적이라고 판단. 향후 Physical AI 시대까지의 확장성을 고려할 때 현 AI 인프라 투자는 미래를 주도하고 기술 경쟁력을 지키기 위한 투자. 2023 년부터 지속된 투자로 인해 메모리 등 일부 부품 공급 제한 및 수요 강세 발생. 현 기조는 중장기 유지 전망.

2) 사이클 속 Outperform 요소는? = 기술 경쟁력

사이클이 지속되는 가운데 국가별로 Tech 수혜 강도가 상이. Outperform 을 가른 요소는 지역별 기술 경쟁력. 지역별 Tech 경쟁력을 확인하고 국내 Tech 밸류체인 내 기술 경쟁력을 갖춘 기업에 주목 필요. 국내 Tech 에서 Outperform 한 기업들은 메모리 관련 밸류체인. 지역의 기술 경쟁력과 사이클에 부합하는 기업들에 대한 투자자들의 선호 확인. 특히, 중소형 기업들은 기술 경쟁력을 기반으로 한 실적 모멘텀에 집중할 필요 존재. 역사적으로 기술 경쟁력을 갖춘 중소형 업체들이 사이클이 중장기화됨에 따라 시장을 크게 Outperform 한 사례 존재. 이에 따라 사업 배경에 따른 Top-Tier 기술 경쟁력을 갖추고 있는 K-Tech 선두 기업들을 통한 투자 기회 모색 필요.

3) 투자의견 및 Top pick 제시

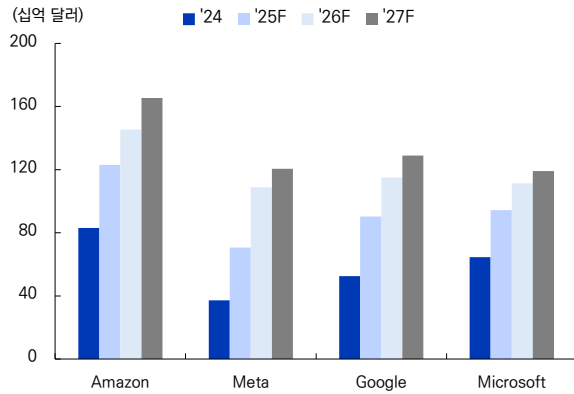
IT 중소형 섹터 분석 개시, 업종 투자 의견 비중 확대

Top-Picks로는 두산(TP:1,200,000원)과 해성디에스(TP:73,000원)를 제시. 두산의 자체 사업 중 두산 전자BG 사업 부문은 AI 시대를 선도하는 글로벌 기업들에 High-End급 CCL을 공급하는 기업으로 글로벌을 리딩하는 수준의 기업. AI 칩 수요 증가 및 반도체 선단화 추세로 동사는 수요 확대와 더불어 마진 개선까지 이어질 전망. 올해 주가 상승폭이 두드러지나, 동사의 실적 모멘텀을 고려하면 여전히 매력적인 구간. 해성디에스 또한 메모리 패키지 기관 대응 역량이 개선되며 실적 모멘텀이 발생할 것으로 기대. AI로 인해 메모리 밸류체인이 강세를 이어갔으나, 동사는 1a 공정 대응 실패로 다소 소외. 향후 1b, 1c 공정 대응과 함께 강한 실적 모멘텀 기대

이외의 관심 종목은 솔브레인(TP: 335,000원), 심텍(TP: 67,000원), 티씨케이(TP: 210,000원), 티엘비(TP: 83,000원) 등을 제시. 해당 기업들은 글로벌 경쟁력을 갖춘 K-Tech DNA를 보유한 기업들로 AI 사이클 속 선단화 및 메모리 물량 증가에 따른 수혜가 기대. 글로벌 경쟁력을 갖춘 분야의 Top-Tier급 기업들로 중장기 사이클 속 강한 실적 개선 기대. 추가적으로 국내의 Tech 밸류체인에 속한 기업들은 메모리, 디스플레이, 디바이스 관련 기술 역량이 중점적. 다양한 차세대 Tech 기술 중 유리기관은 K-Tech DNA에 부합하는 기술로 국내에서 유리기관 산업의 글로벌 경쟁력을 갖춘 기업이 등장할 가능성 농후. 기대해볼 기업들로 제이앤티씨와 캠프트로닉스를 제시.

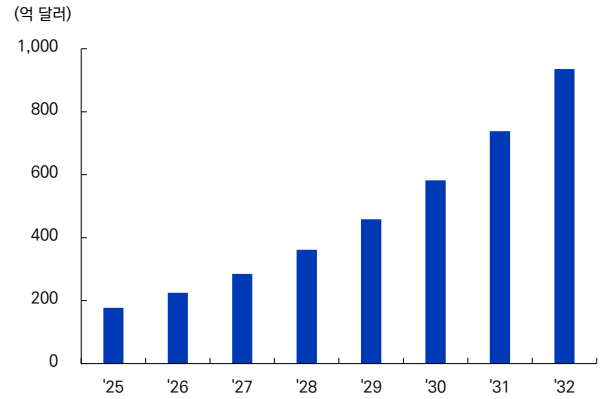
Key Chart

[도표 1] 주요 Hyperscaler 들의 연간 CAPEX 전망치



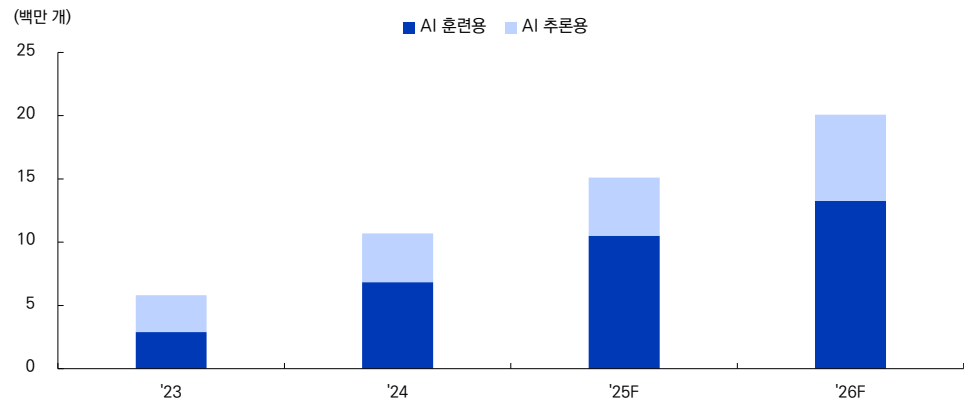
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 글로벌 AI 데이터센터 시장 규모 추정치



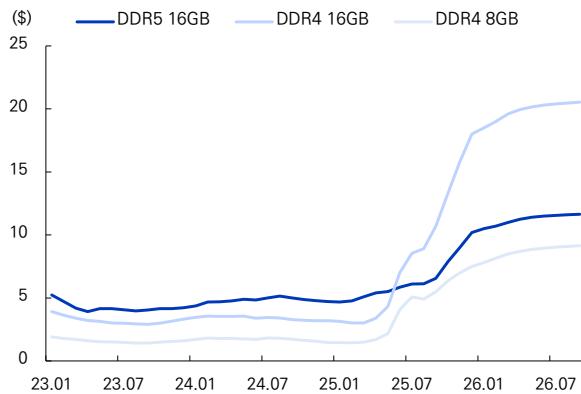
자료: Fortune Business Insight, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 용도별 AI 칩 출하량 추이



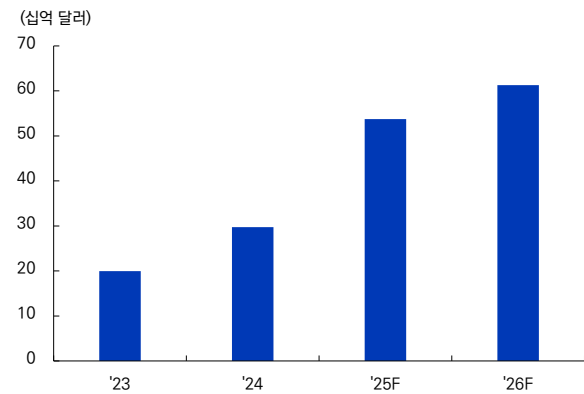
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 4] DRAM 가격 추이 및 전망치



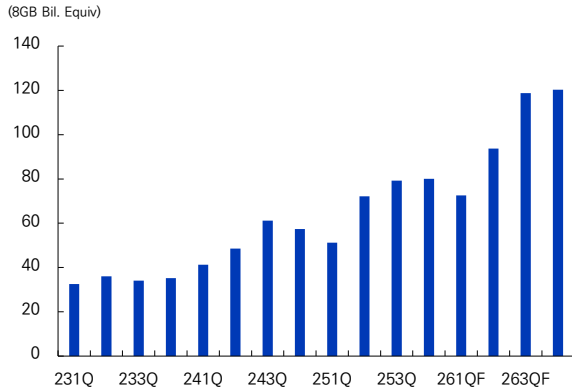
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 5] DRAM CAPEX 전망치



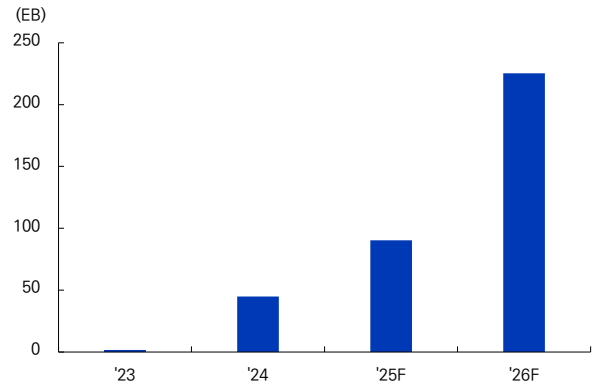
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 6] eSSD NAND 수요 추이



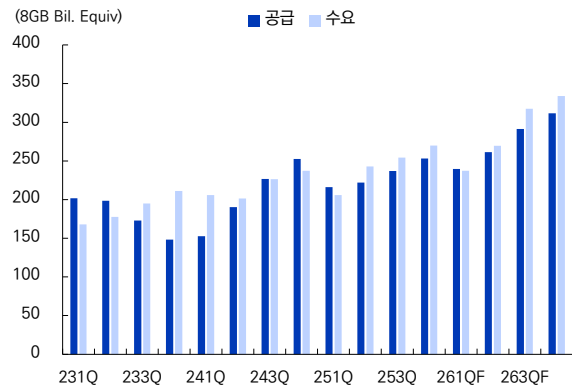
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 시 용 SSD 수요 추이



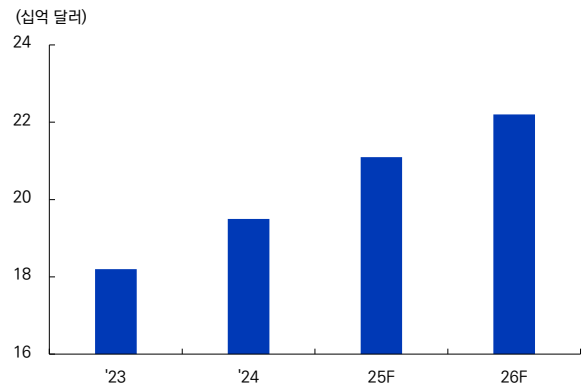
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 8] NAND 수급 전망



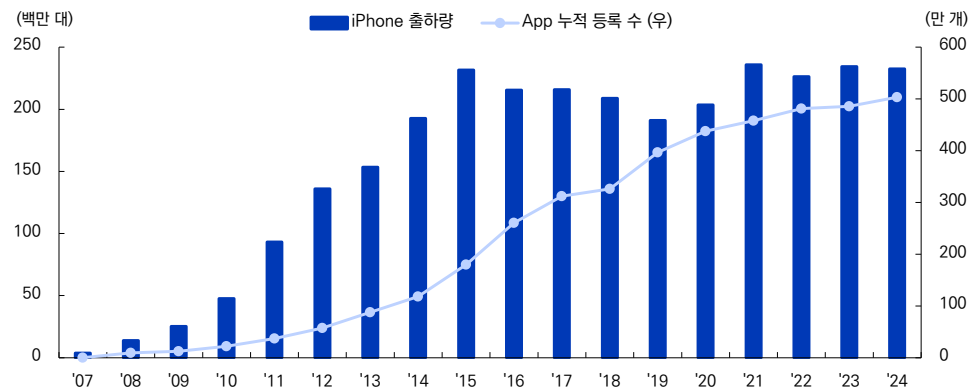
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 9] NAND CAPEX 전망치



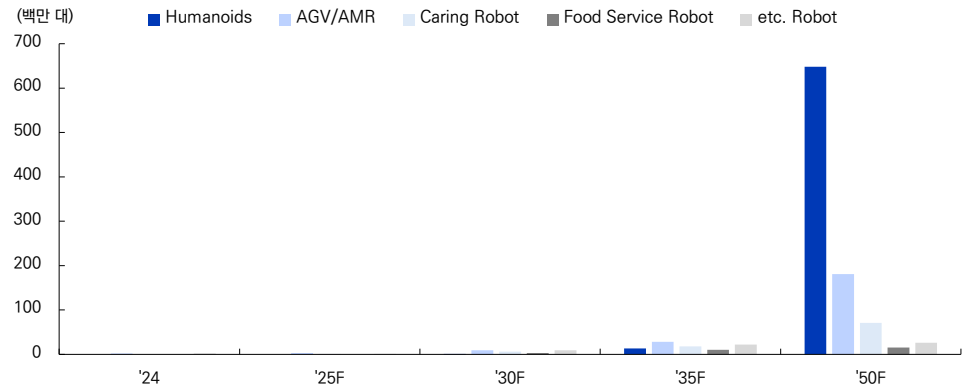
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 10] iPhone 출하량 및 App 등록 수 추이



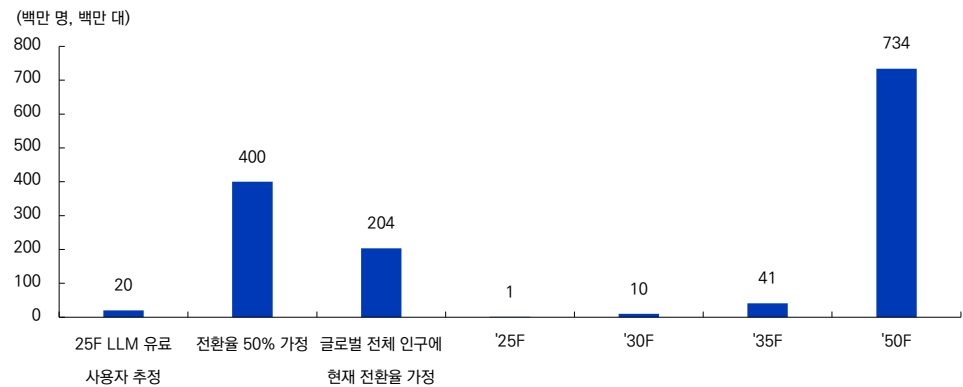
자료: IDC, Statista, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 주요 로봇 어플리케이션별 전망치



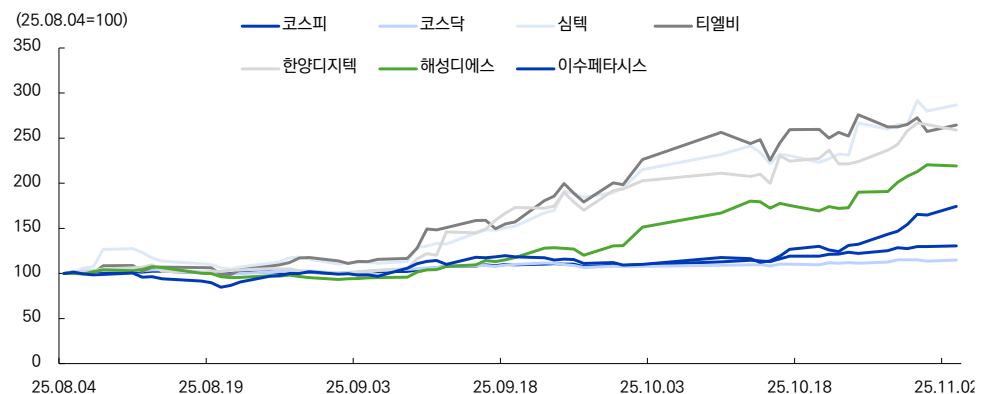
자료: Citi GPS, 교보증권 리서치센터

[도표 12] LLM 유료 사용자 수와 Physical AI 적용 로봇 출하량 전망치와의 비교



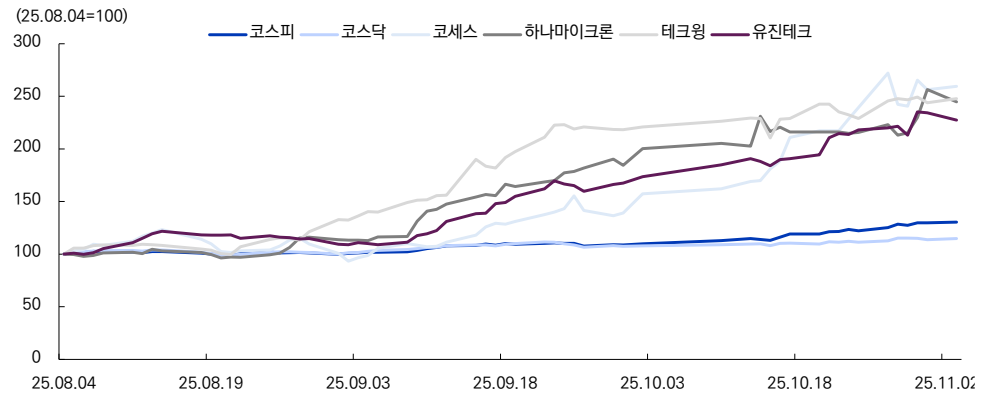
자료: Citi GPS, OpenAI, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 벤치마크 대비 메모리 관련 부품 기업 주가 추이



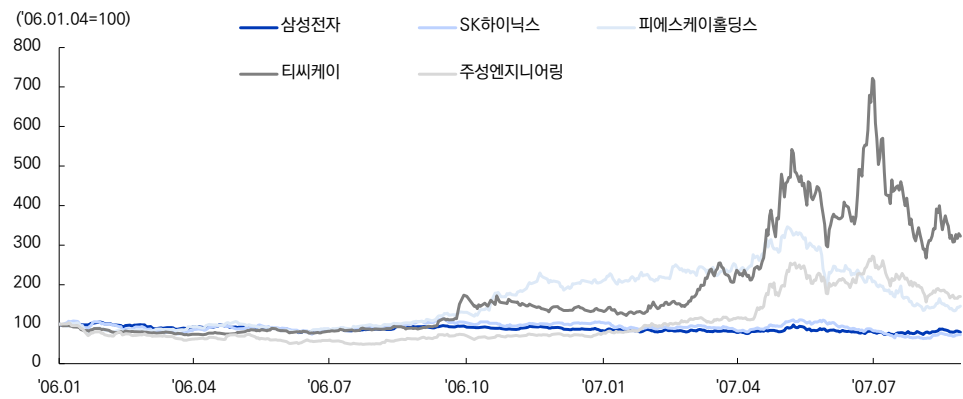
자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 벤치마크 대비 선단 공정 밸류체인 기업 주가 추이



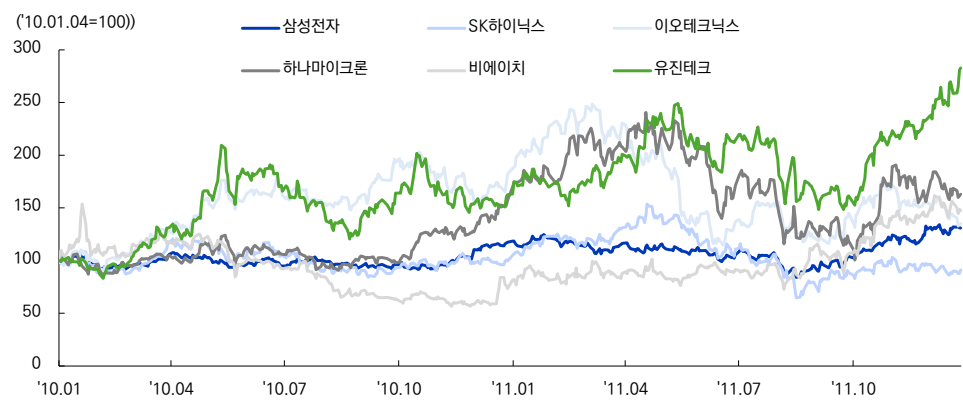
자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 2006 년 사이클 속 중소형주 Outperform 사례



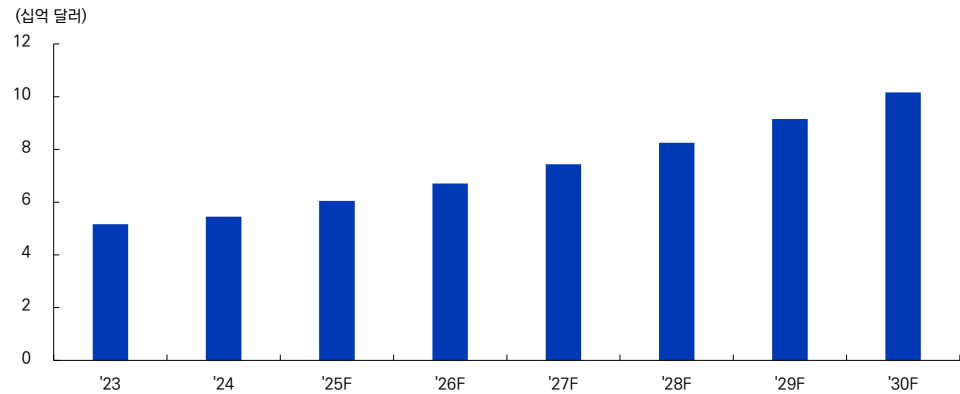
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 2010 년에서 2011 년 사이클 속 중소형주 Outperform 사례



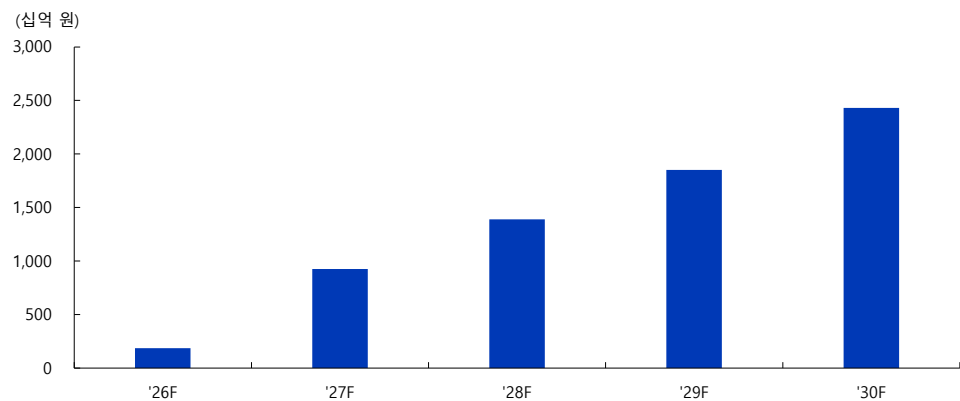
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 유리기판이 침투 가능할 FC-BGA 시장 전망치



자료: Intel Market Research, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 유리기판 제조 계획 기준 시장 규모 추정



자료: 업계자료, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 국내 유리기판 관련 밸류체인

구분	기업명	내용
유리기판 제조	삼성전기	시제품 평가 단계
	SKC(애플릭스)	시제품 평가 단계
	LG 이노텍	파일럿 라인 구축 단계
유리기판 코어 제조	캠트로닉스	유리기판 코어 및 인터포저 제조
	제이앤티씨	유리기판 코어 및 인터포저 제조
TGV 장비	필옵틱스	TGV 장비
	주성엔지니어링	TGV 장비
	이오테크닉스	TGV 장비
기타 유리기판 소부장	기가비스	RDL 검사장비
	ISC	유리기판 적용 테스트 소켓
	와이씨캠	유리기판 코팅 소재
	HB 테크놀로지	RDL 검사장비

자료: 업계자료, 교보증권 리서치센터

1. 지속되는 AI 사이클

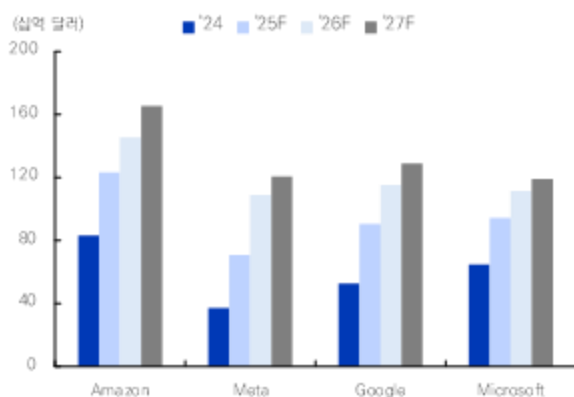
1-1. AI 인프라 중심의 수요 지속

현재 글로벌 Tech 투자자들의 관심은 모두 AI가 관통하고 있다. 일반 소비자들도 활용 가능한 LLM이 시장에 공개된 이후 미국 Hyperscaler들의 막대한 투자와 함께 AI 산업에 자금이 쏠리고 있기 때문이다. 미국의 핵심 빅테크 4개 사의 CAPEX 투자를 보면 지속적으로 증가하고 있다. 이들은 2023년에는 약 150억 달러의 CAPEX를 집행했으나, 2024년에는 YoY +58% 증가했으며, 2025년에는 YoY +38% 증가할 것으로 전망되며 약 340억 달러 수준까지 확대될 것으로 예상된다.

Hyperscaler 들의 최근 거대한 규모의 투자는 AI 데이터센터를 구축하는데 활용되고 있다. 이들의 투자에 힘입어 AI 시대에 기술 기반이 될 글로벌 데이터센터의 수와 규모는 빠르게 확대되고 있다. 시장조사기관에 따르면 올해 글로벌 AI 데이터센터 시장 규모는 약 25 조원 규모로 추산되고 있으며, 향후 7년간 추가적으로 CAGR +27% 수준으로 성장해 2032년에는 약 130 조원 이상의 시장을 형성할 것으로 기대하고 있다.

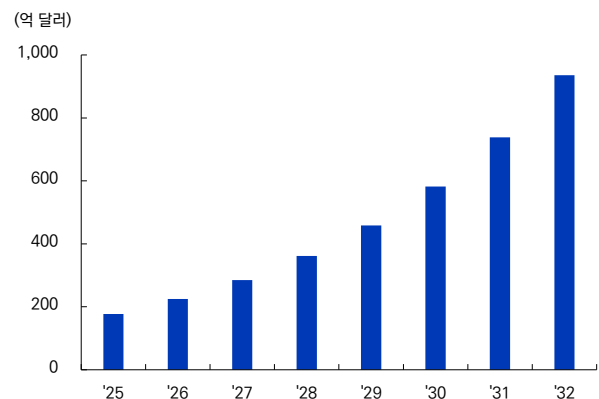
AI 인프라 투자 규모는 또 한 번 램프업될 전망이다. 투자 주체가 Hyperscaler 뿐만 아니라 국가 단위로 확장되고 있기 때문이다. 주권 AI로써의 AI 데이터센터 중요성이 지속적으로 부각됨에 따라, AI 인프라의 핵심인 데이터센터에 대한 주도적인 입지를 확보할 필요가 있기 때문이다. 다양한 국가들이 민간과의 협력 또는 국가 주도의 투자를 통해 AI 인프라를 구축하고자 하고 있다. 국내외를 막론하고 국가 주도의 투자로 AI 인프라 투자 규모는 또 한 번 램프업 될 전망이다.

[도표 20] 주요 Hyperscaler 들의 연간 CAPEX 전망치



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 글로벌 AI 데이터센터 시장 규모 추정치



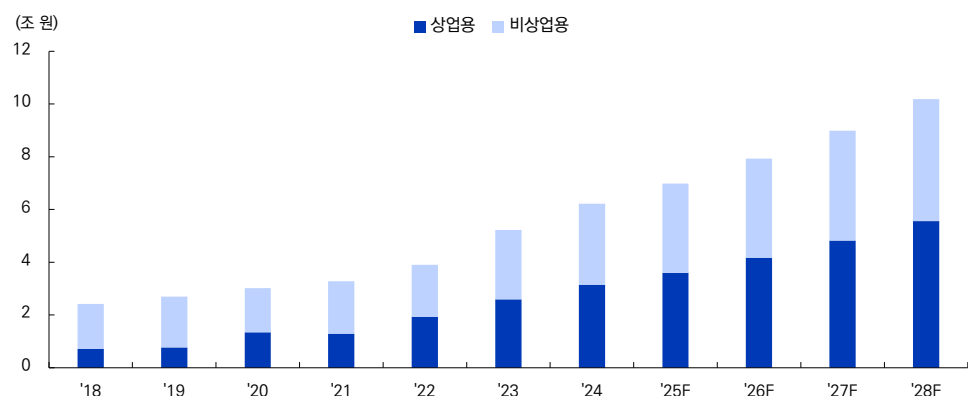
자료: Fortune Business Insight, 교보증권 리서치센터

국내 역시 주권 AI를 위한 투자를 속행하고 있다. 먼저 현 정부는 AI 대전환을 목표로 약 100 조원 투자 시대를 공언한 바 있다. 필두에 있는 정책은 국가인공지능 컴퓨팅 센터 구축 사업으로 삼성 SDS 주도하에 네이버, 카카오, KT 등 유수의 대기업들이 컨소시엄을 구축해 사업을 진행하고 있다. 대기업 규모에 걸맞는 메가 데이터센터 구축이 예상된다. 이외에도 ‘Stargate Project’의 일환으로 OpenAI와 삼성, SK 그룹이 협력해 포항, 전남 등에도 초대형 데이터센터를 추가 건립할 것으로 예정되어 있다.

국내에서의 민간 기업 주도 투자도 적극적으로 이어지고 있다. 앞서 언급한 삼성 그룹의 경우 삼성 SDS를 필두로 구미 공단 내 약 120MW 급의 대형 데이터센터를 건설할 것으로 파악된다. 총 사업 규모는 약 8 조원 수준으로 알려졌다. SK 그룹 역시 울산에 약 100MW 급의 데이터센터 건설을 공표하며 투자를 시작했고, 향후 1GW까지 확대할 계획을 밝힌 바 있다. 또 다른 대형 기업인 LG와 네이버의 경우도 각각 50MW, 60MW 급의 AI 데이터센터를 구축하며 국내 AI 인프라 투자의 큰 축으로 부각되고 있다. AI 시장을 선도하는 미국의 경우 지난 2023년부터 AI 투자가 시작된 후 여전히 그 규모를 유지하고 있다. 국내 또한 이번 투자를 필두로 기업들의 적극적인 AI 인프라 투자가 지속될 전망이다.

국내 뿐 아니라 글로벌 단위에서는 수많은 국가들이 AI 인프라 투자를 적극 지원하고 추진하고 있다. 대표적으로 미국의 Stargate Project는 약 5,000억 달러 규모의 프로젝트로 여전히 글로벌 투자자들의 이목을 끄는 핵심 프로젝트이며, 유럽의 EuroHPC 공동사업, 일본의 차세대 슈퍼컴퓨팅 확보 투자, 사우디의 AI 투자 펀드 조성 등 AI 주권을 확보하기 위해 각 정부가 주도하는 조 단위의 대형 투자가 이어지고 있으며, 이외에도 영국, 독일, 프랑스, 싱가포르, 캐나다 등 다양한 국가들이 조 단위의 투자를 계획하고 있다. 글로벌 다양한 국가에서 국가 주도의 큰 규모의 투자가 지속 확대됨에 따라 인프라 투자의 견조한 추세를 확인할 수 있다.

[도표 22] 국내 데이터센터 시장 추이 및 전망치



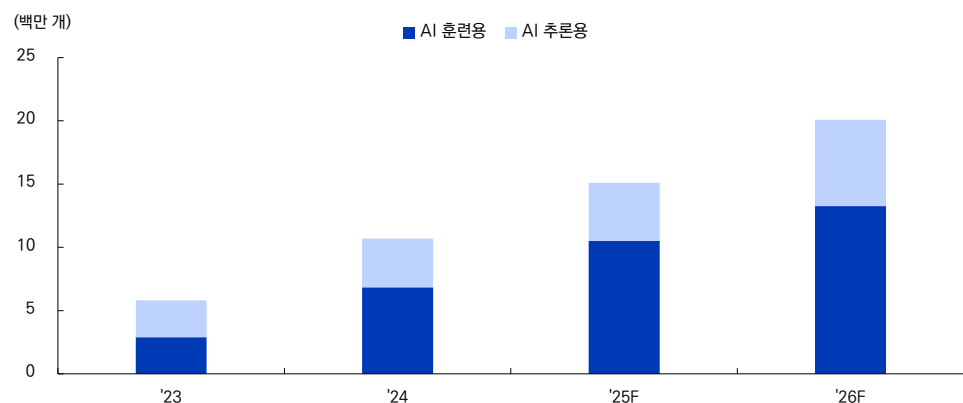
자료: 한국데이터센터연합회, 교보증권 리서치센터

직접적인 AI 인프라 투자 확대 외에도 AI 기술의 발전 방향성을 통해서도 중장기적인 추가 수요를 유추해볼 수 있다. 현재 AI 컴퓨팅 수요는 크게 훈련과 추론이라는 두 수요를 기준으로 발생하고 있다. 전문 리서치 기관인 Trendforce 는 High-End AI 칩이 AI 훈련 수요를 대응하고, 구세대 AI 칩이나 Mid-Low 제품군은 AI 추론 수요를 대응하는 것으로 구분한다. 이러한 분류의 함의는 구세대 AI 칩의 수요가 지속 존재한다는 뜻이다. 즉, 가장 첨단인 고성능 AI 칩의 생산량이 부족하더라도 구세대 제품군 또는 병목이 생기는 핵심 부품인 HBM 과 CoWoS 와 같은 첨단 패키징이 사용되지 않는 L40S/L20, B40 과 같은 범용 제품군들의 수요가 발생한다는 뜻이다. 이번 Rubin 아키텍처에도 Rubin CPX 가 GDDR7 을 탑재하고 FC-BGA 로 패키징되는 것으로 파악돼 추론 수요를 적극 해소시킬 것으로 예상된다.

AI 선도 기업인 Nvidia 에 따르면 장기적으로 AI 데이터센터 수요의 90%가 추론 수요에 해당한다고 전망한 바 있다. 추론 수요는 사용자 수 또는 탑재 디바이스 수 증가에 따라 기하급수적으로 증가하기 때문이다. 이외에도 AI 인프라를 제공하는 기업인 Coreweave 의 경우 CEO 가 인터뷰에서 현 시점에서 제공하는 인프라의 절반 이상이 추론 수요에 대응한다고 밝힌 바 있어, 추론이라는 AI 기술의 새로운 방향성이 중장기적인 수요를 야기할 것임을 감안할 수 있다. 추론 수요에 대응 가능한 제품군이 병목에 제한되지 않는 부품과 공정을 활용한다는 점은 공급 병목으로 인한 투자 축소 가능성이 제한적이라는 뜻이다.

물론 추론 뿐 아니라 High-End AI 칩은 다른 관점에서 성장을 지속할 전망이다. High-End 제품군은 비용 증가 대비 압도적인 컴퓨팅 성능을 제공함에 따라 지속적으로 각광 받을 것이기 때문이다. 대표적으로 H100 의 성능지표인 FP4 FLOPS 의 경우 약 4PFLOPS 수준으로 파악되는데, B200 의 FP4 FLOPS 는 약 10PFLOPS, GB300 은 약 15PFLOPS, 내년에 출시될 VR200 은 약 33PFLOPS 의 성능을 보여줄 것으로 예상된다. 이러한 성능 지표를 단순히 계산했을 때, H100 보다 B200 이 2.5 배 이상 비싸지 않는 한 경제적인다는 뜻이다. 특히, 전력 투입량 대비 산출되는 컴퓨팅 파워를 감안하면 High-End AI 칩의 수요는 지속될 수 밖에 없고 수요를 자극할 또 다른 한 축으로 추론 수요에 대응할 수 있는 Mid-Low AI 칩이 공존하며 중장기 수요를 야기할 것으로 전망한다.

[도표 23] 용도별 AI 칩 출하량 추이



자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

1-2. 공급 부족이 야기한 메모리 Wave

AI 수요 강세에 따라 메모리 전반에 걸친 공급 부족을 야기하고 있다. DRAM의 경우 HBM의 수요가 AI 칩의 수요 강세로 인해 발생한 메모리 공급 병목 등으로 범용 제품군까지 공급 병목이 발생하고 있다. NAND 또한 데이터센터로 들어가는 eSSD 수요가 최근 각광을 받으며 지난 2분기부터 수요가 부족한 환경이 형성되고 있다. 메모리 병목은 최근 Tech 섹터의 Up-Cycle 핵심 논리로 작용하고 있다.

먼저 DRAM의 가격 추이와 메모리 3사의 재고 수준을 살펴보면 강한 병목을 관측할 수 있다. DRAM 가격은 2025년 들어 완전한 상승 추이를 보여주고 있다. 2025년 1월 DDR5 16GB의 Spot 가격은 \$4.7 수준이었으나, 10월 기준 약 \$7.9까지 약 +68% 상승한 바 있다. 시장 조사 기관에 따르면 4분기에도 가격 상승 추세는 지속되며 연말에는 약 \$10 이상까지 상승할 것으로 예상하고 있다. 재고 수준 또한 메모리 3사의 평균 재고 수준은 2025년 연초에는 약 15주 수준이었으나, 공급 부족으로 인해 3분기 말 기준 약 3주 수준까지 축소된 것으로 파악된다.

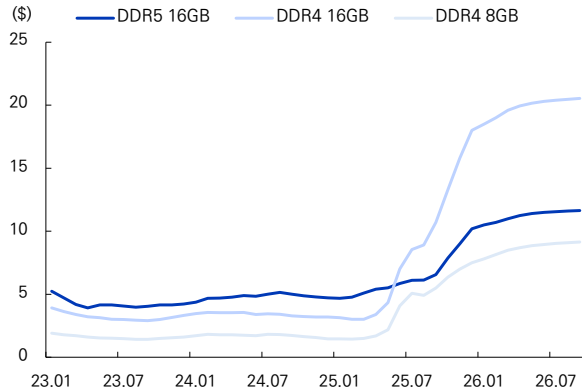
NAND도 상황은 유사하다. 용량 대비 낮은 가격으로 인한 효율성으로 데이터센터에 적극 채택되어 온 HDD가 수요 대비 제한적인 공급 환경으로 인해 가격이 상승하고, 리드타임 또한 증가하자, 서버용 eSSD가 그 대안으로 부각 받기 시작했다. eSSD 수요 증가 기대감은 시장에 즉각적으로 반응이 발생하며 지난 2분기부터 NAND 시장을 강타하고 있다. 시장 조사 기관에 따르면 2025년 eSSD NAND 수요는 +35.6%, 2026년에는 +43.4%로 빠르게 증가할 것으로 예상돼 NAND 수요의 큰 축으로 부각될 전망이다.

강한 AI발 수요로 인해 두 메모리는 모두 내년까지 긍정적인 가격 전망과 공급 부족이 지속될 것으로 보인다. 최근 삼성전자와 SK하이닉스의 컨퍼런스 콜 내용에서도 수요에 대한 강세를 확인할 수 있다. 삼성전자는 컨퍼런스 콜에서 “내년 공급을 확대하더라도 수요가 공급을 상회할 것”이라고 언급한 바 있고, SK하이닉스의 경우에도 DRAM 수요 강세로 인해 “생산하자마자 출하된다”고 밝힌 바 있다.

핵심은 단순 공급 상황 제약으로 인한 가격 사이클이 아니라는 점이다. **일시적인 공급 상황 제약이 아닌 AI가 야기한 수요 증가 강도가 메모리 공급을 크게 상회하는 것이 이번 사이클의 핵심**이다. 공급단이 특별히 제한적인 상황은 아니다. 실제로 주요 메모리 사들의 CAPEX 추이도 증가하고 있다. DRAM CAPEX의 경우 메모리 3사를 중심으로 크게 증가해 전체 약 537억 달러 수준이 집행될 것으로 조사되고, 2026년에도 투자 기조는 이어지며 약 614억 달러가 집행될 것으로 예상된다.

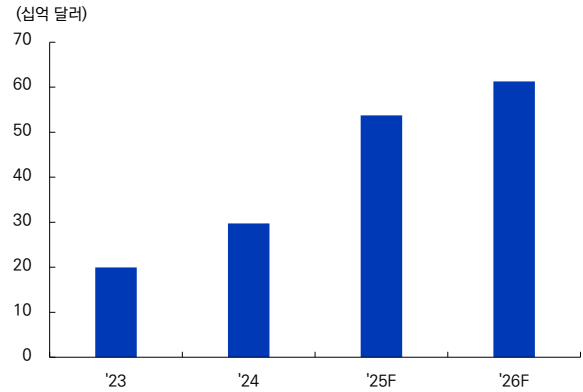
NAND의 경우 아직까진 두드러진 CAPEX 증가 추이는 없다. 시장 조사에 따르면 올해 약 211억 달러, 내년 약 222억 달러 수준의 투자가 이어질 것으로 보인다. 다만 내년까지 공급 부족 환경이 지속됨과 동시에 AI용 SSD 수요가 2025년 약 +101%, 2026년 약 +149% 증가할 것으로 신규 수요처가 부각되고 있고, V9, V10으로의 전환 투자까지 예고돼 상향 조정될 가능성이 높다고 판단한다.

[도표 24] DRAM 가격 추이 및 전망치



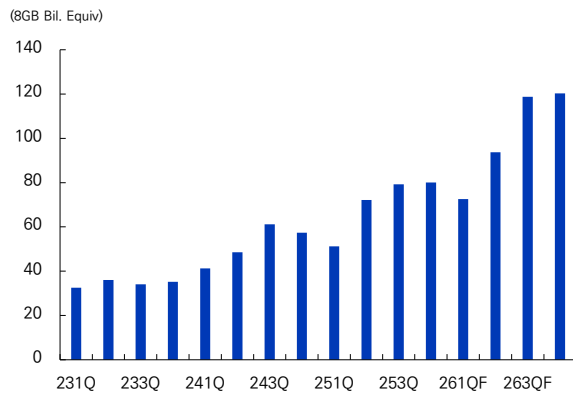
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 25] DRAM CAPEX 전망치



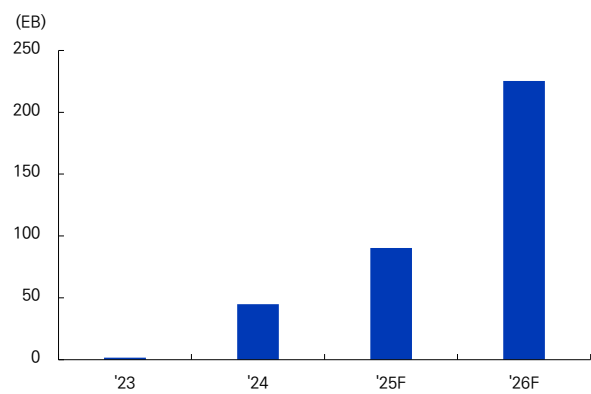
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 26] eSSD NAND 수요 추이



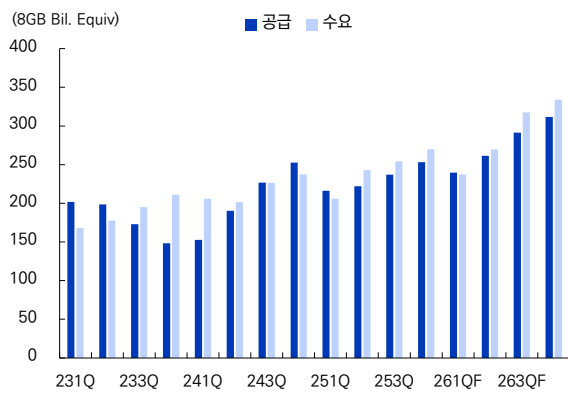
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 27] AI 용 SSD 수요 추이



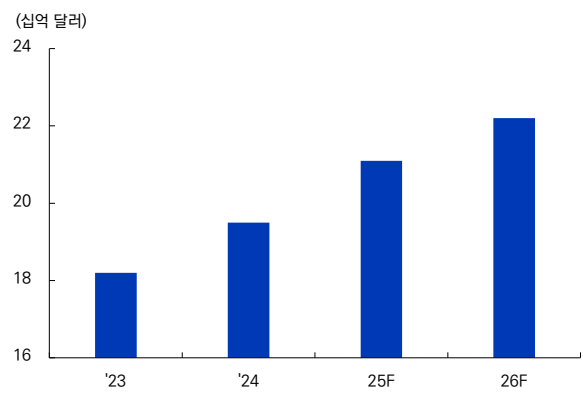
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 28] NAND 수급 전망



자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 29] NAND CAPEX 전망치



자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

1-3. AI 시대, Peak Out 가능성에 대한 단상

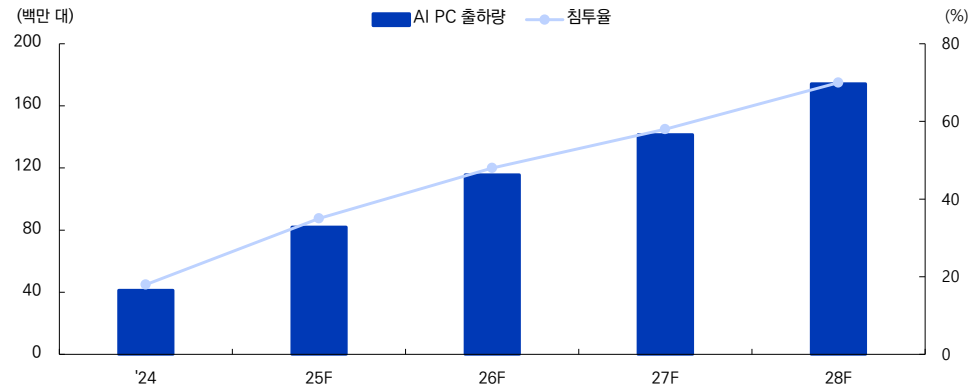
AI 인프라 투자가 국가와 민간 모두에서 조 단위 이상의 막대한 투자가 이어짐과 동시에 현재 핵심 콘텐츠인 LLM의 수익성 한계로 인해 투자 수익 관점에서의 Peak Out 가능성이 지속적으로 제기되고 있다. 최근에는 LLM 사용자 수 상승 추이가 둔화됨에 따른 AI 콘텐츠에 대한 우려로 AI 투자에 대한 Peak Out 가능성이 또 한 번 불어지고 있다. 다만, 인프라 투자들의 목표는 LLM이 아닌 AI 디바이스와 Physical AI 시대에 따른 본격적인 AI 시대의 시장이다. 현재의 LLM은 AI 모델을 훈련하고 있는 빅테크들의 수익 모델의 종착지가 아니라는 뜻이다. LLM은 향후 물리 AI 시대의 핵심 기반으로 작용할 전망이지만, 현재 제공되는 서비스는 일종의 Showcase에 가깝다. 즉, **단순히 LLM 콘텐츠의 구독자 추이가 중요하기 보다는 스마트폰과 같이 광범위한 소비자 층을 확보할 수 있는 AI 디바이스 또는 로봇의 등장으로 인한 어플리케이션 확대가 방향성**이라는 뜻이다.

AI 디바이스 확산이 결국 전반적인 AI 수요 확대와 AI 사업 수익화에 기여할 전망이다. 시작은 시장에서 On-Device AI라고 통용되는 AI PC 등의 레거시 형태의 디바이스다. AI PC는 공급단의 시장 확장 노력으로 인해 침투율이 빠르게 상승하고 있다. 시장 조사 기관인 Canalys의 전망치에 따르면 AI PC의 출하량은 2024년부터 2028년까지 연평균 44% 증가하며 2028년에는 전체 PC 출하량에 70%까지 침투될 것으로 예상된다.

레거시 디바이스 형태의 On-Device AI를 넘어 AI 전용 디바이스의 확산이 직접적인 AI 수익화의 시작일 것으로 전망한다. 현재 AI 전용 디바이스를 위한 다양한 시도가 이뤄지고 있다. 공통된 특징은 사용자 인터페이스가 눈에 보이지 않거나, AI가 자연스럽게 환경을 인지하는 형태로 비가시적인 인터페이스를 갖춘 디바이스를 개발하고자 하는 움직임이 뚜렷하다. 비가시적인 인터페이스를 갖춰야 AI 기능의 효용이 극대화되기 때문이다. 현재까지의 대표적인 예시는 XR이다. XR은 아직 부족한 사용자 경험과 비싼 소비 비용으로 연간 글로벌 XR 판매량은 약 500만대 수준으로 영세한 규모를 이루고 있다. 하지만, AI 기능을 제대로 활용하기 위해 필요한 '의도적인 물리 행위 없이 사용자의 상황 인식이 가능'한 신규 폼팩터라는 측면에서 XR 기기가 부합하는 만큼 향후 AI 발전과 함께 디바이스가 더 빠르게 확산될 것으로 기대한다. IDC의 자료에 따르면 2029년 XR 기기의 출하량은 약 2,500만대 수준으로 증가할 전망이다.

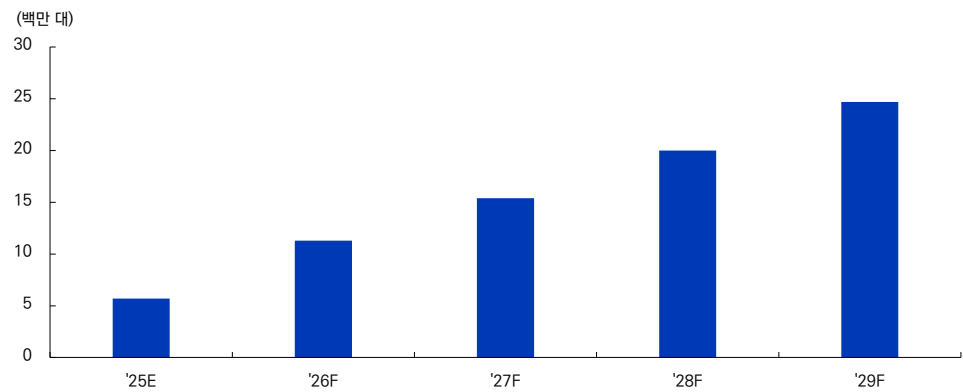
디바이스가 확산이 AI 시장 확장의 포문을 열 것으로 예상된다. 과거 스마트폰의 사례에서도 이를 살펴볼 수 있다. 대표적인 스마트폰 iPhone의 핵심 소프트웨어인 App의 등록 수는 출하되기 이전 또는 출하 초기부터 거대한 생태계를 구축한 것이 아니다. iPhone이라는 디바이스가 어느정도 확산된 이후인 2010년부터 2016년까지 가장 빠르게 증가한 바 있다. App 증가와 함께 스마트폰에 대한 사용성이 크게 개선된 경험을 미루어 볼 때, **AI 시장 확대의 핵심은 디바이스의 선행적인 확산**이다. AI 전용 디바이스 시대는 가까워지고 있다. OpenAI는 'io'라는 스타트업을 인수해 AI 전용 디바이스를 개발하고 있는 것으로 파악되며, Tesla 또한 AI 전용 디바이스 개발에 대한 관심을 표명한 바 있다. 레거시 형태가 아닌 AI 전용 디바이스 시대의 서막이 올라가고 있는 것이다.

[도표 30] AI PC 출하량 및 침투율 전망



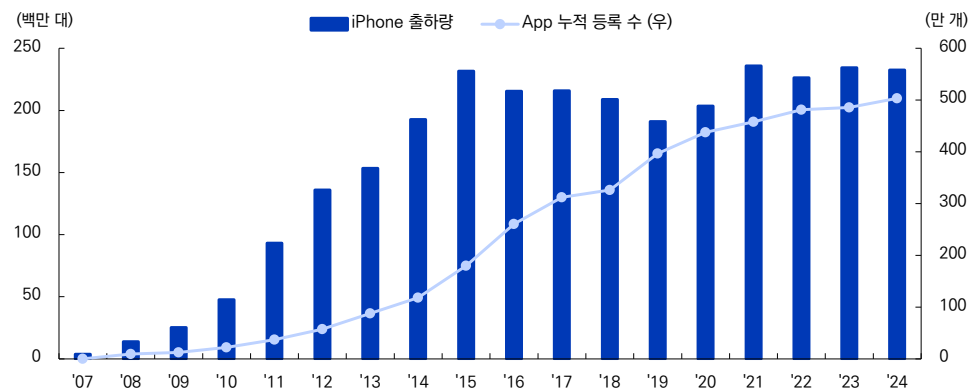
자료: Trendforce, Canals, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 글로벌 XR 출하 전망치



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

[도표 32] iPhone 출하량 및 App 등록 수 추이



자료: IDC, Statista, 교보증권 리서치센터

AI 전용 디바이스가 시장에 등장하고 확산되는 것만이 방향성이 아니다. AI 기술 발전의 목적지 중 하나인 Physical AI, 국지적으로 AI 로보틱스라는 방향성을 고려해도 시장 잠재력을 확인할 수 있다. Physical AI 는 휴머노이드 로봇을 포함해 자율주행, 드론, AGV/AMR 등을 모두 뜻하는 의미이다. 글로벌 리서치 기관들은 Physical AI 시장 잠재력을 매우 크게 전망하고 있다. Citi Group 의 Physical AI 관련 보고서에 따르면 2050년까지 Physical AI 종류별 전망치에 따르면, 자율주행 형태가 약 18 억 5,800 만대, 휴머노이드 형태가 약 6 억 4,800 만대, AGV&AMR 형태가 약 1 억 8,100 만대, 드론형이 약 1 억 4,900 만대 보급을 전망하며 시장의 크기를 매우 크게 예측하고 있다. 시장 조사 기관인 Statista 또한 AI 로보틱스 시장 규모를 2025년 약 225억 달러에서 2030년 약 643억달러로 빠르게 확대될 것으로 전망하며 강한 잠재력을 확인해볼 수 있다.

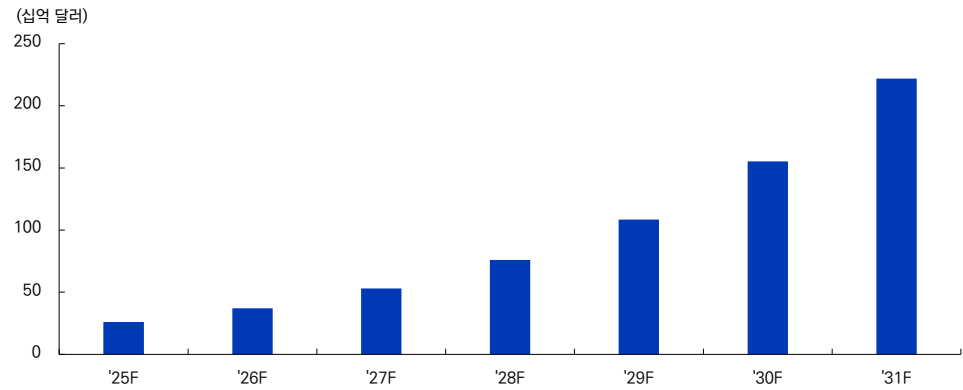
Physical AI 는 단순히 물리적으로 발전된 형태가 아니다. AI 기술이 물리적 환경과 결합하는 것을 뜻하기 때문에 현재 사용되는 AI 어플리케이션의 모수가 크게 확대될 것이라는 뜻이다. Physical AI 는 결국 기반이 되는 파운데이션 모델, 컴퓨터 비전 기술, 엣지 컴퓨팅, 자율 제어 기술 등이 모두 아우러지는 개념이다. 빅테크들이 현재 AI 인프라에 투자해 구축하고자 하는 환경은 고도의 LLM이 정상 구동되는 환경을 넘어 전세계 자율주행, 휴머노이드 등 모든 시장에서 플랫폼 헤게모니를 확보하는 것이 목표일 것으로 예상된다.

결론적으로 AI 기술 방향성을 감안하면 현재 챗봇 형태의 LLM을 기준으로 전체 AI 시장의 수익성을 판단하기에는 선부르다. 일례로 대표적인 LLM인 ChatGPT의 주간 활성 사용자 수는 7억명에서 8억명에 달한다. 다만, 이 중 유료 전환율은 약 5%, 보수적으로 집계하면 약 1% 수준으로 예상되는 만큼 저조하다. 이는 무료 사용자에게도 제공되는 서비스 수준이 현재까지는 일반적으로 충분하다는 점을 의미하며, 대표 사업자들이 적극적인 수익화 전략을 채택하고 있지 않다는 점을 의미한다. 결국 이들이 노리는 시장은 더 큰 적용처일 것이다.

Physical AI의 잠재력을 감안하기 위해 단순 추정을 진행해보면, 현재 대표적인 LLM 서비스인 ChatGPT의 WAU 대비 유료 전환율은 약 2.5% 수준으로 가정할 수 있다. 공격적인 가정을 위한 2가지 시나리오로 1) LLM 서비스를 현재 활성 사용자 수에서 전환율이 50%까지 상승할 경우와 2) 글로벌 전체 인구를 주간 활성 사용자 수라고 가정했을 때, 유료 사용자 수는 각각 약 4억명, 2억명 수준으로 계산된다. Physical AI 시장의 잠재력은 여기에서 드러난다. 지능형 로보틱스로 AI 탑재가 필연적일 것으로 예상되는 로봇들의 출하량은 2050년 7억대 이상으로 늘어날 전망이다. 즉, 로보틱스 시장 개화에 따른 적용처의 단순 규모가 LLM 사업을 극도로 수익화 하는 것 대비 기대된다는 점은 확인할 수 있다.

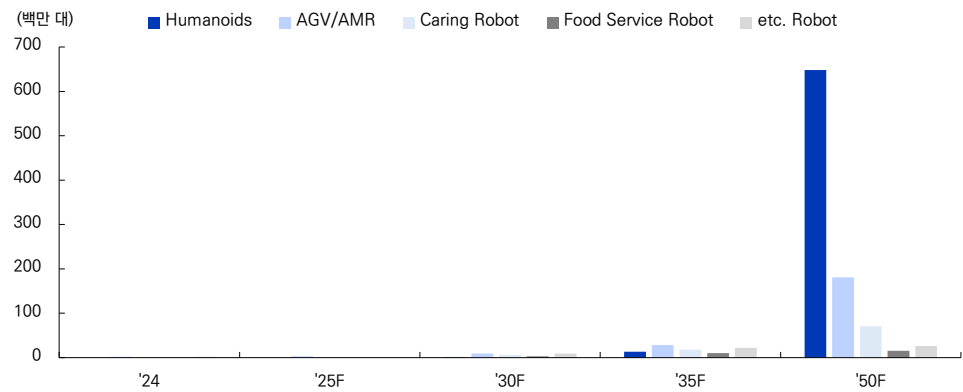
AI 투자의 Peak Out은 AI 하드웨어 시장의 개화 이후에 논할 수 있을 것으로 예상된다. AI 디바이스 및 로보틱스 시장의 규모가 가시화되어야 AI 인프라 투자의 규모를 결정할 수 있기 때문이다. 현재 막대한 규모의 투자 금액은 잠재력이 기대되는 시장에서 헤게모니를 차지하거나, 주권을 지키기 위한 투자이기 때문에 적정선을 판단하기 어렵다. 이는 중장기 AI 투자 지속의 논리로 작용할 전망이다.

[도표 33] AI 로봇틱스 시장 전망치



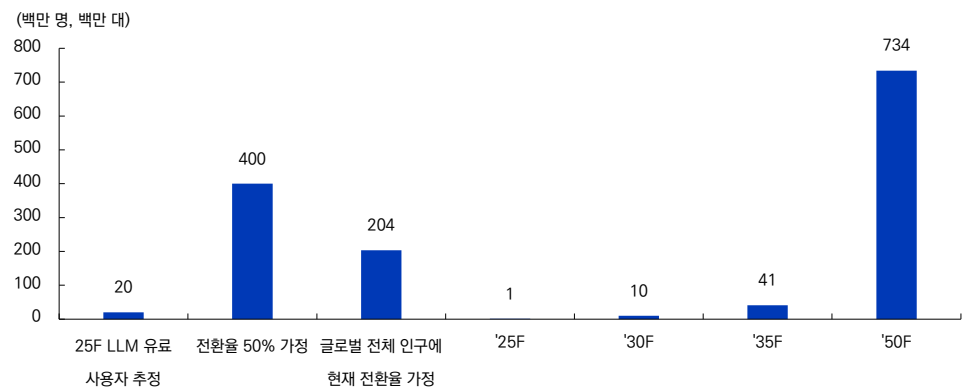
자료: Statista, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 주요 로봇 어플리케이션별 전망치



자료: Citi GPS, 교보증권 리서치센터

[도표 35] LLM 유료 사용자 수와 Physical AI 적용 로봇 출하량 전망치와의 비교



자료: Citi GPS, OpenAI, 교보증권 리서치센터

2. 지역별 Tech 경쟁력이 두드러진 사이클

현 AI 투자는 전례 없는 규모로 이뤄지고 있다. AI를 중심으로 글로벌 Tech 산업 전반에 호조가 이어지는 가운데 향후 추가 투자 매력을 갖춘 기업 선별이 중요한 시점이다. 흥미로운 점은 전반적 AI 관련 Tech 기업들의 강한 주가 모멘텀을 보이고 있으나, 세부 섹터의 모멘텀 강도는 지역별로 상이하게 관측된다. 근본적으로 각 지역들이 장기간 축적해온 발전 방향이 다르기 때문이다. 향후 추가적인 상승세를 이어 나갈 종목 선별을 위해 해외와 국내의 Tech 밸류체인을 파악하고, 어떤 기업들이 각 지역에서 강점을 드러내는지 파악하고자 한다.

이는 AI 밸류체인 속 지역별 Tech DNA 를 확인하고자 하는 작업이다. Tech DNA 를 각 지역의 Tech 섹터가 발전하면서 글로벌 강점을 가진 부문이라고 정의한 뒤 글로벌 단위의 밸류체인 속에서 해당 지역의 백그라운드를 점검하고 AI 시대에 주목받은 기업 역량을 체크해 향후 국내 세부 수혜 섹터를 진단하고자 함이다.

2-1. 미국: 글로벌 Tech 리더, AI 최종 수요처

미국은 글로벌 Tech 리더이자, AI 패러다임의 최종 수요처로 기능하는 지역이다. 미국의 Tech DNA는 정부 주도의 선제적인 연구와 민간 자본의 공격적인 사업화를 두 축으로 패러다임 전환기에 적극 대응한다는 점이다.

미국이 이러한 Tech DNA를 구성한 배경은 최고급 Tech 인재풀과 함께 강력한 VC 기반이 갖춰져 있기 때문에 혁신 지향적인 Tech 섹터 분위기가 형성됐기 때문이다. 특히 강력한 VC 기반은 연구된 내용이 상용화까지 빠르게 선순환 되었고 이는 현재에도 미국 Tech 산업 기반이 되고 있다. 이러한 강점은 패러다임 전환기와 같은 큰 흐름에 더 큰 효과를 발휘하는데, 과거 인터넷 패러다임 전환기에도 미국은 최고급 인재 풀과 자본을 기반으로 Google, Microsoft, Amazon 등 현재 글로벌 빅테크를 탄생시킨 바 있다.

이번 AI 랠리 또한 미국이 주도하고 있다. 미국의 빅테크들은 LLM을 구축해 생성형 AI 서비스를 제공하고 있으며, AI 하드웨어 투자의 최종 수요처로 작용하고 있다. 즉, AI 기술의 방향성을 정하고 이를 구현하기 위한 막대한 자본을 투자하는 수요의 원천 역할을 미국이 하고 있는 것이다.

미국은 AI 수요에 가장 직접적으로 연관되는 지역인 만큼 AI 랠리를 주도해온 기업들도 다수 포진해있다. 미국의 Tech DNA는 기술 혁신의 주체로 정리되기 때문이다. 이번 사이클 내 강점을 보인 특징도 DNA에 다소 부합하는데, 핵심 세부 섹터는 1) 메모리 및 선단 장비, 2) AI 데이터센터 구축, 3) AI 칩 및 네트워크 등이다.

실질적인 데이터로 살펴보면 뚜렷하다. 먼저 메모리 및 선단 장비 관련 기업들로는 Sandisk(SNDK-US)가 지난 3개월 전 대비 +488.6%, Western Digital(WDC-US) +118.9%, Micron(MU-US)이 +112.7%, Seagate Technology(STX-US) +88.6%, Teradyne(TER-US) +71.2%, Lam Research(LRCX-US) +60.7%, MKS(MKSI-US) +56.7% 등을 기록하고 있다.

그 다음은 AI 데이터센터를 구축하거나 구축하기 위한 인프라 환경을 조성해주는 기업들이 강세를 보였다. 대표적으로 Applied Digital(APLD-US)가 지난 3개월 전 대비 +117.6%, Pure Storage(PSTG-US) +55.8% 등을 기록하고 있다.

마지막으로 AI 칩 및 네트워크 관련 기업들이 강세를 보이고 있다. 대표적으로 Ciena(CIEN-US)가 지난 3개월 전 대비 +109.4%, Intel(INTC-US) +92.9%, Lumentum Holdings(LITE-US) +116.1%, TTM Technologies(TTMI-US) +53.9% 등을 기록하고 있다.

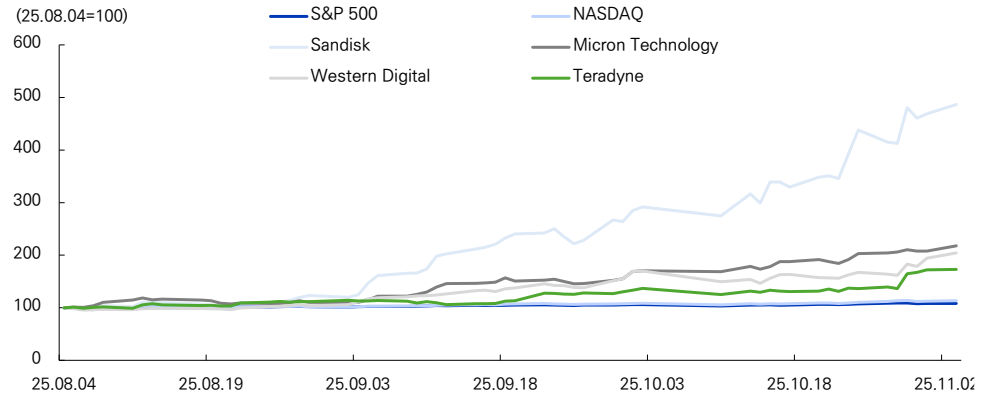
미국에서 특이한 흐름은 차세대 기술에 대한 강한 기대감이 포착된다는 점이다. Tech 흐름을 선도하는 지역이기 때문에 선제적인 투자와 기술 혁신의 기대감이 동시에 작용하기 때문으로 분석된다. 최근 핵심 트렌드는 양자 컴퓨팅이다. 대표적인 기업인 Rigetti Computing(RGTI-US)은 동 기간 +115.6% 상승한 바 있다.

[도표 36] 최근 3개월 간 미국 내 수익률 상위 기업

종목 코드	기업명	최근 3개월 수익률 (11.07 기준)
SNDK-US	Sandisk	+488.6
WDC-US	Western Digital	118.9
APLD-US	Applied Digital	117.6
LITE-US	Lumentum Holdings	116.1
RGTI-US	Rigetti Computing	115.6
MU-US	Micron Technology	112.7
CIEN-US	Ciena	109.4
INTC-US	Intel Corporation	92.9
STX-US	Seagate Technology	88.6
TSEM-US	Tower Semiconductors	72.1
TER-US	Teradyne	71.2
LRCX-US	Lam Research	60.7
MKSI-US	MKS	56.7
PSTG-US	Pure Storage	55.8
AMKR-US	TTM Technologies	53.9

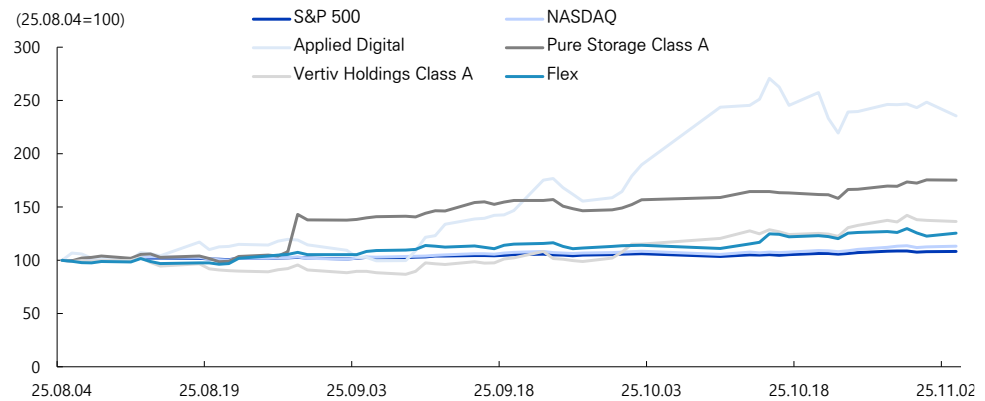
자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 메모리 및 선단 장비 관련 기업 벤치마크 상대 수익률 증가 추이



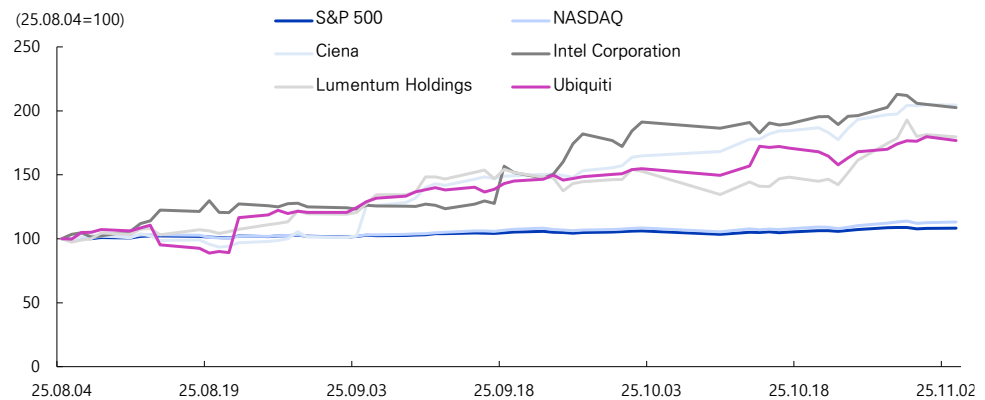
자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 벤치마크 대비 AI 인프라 관련 기업 추가 추이



자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 벤치마크 대비 AI 칩 및 네트워크 관련 기업 추가 추이



자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2-2. 대만: AI 시대, 글로벌 Tech 제조 허브

대만은 글로벌 Tech 공급망의 핵심 제조 허브로 기능하고 있는 지역이다. 특히, 첨단 패키징 및 전자 기기 제조 역량 등에 뚜렷한 강점을 가지고 있다.

대만의 Tech 섹터는 TSMC를 빼놓을 수 없다. 1980년대 대만 정부의 '반도체 산업 진흥 프로젝트'의 일환이다. 특히 반도체 업계가 설계와 생산 두 축을 중심으로 전문화 될 것임을 내다본 창립자의 혜안이 두드러진 기업으로 반도체 위탁 생산이라는 순수 파운드리 모델을 최초로 성공시킨 사례다. TSMC의 등장으로 대만은 반도체 첨단 제조 수요를 독점적으로 흡수하는 글로벌 핵심 지역으로 부각되기 시작했다.

제조 전문화 기조는 반도체에만 국한되지 않았다. PC 개화기 때부터 Hon Hai, Asustek, Quanta 등 개발 역량을 갖춘 제조 전문 기업들이 자리 잡기 시작했다. 당시 전자기기를 제조하는 EMS 업체들에게 가장 중요한 역량은 비용 관리였다. 특히, 중국은 당시 저비용을 강점으로 산업 역량을 키우기 시작한 시점이었기 때문에 경쟁은 더 치열했다. 선구적인 대만 EMS 기업들은 개발 역량을 기반으로 신속한 고객 대응 전략과 수직 계열화를 통한 코스트 리더십을 갖추기 시작하면서 대만 지역 전반에 전자 제조 전문 역량을 가져오게 된 것이다.

이러한 제조 기반 역량은 각종 하드웨어 부품 밸류체인까지 빠르게 성장시킨 바 있다. 하드웨어 부품 밸류체인과 전자 기기 제조 역량은 글로벌 Top-Tier 첨단 패키징 기술력과 결합돼 대만을 글로벌 Tech 제조 허브로 포지셔닝 시켰다. 이러한 대만의 Tech DNA는 이번 AI 사이클에서도 직접적인 수혜로 이어지고 있다. AI가 요구하는 핵심 역량은 1) 고성능의 하드웨어 부품 제조 역량, 2) AI 인프라 하드웨어 구축, 3) 첨단 패키징 및 설계를 필요로 하기 때문이다.

[도표 40] 최근 3개월 간 대만 내 수익률 상위 기업

종목 코드	기업명	최근 3개월 수익률 (11.07 기준)
2344-TW	Winbond Electronics	252.1
2408-TW	Nanya Technology	248.3
8299-TW	Phison Electronics	120.8
6770-TW	Powerchip Semiconductor	105.7
2449-TW	King Yuan Electronics	75.7
2327-TW	Yageo	72.1
8046-TW	Nan Ya PCB	58.3
2308-TW	Delta Electronics	54.9
7769-TW	Hon Precision	54.9
3711-TW	ASE Technology	54.4
3665-TW	Bizlink Holding	52.2
6669-TW	Wiwynn Corporation	45.0
3017-TW	Asia Vital Components	42.9
6239-TW	Powertech Technology	39.3
3443-TW	Global Unichip	34.4

자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

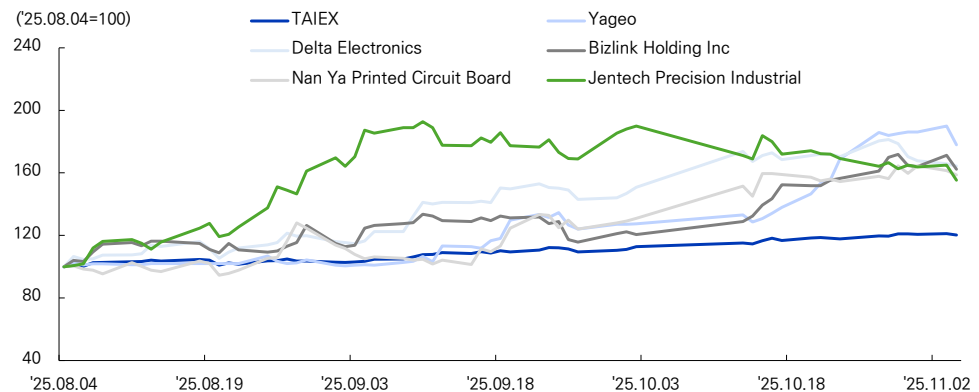
이번 사이클에서 대만의 고성능 하드웨어 부품 제조 역량은 강한 주가 수익률로 이어지고 있다. 대표적으로 Yageo(2327-TW)는 지난 3 개월 기준 수익률 +72.1%를 기록했으며, Nanya PCB(8046-TW) +58.3%, BizLink Holding(3665-TW) +52.2% 등을 기록했다.

여전히 대만은 전자기기 제조 역량을 주목 받고 있어 AI 인프라를 구축하는 EMS, ODM 관련 밸류체인 수익률도 두드러졌다. 대표적으로 Delta Electronics(2308-TW)는 지난 3 개월 기준 수익률 +54.9%를 기록했으며, Wiwynn Corporation(6669-TW) +45.0%, Asia Vital Components(3017-TW)은 +42.9% 등을 기록했다.

마지막으로 대만이 가장 강점을 보이는 첨단 패키징, OSAT 기업들도 좋은 추이를 보여주고 있다. 특이한 점은 TSMC 를 더불어 성장한 설계 역량까지 같이 주목 받고 있다는 점이다. OSAT 기업인 King Yuan Electronics(2449-TW) +75.7%, ASE Technology(3711-TW) +54.4% 등을 기록했으며, 펌프스 및 디자인하우스 기업들인 Powerchip Semiconductor(6770-TW) +105.7%, GUC(3443-TW) +34.4%로 준수한 성과를 보여주고 있다.

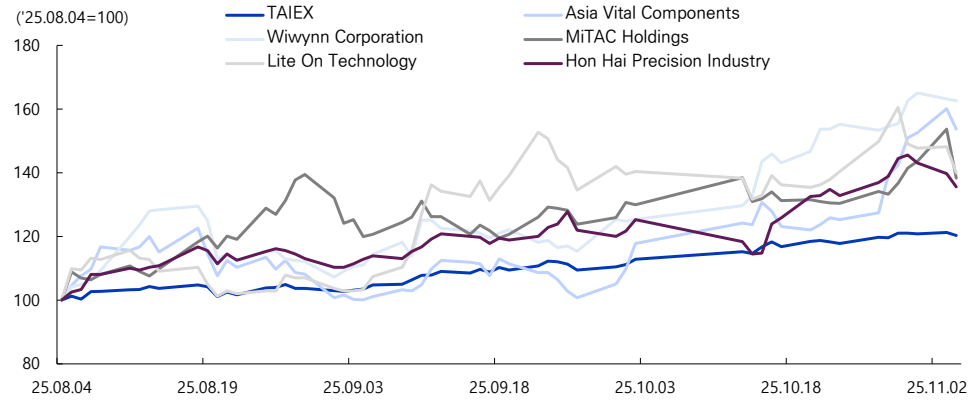
대만 지역의 특이한 동향은 상대적으로 약한 밸류체인 경쟁력을 가지고 있음에도 글로벌 메모리 공급 병목과 함께 메모리 관련 밸류체인의 수익률이 매우 높은 상황이다. 메모리 사이클을 대변하는 추이라고 판단한다. 대표적으로 Winbond Electronics(2344-TW)는 지난 3 개월 수익률 기준 +252.2%, Nanya Technology(2408-TW) +248.3%, Phison Electronics(8299-TW) +120.8% 등이 높은 수익률을 기록하고 있다.

[도표 41] 벤치마크 대비 고성능 하드웨어 제조 관련 기업 주가 추이



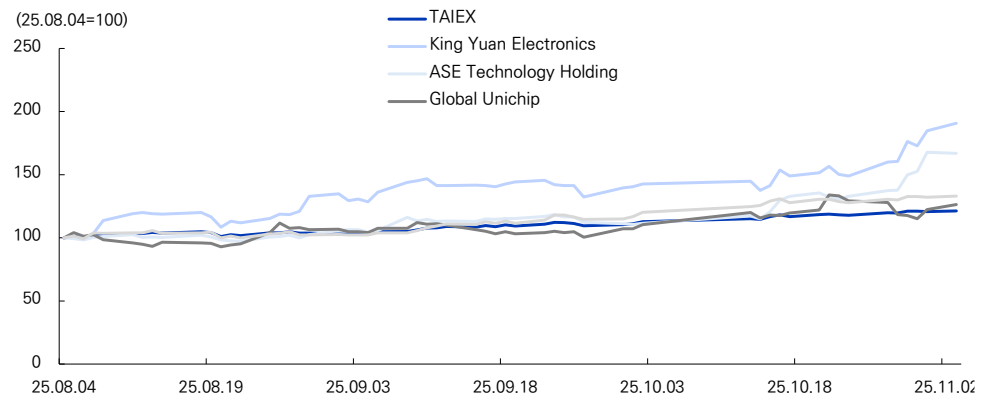
자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 벤치마크 대비 EMS/ODM 관련 기업 주가 추이



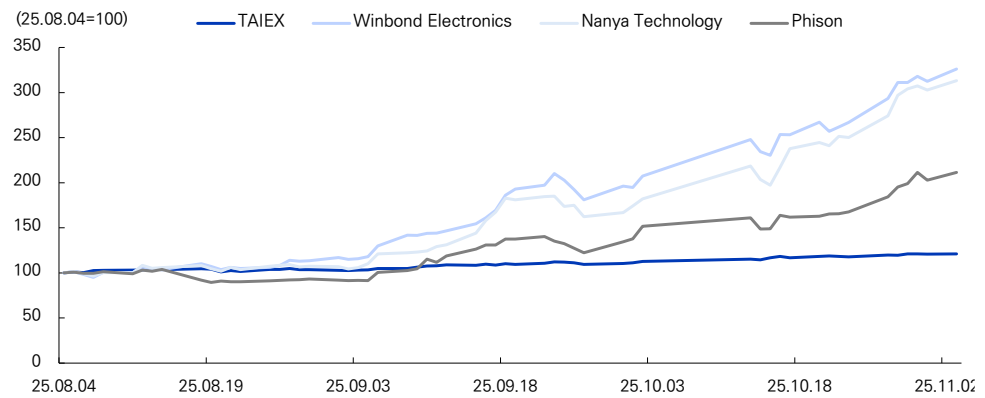
자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 벤치마크 대비 OSAT 관련 기업 주가 추이



자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 벤치마크 대비 대만 메모리 관련 기업 주가 추이



자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2-3. 일본: 두드러지는 선단 기술 경쟁력

일본은 글로벌 반도체 시장을 열었던 과거 시장 경험을 기반으로 공급망 내 선단 소부장 생태계를 확보하고 있는 지역이다. 비록 메모리 패권은 잃었으나, 특유의 장인 정신을 기반으로 선단 기술력은 글로벌 경쟁력을 갖추고 있다.

이러한 일본의 Tech DNA의 원천은 반도체의 시작을 열었던 1970년대부터 구축되었다. 일본은 오일쇼크 이후 기존 국가 기반 산업이었던 중화학 산업의 Next로 반도체 산업을 점찍어 육성하기 시작했다. 특히 DRAM 등장 이후 당시 Hitachi, Toshiba, Mitsubishi 등이 일본 장인정신에 걸맞는 고품질 반도체를 생산하기 시작했다.

반도체 역량을 갖추고 있던 일본은 미국과의 무역 마찰로 인해 산업이 주춤하게 되고 한국이 비용 효율적 전략으로 주도권을 가져가게 되었다. 하지만 반도체 시대를 열고 지금까지 축적된 기술력은 선단 관련 밸류체인에 강점으로 이어지고 있다. 이번 AI 랠리에서 이들의 역할도 두드러지고 있는데, AI 수요의 핵심이 고성능이기 때문이다. 선단 수요가 크게 확대됨에 따라 일본의 선단 공정 밸류체인이 주목받고 있는 것이다.

일본의 Tech DNA는 Top-Tier 수준의 선단 대응 밸류체인이다. 고품질 반도체를 생산하는데 지금까지도 기여해온 소부장 밸류체인은 선단 공정 수요 확대 기조에 따라 기대감을 모으고 있다. 이에 따라 이번 랠리 속 일본 Tech 섹터에서 두드러진 성과는 1) 반도체 선단 밸류체인 소재와 2) 부품, 3) Top-Tier 장비 업체들이 보여줬다.

[도표 45] 최근 3개월 간 일본 내 수익률 상위 기업

종목 코드	기업명	최근 3개월 수익률 (11.07 기준)
285A-JP	Kioxia Holdings	423.5
5706-JP	Mitsui Kinzoku	128.6
6920-JP	Lasertec	103.6
6857-JP	Advantest	97.4
4062-JP	Ibiden	92.0
6525-JP	Kokusai Electric	83.8
5803-JP	Fujikura	77.4
4004-JP	Resonac	57.9
8035-JP	Tokyo Electron	56.0
6361-JP	Ebara	50.4
6981-JP	Murata Manufacturing	37.9
5713-JP	Sumitomo Metal	34.0
6762-JP	TDK	32.8
6383-JP	Daifuku	24.8
6501-JP	Hitachi	22.1

자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

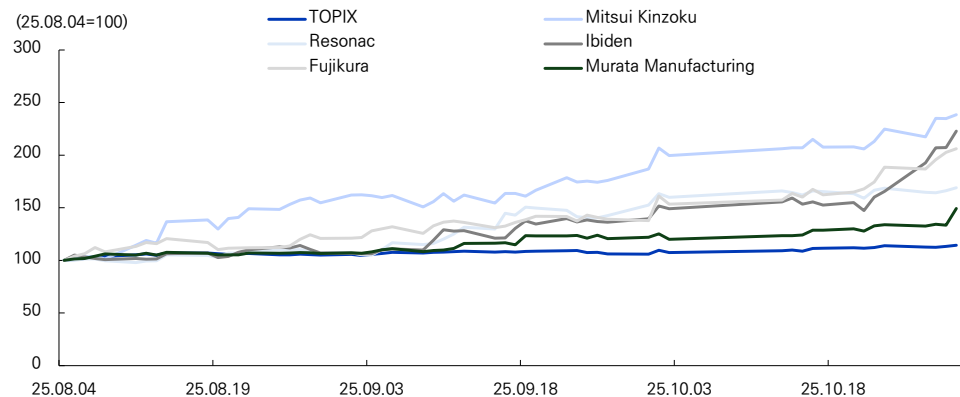
먼저 일본 Tech 의 경우 반도체 선단 공정 관련 소재사들의 호조세가 두드러진다. 대표적으로 Mitsui Kinzoku(5706-JP)는 지난 3개월 전 대비 수익률 +128.6%를 기록했고, Resonac(4004-JP)이 +57.9% 등의 강한 수익률을 보여주고 있다.

이외에 패키지 기판, 수동소자 등 추가적으로 고성능에 기여할 수 있는 밸류체인인 성과도 눈에 띈다. 대표적으로 Ibiden(4062-JP)은 지난 3개월 간 +92.0%, Fujikura(5803-JP)는 +77.4%를 기록했다. 이외에도 Sumitomo Metal(5713-JP)이 +34.0%, Murata Manufacturing(6981-JP)이 +37.9%, TDK(6762-JP) +32.8%를 기록했다.

마지막으로 선단 공정 관련 장비사들도 강세를 보이고 있다. Advantest(6857-JP)가 +97.4%, Lasertec(6920-JP) +103.6%, Kokusai Electric(6525-JP) +83.8%, Ebara(6361-JP)가 +50.4%, Tokyo Electron +56.0%를 기록하고 있다.

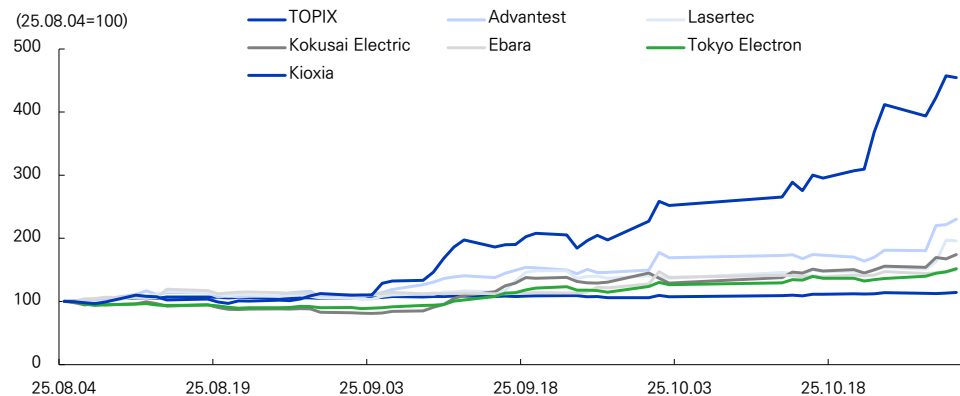
특이한 점은 메모리 Fab 인 Kioxia 의 주가 추이이다. NAND 를 필두로한 Kioxia 의 화려한 부활은 정부 지원과 강한 메모리 사이클에 발맞춰 높은 주가 수익률을 보여주고 있다. Kioxia 의 지난 3개월간 수익률은 약 423.5% 수준으로 Tech 내 최상위권을 기록하고 있다.

[도표 46] 벤치마크 대비 반도체 선단 공정 소재 / 고성능 부품 관련 기업 주가 추이



자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 벤치마크 대비 메모리 및 메모리 장비 관련 기업 주가 추이



자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2-4. 중국: 자립 AI 생태계 구축 가속화

중국은 이번 AI 사이클 속에서 산업을 선도하는 미국과의 패권 다툼으로 인해 자립 생태계를 구축해야 하는 명확한 숙제가 있는 지역이다. 중국의 Tech DNA는 이러한 숙제를 기반으로 강하게 형성되고 있다. 국가 주도의 산업 육성 역량과 빠른 기술 내재화 등이 핵심 DNA다.

과거부터 중국은 저비용 기반의 글로벌 생산 기지 역할을 수행해왔다. 이 과정 속에서 중국은 선진화된 제조 역량과 자본력을 갖추게 되었고, 이후 중국의 빠른 기술력 향상에 기여하고 있다. 2010년대 이후부터는 Baidu, Alibaba, Tencent 등 대형 빅테크들이 등장했으며 독자적인 생태계로도 내수 시장은 물론이고 글로벌 시장까지 진출할 수 있는 수준으로 성장했다.

중국의 Tech 역량이 고도화될수록 미국과의 패권 다툼은 불가피해졌다. 미국은 선단 기술을 가진 원천으로 최첨단의 Tech 기술력을 갖추고 있고, 이러한 입지를 유지하고자 한다. 이에 따라 막대한 자본력과 기술력을 갖추고 있는 중국을 제재할 수 밖에 없는 것이다. 이번 AI 사이클 속에서 중국은 DeepSeek 등 세계를 놀라게 할 기술력을 보여준 바 있지만, 미국의 첨단 하드웨어 제재 속에서 AI 기술력 향상에 제한이 발생하고 있다.

당연하게도 중국은 AI 자립 생태계 구축에 관심이 갈 수 밖에 없다. 중국의 Tech DNA는 거대한 내수 시장 기반의 Tech 자본력과 정부의 지원에 따른 광범위한 제조 기술 역량을 갖추고 있다는 점이다. 이 중 현재 자립 생태계를 갖추기 위한 핵심 요소인 AI 인프라 구축에 집중되고 있는 상황이다. 단순 AI 인프라 시설 구축이 아닌 SMIC, CXMT, YMTC 등 자국 반도체 기업을 육성해 선단 메모리도 자체 조달하고, 빅테크 등을 활용해 AI 칩을 확보하고자 하는 루프 속에 관련 밸류체인은 지속 강화되고 있다. 최근 두드러진 수익률 추이도 1) AI 인프라 및 광 네트워크와 2) 반도체 육성 수혜로 구분된다.

[도표 48] 최근 3개월 간 중국 내 수익률 상위 기업

종목 코드	기업명	최근 3개월 수익률 (11.07 기준)
301308-CN	Shenzhen Longsys Electronics	214.3
001309-CN	Shenzhen Techwinsemi Technology	203.8
688498-CN	Yuanjie Semiconductor	162.8
300308-CN	Zhongji Innolight	135.1
688183-CN	Shengyi Electronics	110.8
688027-CN	QuantumCTek	105.5
601138-CN	Foxconn Industrial Internet	103.9
688256-CN	Cambricon Technologies	103.8
600601-CN	Founder Technology	102.4
688072-CN	Piotech	100.7
688525-CN	Biwin Storage Technology	93.7
300502-CN	Eoptolink Technology	90.5
688347-CN	Hua Hong Semiconductor	88.3
603986-CN	GigaDevice Semiconductor	87.8
300604-CN	Hangzhou Chang Chuan Technology	85.6

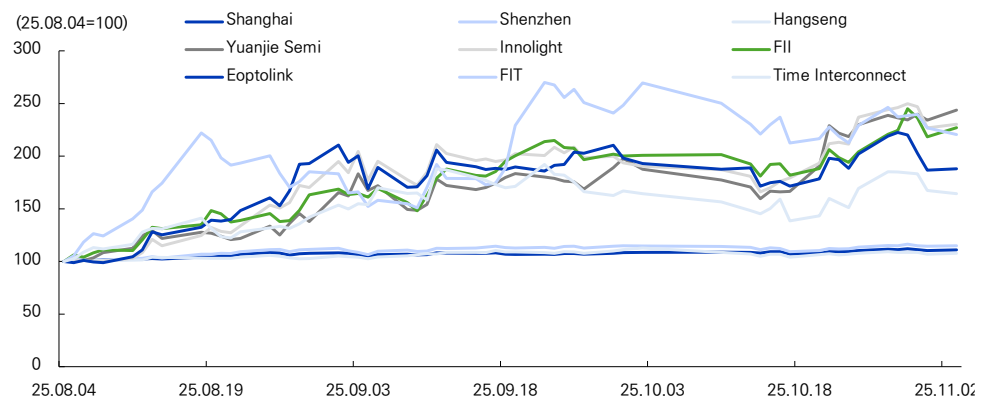
자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

먼저 AI 인프라 및 네트워크 관련 기업들의 수익률이 두드러지는 가운데 광네트워크에 대한 두드러진 기대감이 관측된다. 대표적으로 Yuanjie Semiconductor(688498-CN)는 지난 3개월간 약 +162.8%의 수익률을 기록했다. 이외에도 Zhongji Innolight(300308-CN)는 +135.1%, Foxconn Industrial Internet(601138-CN) +103.9%, Eoptolink Technology(300502-CN) +90.5% 등 100%에 육박하는 수익률을 기록한 기업들이 다수 존재한다.

독자적인 AI 생태계를 만들기 위한 반도체 육성 정책에 영향을 받는 기업들의 수익률도 긍정적이다. 대표적으로 Shenzhen Longsys(301308-CN)가 지난 3개월 동안 +214.3%, Shenzhen Techwinsemi(001309-CN) +203.8%, Cambricon Technology(688256-CN) +103.8%, Hua Hong Semiconductor(688347-CN) +88.3%, Gigadevice Semiconductor(603986-CN)가 +87.8%를 기록하고 있다. 홍콩에 상장된 중국 대표 파운드리 기업인 SMIC(981-HK)도 +42.4%로 강세를 보이고 있다.

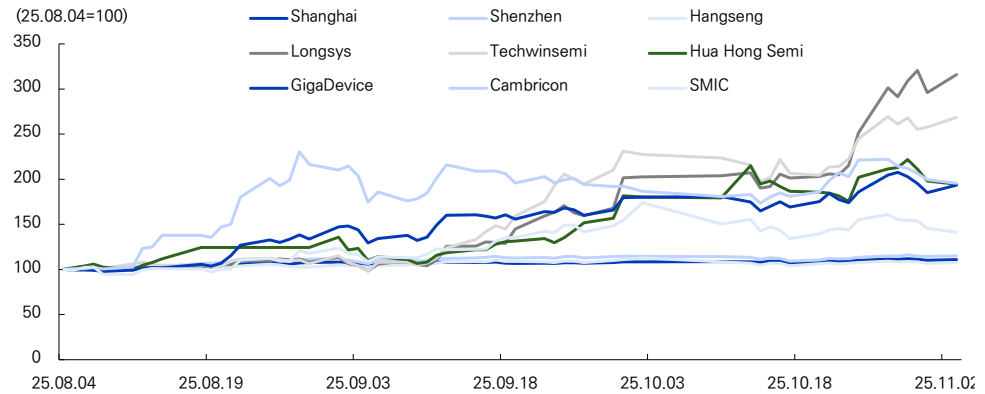
이외에도 주로 HDI 기판과 메모리 모듈 등의 제품을 생산하는 기업들의 강세도 주목할만하다. 대표적으로 Shengyi Electronics가 지난 3개월 간 약 +110.8%, Founder Technology(600601-CN)가 +102.4%, Biwin Storage Technology(688525-CN) +93.7% 등의 높은 수익률을 기록하였고, 이외에도 Shennan Ciuits(002916-CN), Victory Giant Technology(300476-CN)와 같은 기업들이 각각 +65.6%, +62.8% 등 높은 수익률을 기록한 바 있다.

[도표 49] 벤치마크 대비 광통신 관련 기업 주가 추이



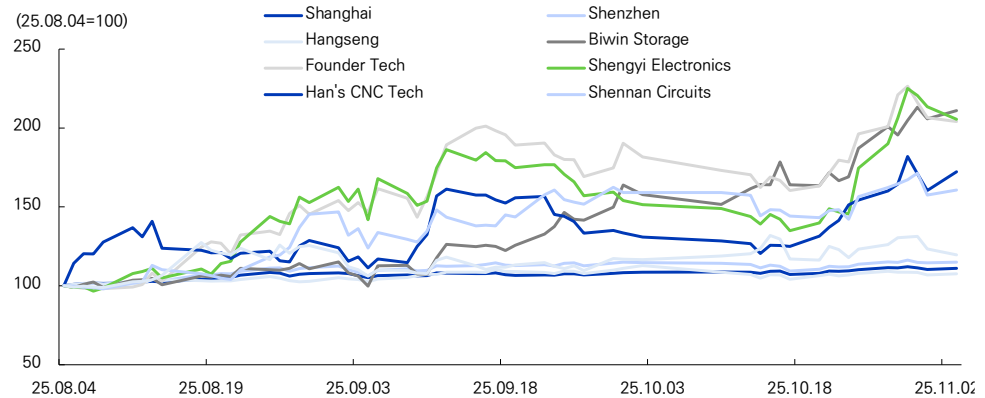
자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 벤치마크 대비 중국 반도체 생태계 육성 관련 기업 주가 추이



자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 벤치마크 대비 HDI 기판 및 모듈 관련 기업 주가 추이



자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2-5. 한국: Tech 선도 기업 중심의 생태계 경쟁력

한국은 글로벌 Tech 섹터의 다양한 영역에서 Top-Tier 역량을 갖추고 있는 기업의 영향으로 다양한 분야의 밸류체인이 발전해온 지역이다. 특히, 삼성전자의 역할이 중요하게 작용해왔다. 삼성전자의 핵심 사업들인 메모리, 스마트폰, 디스플레이 사업 각각의 밸류체인에 속한 기업들의 글로벌 경쟁력이 뛰어난 지역이다.

특히 한국의 메모리의 경우에는 SK하이닉스라는 또 다른 글로벌 Top-Tier 업체가 존재해 그 경쟁력이 막대하다. 한국의 메모리 기반 Tech DNA는 1980년대 후반 일본이 주춤하는 사이 삼성전자와 현대전자가 역주기 투자 등 공격적인 투자를 집행하면서 치킨게임을 야기했고, 이 경쟁에서 승리하게 되면서 메모리 산업을 주도하는 지역으로 발전했다.

메모리 외에도 삼성전자는 글로벌 Top-Tier 전자 디바이스 제조 업체이자 디스플레이 업체이다. 이에 따라 유관한 기업들이 과거부터 기술력을 발전시켜온 바 있다. 특히 전자 디바이스 및 디스플레이 밸류체인은 삼성전자 외에도 글로벌 Top-Tier 업체들의 선택을 받으며 지역의 핵심 DNA로 자리 잡고 있음을 알 수 있다.

다만, 이번 AI 랠리 속에서 가장 큰 수혜 요인은 메모리 밸류체인으로 주목되고 있다. AI 연산 증가 속도를 뒷받침하기 위해 등장한 HBM이라는 선단 메모리 분야부터 선단 메모리 강세로 인한 범용단의 공급 부족, 이에 따른 가격 상승 사이클은 두 Top-Tier 기업을 이끌고 있다. 이에 따른 파급 효과가 Tech 섹터를 강타했는데, 핵심 포인트는 1) 메모리 유관 부품과 2) 선단 공정 밸류체인으로 구분할 수 있다.

한국에서도 메모리 유관 전자부품 기업들이 긍정적인 주가 흐름을 보여주고 있다. 대표적인 아이템이 기판이다. 대표적으로 심택(222800-KQ)이 지난 3개월 전 대비 +162.3%, 티엘비(356860-KQ)가 +143.4% 오른 바 있다. 이외에도 한양디지텍(078350-KQ) +144.0%, 해성디에스(195870-KS) +117.9%, 코리아씨키트(007810-KS) +83.6%를 기록하며 좋은 주가 흐름을 보여주고 있다.

다음으로는 선단 공정 관련 밸류체인들의 강세도 두드러진다. 선단 공정에 대응 가능한 기업들의 강세와 더불어 추가 CAPEX 사이클을 기대하는 듯한 추이라고 해석된다. 대표적으로 코세스(089890-KQ)가 지난 3개월 대비 +142.0%를 기록했으며, 유진테크(084370-KQ) +138.1%, 하나마이크론(067310-KQ) +132.9%, 테크윙(089030-KQ) +107.2%를 기록하며 견조한 주가 추이를 지속하고 있다.

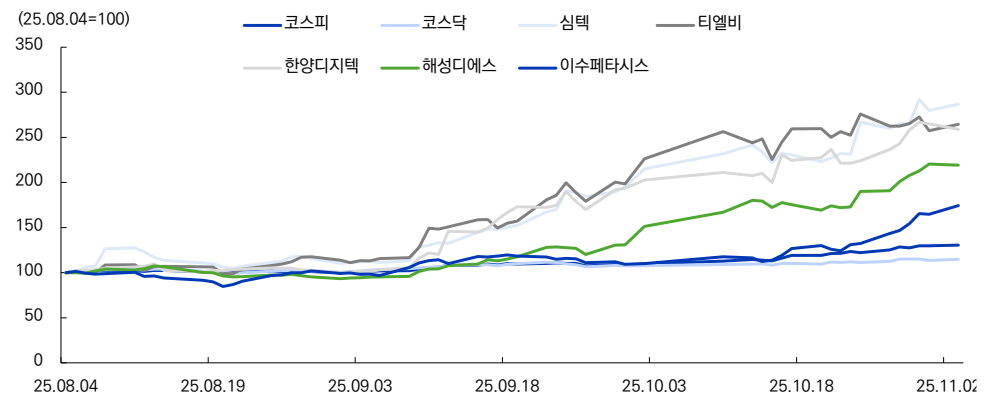
그리고 최근 메모리 사이클의 핵심인 SK 하이닉스와 삼성전자의 수익률도 긍정적인 추세를 보여줬다. SK 하이닉스(000660-KS)는 지난 3개월 동안 +121.4%의 수익률을 기록했고, 삼성전자(005930-KS)는 +50.5%를 기록했다.

[도표 52] 최근 3개월 간 한국 Tech 섹터 내 수익률 상위 기업

종목 코드	기업명	최근 3개월 수익률 (11.07 기준)
222800-KQ	심텍	162.3
078350-KQ	한양디지텍	144.0
356860-KQ	티엘비	143.4
089890-KQ	코세스	142.0
084370-KQ	유진테크	138.1
010170-KQ	대한광통신	135.4
067310-KQ	하나마이크론	132.9
089970-KQ	브이엠	131.0
000660-KS	SK 하이닉스	121.4
195870-KS	해성디에스	117.9
240810-KQ	원익 IPS	109.8
089030-KQ	테크윙	107.2
241770-KQ	메카로	104.5
440110-KQ	파두	99.5
353200-KQ	대덕전자	89.9

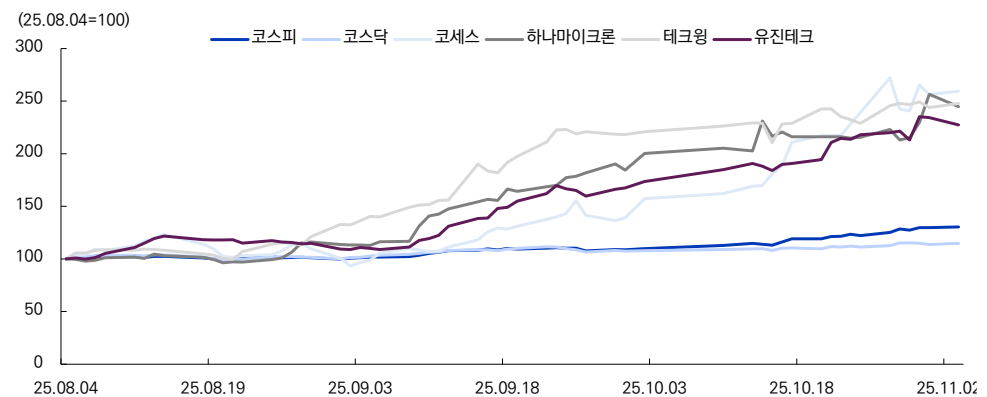
자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 벤치마크 대비 메모리 관련 부품 기업 주가 추이



자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 벤치마크 대비 선단 공정 밸류체인 기업 주가 추이



자료: Refinitiv, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

3. K-Tech DNA에 집중

3-1. 두드러질 K-Tech 기술 경쟁력

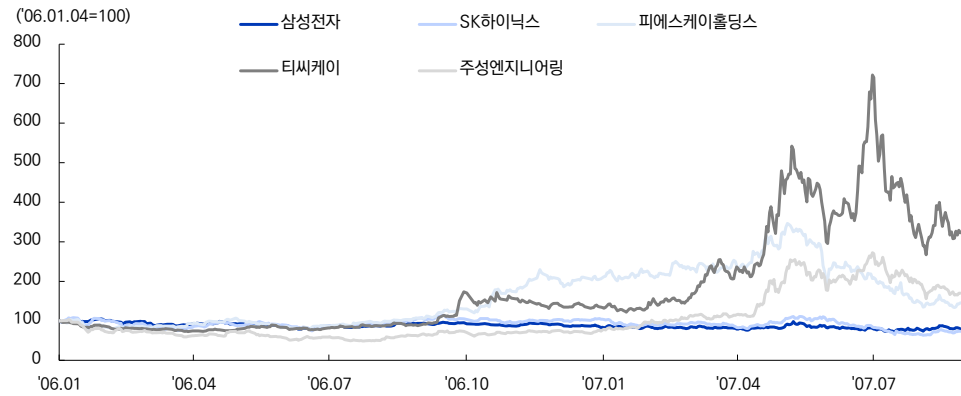
AI 물결 속에서 각 지역의 경쟁력에 부합하는 기업들이 사이클과 함께 가장 극적인 수익률을 보여주고 있다. 결국 Next 투자의 핵심은 1) 글로벌 수준의 기술 경쟁력으로 사이클과 동행할 수 있는 기업, 2) 지역별 경쟁력에 부합하는 차세대 기술력이라는 두 가지 기준에 부합하는 중소형 주들이 향후 시장 기대감을 형성할 것으로 예상된다.

국내 Tech 중소형주들은 사이클이 중장기화됨에 따라 K-Tech DNA를 갖춘 경쟁력 있는 기업들이 Outperform할 것으로 전망한다. 이는 과거 사이클을 통해 확인해볼 수 있다. 디지털 기기가 보급되기 시작하면서 야기된 메모리 호황기였던 2004년부터 2007년까지의 사이클의 초반 시기는 당시 높은 반도체 노출도를 갖췄던 하이닉스반도체가 좋은 수익률을 보인바 있다. 다만, 사이클이 장기화됨에 따라 2006년과 2007년 사이클 말미에는 피에스케이와 주성엔지니어링과 같은 미드스몰캡의 강세가 존재한 바 있다. 이 두 기업의 공통점은 실적 모멘텀이다. 피에스케이는 당시 반도체 호황 및 웨이퍼 전환기를 맞아 2006년 연간 매출이 약 +101%를 기록했고, 동시에 해당 연도 주가는 약 +125%를 기록한 바 있다. 주성엔지니어링의 경우도 2007년 연간 매출이 약 +75% 기록하는 가운데, 당해 수익률이 약 +138%에 육박한 바 있다.

이후 스마트폰 부흥기인 2009년부터 2012년 사이클도 유사한 추세를 보였다. 사이클 초기에는 노출도가 높은 대형주들이 높은 수익률을 보인 바 있다. 당시에도 하이닉스반도체는 연간 주가 수익률 약 +245%를 기록한 바 있다. 사이클이 지속될 수록 관련 밸류체인 실적 모멘텀이 발생해 Outperform하게되는 것이다. 2010년에는 이오테크닉스, 유진테크 같은 장비 기업들이 실적 모멘텀과 함께 연간 약 +99%, +70% 주가가 상승했으나, 하이닉스반도체의 당해 수익률은 단 +4%에 그쳤다. 당시 비에이지 또한 스마트폰 밸류체인의 핵심으로 부각받기도 했으나, 실적 또한 연간 +48% 개선되면서 당해 수익률 +93%를 기록하는 등 장기 사이클 속에서는 실적 모멘텀이 받쳐주는 중소형주의 퍼포먼스가 강했음을 확인할 수 있다.

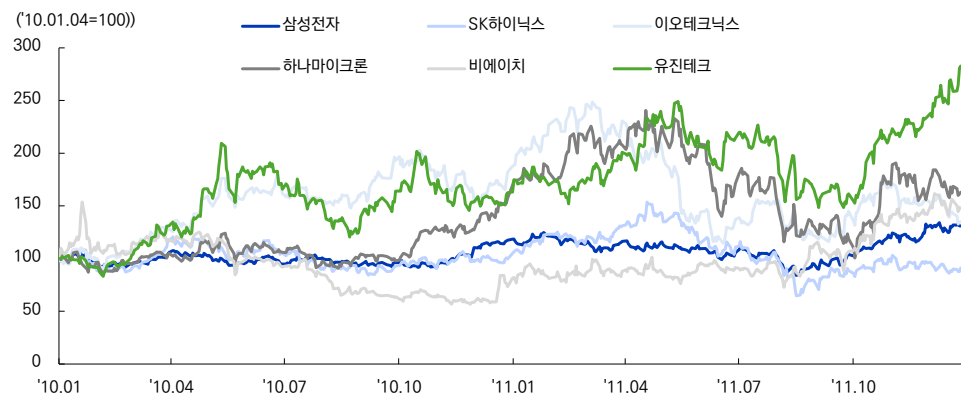
결론적으로 사이클 중장기화를 예상하는 현 시점에서 실적 모멘텀을 기대할 수 있는 기술 경쟁력을 가진 중소형주들의 Outperform을 기대해볼 수 있는 시점이다. 사이클이 진행되는 동안 주로 메인 이 아닌 밸류체인에 속하는 중소형 주들의 실적이 뒤늦게 따라 붙기 때문에 실적 모멘텀에 강하게 반응할 여지가 있다. 특히, 실적 모멘텀 발생을 관점으로 포트폴리오를 구축하려면 중소형 기업들 중 글로벌 Top-Tier 수준의 기술 경쟁력을 갖춘 업체로 강한 사이클과 동행 또는 M/S의 증가로 이를 상회할 실적을 보여줄 수 있는 기업들에 집중할 필요가 있다.

[도표 55] 2006 년 사이클 속 중소형주 Outperform 사례



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 56] '10 ~ '11 중소형주 Outperform 사례



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

3-2. K-Tech에 부합하는 차세대 기술, 유리기관

지역별 경쟁력에 부합하는 차세대 기술로는 유리기관을 제시한다. 유리기관의 공정 과정을 살펴보면 K-Tech DNA에 적합한 기술임을 확인할 수 있다. 유리기관은 고성능 AI 수요를 대비한 차세대 기술로 기대감을 모으고 있다. 특히, 기관의 유기소재가 야기하는 한계에 대응할 수 있는 핵심 소재의 변화로 AI 칩의 높아지는 전력 소모량과 열 방출에 대응할 수 있기 때문에 고성능화에 따라 그 필요성이 증가되고 있다. 유리는 높은 열팽창 계수에 따른 Warpage 현상 방지해 대면적화에 유리하고, 높은 평탄도를 갖춘 소재로 미세화에 추가 기여할 수 있어 AI 시대에 차세대로 각광 받고 있다. 국내에서는 삼성전기, SKC 등 대형 그룹사에서 양산을 준비하고 있어 향후 패키지 기관 시장에 게임 체인저로 부상할지 집중할 필요가 있다.

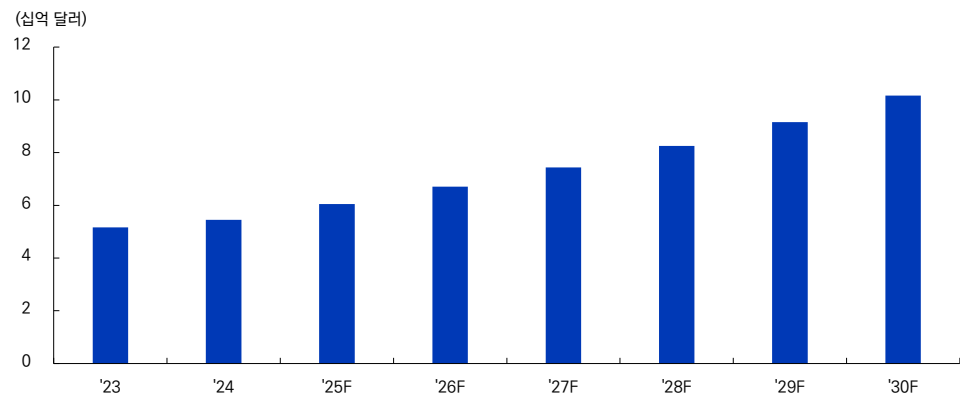
국내 Tech DNA는 1) 메모리 밸류체인 중심의 선단 공정 역량, 2) 글로벌 Top-Tier급 디바이스 제조 역량 기반의 기관 제조 경쟁력, 3) Top-Tier 디스플레이 기업들을 필두로한 유리 소재 가공 역량이 핵심인데, 이 모든 역량에 부합하는 것이 바로 유리기관이다. 실제로 국내에서 유리 코어 기관 사업을 언급하는 상장사들은 제이앤티씨, 캠프트로닉스, 솔브레인 등 디스플레이 밸류체인에 속해있던 기업들이 진출을 목표하고 있다.

유리기관의 공정 과정을 살펴보면 K-Tech에서 시장을 장악할 수 있는 개연성을 확인할 수 있다. 먼저, 코어 유리층을 형성하기 위한 핵심 공정은 TGV다. TGV는 유리에 미세한 Via Holed을 형성해 전기적 연결을 가능하게 하는 공정이고 유리 원장을 다루는 기술력과 유리 표면 식각 및 균일한 도금 등의 역량이 필요하다. 이는 유리 소재를 다뤘었던 디스플레이 밸류체인의 기업들에게 강점이 있는 분야다. 코어 기관 이후 과정인 RDL 빌드업 및 FC-BGA 등의 기관화 과정은 기존 패키지 기관 업체들이 강점을 가질 수 밖에 없다. 국내는 디바이스 밸류체인의 중심지 역할을 하며, 패키지 기관 역량도 글로벌 수준이다. 대표적으로 삼성전기, 대덕전자, LG이노텍 등이 FC-BGA를 필두로한 패키지 기관 기반을 세워두고 있다. 결론적으로 선단의 디스플레이 역량과 기관 역량이 공존하는 지역인 한국의 밸류체인이 유리기관 시장을 선도할 수 있을 것이라는 뜻이다.

최근 유리기관 시장은 개화를 준비하는 행보가 포착된다. 언론 보도에 따르면 삼성전기가 브로드컴과 유리기관 웰 테스트를 진행하고 있으며, 삼성전기는 브로드컴 대응을 위해 약 월 20K 물량의 유리기관을 양산할 수 있는 공장을 계획하고 있다고 밝혔다. 월 20K 물량의 크기를 단순히 추정하면, 현재 유리 코어 기관의 ASP가 약 100만원 수준에 형성될 것으로 예상하는데, 월 20K 공장에 들어가는 유리 코어 기관 원장만 연간 약 2,500억원 수준의 시장 형성이 예상된다. 기존 패키징 기관의 부가가치를 역산했을 때, 수출에 따라 편차가 발생하지만 월 20K CAPA의 유리기관은 약 7,000억원 이상의 매출까지 가능할 것으로 보인다. 현재 유리기관을 시장을 리드하는 두 업체의 양산 계획을 통해 예상하는 유리기관 시장은 2026년 약 2,000억원의 파일럿 양산을 시작으로 2030년에는 약 2조 3,000억원을 상회하는 시장을 형성할 것으로 예상된다. 기업들이 예상하는 유리기관의 FC-BGA 및 Si 인터포저 시장 침투율은 약 30% 수준으로 약 5조원 시장까지 확대될 수 있을 전망이다.

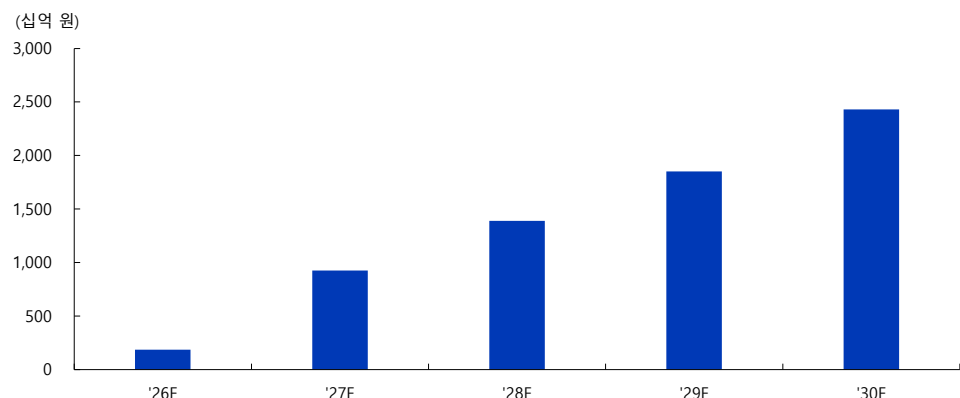
특히, 유리기판 내에서 선행적으로 주목해야할 기업들은 코어 기판 밸류체인으로 제시한다. 유리기판 밸류체인의 핵심은 1) 유리기판 코어를 제조할 수 있는 기업들과, 2) 유리기판 핵심 공정인 TGV 장비를 공급할 수 있는 기업이라고 예상한다. 이 중 가장 먼저 유의미한 매출이 발생할 수 있는 밸류체인은 코어 기판이라고 판단한다. 2026년 약 4,000장 수준의 파일럿 양산 물량에도 유리기판 코어 기판에 대한 수요는 발생할 수 밖에 없기 때문이다. 특히 코어 기판을 패키지 기판으로 만드는 과정에서 수율 문제가 있는 것으로 파악돼, 생산 가능한 CAPA 대비 유리 코어 기판의 수요가 더 클 수 있다고 판단한다. 선행적으로 유리기판 코어를 제조할 수 있는 기업에 주목해야하는 이유다.

[도표 57] 유리기판이 침투 가능할 FC-BGA 시장 전망치



자료: Intel Market Research, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 유리기판 제조 계획 기준 시장 규모 추정



자료: 업계자료, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 유리기판 기술 경쟁력

성능 지표	유리기판	유리기판
치수 안정성	낮음	높음
열팽창 계수 (CTE)	약 15~20 ppm/°C	약 3~8 ppm/°C
유전 상수 (Dk)	약 2.8 ~ 3.3	약 3.6 ~ 5.4
유전 손실 (Df)	약 0.004 ~ 0.009	약 0.002 ~ 0.003
표면 평탄도	2 μ m	2 μ m 이하

자료: 업계자료, 교보증권 리서치센터

[도표 60] 국내 유리기판 관련 밸류체인

구분	기업명	내용
유리기판 제조	삼성전기	시제품 평가 단계
	SKC(애플릭스)	시제품 평가 단계
	LG 이노텍	파일럿 라인 구축 단계
유리기판 코어 제조	제이앤티씨 캠트로닉스	유리기판 코어 및 인터포저 제조 유리기판 코어 및 인터포저 제조
TGV 장비	필옵틱스	TGV 장비
	주성엔지니어링	TGV 장비
	이오테크닉스	TGV 장비
기타 유리기판 소부장	기가비스	RDL 검사장비
	ISC	유리기판 적용 테스트 소켓
	와이씨캠	유리기판 코팅 소재
	HB 테크놀로지	RDL 검사장비

자료: 업계자료, 교보증권 리서치센터

3-3. 초과 수익률을 위한 IT 중소형 포트폴리오

IT 중소형 주에 대한 투자의견을 비중 확대로 제시하고 Top-Picks로 두산, 해성디에스를 제시하고 관심종목으로 심텍, 솔브레인, 티씨케이, 티엘비를 제시한다. 추가적으로 유리기판 생태계에서 코어 기판을 제조하는 제이앤티씨와 켈트로닉스까지 주목할 필요가 있다. AI 패러다임 전환 속 메모리 사이클이 도래한 가운데 국내 Tech 선호도가 높아졌던 바 있다. 단기적인 조정 가능성은 있으나, AI 투자와 동행할 것으로 예상되는 이번 사이클의 중장기화 가능성이 더 높다고 판단한다. 단기 조정 속에서 초과 수익을 위해 투자할 수 있는 중소형주는 1) 글로벌 Top-Tier 기술 경쟁력을 갖춰 사이클 속에서 실적 모멘텀이 발생할 수 있는 기업과 2) M/S 추가 확대 가능성이 있는 기업, 3) K-Tech의 Next라고 판단하는 유리기판 밸류체인 속 코어 기판 제조 기업들로 판단한다.

두산의 경우 High-End CCL 역량이 뛰어난 기업으로 AI로 인한 고성능 시장이 크게 확대되자 실적 모멘텀을 발생시킨 바 있다. AI 수요가 반영되기 이전 두산 전자BG의 영업이익률은 하이싱글 수준에 불과했으나, AI 수요가 본격적으로 반영된 올해부터는 약 28%를 상회하는 이익률을 기록했다. 두산은 High-End CCL 제조에 있어서 Top-Tier 급 기술 경쟁력을 가진 기업으로 고성능 AI 시장 확대와 동행하며 실적 모멘텀을 이어나갈 전망이다. 해성디에스의 경우 Top-Tier 수준의 리드프레임 시장 역량을 기반으로 패키지 기판 시장 M/S 회복을 통한 턴어라운드가 전망되는 기업이다. 해성디에스는 메모리용 패키지 기판을 공급하는 기업으로 최근 DDR5 1a 공정향 대응 실패에 따라 M/S를 크게 잃었으나, 최근 1b 공정 및 선단 공정까지 대응을 시작하며 M/S를 회복하고 있다. 선단 공정 대응 역량과 함께 메모리 패키지 기판 시장 내의 입지를 회복함에 따른 강한 턴어라운드가 기대된다.

심텍, 솔브레인, 티씨케이, 티엘비의 경우도 기술 경쟁력을 기반으로 사이클 중장기화에 따른 수혜가 예상되는 기업들이다. 심텍은 HDI 기판과 Substrate 모두 대응 가능한 기업으로 두 부문 모두 글로벌 경쟁력을 갖추고 있다. HDI 기판은 서버용 수요 확대에 힘입어 점진적인 우상향을 보여줄 전망이다. Substrate 기판은 동사의 주력 제품군인 MCP, FC-CSP, GDDR7 수요 강세를 기반으로 강한 턴어라운드가 전망된다. 특히 GDDR7 기판은 추론 수요에 대응 가능한 Mid-Low AI 제품군에 채택될 전망으로 동사는 해당 시장에서 과점적인 M/S를 갖추고 있는 기업이다. 솔브레인은 반도체 공정용 화학 소재에 강점을 가진 기업으로 AI가 야기한 선단화 및 고단화에 대한 수혜가 예상된다. 불산계, 인산계, 초산계를 모두 대응할 수 있는 Top-Tier급 기술 경쟁력을 확보하고 있는 기업으로 사이클 중장기에 따른 시장 확대와 비례한 성장이 예상된다. 특히 인산계 소재는 국내 메모리사들 내에서 독과점적인 입지를 가진 기업으로 NAND 시장 개화와 V9, V10 전환에 따른 수혜가 기대된다. 티씨케이는 SiC 포커스링 시장에서의 과점적인 입지를 가진 기업이다. SiC 포커스링은 선단화에 따라 수요가 늘어날 전망이며, 기존에 사용량이 적었던 DRAM 시장 내에서도 최근 고종횡비 공정에 대한 수요가 증가함에 따라 시장 확대를 기대해볼 수 있는 시점이다. 티엘비는 고충화되는 메모리 모듈 기판 시장에서 두각을 드러내고 있는 기업으로 고단화 기술 경쟁력으로 인해 서버용 메모리 모듈 기판 시장에서 M/S가 증가될 것으로 기대된다. 고단화 시장 확대와 더불어 증설을 통한 적극적인 시장 공략을 기대해볼 수 있다.

제이앤티씨와 켐트로닉스는 유리기관 밸류체인 내에서 코어기관을 제조하는 기업이다. 유리 코어기관은 파일럿 양산이 시작되는 2026년부터 빠르게 매출화가 가능할 것으로 예상돼 가장 먼저 주목해야한다. 제이앤티씨는 커넥터와 강화유리 사업을 영위하는 기업으로 해당 역량을 기반삼아 유리 코어 기관을 제조해 공급할 전망이다. 뚜렷한 밸류체인이 밝혀지지는 않았으나, 글로벌 고객사들과 협의 중인 단계로 파악된다. 켐트로닉스는 유리기관 산업 선두 주자 중 하나인 삼성전기의 밸류체인 내에서 코어 기관을 공급할 것으로 기대된다. 구체적인 공급 물량이나 양산 일정 등은 공개되지 않았으나, 대형 기업의 밸류체인 내에서 뚜렷한 역할을 수행할 전망이다.

[도표 61] 커버리지 종목 3Q25 및 연간 실적전망							(단위: 십억원, %)
종목	항목	3Q25(E)	3Q24	YoY	FY25(E)	FY24	YoY
두산	매출액	4,457.1	3,878.5	14.9	20,169.4	18,132.9	11.2
	영업이익	322.5	110.2	154.7	1,418.8	1,003.8	41.3
	지배순이익	40.8	(88.3)	흑자전환	136.8	(226.2)	흑자전환
	OPM	7.2	2.8	-	5.5	7.0	-
해성디에스	매출액(P)	178.5	149.4	19.5	651.2	603.0	8.0
	영업이익(P)	16.1	11.7	15.0	41.5	56.9	(27.0)
	지배순이익(P)	14.1	6.0	136.2	29.1	58.7	(50.5)
	OPM	9.0	7.8	-	6.4	9.4	6.4
심텍	매출액(P)	372.8	324.8	14.8	1,405.7	1,231.5	14.1
	영업이익(P)	12.4	0.5	2,011.6	19.4	(47.0)	흑자전환
	지배순이익(P)	6.8	21.4	(26.7)	(45.4)	(30.3)	적자지속
	OPM	3.3	0.2	-	1.4	(3.8)	-
솔브레인	매출액	233.9	219.9	6.4	913.3	863.4	5.8
	영업이익	44.4	39.7	5.1	147.1	167.9	(12.4)
	지배순이익	32.9	29.6	11.2	102.4	118.4	(13.5)
	OPM	19.0	18.1	-	16.1	19.5	-
티씨케이	매출액(P)	83.5	75.6	10.5	315.8	275.7	14.5
	영업이익(P)	24.7	22.6	(0.9)	91.5	80.8	13.3
	지배순이익(P)	20.4	18.7	9.2	81.4	72.0	13.0
	OPM	29.5	29.8	-	29.0	29.3	-
티엘비	매출액	69.1	46.5	48.8	258.3	180.0	43.5
	영업이익	9.0	2.8	119.2	27.7	3.4	724.3
	지배순이익	5.2	0.8	564.1	22.8	3.6	534.7
	OPM	13.1	6.0	-	10.7	1.9	-

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 62] IT 중소형주 Valuation Table (단위: 십억원, 원, 배, %)

(원, 십억원, 배, %)	두산	해성디에스	심택	솔브레인	티씨케이	티엘비
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가	1,200,000	73,000	67,000	335,000	210,000	83,000
현재주가(11/07)	915,000	51,300	51,700	255,000	150,600	63,400
상승여력(%)	31.1	42.3	27.7	31.4	39.4	30.9
매출액(FY24)	18,132.9	603.0	1,231.5	863.4	275.7	180.0
매출액(FY25F)	20,169.4	651.2	1,405.7	913.3	315.8	258.3
매출액(FY26F)	22,956.0	730.9	1,611.6	1,031.4	369.7	315.6
영업이익(FY24)	1,003.8	56.9	(47.0)	167.9	80.8	3.4
영업이익(FY25F)	1,418.8	41.5	19.4	147.1	91.5	27.7
영업이익(FY26F)	2,066.8	80.2	125.0	206.6	114.5	49.2
순이익(FY24)	(226.2)	58.7	(30.3)	118.4	72.0	3.6
순이익(FY25F)	136.8	29.1	(45.4)	102.4	81.4	22.8
순이익(FY26F)	258.8	62.2	52.0	153.3	101.0	40.6
EPS(FY24)	(13,687)	3,453	(953)	15,226	6,167	368
EPS(FY25F)	8,276	1,709	(1,332)	13,169	6,484	2,325
EPS(FY26F)	15,660	3,659	1,502	19,712	8,312	4,134
P/E(FY24)	(18.6)	6.8	(11.6)	10.9	11.5	35.5
P/E(FY25F)	120.0	29.8	(46.8)	21.5	25.7	30.2
P/E(FY26F)	63.4	13.9	41.5	14.3	20.0	17.0
P/B(FY24)	3.7	0.7	0.8	1.3	1.6	1.1
P/B(FY25F)	13.2	1.5	5.4	2.0	3.3	5.1
P/B(FY26F)	11.3	1.3	4.8	1.7	2.8	3.9
EV/EBITDA(FY24)	11.3	4.1	19.7	4.3	5.7	15.8
EV/EBITDA(FY25F)	16.4	9.8	26.9	8.9	15.2	20.3
EV/EBITDA(FY26F)	12.8	6.5	13.1	6.3	12.0	11.8
ROE(FY24)	(14.6)	11.0	(6.6)	15.6	14.8	3.3
ROE(FY25F)	8.8	5.1	(10.9)	12.5	13.7	18.5
ROE(FY26F)	14.8	10.1	12.2	9.7	15.2	26.2

자료: 교보증권 리서치센터



Company Analysis

회사명	TP(원)	의견	상승여력
두산(000150)	1,200,000	Buy	31.1%
해성디에스(195870)	73,000	Buy	42.3%
심택(222800)	67,000	Buy	27.7%
솔브레인(357780)	335,000	Buy	31.4%
티씨케이(064760)	210,000	Buy	39.4%
티엘비(356880)	83,000	Buy	30.9%
제이앤티씨(204270)		Not Rated	-
캠트로닉스(089010)		Not Rated	-

두산 000150

글로벌 AI 파트너

Nov 10, 2025

Buy

신규

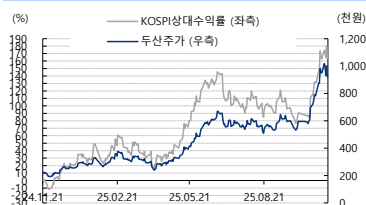
TP1,200,000원

신규

Company Data

현재가(11/07)	918,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	1,018,000 원
52 주 최저가(보통주)	193,000 원
KOSPI (11/07)	3,953.76p
KOSDAQ (11/07)	876.81p
자본금	1,237 억원
시가총액	177,788 억원
발행주식수(보통주)	1,652 만주
발행주식수(우선주)	489 만주
평균거래량(60 일)	16.9 만주
평균거래대금(60 일)	1,360 억원
외국인지분(보통주)	15.61%
주요주주	
박정원 외 26 인	40.11%
국민연금공단	9.47%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	54.3	182.9	291.5
상대주가	38.5	84.2	153.9



[IT/미드스윙] 박희철

3771- 9342,
parkh@iprovst.com

글로벌 Top-Tier 수준의 CCL 사업 경쟁력을 갖춘 지주 회사

두산은 대형 지주사로 두산에너지빌리티, 두산로보틱스 등 다양한 계열사들이 존재. 주목해야할 사업은 Top-Tier 고객사를 대상으로 High-End급 CCL을 공급하는 자체 사업. 전자BG 부문은 AI 가속기 수요 급증과 함께 2025년 상반기 기준 YoY 약 +109% 매출 증가를 실현. High-End부터 Mid-Low CCL 모두 대응 가능한 기업이나, 2025년 기준 하이엔드 매출 비중이 약 80% 이상으로 AI 시대에 가장 주목 받고 있는 하드웨어인 AI 가속기 및 네트워크 노출도가 높은 기업.

글로벌 AI 인프라의 핵심 파트너

두산은 자체 사업과 연결 자회사의 사업 모두 AI 인프라와 동행하는 기업. 동사의 CCL의 경우 글로벌 Top 수준의 경쟁력을 갖춘 제품. AI 칩 및 네트워크향으로 들어가는 고품질의 CCL 비중이 높고, 해당 어플리케이션 부문은 경쟁 환경도 제한적. 특히, 동사의 CCL은 미국의 핵심 AI 칩 제조 업체에도 공급. 차기 아키텍처까지 성공적으로 대응하며, 지속적인 매출 상승과 마진 개선이 예상. 최근 수출 통계도 긍정적. 소재지 기준 2025년 CCL 수출액은 YoY +79.7%로 약 1억 3,361만 달러에 육박. 핵심 고객사의 신규 제품군 출하 시작과 함께 하반기에도 긍정적인 실적 추이 이어나갈 전망. 핵심 자회사인 두산에너지빌리티의 지분 가치도 지속 상승할 것으로 예상. AI 인프라 투자 확대와 함께 전력 투자는 필연적. 두산에너지빌리티는 차기 발전의 핵심으로 거론되는 원자력 발전 뿐 아니라 공급 시기 간극을 좁혀줄 가스터빈 발전까지 가능한 핵심 플레이어.

목표주가 1,200,000원, 투자 의견 Buy로 커버리지 개시

두산에 대해 목표주가 1,200,000원, 투자 의견 Buy로 커버리지를 개시. 전자BG의 2026년 매출액은 2조 1,977억원(YoY +17.4%), 영업이익 6,838억원(YoY +26.6%, OPM 31.1%)으로 전망. 동사의 전자BG 부문의 사업 가치 만해도 약 14조 이상으로 추산, 성장하는 핵심 자회사의 지분 가치를 고려하면 여전히 매력적인 구간.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	19,130.1	18,132.9	20,169.4	22,956.0	23,823.2
YoY(%)	12.6	-5.2	11.2	13.8	3.8
영업이익(억원)	1,436.3	1,003.8	1,418.8	2,066.8	2,236.7
OP 마진(%)	7.5	5.5	7.0	9.0	9.4
순이익(억원)	272.1	302.2	435.1	823.4	967.2
EPS(원)	-23,498	-13,687	8,276	15,660	18,396
YoY(%)	적지	적지	흑전	89.2	17.5
PER(배)	-4.0	-18.6	120.0	63.4	54.0
PCR(배)	0.9	2.7	8.5	7.4	7.4
PBR(배)	1.2	3.7	13.2	11.3	9.8
EV/EBITDA(배)	7.1	11.3	16.4	12.8	12.2

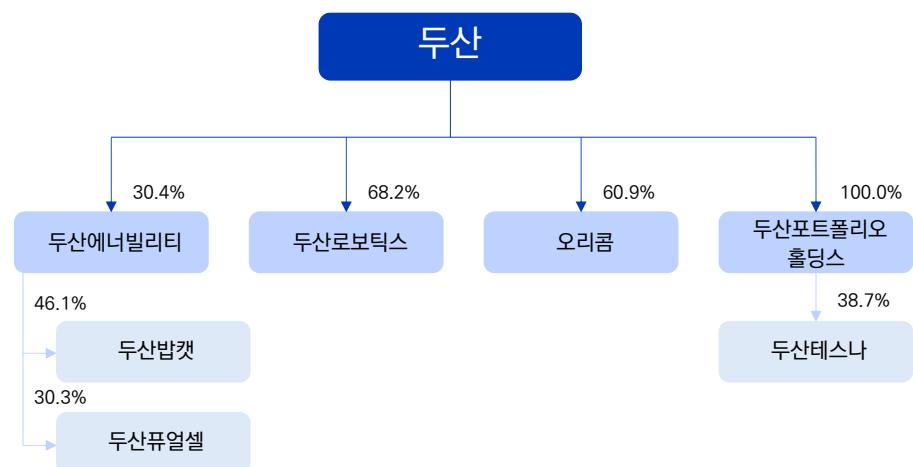
글로벌 Top-Tier 수준의 CCL 사업 경쟁력을 갖춘 지주 회사

두산은 총 24개 계열회사를 보유하고 있는 지주회사로 주요 연결 자회사로는 두산에너빌리티, 두산로보틱스 등이 존재한다. 계열사는 친환경 에너지, 기계/로봇, 차세대소재/반도체 3가지 영역으로 구성되어 있다. 두산의 자체 사업은 CCL을 공급하는 전자BG, 그룹사의 SI 조직인 DDI 등이 존재한다. 2025년 상반기 기준 연결 매출액은 약 9조 6,451억원(YoY + 6.5%)을 기록했으며, 이 중 핵심 자체 사업인 전자BG의 경우 약 8,787억원(YoY + 108.5%)을 기록하고 있다. 최근 두산의 자체 사업인 전자BG의 CCL이 AI 가속기 수요 급증과 함께 고성장을 이어나가고 있어, 시장에서는 전자BG의 성장세에 주목하고 있다.

2025년 2분기 동사의 매출액은 약 5조 3,464억원(YoY + 16.4%), 영업이익 3,578억원(YoY - 8.7%, OPM 6.7%)을 기록하고 있다. 핵심 자체 사업인 전자BG만 별도로 분류하면 2025년 2분기 매출액 4,761억원(YoY + 102.5%), 영업이익 1,362억원(YoY + 335.5%, OPM 28.6%)으로 고성장 기조에 들어섰음을 확인할 수 있다. 두산의 전자부문은 하이엔드부터 로우엔드까지 CCL을 모두 대응하는 포트폴리오를 갖추고 있으나, 2025년 하이엔드 매출 비중이 약 80% 이상으로 증가하며 성장을 견인하고 있는 것으로 파악된다. AI 가속기, 네트워크 기관용으로 공급되는 하이엔드 CCL 부문은 글로벌 Top-Tier 수준으로 알려졌다.

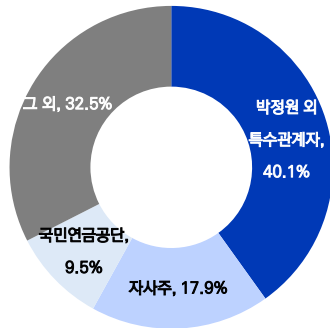
두산의 전자BG 부문은 AI 수요 속 강한 성장을 이어나가며 Re-Rating의 요소로 평가받고 있다. 특히 오래된 CCL 제조 업력과 글로벌 Top 수준의 고객사 커스터마이징 역량을 기반으로 지속 성장할 것으로 기대한다. 특히, End-User에 귀속되지 않는 공급 역량은 AI 칩 시장 성장과 동행하는 성장세를 보여줄 것으로 예상하며, 향후 ASIC 시장 개화 등에 따른 수혜까지 전망되고 있다. 강한 시장 수요에 발맞춰 진행하는 증설 결정도 동사의 성장을 가속하는 요인이다.

[도표 63] 두산 자회사 현황(2024년 사업보고서 기준)



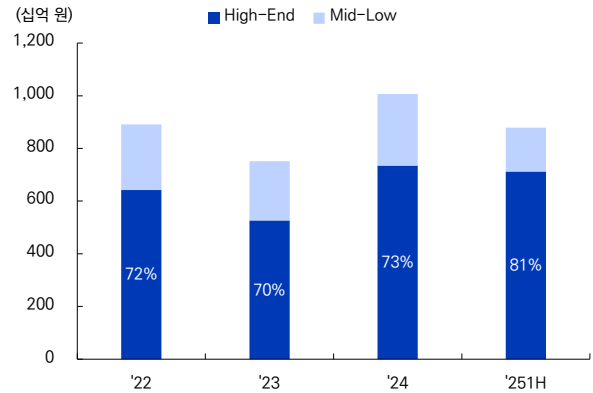
주: 상장 자회사와 그 자회사의 모회사만 작성
자료: Dart, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 두산 주주구성(2025년 반기보고서 기준)



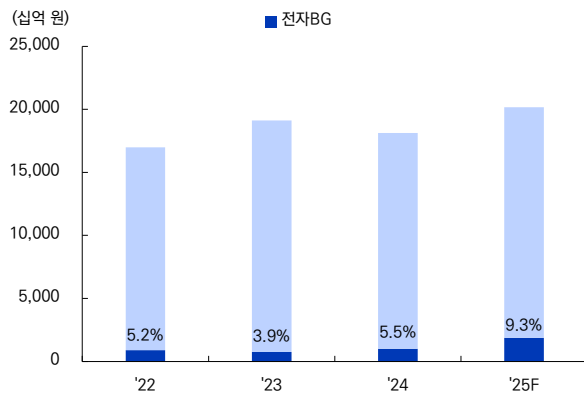
자료: Dart, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 두산 High-End 제품 비중 추이



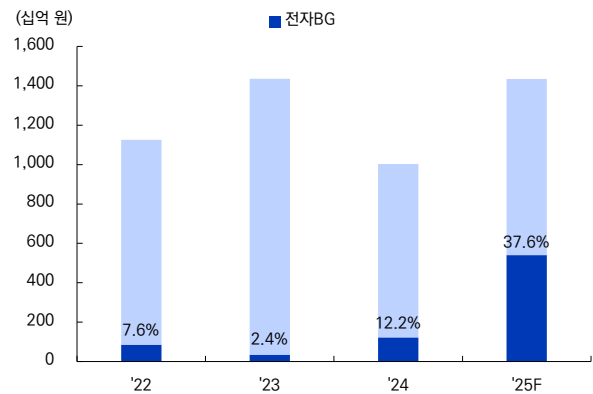
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 66] 두산 연결 연간 매출액 추이 및 전자BG 비중



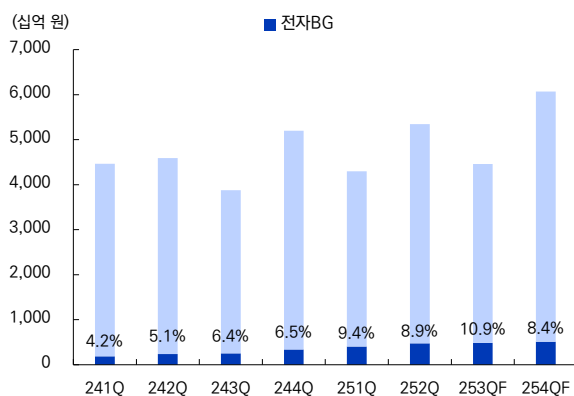
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 67] 두산 연간 영업이익 추이 및 전자BG 비중



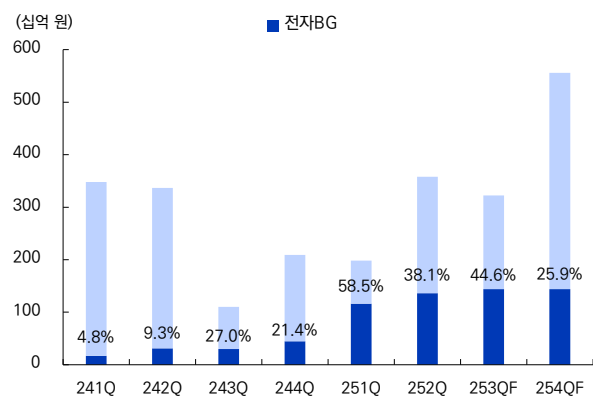
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 68] 두산 연결 분기별 매출액 추이 및 전자BG 비중



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 두산 연결 분기별 영업이익 추이 및 전자BG 비중



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

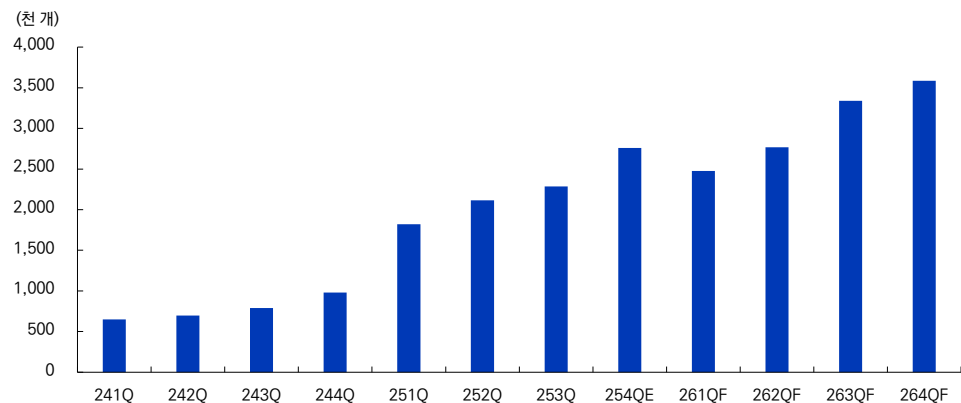
① 고성능 AI 인프라 하드웨어의 핵심 파트너

동사의 CCL은 대부분 하이엔드 수요를 대응하고 있다. 특히 AI 가속기 부문의 Top-Tier 업체에 들어가는 기관 또한 동사의 CCL을 사용하는 제품군이 다수 존재한다. 특히 Blackwell, Rubin 등 첨단 아키텍처가 적용된 AI 가속기 밸류체인에 속해있어 AI 인프라 시장 성장과 동행할 전망이다. 특히 AI 칩 및 네트워크로 들어가는 하이엔드급 CCL의 경우 동사와 대만의 Elite Material 정도만 동사의 경쟁사로 하이엔드급 경쟁 환경도 제한적인 상황이다.

동사의 긍정적인 사업 추이는 수출입 통계로도 감지된다. 2025년 3분기 국내 CCL 전체 수출 금액은 약 1억 8,216만 달러로 YoY + 84.3%의 고성장이 예상된다. 올해 들어 CCL 수출 금액은 1분기 YoY + 44.3%, 2분기 YoY + 89.9%로 고성장을 이어오고 있다. 동사의 소재지 기준으로도 고성장세가 확인되는데, 2025년 3분기 소재지 기준 수출 금액은 약 1억 3,361만 달러로 YoY + 79.7%를 기록했다. 소재지 기준으로도 올해 1분기 YoY + 46.4%, 2분기 YoY + 90.0%를 기록한 바 있다. 단순 중량 기준 단위 가격을 산출해도 꾸준한 상승세를 보여주는데 이는 동사의 하이엔드 수요 대응력을 반증한다. 2025년 3분기 기준 단위 가격은 kg당 약 \$94 수준으로 전년 동기 대비 +22.5%, 전분기 대비 +5.7% 가격이 상승한 것으로 파악된다.

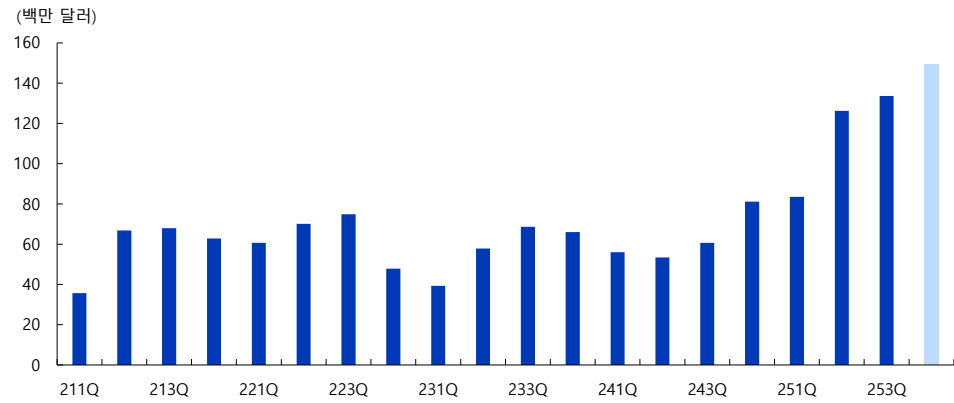
두산은 고성능 CCL 경쟁력을 기반으로 Next 아키텍처에도 성공적으로 대응할 것으로 예상되며, ASIC 내에서도 채택율이 증가하고 있는 것으로 파악된다. 시장 조사 기관에 따르면 AI 칩의 출하량은 2024년 약 1,000만개를 넘긴 후 2025년 약 1,500만개 이상 출하될 전망이며, 2026년에도 이 속도는 가속돼 약 2,000만장을 돌파할 전망이다. 또한 아키텍처가 넘어가는 시점에 공급이 줄어들 우려도 제한적이다. 핵심 AI 가속기 업체인 Nvidia를 예시로 들면, 올해 B200과 B300 제품군이 약 230만개 출하되며 CCL 수요를 견인했으나, 내년에는 해당 제품군은 약 110만개 수준으로 줄어들 전망이다. 다만, 이 사이를 B300 칩이 탑재된 GB300 출하량이 급등하면서 상쇄할 것으로 보인다. GB300의 올해 출하 전망치는 약 72만개, 내년에는 약 320만개가 출하될 것으로 기대된다. 즉, 아키텍처 전환에도 추론 수요 등으로 CCL 수요는 지속될 전망이다.

[도표 70] 두산전자 Taget AI 칩 출하량 추이 및 전망치



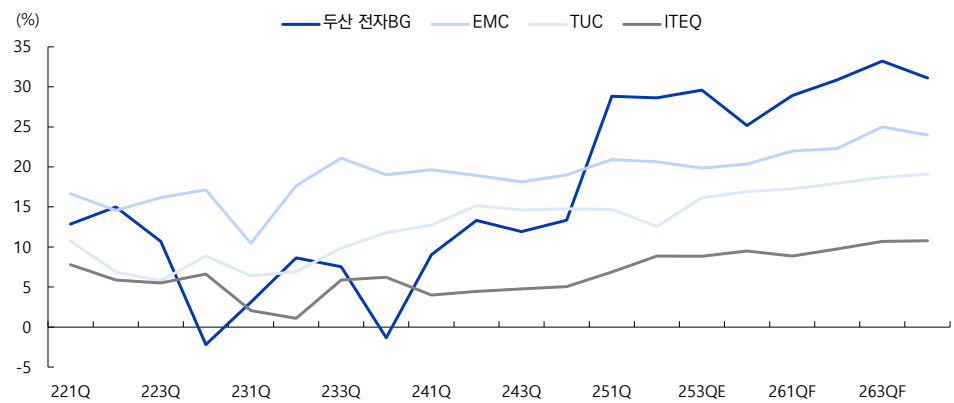
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 71] 두산전자 소재지 기준 CCL 수출 통계



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 72] PEER 그룹과 전자BG 부문 영업이익률 추이



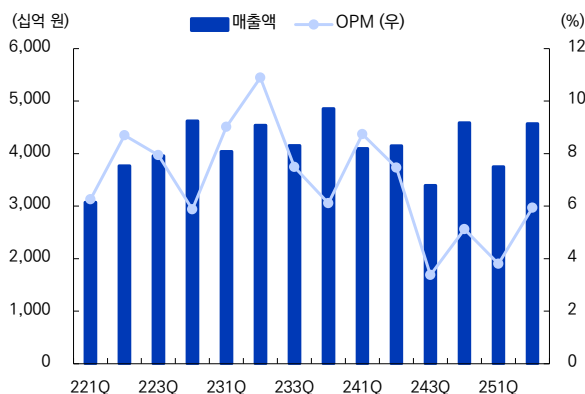
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

② 기대되는 연결 자회사의 성장성

두산은 자체 사업 중 하나인 전자BG 부문 외에도 연결 자회사들의 호조세에 따른 지분 가치 증가 측면에서도 접근 가능하다. AI 시대에 기대되는 핵심 자회사로는 두산에너지빌리티와 두산로보틱스가 존재한다. 먼저 두산에너지빌리티의 경우 AI 수요 증가에 따라 부족해지는 전력 발전 부문에 강점을 가진 기업이다. IEA의 2025년 초 자료에 따르면 2022년 전 세계 데이터센터 전력 소비량은 460TWh 수준이었으나, 2030년에는 945TWh까지 늘어날 것으로 전망한 바 있다. 즉, 전력 상승 속도가 유례없이 빨라지고 있는 것이다. 수요 증가 속도에 대응하기 위해 전 세계는 재생에너지 외에도 원전과 가스터빈에도 눈을 돌리고 있는데, 두산에너지빌리티는 원전과 가스터빈 모두 수주 모멘텀이 기대되는 기업이며, 자회사인 두산퓨얼셀을 통해서 수소발전 시장도 개척하고 있다. 특히, 대형 원전 수주는 유럽을 중심으로 이어지고 있으며, SMR 또한 글로벌 파트너사와 상업화 단계에 들어간 것으로 알려지면서 기대감을 증폭시키고 있다. 가스터빈 또한 미국 빅테크향으로 수주 계약을 체결하며 수주 모멘텀이 본격화될 전망이다.

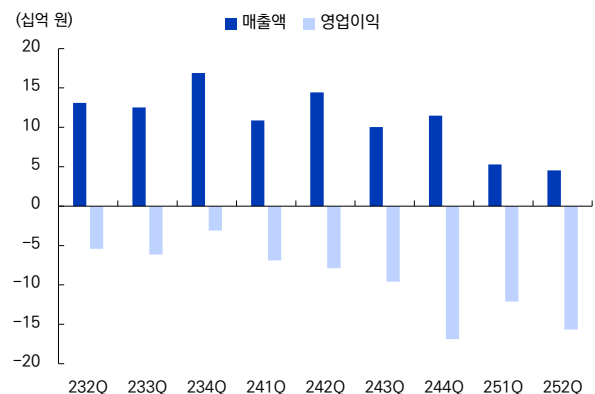
두산로보틱스 또한 Physical AI 측면에서 빼놓을 수 없는 국내 기업이다. 두산로보틱스는 현재 글로벌 협동로봇 부문에서는 Top-Tier 수준의 경쟁력을 갖추고 있다. 현재 협동로봇 자체의 글로벌 수요는 부진한 상황으로 실적에 크게 기여하지 못하고 있으나, 향후 휴머노이드 로봇까지 확장을 목표하고 있는 기업으로 Physical AI 시대에 국산 휴머노이드 로봇 대표 주자로 발전될 가능성이 농후하다. 최근 AI를 위한 인력을 확보하며 Next 시대를 준비하고 있는 것으로 파악되며, Physical AI 역량을 강화하기 위해 선도기업인 Nvidia와 협력을 발표한 바 있다. 양사는 Nvidia의 Physical AI 모델과 AI 인프라 활용, Physical AI 관련 신기술에 대한 우선 접근을 포함한 포괄적 인력 및 기술 지원 등을 추진하고 있다. 본격적인 Physical AI 시대 개화에 따라 지분 가치가 크게 확장될 가능성이 존재한다.

[도표 73] 두산에너지빌리티 매출 및 영업이익 추이



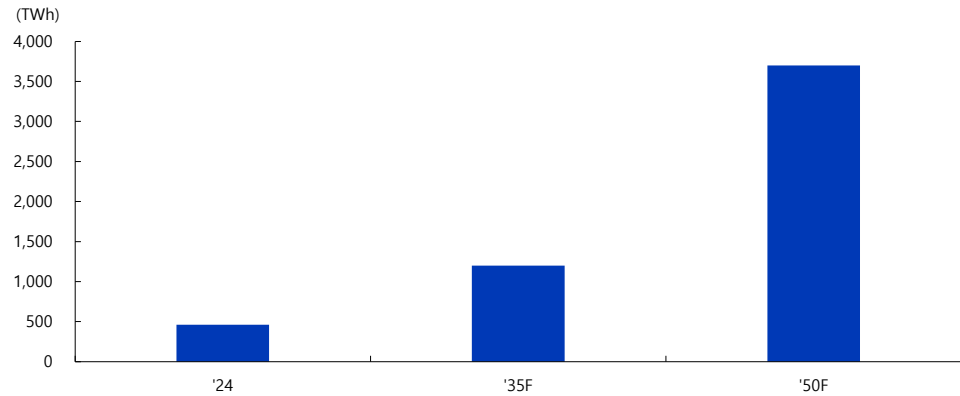
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 74] 두산로보틱스 매출 및 영업이익 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 75] 글로벌 데이터센터 전력량 소비량 전망



자료: Statista, BloombergNEF, 교보증권 리서치센터

[도표 76] 두산에너지빌리티의 원전 및 가스터빈



자료: 두산에너지빌리티, 교보증권 리서치센터

[도표 77] 두산로보틱스 주요 사업 영역

핵심사업영역 협동 로봇	집중사업전략 솔루션	미래성장동력 소프트웨어
E 시리즈 낮은 가격대로 f&b 시장 접근성 높은 모델	커피 모듈 무인 카페 솔루션	Dart Suite
A 시리즈 토크 센서를 제거한 5~9kg의 낮은 Payload® 모델	팔레타이징 솔루션	Dart IDE 로봇 App 개발을 위한 Tool Kit
M 시리즈 토크 센서 기반 정밀 작업 가능한 Payload 6~15kg의 프리미엄 모델	용접 솔루션	Dart Platform 앱을 다운로드, 실행하는 기본 플랫폼
H, P 시리즈 20~25kg, 30kg의 높은 Payload 모델	아이스크림 로봇	Dart Store 다양한 로봇 앱 다운로드 가능한 스토어

자료: 두산로보틱스, 교보증권 리서치센터

투자의견 제시 및 Valuation

두산에 대해 목표주가 1,200,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 두산의 전자BG 부문의 별도 EBITDA를 도출한 뒤 핵심 경쟁사의 EV/EBITDA를 기준으로 밸류에이션을 진행한 뒤, 지분 가치는 상장사와 비상장사를 나눠 합산했다. 상장사의 경우 지분율을 감안한 최근 1개월 시가총액 평균을 활용했으며, 비상장사들은 2025년 상반기 보고서에 기재된 장부가액을 기준으로 도출하였다. AI 시대에 전자BG 부문의 가치 산정에 집중해야 할 필요가 있다고 판단해, 합산한 지분가치는 약 70%를 할인해 영향을 축소하였다. 순차입금까지 고려한 동사의 적정 시가총액은 20조 3,121억원으로 도출했다.

두산은 전자BG 부문의 괄목할만한 실적 개선세로 가치를 증명하고 있다. AI 칩 어플리케이션 내에서 핵심 경쟁사와 함께 높은 점유율을 확보한 것으로 판단하고 있어 이외의 기업과의 밸류에이션 비교는 저평가할 여지가 크다고 판단한다. 동사의 CCL 품질 경쟁력을 고려하면, 산업 내의 입지가 중장기 지속될 것으로 전망해 AI 칩 산업의 추가 성장에 따라 가치가 꾸준히 증가할 것으로 예상된다. AI 시대에 글로벌 경쟁력을 갖춘 Top-Tier 기업임과 동시에 산업 성장에 따른 필연적인 실적 개선이 예상되는 기업으로 업종 내 Top-Pick으로 제시한다.

[도표 78] 두산 Valuation

(단위: 십억원, 원, 배, %),

구분	기업가치	비고
두산전자 가치	14,037.2	
두산전자 EBITDA	738.8	2026년 두산 전자 BG 부문 EBITDA 추정치
TARGET EV/EBITDA	19	글로벌 PEER 12MF EV/EBITDA
지분 가치	8,157.1	60% 할인 적용
상장사	19,432.9	
두산에너지빌리티	16,080.1	지분율 30.4%, 최근 1개월 시가총액 평균
두산로보틱스	3,309.4	지분율 68.2%, 최근 1개월 시가총액 평균
오리콤	43.3	지분율 60.9%, 최근 1개월 시가총액 평균
비상장사	959.9	장부가 적용
두산 포트폴리오홀딩스	201.8	
두산 로지스틱스솔루션	89.4	
두산 모빌리티이노베이션	206.3	
기타 자산	462.4	
순차입금	1,882.2	
적정시가총액 (십억 원)	20,312.1	발행주식수: 16,523,835 주
적정주가 산출 (원)	1,200,000	
현재주가	915,000	
상승여력	31.1	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 79] 두산 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	241Q	242Q	243Q	244Q	251Q	252Q	253Q(E)	254Q(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
매출 합계	4,462.3	4,592.2	3,88.5	5,199.8	4,298.7	5,346.4	4,457.1	6,067.2	18,132.9	20,169.4	22,956.0
전자 BG	186.4	235.1	249.1	335.7	402.7	476.1	486.2	507.6	1,006.3	1,872.6	2,197.7
연결 및 기타	4,275.9	4,357.1	3,629.4	4,864.1	3,896.0	4,870.4	3,970.9	5,559.6	17,126.6	18,296.8	20,758.2
YoY (%)	2.6	(7.6)	(14.5)	(1.4)	(3.7)	16.4	14.9	16.7	(5.2)	11.2	13.8
전자 BG	(4.6)	26.1	5.9	34.8	19.9	18.2	2.1	4.4	33.9	86.1	17.4
QoQ (%)	(15.4)	2.9	(15.5)	34.1	(17.3)	24.4	(16.6)	36.1	-	-	-
전자 BG	(4.6)	26.1	5.9	34.8	19.9	18.2	2.1	4.4	-	-	-
영업이익	347.9	336.7	110.2	208.9	198.5	357.8	322.5	556.0	1,003.8	1,418.8	2,066.8
전자 BG	16.8	31.3	29.7	44.8	116.1	136.2	143.8	127.8	122.6	524.0	683.8
연결 및 기타	331.1	305.5	80.5	164.2	82.4	221.6	178.7	412.2	881.2	894.8	1,383.0
OPM (%)	7.8	7.3	2.8	4.0	4.6	6.7	7.2	8.9	5.5	7.0	9.0
전자 BG	9.0	13.3	11.9	13.3	28.8	28.6	29.6	25.2	12.2	28.0	31.1
연결 및 기타	7.4	6.7	2.1	3.2	1.9	4.1	4.0	6.8	4.9	4.4	6.0
YoY (%)	2.9	(28.8)	(59.7)	(20.5)	(43.0)	(8.7)	154.7	121.5	(30.1)	41.3	45.7
전자 BG	250.0	82.6	93.8	흑전	589.8	335.5	384.3	185.5	253.8	327.5	30.5
QoQ (%)	30.6	(3.2)	(67.3)	89.6	(5.0)	80.3	(9.9)	67.4	-	-	-
전자 BG	흑전	85.8	(5.0)	50.8	159.3	17.3	5.6	(11.1)	-	-	-
지배주주순이익	5.0	20.6	(88.3)	(163.5)	23.6	78.6	40.8	(6.2)	(226.2)	136.8	258.8
YoY (%)	흑전	흑전	적지	적지	374.4	281.2	흑전	적지	적지	흑전	89.2

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[두산 000150]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	19,130	18,133	20,169	22,956	23,823
매출원가	15,885	15,171	16,494	18,329	18,696
매출총이익	3,245	2,962	3,676	4,627	5,127
매출총이익률 (%)	17.0	16.3	18.2	20.2	21.5
판매비	1,809	1,958	2,257	2,560	2,891
영업이익	1,436	1,004	1,419	2,067	2,237
영업이익률 (%)	7.5	5.5	7.0	9.0	9.4
EBITDA	2,141	1,771	2,066	2,620	2,711
EBITDA Margin (%)	11.2	9.8	10.2	11.4	11.4
영업외손익	-985	-411	-637	-587	-499
관계기업손익	-42	28	28	28	28
금융수익	664	1,330	1,075	1,112	1,204
금융비용	-1,064	-1,546	-1,408	-1,395	-1,399
기타	-542	-223	-332	-332	-332
법인세비용차감전순이익	451	593	782	1,480	1,738
법인세비용	179	291	347	656	771
계속사업순이익	272	302	435	823	967
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	272	302	435	823	967
당기순이익률 (%)	1.4	1.7	2.2	3.6	4.1
비지배지분순이익	660	528	298	565	663
지배지분순이익	-388	-226	137	259	304
지배순이익률 (%)	-2.0	-1.2	0.7	1.1	1.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	25	561	565	565	565
포괄순이익	297	863	1,000	1,388	1,532
비지배지분포괄이익	710	1,027	718	997	1,100
지배지분포괄이익	-413	-164	282	391	432

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,909	308	1,271	1,281	1,571
당기순이익	272	302	435	823	967
비현금항목의 가감	2,054	1,804	1,792	1,957	1,905
감가상각비	548	603	497	410	338
외환손익	10	-74	-15	5	4
자본법평가손익	42	-28	-28	-28	-28
기타	1,454	1,302	1,337	1,570	1,591
자산부채의 증감	433	-1,053	-269	-574	-347
기타현금흐름	-850	-746	-687	-926	-954
투자활동 현금흐름	-1,106	-995	-350	-360	-371
투자자산	-26	-280	-212	-212	-212
유형자산	-584	-710	0	0	0
기타	-496	-5	-138	-147	-158
재무활동 현금흐름	636	574	1,450	-372	-372
단기차입금	-142	1,448	-62	-62	-62
사채	602	651	4	4	4
장기차입금	529	-535	1	1	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-119	-125	0	0	0
기타	-234	-865	1,506	-316	-316
현금의 증감	1,465	165	3,035	1,947	2,447
기초 현금	2,074	3,539	3,704	6,739	8,685
기말 현금	3,539	3,704	6,739	8,685	11,132
NOPLAT	867	512	790	1,150	1,245
FCF	1,420	-484	1,168	1,130	1,373

자료: 두산, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,446	11,913	15,771	18,614	21,440
현금및현금성자산	3,539	3,704	6,739	8,685	11,132
매출채권 및 기타채권	3,652	3,868	4,341	4,691	4,839
재고자산	2,927	3,136	3,422	3,895	4,042
기타유동자산	1,328	1,205	1,269	1,343	1,427
비유동자산	16,840	18,230	17,888	17,547	17,285
유형자산	6,509	7,013	6,515	6,105	5,767
관계기업투자금	405	425	637	850	1,062
기타금융자산	534	772	750	750	750
기타비유동자산	9,392	10,021	9,986	9,843	9,706
자산총계	28,287	30,143	33,659	36,161	38,725
유동부채	11,439	11,024	13,375	13,774	13,872
매입채무 및 기타채무	4,994	4,337	5,018	5,457	5,593
차입금	1,717	3,081	3,019	2,958	2,896
유동성채무	2,271	791	2,612	2,612	2,612
기타유동부채	2,456	2,816	2,725	2,747	2,770
비유동부채	5,641	7,229	7,296	7,320	7,345
차입금	2,309	3,314	3,315	3,317	3,318
사채	627	1,089	1,094	1,098	1,102
기타비유동부채	2,706	2,827	2,887	2,906	2,925
부채총계	17,080	18,254	20,671	21,094	21,217
지배지분	1,624	1,480	1,617	1,876	2,180
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,881	1,928	1,928	1,928	1,928
이익잉여금	208	-82	55	314	618
기타자본변동	-1,188	-1,179	-1,179	-1,179	-1,179
비지배지분	9,583	10,409	11,371	13,191	15,329
자본총계	11,207	11,889	12,988	15,067	17,508
총차입금	2,733	2,325	1,951	1,763	1,593

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	-23,498	-13,687	8,276	15,660	18,396
PER	-4.0	-18.6	120.0	63.4	54.0
BPS	75,846	69,123	75,509	87,594	101,790
PBR	1.2	3.7	13.2	11.3	9.8
EBITDAPS	99,966	82,704	96,486	122,356	126,626
EV/EBITDA	7.1	11.3	16.4	12.8	12.2
SPS	1,157,729	1,097,377	1,220,624	1,389,265	1,441,748
PSR	0.1	0.2	0.8	0.7	0.7
CFPS	66,296	-22,614	54,541	52,764	64,112
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	12.6	-5.2	11.2	13.8	3.8
영업이익 증가율	27.6	-30.1	41.3	45.7	8.2
순이익 증가율	흑전	11.1	44.0	89.2	17.5
수익성					
ROIC	5.8	3.3	4.8	7.2	7.9
ROA	-1.4	-0.8	0.4	0.7	0.8
ROE	-22.7	-14.6	8.8	14.8	15.0
안정성					
부채비율	152.4	153.5	159.2	140.0	121.2
순차입금비율	27.2	29.6	31.8	29.5	27.5
이자보상배율	2.7	2.8	4.7	5.3	6.2

해성디에스 195870

재평가 되어야할 메모리 대응 역량

Nov 10, 2025

Buy

신규

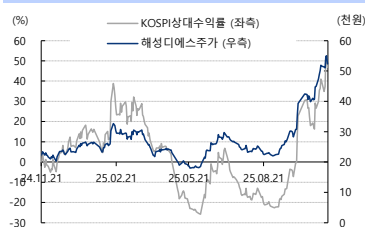
반도체 패키지 기판 전문 제조 기업**TP 73,000 원**

신규

Company Data

현재가(11/07)	52,300 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	55,000 원
52 주 최저가(보통주)	18,000 원
KOSPI (11/07)	3,953.76p
KOSDAQ (11/07)	876.81p
자본금	850 억원
시가총액	8,891 억원
발행주식수(보통주)	1,700 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	33.2 만주
평균거래대금(60 일)	155 억원
외국인지분(보통주)	10.07%
주요주주	
해성산업 외 2 인	36.31%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	33.1	161.5	102.7
상대주가	19.5	70.2	31.5



[IT/미드스몰캡] 박희철

3771- 9342,
parkh@iprovest.com

해성디에스는 반도체 패키지 기판을 전문 제조하는 기업으로 차량 및 IT B2C용으로 탑재되는 리드프레임 사업부와 메모리 고객사에 패키지 기판을 공급하는 Substrate 사업부가 존재. 리드프레임 부문은 글로벌 Top-Tier 수준으로 글로벌 OSAT 및 비 메모리 업체로 공급하고 있으며, Substrate의 경우 삼성전자와 SK하이닉스, 국내 OSAT 및 중국 메모리 밸류체인에 속하는 업체들을 대상으로 사업을 영위. 2025년 상반기 기준 매출 비중은 리드프레임 약 78%, 패키지 기판 약 22%로 구성.

리드프레임이 받쳐주고 패키지 기판은 박차고

동사는 올해부터 완전한 턴어라운드가 예상되는 기업. 리드프레임 부문은 글로벌 Top-Tier 입지를 기반으로 꾸준한 성과가 기대됨과 동시에 패키지 기판이 꺾였었던 핵심 원인이 해결되어 실적 성장에 기여할 것으로 전망. 패키지 기판 사업부가 부진했던 핵심 이유는 핵심 고객사향 1a 메모리 공정 공급에 실패했기 때문. 절치부심 끝에 올해부터 핵심 고객사의 1b 공정으로 공급 시작. 이외에도 올해는 국내 고객사향으로도 1a 공정을 대응하며 패키지 기판 사업 부문의 저점을 다지고 호조세가 예상. 큰 기대감을 모으는건 2026년. 올해 하반기부터 패키지 기판 사업 부문의 분기 매출액은 약 600억원 수준으로 회복. 내년 1c 공정 공급까지 감안하면 2026년 패키지 기판 사업 부문의 연간 매출액은 약 2,500억원 수준까지 실적 개선이 가능할 것으로 기대. 선단 공정 공급 부재가 동사의 핵심 약점이었으나, 이를 해결하고 본격적인 회복세에 돌입할 것으로 판단

목표주가 73,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

해성디에스에 대해 목표주가 73,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시. 2025년 연간 매출액을 6,512억원(YoY + 8.0%), 영업이익 415억원(YoY -27.0%, OPM 6.4%)으로 전망. 동사는 2026년부터는 선단 공정 대응 역량을 구축하며 턴어라운드 강도를 높일 전망. 26년 추정 EPS 기준 현재 밸류에이션은 약 14배 수준으로 저평가.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	672.2	603.0	651.2	730.9	769.0
YoY(%)	-19.9	-10.3	8.0	12.2	5.2
영업이익(억원)	102.5	56.9	41.5	80.2	99.9
OP 마진(%)	15.2	9.4	6.4	11.0	13.0
순이익(억원)	84.4	58.7	29.1	62.2	81.0
EPS(원)	4,966	3,453	1,709	3,659	4,764
YoY(%)	-47.0	-30.5	-50.5	114.1	30.2
PER(배)	11.2	6.8	29.8	13.9	10.7
PCR(배)	5.7	3.0	8.7	6.7	6.1
PBR(배)	1.8	0.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	6.0	4.1	9.8	6.5	5.1

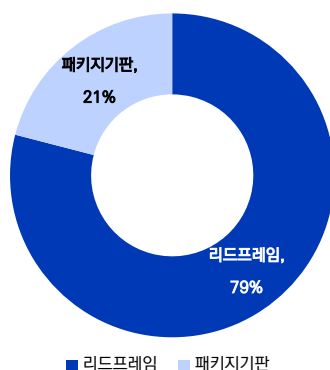
반도체 패키지 기판 전문 제조 기업

해성디에스는 2014년 설립된 반도체 패키지 기판 전문 제조 기업으로 과거 삼성테크윈의 반도체 재료 사업부가 스핀오프되어 해성 그룹에 편입된 기업이다. 핵심 사업부는 차량용, IT B2C용 디바이스에 탑재되는 리드프레임 사업부와 주로 패키지 기판을 메모리 고객사에 공급하는 Substrate 사업부가 존재한다. 2025년 상반기 기준 매출 비중은 리드프레임 사업 약 78%, Substrate 부문 약 22%로 구성되어 있다. 주요 고객사는 리드프레임과 Substrate 부문이 구분되어 있는데, 리드프레임의 경우 글로벌 OSAT 업체들과 비메모리 반도체 기업들에 공급되고 있다. Substrate의 경우 삼성전자와 SK하이닉스, 국내 OSAT 및 중국 메모리 밸류체인 업체들을 대상으로 사업을 영위하고 있다.

2025년 2분기 동사의 매출액은 1,574억원(YoY + 2.5%), 영업이익 83억원(YoY -54.3%, OPM 5.2%)을 기록하였다. YoY로 영업이익이 감소한 이유는 1a 공정 대응 실패에 기인한다. 이는 패키지 사업부 매출에 영향을 줘 해당 사업부문 가동률 축소로 이어진 것으로 파악된다. 작년 2분기 패키지 기판 매출액이 약 462억원 수준을 기록했으나, 올해 2분기 패키지 기판 매출액은 약 343억원 수준이다. 2025년 2분기 기준 주요 제품별 상세 매출액을 살펴보면, 리드프레임 중 자동차 반도체용 제품 비중은 약 66% 수준을 차지하고 있으며, 패키지 기판 중 메모리용 제품 비중은 약 74%에 달하는 것으로 확인된다.

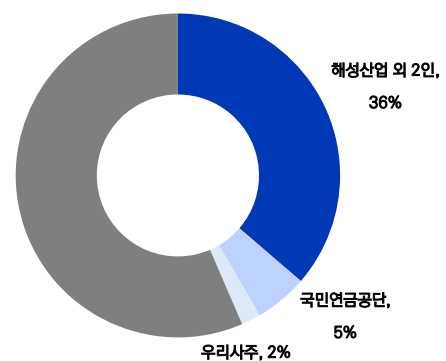
동사는 메모리 사이클에 힘입어 직접적인 수혜가 예상된다. 특히 1a 공정 대응 실패로 인해 사업이 축소되었던 메모리 패키지 기판이 1b, 1c 공정 대응에 성공함에 따라 완전한 턴어라운드를 보여줄 것으로 기대되며, 동사의 핵심 사업부인 리드프레임 또한 중국/유럽의 전기차 호조세가 이어짐에 따라 실적 하방을 지지해줄 것으로 전망한다.

[도표 80] 2025년 상반기 기준 부문별 매출 비중



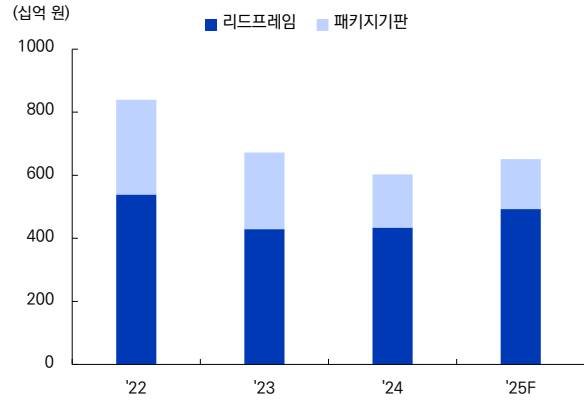
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 81] 해성디에스 주주구성(2025년 반기보고서 기준)



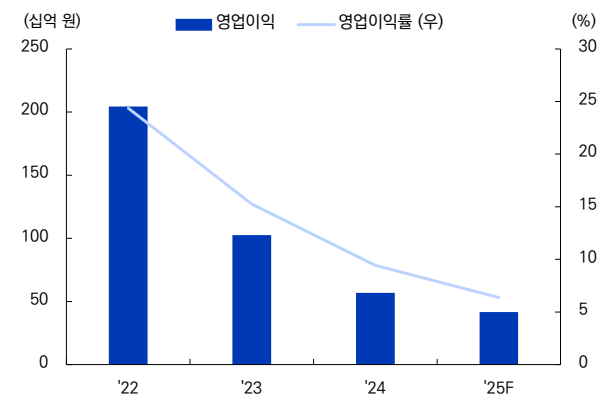
자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 82] 해성디에스 연간 매출액 추이



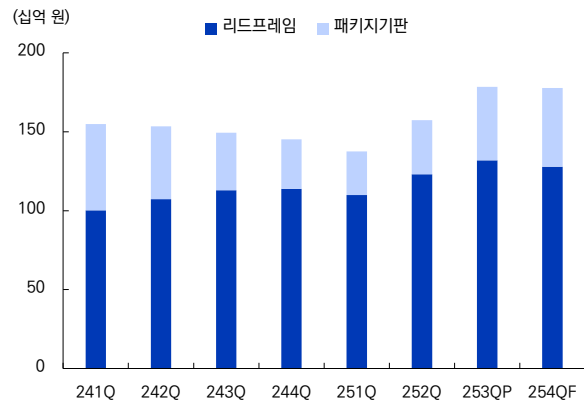
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 83] 해성디에스 연간 영업이익 추이



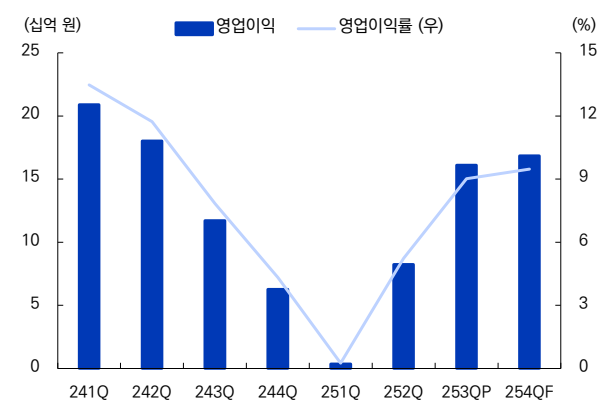
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 84] 해성디에스 분기 매출액 추이



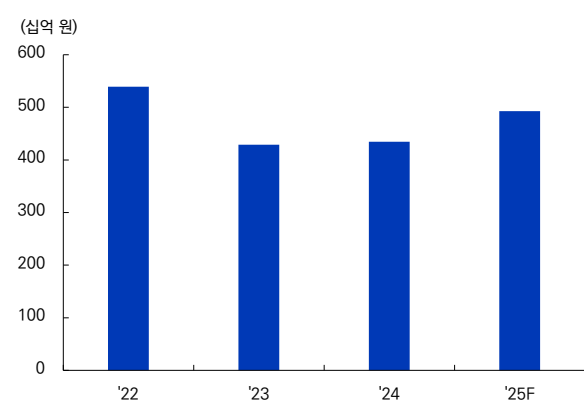
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 85] 해성디에스 분기 영업이익 추이



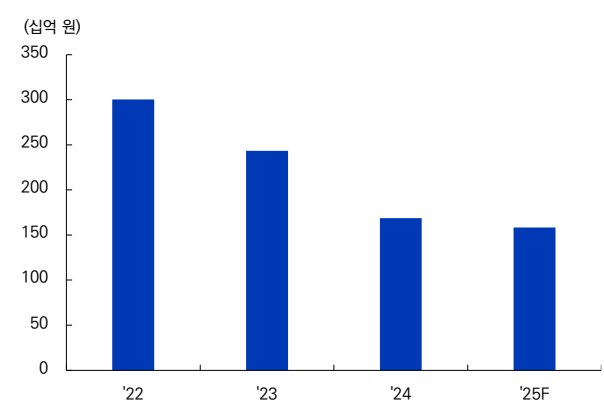
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 86] 해성디에스 리드프레임 매출 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 87] 해성디에스 패키지판 매출 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

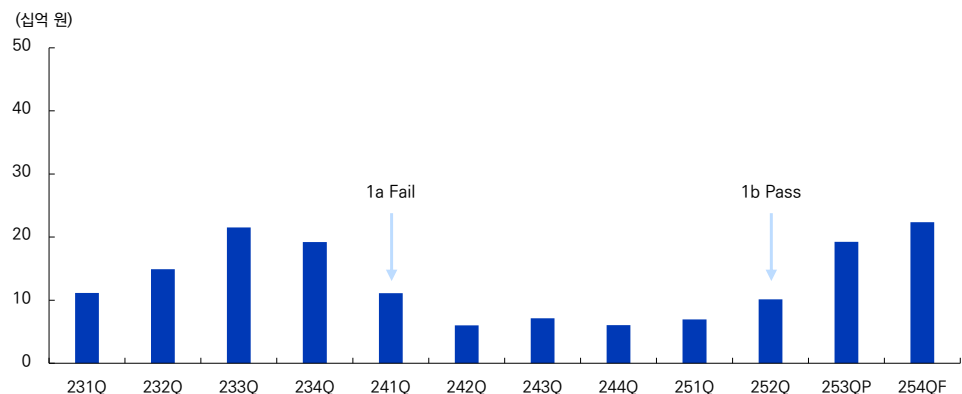
① 선단 공정 대응 역량 확보

해성디에스는 패키지 기판에서 강한 턴어라운드가 예상된다. 2024년부터 본격적으로 공급이 들어갔어야 할 국내 핵심 고객사 DDR5 1a 공정용 기판 공급이 쉼 테스트 단계에서 실패하면서 동사는 당시 차기 공정이었던 1b, 1c 공정 대응에 박차를 가했다. 물론 2024년부터 핵심 고객사의 DDR5 1a 공정 대응 실패에 따라 패키지 기판 부문 매출은 꾸준히 감소해 2025년 1분기 약 275억원(YoY -49.7%)의 최저점을 기록한 바 있다. 2분기의 경우 지지부진했던 DDR4 매출이 재고 충당 수요가 발생하며 상승했고, 또 다른 국내 고객사향 DDR5 1a 공정 물량이 꾸준히 증가함에 따라 약 343억원(QoQ +24.8%)를 기록하며 신호탄을 쏘아 올렸다.

핵심 국내 고객사향 선단 노드 대응은 성공적일 것으로 기대된다. 핵심 고객사향 DDR5 1b 공정에 대한 쉼이 4월 초부터 시작되고 3분기 들어서는 해당 고객사의 해외 공장 1b 쉼까지 완료되면서 DDR5 물량이 크게 증가하고 있다. 특히 해외 공장 1b 공정 대응 물량이 국내 사이트 대비 월 매출 약 3.5배 수준으로 파악돼 3분기부터 패키지 기판 실적 개선이 두드러질 전망이다. 2026년에도 선단 공정 테스트 통과에 따른 물량 개선은 지속될 전망인데, 핵심 고객사향 DDR5 1c 쉼은 내년 초에는 확정될 것으로 보이며, 다른 국내 고객사향 1b 공정 쉼도 내년 초에 확정된 후 순차적으로 1c까지 이어질 전망이다.

유례없는 메모리 사이클 속 선단 공정 확정에 따라 물량 증가세가 두드러질 전망이다. 작년 패키지 기판 사업 부진으로 인해 연간 약 1,600억 수준까지 매출이 감소한 바 있었으나, 코로나 사이클 당시 약 3,000억원 수준의 매출을 달성한 바 있다. 동사의 패키지 기판 CAPA 수준도 유사하게 형성되어 있다. 즉, 쉼 테스트 확정에 따라 램프업 기간이 빠르다는 뜻이다. 쉼이 예정된 1c, 1b 공정의 경우 현재 가장 큰 수요를 목도한 서버용 물량 대응이 많기 때문에 사이클의 직수혜가 예상된다.

[도표 88] DDR5 용 패키지 기판 매출 및 전망치



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

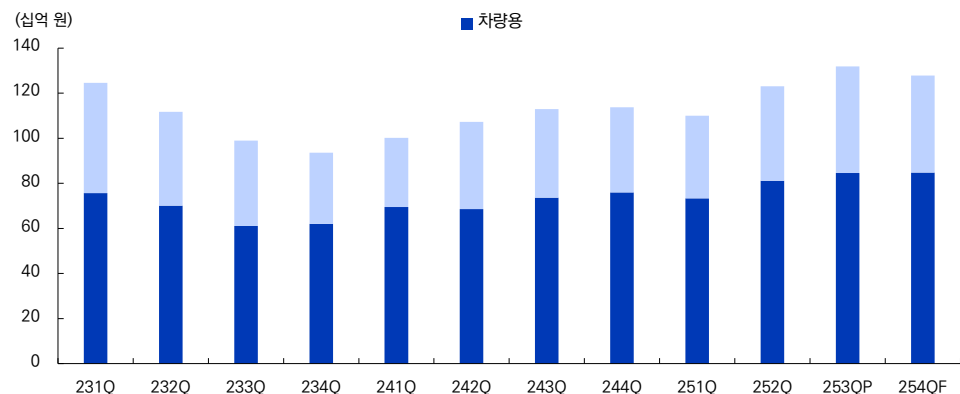
② 든든하게 받쳐줄 리드프레임 사업

동사는 리드프레임 부문에 있어서 글로벌 Top-Tier 경쟁력을 자랑한다. 특히, 차량용의 경우 여전히 리드프레임 채택율이 두드러지는데, 동사는 ASE, Amkor 등 글로벌 OSAT와 STMicro, NXP, Infineon, TI 등 글로벌 비메모리 업체들을 고객사로 두고 있다. 동사의 리드프레임 사업은 2022년 글로벌 전기차 붐 당시를 제외해도 꾸준히 연간 4,000억원 이상의 매출을 기록해왔으며, 올해도 1분기 YoY + 10%, 2분기 YoY + 15% 수준으로 견조한 상승세를 이어나가고 있다. 동사의 핵심 캐시카우로 자리잡은 것이다.

올해도 꾸준한 성장세가 예상된다. 중국 전기차 시장 성장 지속과 유럽 전기차 회복 기조에 따른 영향이다. 2025년 3분기도 견조한 추이를 이어가고 있는데 PwC의 조사에 따르면 2025년 3분기 글로벌 BEV 판매량은 YoY + 35% 수준인 것으로 알려진다. 특히 중국은 YoY + 36% 성장했으며, 글로벌 점유율도 약 34% 수준으로 시장 성장을 견인했고, 유럽 또한 상위 5개 시장에서 BEV가 2025년 3분기 약 +32% 수준으로 성장한 것으로 파악된다. 전기차 시장의 견조한 추이와 함께 고객사 내 재고 조정이 상당 진행된 것으로 파악돼, 올해 꾸준한 재고 충당 수요가 리드프레임 부문의 성장으로 이어질 전망이다.

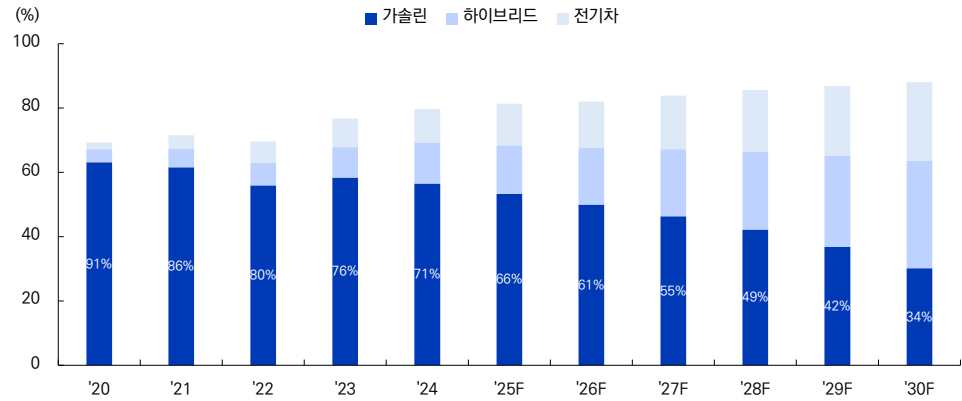
동사는 리드프레임 글로벌 1위를 목표로 성장 전략도 갖추고 있다. 먼저 창원 부지 내에 신규 제조동 증설을 완료했다. 이번 증설을 통해 동사의 리드프레임 CAPA는 기존 5,000억원 수준에서 약 6,500억원에서 7,000억원 수준으로 증가할 전망이다. 본격적인 양산 물량은 내년 상반기부터 출하될 전망이다. 이번 신규 제조동 증설과 함께 동사는 필리핀 생산 법인 정상화로 글로벌 고객사 추가 확보에 박차를 가하고 있다. 최근 미국과 중국간의 지정학적 리스크로 인해 대부분의 대형 고객사들이 동남아 생산 이원화를 진행 중이다. 필리핀 생산 법인의 생산 고도화를 통해 향후 글로벌 고객사 공급의 전초 기지로 활용될 것으로 예상된다.

[도표 89] 리드프레임 부문 매출 추이 및 전망치



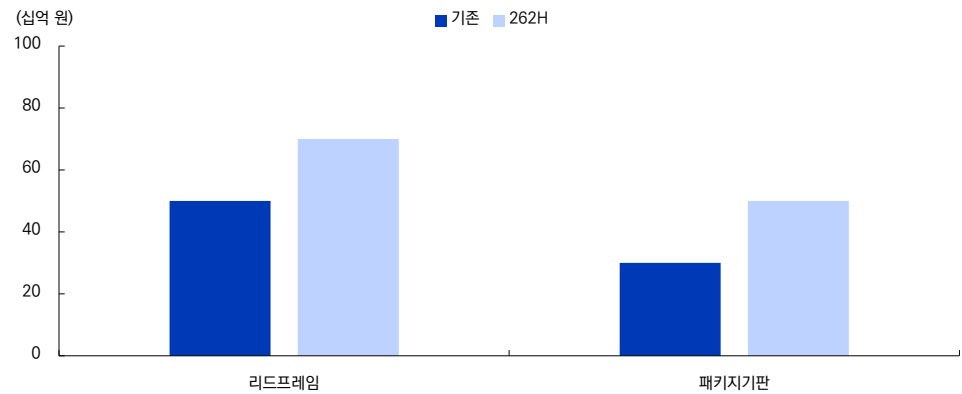
자료: Companydata, 교보증권 리서치센터

[도표 90] 글로벌 파워트레인별 판매량 추이



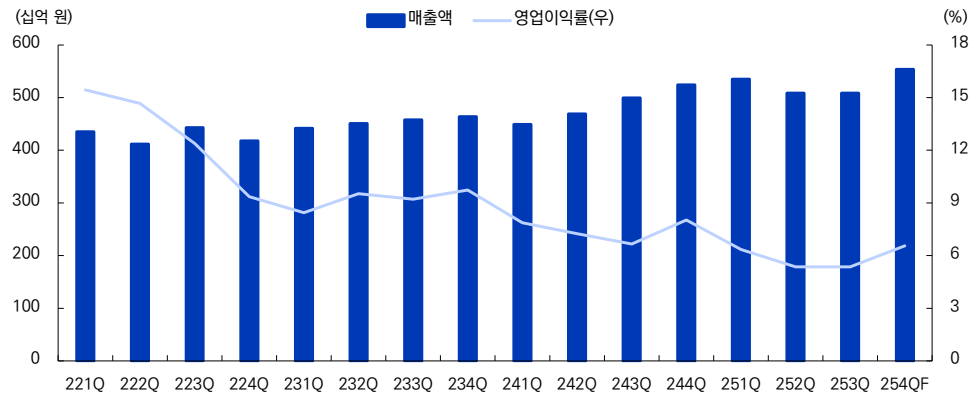
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 91] 해성디에스 증설 후 예상 CAPA



자료: Companydata, 교보증권 리서치센터

[도표 92] 리드프레임 Top-Tier Mitsui High-Tec(6966-JP) 실적 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

투자의견 제시 및 Valuation

해성디에스에 대해 목표주가 78,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

Peer 그룹의 12M.Fwd P/E와 산출한 2026년 추정 EPS를 통해 목표주가를 산출했으며, Peer 그룹은 자동차 리드프레임 시장에서 경쟁하는 Mitsui High-Tec(6966-JP)과 유사한 패키지 기판 사업을 영위하는 심택과 대덕전자를 Peer로 선정했다. Target P/E는 약 20배 수준이나, 심택과 대덕전자 대비 선단 공정 대응 시기가 지연되는 점을 고려해 10% 할인 적용하였다.

다만, 해성디에스가 이번 사이클에서 강점을 보일 수 있는 이유는 메모리 중심의 사이클이 도래했기 때문이다. 앞서 Peer로 선정한 심택과 대덕전자 대비 고부가 제품군에서 약점이 있을 수 있으나, 메모리 물량 증가에 따른 실적 개선의 속도는 1b 공정 쉼을 통과한 현 시점에서 유사할 것으로 예상된다. 특히 리드프레임 시장에서 경쟁하는 Mitsui High-Tec의 경우 리드프레임 외에는 전장용 부품을 영위하는 기업으로 현 사이클에서 동 떨어진 기업이다. 해성디에스는 현 AI 사이클에서 패키지 기판 사업 부문 실적 모멘텀으로 이어질 수 있는 기업인만큼 두 Peer 그룹 사이로 밸류에이션 평가를 받는건 합리적이라고 판단한다.

해성디에스의 2026년 매출액 7,309억원(YoY + 12.2%), 영업이익 802억원(YoY + 93.2%, OPM 11.0%)으로 추정하며 이에 따른 2026년 EPS는 4,372로 산출. 리드프레임 사업의 견조한 실적 개선세를 기반으로 메모리 중심의 패키지 기판 물량 증가 기대. 2026년 예상하는 메모리향 패키지 기판 매출은 약 2,215억원 수준으로 올해 대비 약 49% 성장 전망. 패키지 기판 Peer를 고려하면 현재 2026년 추정 EPS 기준 P/E 약 13배는 매력적인 구간이라고 판단.

[도표 93] 해성디에스 P/E Valuation

(단위: 원, 배, %)

구분	기업가치	비고
26F EPS	3,659	2026년 추정 EPS
Peer 그룹 평균 P/E	20	Peer 12MF P/E 평균
적정주가 산출	73,180	
목표주가	73,000	
현재주가	51,300	2025.11.07 종가 기준
상승여력	42.3	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 94] 해성디에스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	241Q	242Q	243Q	244Q	251Q	252Q	253Q(P)	254Q(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
매출 합계	154.9	153.5	149.4	145.2	137.5	157.4	178.5	177.8	603.0	651.2	730.9
리드프레임	100.2	107.3	113.0	113.8	110.0	123.1	131.9	127.8	434.3	492.8	526.4
패키지papan	54.7	46.2	36.4	31.4	27.5	34.3	466.2	500.0	168.6	158.4	204.4
YoY (%)	(19.5)	(14.4)	(3.9)	0.0	(11.3)	2.5	19.5	22.5	(10.3)	8.0	12.2
리드프레임	(19.6)	(3.9)	14.2	21.6	9.7	14.7	16.7	12.3	1.3	13.5	6.8
패키지papan	(19.3)	(31.6)	(35.6)	(39.1)	(49.7)	(25.7)	28.0	59.3	(30.7)	(6.1)	29.0
QoQ (%)	6.7	(0.9)	(2.6)	(2.7)	(5.3)	14.5	13.4	(0.4)			
리드프레임	7.1	7.1	5.3	0.7	(3.3)	11.9	7.2	(3.1)			
패키지papan	6.0	(15.6)	(21.1)	(13.8)	(12.4)	24.8	35.9	7.3			
영업이익	20.9	18.0	11.7	6.3	0.4	8.2	16.1	16.8	56.9	41.5	80.2
OPM (%)	13.5	11.7	7.8	4.3	0.3	5.2	9.0	9.5	9.4	6.4	11.0
YoY (%)	(32.8)	(41.1)	(37.0)	(61.6)	(98.3)	(55.4)	15.0	119.5	(44.5)	(27.0)	93.2
QoQ (%)	27.8	(13.8)	(35.0)	(46.5)	(94.3)	2,219.9	95.6	4.7			
지배주주순이익	19.5	21.0	6.0	12.2	0.6	(0.4)	14.1	14.8	58.7	29.1	62.2
YoY (%)	(28.5)	(28.6)	(65.3)	15.7	(97.0)	적전	136.2	22.8	(30.5)	(50.5)	114.1

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[해성디에스 195870]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	672	603	651	731	769
매출원가	512	492	550	585	605
매출총이익	161	111	102	145	164
매출총이익률 (%)	23.9	18.5	15.6	19.9	21.3
판매비	58	55	60	65	64
영업이익	103	57	42	80	100
영업이익률 (%)	15.2	9.4	6.4	11.0	13.0
EBITDA	147	107	83	114	127
EBITDA Margin (%)	21.9	17.8	12.7	15.5	16.5
영업외손익	3	10	-5	-2	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	4	3	7	11	16
금융비용	-5	-3	-4	-5	-6
기타	4	10	-8	-8	-8
법인세비용차감전순이익	106	67	37	79	102
법인세비용	21	8	8	16	21
계속사업순이익	84	59	29	62	81
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	84	59	29	62	81
당기순이익률 (%)	12.6	9.7	4.5	8.5	10.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	84	59	29	62	81
지배순이익률 (%)	12.6	9.7	4.5	8.5	10.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	83	57	27	60	79
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	83	57	27	60	79

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	143	61	98	79	103
당기순이익	84	59	29	62	81
비현금항목의 가감	81	73	70	68	62
감가상각비	43	48	40	32	26
외환손익	2	-3	6	6	6
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	36	28	24	30	31
자산부채의 증감	30	-60	3	-41	-29
기타현금흐름	-53	-11	-4	-10	-11
투자활동 현금흐름	-68	-144	14	14	14
투자자산	30	0	0	0	0
유형자산	-94	-149	0	0	0
기타	-4	5	14	14	14
재무활동 현금흐름	-11	27	24	47	42
단기차입금	-7	38	38	38	38
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	26	21	10	10	5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-15	-15	0	0	0
기타	-15	-16	-23	0	0
현금의 증감	63	-56	120	122	140
기초 현금	76	140	84	205	326
기말 현금	140	84	205	326	466
NOPLAT	82	50	33	64	79
FCF	63	-109	77	56	77

자료: 해성디에스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	344	322	424	572	725
현금및현금성자산	140	84	205	326	466
매출채권 및 기타채권	106	122	120	134	142
재고자산	90	107	94	105	111
기타유동자산	8	9	6	6	6
비유동자산	345	472	432	398	371
유형자산	306	425	385	353	327
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	39	48	47	45	44
자산총계	689	794	855	970	1,096
유동부채	132	201	221	262	301
매입채무 및 기타채무	59	79	84	87	89
차입금	33	73	110	148	186
유동성채무	10	24	1	1	1
기타유동부채	30	26	26	26	26
비유동부채	42	36	49	61	67
차입금	33	26	36	47	51
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	10	13	14	15
부채총계	174	238	270	323	368
지배지분	515	556	585	648	729
자본금	85	85	85	85	85
자본잉여금	22	22	22	22	22
이익잉여금	408	449	478	540	621
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	515	556	585	648	729
총차입금	2,733	2,325	1,951	1,763	1,593

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	4,966	3,453	1,709	3,659	4,764
PER	11.2	6.8	29.8	13.9	10.7
BPS	30,297	32,722	34,431	38,091	42,854
PBR	1.8	0.7	1.5	1.3	1.2
EBITDAPS	8,658	6,298	4,883	6,682	7,458
EV/EBITDA	6.0	4.1	9.8	6.5	5.1
SPS	39,544	35,470	38,305	42,992	45,234
PSR	1.4	0.7	1.3	1.2	1.1
CFPS	3,688	-6,417	4,548	3,306	4,528
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	-19.9	-10.3	8.0	12.2	5.2
영업이익 증가율	-49.9	-44.5	-27.0	93.2	24.6
순이익 증가율	-47.0	-30.5	-50.5	114.1	30.2
수익성					
ROIC	19.3	9.7	5.9	12.2	15.6
ROA	12.5	7.9	3.5	6.8	7.8
ROE	17.5	11.0	5.1	10.1	11.8
안정성					
부채비율	33.7	42.8	46.2	49.8	50.5
순차입금비율	11.6	16.0	17.9	20.8	22.4
이자보상배율	22.0	17.9	10.9	16.1	16.5

심텍 357780

글로벌 수준의 대응 역량

Nov 10, 2025

Buy

신규

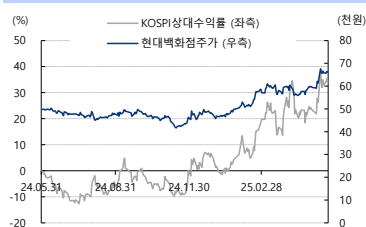
TP 67,000 원

신규

Company Data

현재가(11/07)	61,900 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	66,000 원
52 주 최저가(보통주)	9,950 원
KOSPI (11/07)	3,953.76p
KOSDAQ (11/07)	876.81p
자본금	171 억원
시가총액	21,575 억원
발행주식수(보통주)	3,490 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	114.3 만주
평균거래대금(60 일)	652 억원
외국인지분(보통주)	15.42%
주요주주	
심텍홀딩스 외 7 인	30.32%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.4	284.0	326.9
상대주가	18.2	216.6	257.1

HDI, Substrate 모두 대응 가능한 기업

심텍은 PCB 전문 제조 기업으로 메모리 모듈용 HDI 기판과 패키지 기판에 사용되는 Substrate를 모두 대응할 수 있는 글로벌 수준의 기업. 두 PCB 제조 역량을 기반으로 동사의 전망은 서버, 모바일, PC, 웨어러블 등 IT 전반을 커버. 지난 2분기부터 턴어라운드 시작. 통상 하반기가 성수기임을 감안하면 긍정적인 실적 추이가 예상되는 기업. 2025년 상반기 기준 매출 비중은 HDI 약 28%, Substrate 약 72%로 구성.

메모리 사이클에도, AI 디바이스 시대에도 대응 역량은 글로벌 Top-Tier

동사는 넓은 커버리지를 바탕으로 현재의 메모리 사이클 뿐 아니라, AI 디바이스 시대에도 성장을 이어나갈 수 있는 기업. 먼저 메모리 부문은 현재 서버용 중심으로 성공적인 대응 중. 핵심 제품군은 GDDR7용 패키지 기판과 SOCAMM용 모듈 기판. GDDR7은 추론용 Mid-Low급 GPU에 채택되는 메모리로 추론 수요 증가 추세에 따라 높은 매출 성장 잠재력 보유. 글로벌 Top-Tier 고객사를 확보하고 있으며, 내부 점유율은 과점적 지위. SOCAMM 또한 기대되는 부문. 현재 SOCAMM은 JEDEC 표준에 따라 시장 확장이 예상. 모듈 PCB 대응 역량도 뛰어난 동사는 SOCAMM향 만으로도 내년 약 400~500억 수준의 추가 매출이 발생할 것으로 기대. 이외에 패키지 기판들도 eSSD 호조세와 SET 재고 충당 수요로 인해 다시 성장하고 있는 단계. 과거 코로나 이후 디바이스 강세때 동사는 연간 3,500억원 수준의 이익을 달성해본 기업으로 AI 디바이스 시대로 나아가며 영업레버리지를 기대해볼 수 있는 시점

목표주가 67,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

심텍에 대해 목표주가 67,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시. 2025년 매출액은 1조 4,057억원(YoY + 14.1%), 영업이익 194억원(YoY 흑자전환, OPM 1.4%)으로 추정. AI 사이클 속에서 모듈 PCB의 견조한 성장세와 더불어 GDDR7 패키지 기판을 필두로한 업사이드가 기대. 디바이스 시장 호조 여부에 따라 추가 상승 가능성도 존재. 동사의 영업레버리지 잠재력을 감안하면 매력적인 투자처로 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	1,041.9	1,231.4	1,405.7	1,611.6	1,743.9
YoY(%)	-38.6	18.2	14.1	14.7	8.2
영업이익(억원)	-88.1	-47.0	19.4	125.0	203.1
OP 마진(%)	-8.5	-3.8	1.4	7.8	11.6
순이익(억원)	-115.1	-31.0	-46.8	52.8	112.4
EPS(원)	-3,606	-953	-1,332	1,502	3,195
YoY(%)	적전	적지	적지	흑전	112.8
PER(배)	-10.7	-11.6	-46.8	41.5	19.5
PCR(배)	27.2	5.1	19.7	10.4	7.8
PBR(배)	2.6	0.8	5.4	4.8	3.8
EV/EBITDA(배)	-190.5	19.7	26.9	13.1	9.2



[IT/미드스몰캡] 박희철

3771- 9342,

parkh@iprovest.com

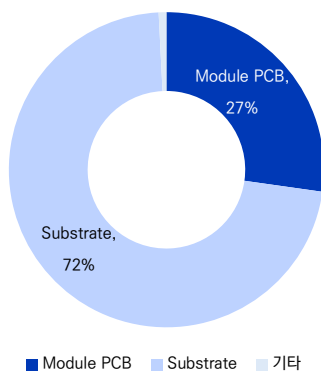
HDI, Substrate 모두 대응 가능한 기판 제조 기업

심텍은 1987년부터 PCB를 제조 판매해온 기업으로 국내에 6개 공장과 중국, 일본에 생산 거점을 갖춘 글로벌 수준의 PCB 제조 기업이다. 특히, 서버, 모바일, PC, 웨어러블 등 다양한 기기를 대응 가능해 넓은 어플리케이션을 확보하고 있다. 핵심 제품군은 메모리 모듈용 HDI PCB와 패키지 기판용 Substrate로 구분하고 있으며, 2025년 상반기 기준 매출 비중은 모듈 PCB 약 28%, Substrate 약 72%로 구성되어 있다. 고객사들은 메모리 업체들과 비메모리 칩 설계 업체 등으로 구성되어 있으며, 메모리 업체들의 비중은 약 80% 수준으로 파악된다.

2025년 2분기 동사의 매출액은 3,408억원(YoY + 9.3%), 영업이익 55억원(YoY + 53.6%)을 기록하며 턴어라운드의 신호탄을 쏘았다. 글로벌 메모리 호황과 MCP 고객사의 재고 조정 완료 및 GDDR7의 호조세에 따라 올해 턴어라운드 기조는 유지될 전망이다. 2025년 2분기 기준 주요 부문별 상세 매출액은 서버용 메모리 모듈 약 500억원, SSD 모듈 209억원, MCP 1,294억원, FC-CSP 357억원, GDDR7 295억원 등을 기록했다. 이번 2분기에는 메모리 호조 및 SET 재고 소진으로 인한 수요로 가동률이 약 70%를 상회하는 것으로 파악되며, 지난 1분기 약 60% 중반 수준이었던 점을 감안하면 완전한 턴어라운드가 예상된다.

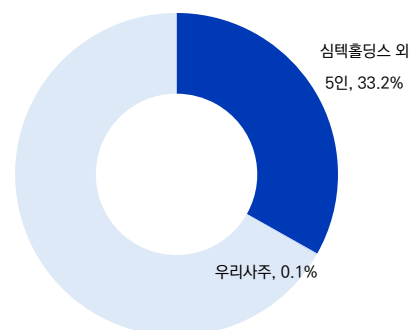
동사는 메모리 모듈 호조세와 더불어 고부가 제품군의 성장이 본격 반영됨에 따라 내년까지 성장세가 이어질 전망이다. 성장은 메모리 모듈 중 SOCAMM 등 신성장 동력 제품군과 GDDR7, FC-CSP, MCP의 수요 확대가 견인할 것으로 예상된다. SOCAMM, GDDR7 등 서버용 수요 증가 뿐만 아니라 MCP, FC-CSP, SiP 등 고부가 MSAP 제품군 수요까지 더해지는 시점으로 두 축을 중심으로한 중장기 성장이 예상된다.

[도표 95] 251H 기준 부문별 매출 비중



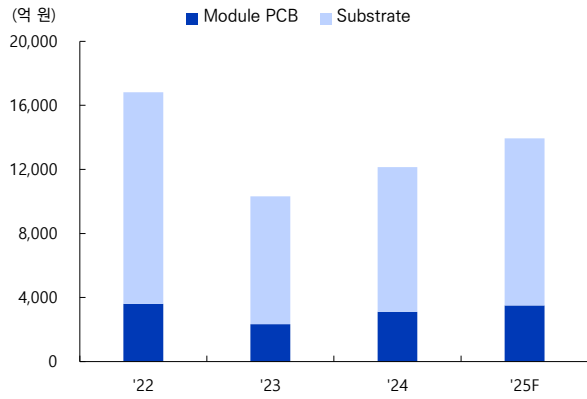
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 96] 심텍 주주구성(2025년 반기보고서 기준)



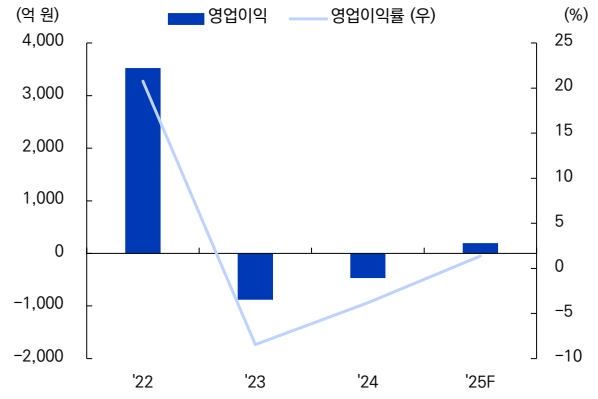
자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 97] 심텍 연간 매출액 추이



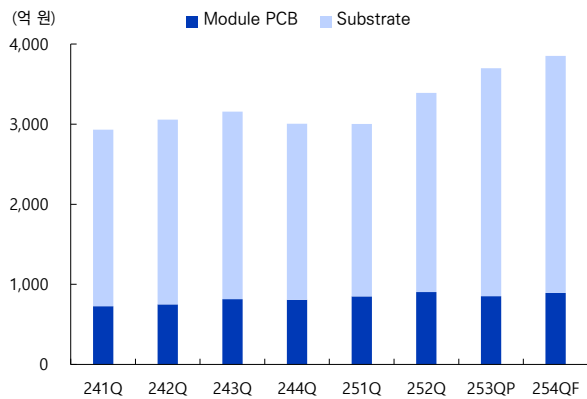
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 98] 심텍 연간 영업이익 추이



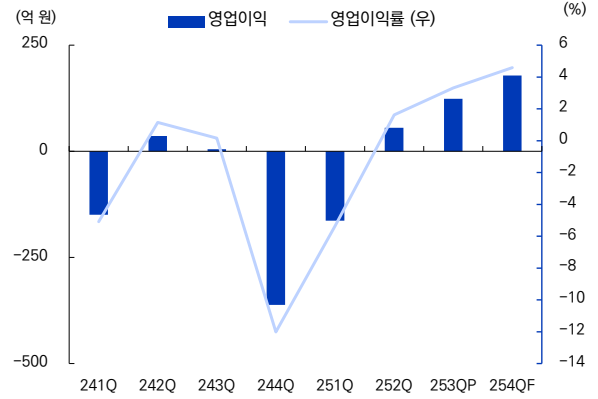
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 99] 심텍 분기 매출액 추이



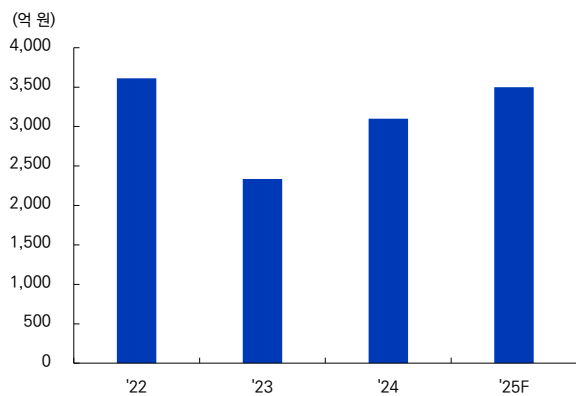
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 100] 심텍 분기 영업이익 추이



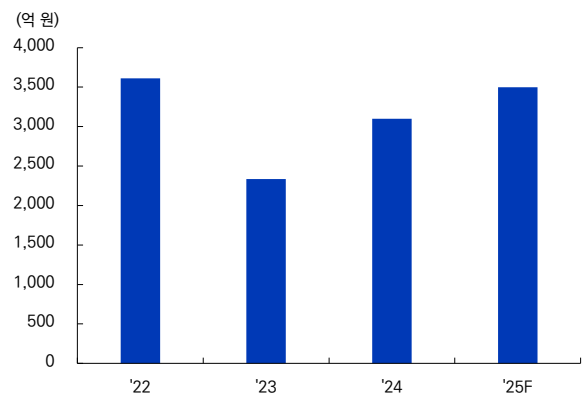
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 101] 심텍 모듈 PCB 매출 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 102] 심텍 Substrate 매출 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

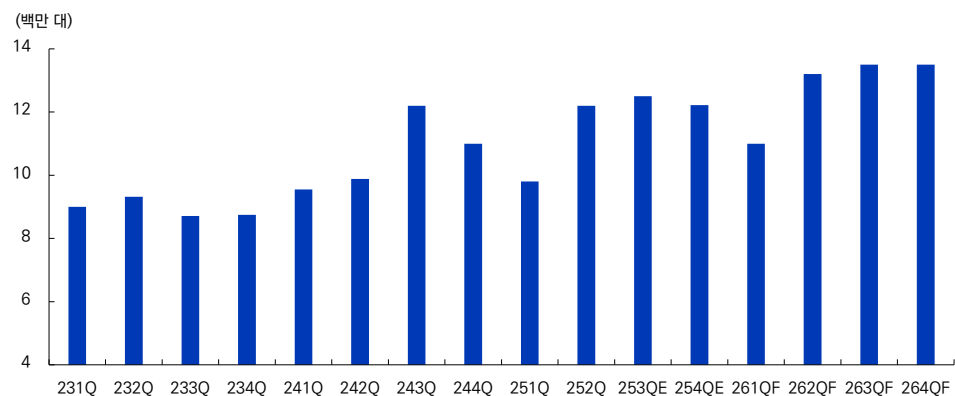
① 넓은 커버리지의 대응 역량

동사는 메모리부터 비메모리, HDI 기판 뿐 아니라 Substrate 까지 모두 아우르는 넓은 커버리지를 갖춘 기업이다. 더군다나 공급하고 있는 각각 분야에서 글로벌 Top-Tier 경쟁력을 갖춘 기업이다. 넓은 커버리지를 갖춘 만큼 중장기적으로 AI 수요에 가장 잘 대응하는 기업으로 주목받을 전망이다. AI 수요는 메모리 사이클에서 끝나지 않기 때문이다. 물론, 현재의 메모리 사이클은 서버 수요 급증으로 인해 발생했다. 하지만 AI 시대의 핵심 수요는 결국 디바이스로의 확장이다. AI 디바이스 등장 및 Physical AI 시대에도 동사의 기판은 채택될 전망이다. 이번 메모리 사이클로 인한 동사의 턴어라운드는 시작에 불과하다.

최근 eSSD 호조 전망과 SET 재고 충당 수요는 동사에겐 긍정적이다. SSD 유관 품목은 MCP, FC-CSP 등이 존재하는데 호조세에 따라 동사의 가동률을 끌어올릴 전망이다. MCP 매출의 60% 이상이 NAND 관련 수요로 파악된다. FC-CSP의 경우 매출의 절반 수준이 SSD 컨트롤러용으로 공급되고 있다. 또한 MCP의 경우 고객사와의 소통을 통해 재고 충당 수요가 발생하고 있는 것으로 파악되는데, 3분기 QoQ + 20%까지도 전망되고 있다.

전반적인 호조세에 따라 가동률 상승이 기대된다. 2025년 2분기 약 70%를 상회하며 BEP를 돌파한 상황이다. 3분기는 계절적으로 Substrate 성수기에 돌입하며 가동률은 크게 상승해 약 80%를 상회할 것으로 예상된다. 심택은 2022년 매출 약 1.7억원에 영업이익률 20%를 상회한 바 있다. 당시의 가동률은 90% 후반에 육박한 것으로 파악되며 가동률 회복에 따른 레버리지 효과가 두드러짐을 Historical 데이터로 확인할 수 있다.

[도표 103] eSSD 출하 전망치



자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

② 서버향 대응 역량도 글로벌 수준

동사는 서버향 대응 측면에서도 글로벌 경쟁력을 갖춘 기업이다. 핵심 제품군은 메모리 모듈 PCB와 GDDR7이다. 먼저 동사의 메모리 모듈 PCB 사업의 경우 연간 약 3,000억원 수준의 매출을 기록하고 있으며, PC, 서버, SSD 모듈 모두 대응 가능하다. 향후 서버용 Next 제품인 SOCAMM 또한 개발이 완료되었으며, 예상되는 내년 매출 규모는 연간 약 400억 ~ 500억 수준이다. 기존 사업부에 SOCAMM 매출이 추가로 붙어갈 전망이다. 최근 메모리 호조세에 더해 지난 2022년 기록한 3,600억원 수준을 돌파할 수 있을지 귀추가 주목된다.

GDDR7용 패키지 기판의 성장세도 기대된다. GDDR7의 경우 동사가 글로벌 Top-Tier 수준으로 과거 GDDR6의 경우 글로벌 M/S 약 70%를 달성한 바 있다. 현재에도 해당 점유율은 유지되고 있다. 최근 시장에서는 고성능 AI 가속기의 경우 HBM을 탑재하지만, 추론 및 범용 수요를 타겟으로한 Mid-Low 제품군에는 GDDR7이 탑재되고 있다. 추론 및 범용 시장의 규모가 본격적으로 커지는 구간임을 감안하면 GDDR의 성장성을 엿볼 수 있다. 시장 조사 기관에 따르면 대표적인 Mid-Low AI 칩인 B40의 연간 생산량은 2026년 약 250만장에 달할 것으로 추정된다.

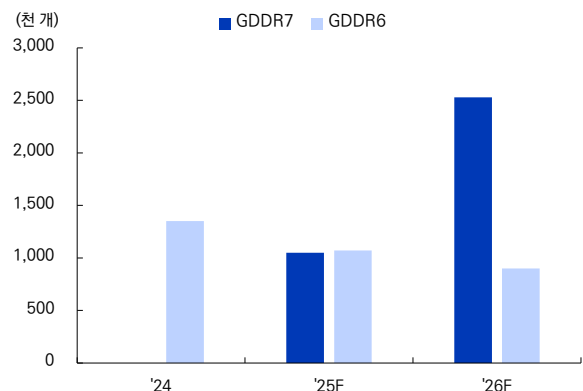
AI 시대 속에서 동사는 두 성장 동력을 축으로 실적 개선을 이어나갈 전망이다. 매출 비중이 큰 일반 SET향 제품군의 재고 조정 수요가 발생함과 동시에 서버향 제품군의 강세가 더해지고 있기 때문이다. 글로벌 경쟁력을 갖춘 동사는 추후 DDR6 전환 및 신규 어플리케이션 등장에도 Top-Tier 수준의 대응이 기대된다.

[도표 104] 주요 GDDR 탑재 AI 칩

기업	AI 칩 명	메모리
Nvidia	Rubin CPX	GDDR7 128GB
Nvidia	B40	GDDR7 96GB
Nvidia	L40s/L20	GDDR6 48GB
Nvidia	L4/L2	GDDR6 24GB
Nvidia	T4	GDDR6 16GB
AMD	Pro V	GDDR6 32GB
Intel	Flex	GDDR6 12GB

자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 105] GDDR 탑재 칩 총 출하량 전망



자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

투자의견 제시 및 Valuation

심텍에 대해 목표주가 67,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 P/E 밸류에이션을 활용했다. 기존 심텍은 사이클로 인한 영향으로 P/B 밸류에이션을 주로 활용했지만, 본격적인 영업레버리지 발생하러는 현 구간에서 동사의 수익성을 통한 가치 판단이 직관적이라고 판단해 P/E 밸류에이션을 적용하고자 한다. 수익성의 개선 속도가 두드러지는 가운데 2027년의 수익을 기준으로 판단할 필요가 있고, 2027년을 기준으로 적용하는 만큼 Peer들의 12M.Fwd P/E 대비 15%를 할인해 적용하였다.

심텍은 올해 턴어라운드를 시작해 내년부터 본격적인 증익이 예상된다. 턴어라운드의 핵심은 서버용 수요 대응 제품군 중심의 수요 강세이다. 모듈 PCB 부분의 경우 서버용 PCB가 견조한 추이를 보이는 가운데, 내년 초부터는 SOCAMM이라는 새로운 인터페이스 대응을 시작할 전망이다. SOCAMM의 연간 매출은 약 400~500억원 수준으로 예상돼 분기당 100억원 이상 실적에 기여할 전망이다. Substrate 부문은 MSAP 제품군을 중심으로 성장할 전망이다. 특히 FC-CSP, GDDR7 수요가 이를 견인할 것으로 판단한다. FC-CSP는 SSD 컨트롤러용으로서의 수요가 견조하게 작용하고 있어, 향후 eSSD 수요 증가에 따른 매출 확대가 예상되고, GDDR7은 Mid-Low급 추론 수요에 대응 가능한 AI 칩들에 탑재됨에 따라 큰 폭의 수요 확대가 기대된다. 대표적인 Mid-Low급 AI 칩인 B40의 2026년 출하량은 약 250만장 수준으로 전망된다.

심텍의 기관 기술 경쟁력은 AI 시대에도 성공적으로 작용하고 있다. 신규 어플리케이션에 성공적으로 대응하고 있는 현 상황이 이를 반증한다. 동시에 SET향 제품군도 재고 조정이 완료됨에 따라 꾸준한 수요세가 전망되는 등 내년부터는 강한 턴어라운드가 기대되는 기업이다.

[도표 106] 심텍 P/E Valuation

(단위: 원, 배, %),

구분	기업가치	비고
27F EPS	3,195	2027년 추정 EPS
Target P/E	21	Peer 12M.Fwd P/E 평균 15% 할인
적정주가 산출	67,095	
목표주가	67,000	
현재주가	51,700	2025.11.07 종가 기준
상승여력	27.7%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 107] 심텍 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	241Q	242Q	243Q	244Q	251Q	252Q	253Q(P)	254Q(F)	FY24	FY25(F)	FY26(F)
매출 합계	293.9	311.7	324.8	301.1	303.6	340.8	372.8	388.5	1,231.5	1,405.7	1,611.6
Module PCB	72.8	74.9	81.5	80.8	85.1	90.4	85.2	89.2	310.0	349.9	413.1
서버 메모리 모듈	40.1	46.3	54.6	45.6	48.1	50.0	41.6	47.9	186.6	187.6	225.6
Substrate	220.2	230.9	234.1	219.6	215.2	248.6	284.7	295.9	904.8	1,044.4	1,190.1
MCP	139.7	142.9	136.4	114.5	111.3	129.4	154.1	157.0	533.5	551.9	613.3
FC-CSP	29.0	32.8	31.0	31.0	33.2	35.7	36.1	42.4	123.8	147.4	174.9
GDDR6	27.1	28.4	27.2	19.3	7.9	6.6	7.9	9.0	102.0	31.3	32.9
GDDR7	-	-	-	-	18.0	29.5	33.8	38.6	-	119.9	171.3
YoY (%)	44.1	22.9	13.1	1.4	3.3	9.3	14.8	29.0	18.2	14.1	14.6
Module PCB	42.2	39.5	31.9	20.8	16.9	20.7	4.5	10.4	32.7	12.9	18.1
서버 메모리 모듈	44.2	92.1	100.0	47.6	20.0	8.0	(23.8)	5.1	69.5	0.5	20.2
Substrate	46.1	18.3	4.7	(3.9)	(2.3)	7.7	21.6	34.7	13.4	15.4	13.9
MCP	45.2	27.0	5.7	(17.1)	(20.3)	(9.4)	13.0	37.2	12.1	3.4	11.1
FC-CSP							16.5	36.6	27.9	19.0	18.6
GDDR6	49.7	(15.2)	(37.9)	(45.9)	(70.8)	(76.8)	(71.1)	(53.5)	(22.2)	(69.3)	5.0
GDDR7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	42.8
QoQ (%)	(1.0)	6.1	4.2	(7.3)	0.8	12.3	9.4	4.2			
Module PCB	8.8	2.9	8.8	(0.9)	5.3	6.2	(5.8)	4.8			
서버 메모리 모듈	29.8	15.5	17.9	(16.5)	5.5	4.0	(16.8)	15.2			
Substrate	(3.6)	4.9	1.4	(6.2)	(2.0)	15.5	14.5	3.9			
MCP	1.2	2.3	(4.5)	(16.1)	(2.8)	16.3	19.1	1.9			
FC-CSP	0.0	13.1	(5.5)	0.0	7.1	7.5	1.2	17.2			
GDDR6	(24.1)	4.8	(4.2)	(29.0)	(59.1)	(16.5)	19.1	14.2			
GDDR7	-	-	-	-	-	63.9	14.6	14.2			
영업이익	(14.9)	3.6	0.5	(36.2)	(16.3)	5.5	12.4	17.9	(47.0)	19.4	125.0
OPM (%)	(5.1)	1.2	0.2	(12.0)	(5.4)	1.6	3.3	4.6	(3.8)	1.4	7.8
YoY (%)	적지	흑전	흑전	적지	적지	40.5	2,011.6	흑전	적지	흑전	542.9
QoQ (%)	적지	흑전	(85.9)	적전	적지	흑전	123.0	44.5			
지배주주순이익	(15.2)	(16.0)	21.4	(20.6)	(35.5)	(18.7)	6.8	2.0	(30.3)	(45.4)	52.0
YoY (%)	(31.5)	(10.5)	흑전	적지	적지	적지	(26.7)	흑전	적지	적지	흑전

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[심텍 222800]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,042	1,231	1,406	1,612	1,744
매출원가	1,013	1,179	1,266	1,351	1,399
매출총이익	28	52	139	261	345
매출총이익률 (%)	2.7	4.2	9.9	16.2	19.8
판매비	117	99	120	136	142
영업이익	-88	-47	19	125	203
영업이익률 (%)	-8.5	-3.8	1.4	7.8	11.6
EBITDA	-7	39	93	189	258
EBITDA Margin (%)	-0.7	3.2	6.6	11.7	14.8
영업외손익	-57	22	-65	-56	-57
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	53	117	65	77	88
금융비용	-62	-81	-118	-125	-139
기타	-47	-14	-12	-9	-7
법인세비용차감전순이익	-145	-25	-46	69	146
법인세비용	-30	6	1	16	34
계속사업순이익	-115	-31	-47	53	112
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-115	-31	-47	53	112
당기순이익률 (%)	-11.1	-2.5	-3.3	3.3	6.4
비지배자분순이익	0	-1	0	0	1
지배자분순이익	-115	-30	-46	52	111
지배순이익률 (%)	-11.0	-2.5	-3.3	3.2	6.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	14	14	14	14
포괄순이익	-126	-17	-33	67	126
비지배자분포괄이익	0	-1	0	1	1
지배자분포괄이익	-126	-16	-32	66	125

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-93	-161	105	93	153
당기순이익	-115	-31	-47	53	112
비현금항목의 가감	160	100	156	156	167
감가상각비	80	85	73	63	55
외환손익	1	-16	9	5	7
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	79	31	74	87	106
자산부채의 증감	-62	-211	47	-52	-44
기타현금흐름	-76	-19	-51	-64	-82
투자활동 현금흐름	-90	-97	5	5	4
투자자산	10	0	0	0	0
유형자산	-139	-103	0	0	0
기타	39	7	5	5	4
재무활동 현금흐름	74	376	183	183	122
단기차입금	51	228	127	127	66
사채	-51	120	49	49	49
장기차입금	100	36	10	10	10
자본의 증가(감소)	0	0	2	0	0
현금배당	-16	-5	0	0	0
기타	-10	-3	-3	-3	-3
현금의 증감	-110	118	254	231	215
기초 현금	120	10	128	382	612
기말 현금	10	128	382	612	827
NOPLAT	-70	-58	20	96	156
FCF	-191	-287	140	108	167

자료: 심텍, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	280	510	699	968	1,209
현금및현금성자산	10	128	382	612	827
매출채권 및 기타채권	111	207	143	157	166
재고자산	142	154	154	176	191
기타유동자산	17	21	20	22	25
비유동자산	896	934	903	893	904
유형자산	625	630	557	494	439
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	35	36	36	36	36
기타비유동자산	236	268	310	363	430
자산총계	1,176	1,443	1,601	1,861	2,113
유동부채	488	780	919	1,061	1,138
매입채무 및 기타채무	333	239	252	268	278
차입금	71	362	488	615	682
유동성채무	55	27	26	26	26
기타유동부채	30	152	152	152	152
비유동부채	217	215	279	343	408
차입금	81	90	100	110	119
사채	0	0	49	98	147
기타비유동부채	136	124	130	135	142
부채총계	706	995	1,198	1,405	1,546
지배자분	469	447	402	455	566
자본금	17	17	19	19	19
자본잉여금	110	110	110	110	110
이익잉여금	338	299	252	305	416
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배자분	2	1	1	1	2
자본총계	470	448	403	456	568
총차입금	2,733	2,325	1,951	1,763	1,593

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	-3,606	-953	-1,332	1,502	3,195
PER	-10.7	-11.6	-46.8	41.5	19.5
BPS	14,713	14,040	11,544	13,046	16,241
PBR	2.6	0.8	5.4	4.8	3.8
EBITDAPS	-235	1,220	2,682	5,412	7,402
EV/EBITDA	-190.5	19.7	26.9	13.1	9.2
SPS	32,708	38,658	40,384	46,237	50,034
PSR	1.2	0.3	1.5	1.3	1.2
CFPS	-5,983	-9,004	4,033	3,110	4,802
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	-38.6	18.2	14.1	14.7	8.2
영업이익 증가율	적 전	적 지	흑 전	543.1	62.6
순이익 증가율	적 전	적 지	적 지	흑 전	112.8
수익성					
ROIC	-13.1	-8.9	3.0	16.7	29.3
ROA	-9.4	-2.3	-3.0	3.0	5.6
ROE	-21.3	-6.6	-10.9	12.2	21.8
안정성					
부채비율	150.0	221.8	296.9	308.1	272.3
순차입금비율	17.9	38.0	45.8	49.3	49.3
이자보상배율	-8.1	-1.8	0.3	1.6	2.3

솔브레인 357780

소재 역량은 AI 시대에도 지속

Nov 10, 2025

Buy

신규

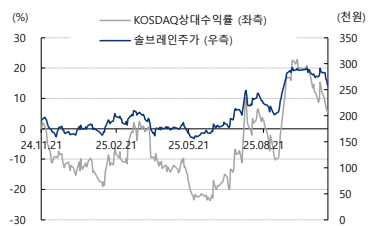
글로벌 Top-Tier 공정용 화학 소재 전문 기업**TP 335,000 원**

신규

Company Data

현재가(11/07)	259,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	293,000 원
52 주 최저가(보통주)	156,000 원
KOSPI (11/07)	3,953.76p
KOSDAQ (11/07)	876.81p
자본금	39 억원
시가총액	20,146 억원
발행주식수(보통주)	778 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	4.5 만주
평균거래대금(60 일)	126 억원
외국인지분(보통주)	28.16%
주요주주	
정지완 외 9 인	44.93%
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 27 인	9.98%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.9	47.5	29.8
상대주가	-12.2	21.6	8.6



[IT/미드스몰캡] 박희철

3771- 9342,

parkh@iprovest.com

솔브레인은 반도체 제조 공정에 사용되는 화학 소재를 공급하는 국내 대표 소재 기업. 반도체, 디스플레이, 2차전지 등 국내 핵심 Tech 공정 모두에 유관한 글로벌 수준의 기업. 핵심 사업부는 반도체 공정용 소재로 삼성전자와 SK하이닉스 양사 내부에서 견고한 입지를 자랑. 2025년 상반기 기준 사업 부문별 매출 비중은 반도체 소재 약 81%, 디스플레이 소재 약 9%, 2차전지 소재 약 7%, 기타 3%로 구성.

반도체 선단화 수혜와 더불어 Next Item까지

동사는 반도체 공정용 소재에 Top-Tier 입지를 갖춘 기업으로 초고순도 정제 기술이 핵심 경쟁력. 주로 반도체 식각 및 세정 공정에 사용되는 화학 소재를 제조. 불산계, 인산계, 초산계를 모두 대응할 수 있는 기업으로 넓은 화학 소재 포트폴리오 기반으로 Tech 선단화의 직수혜가 예상. 특히, NAND 고단화에 따른 강한 수혜 전망. NAND는 V10을 향해 나아가고 있는 단계로 NAND의 레이어는 300단을 돌파하기 시작. 이는 인산계 수요를 급증 시키는 요인으로 국내 메모리사들 내에서 독과점적인 인산계 지위를 가지고 있는 동사에게 긍정적인 산업 환경. 이외에도 미세 회로 구현에 필수적인 High-K 전구체와 다양한 OLED 문제를 해결할 수 있는 혁신 소재 Black PDL도 개발 중인 단계. 두 소재 모두 일본의 원천 기술을 가지고 있는 업체들과 공동 연구 및 협력을 통해 준비. 향후 Next Item을 통한 추가 실적 개선도 기대

목표주가 335,000원, 투자 의견 Buy로 커버리지 개시

솔브레인에 대해 목표주가 335,000원, 투자 의견 Buy로 커버리지 개시. 2025년 매출액은 9,133억원(YoY +5.8%), 영업이익 1,471억원(YoY -12.4%, OPM 16.1%)으로 전망. 2분기의 일회성 비용 190억원이 발생한 영향이 크다고 판단. 내년부터 NAND 투자 본격화와 eSSD 호조에 따른 본격적인 소재 수요 증가에 따라 완전한 회복 전망. 현재 동사의 12M.Fwd P/E는 약 14배 수준. Historical 12MF P/E 상단은 약 17배 수준. 전방 호황에 Next Item까지있는 현 시점이 상단까지 노려볼 수 있는 구간.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	844.0	863.4	913.3	1,031.4	1,128.1
YoY(%)	-22.6	2.3	5.8	12.9	9.4
영업이익(억원)	133.5	167.9	147.1	206.6	237.9
OP 마진(%)	15.8	19.5	16.1	20.0	21.1
순이익(억원)	131.0	119.6	103.5	154.9	182.9
EPS(원)	16,759	15,226	13,169	19,712	23,285
YoY(%)	-19.9	-9.1	-13.5	49.7	18.1
PER(배)	18.1	10.9	21.5	14.3	12.1
PCR(배)	11.2	5.5	9.3	7.6	7.1
PBR(배)	2.7	1.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	11.4	4.3	8.9	6.3	5.0

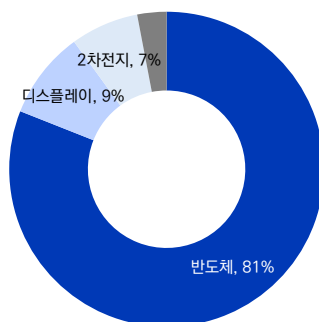
글로벌 Top-Tier 공정용 화학 소재 전문 기업

솔브레인은 과거 1992년부터 본격적으로 반도체 제조용 CVD와 Dopant를 생산하기 시작하며 반도체 화학 소재 사업을 시작한 국내 대표 기업이다. 현재는 반도체, 디스플레이, 2차전지 공정용 소재를 납품하고 있으며, 핵심 사업부는 반도체 공정용 소재 사업이다. 2025년 상반기 기준 매출 비중은 반도체 소재 약 81%, 디스플레이 소재 약 9%, 2차전지 소재 약 7%, 기타 3%로 구성되어 있다. 주요 고객사는 반도체의 경우 삼성전자와 SK하이닉스가 존재하고, 디스플레이는 삼성디스플레이, LG디스플레이, 2차전지도 국내 셀 업체들 대상으로 구성되어 있다.

2025년 2분기 동사의 매출액은 2,288억원(YoY + 5.8%), 영업이익 202억원(YoY - 55.9%, OPM 8.8%)을 기록했다. 영업이익 부진의 이유는 일회성 비용이 반영됨에 따른다. 지난 2분기에 동사는 일회성 측면의 비용을 약 190억 가량 반영한 바 있다. 일회성 비용들은 인건비성 비용과 연결회사 지급 수수료, 본사 이전 비용 등으로 소모된 것으로 2분기 이후에는 반영되지 않을 것으로 파악된다. 부문별 매출을 살펴보면 지난 2분기 반도체 사업부문은 연결 자회사의 기여분이 약 250억원 더해지며 약 1,900억원(YoY + 19.2%)을 달성했으며, 디스플레이 사업 부문 약 169억원(YoY - 36.8%), 2차전지 사업 부문 약 150억원(YoY - 26.8%)으로 다소 부진을 면치 못하고 있다.

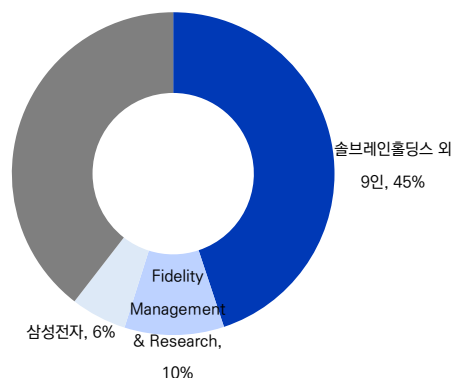
동사는 메모리 사이클에 대한 수혜와 고객사 확대 및 고부가 제품군 확장을 통해 성장세가 예상된다. 먼저 현재 메모리 사이클은 공급 병목으로 인한 가격 단의 사이클이지만, 향후 CAPA 증가로 인한 물량 증가까지 이어질 전망이다. 물량 증가 이후 불산계 및 인산계를 통한 선단 공정 대응 역량이 뛰어난 동사의 호실적이 기대된다. 이외에도 GAA 공정용 초산계 소재와 High-K 전구체, 블랙 PDL 공급 등으로 성장을 목표하고 있다.

[도표 108] 2025년 상반기 기준 부문별 매출 비중



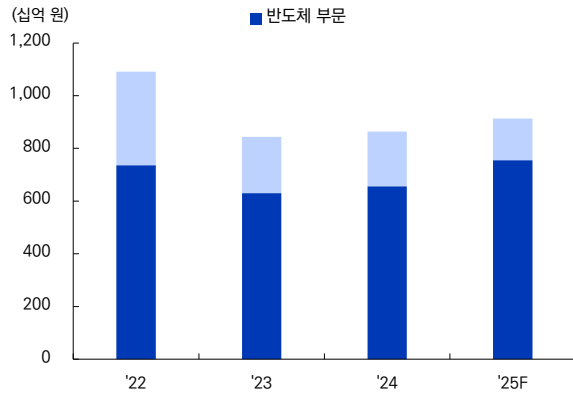
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 109] 솔브레인 주주구성(2025년 반기보고서 기준)



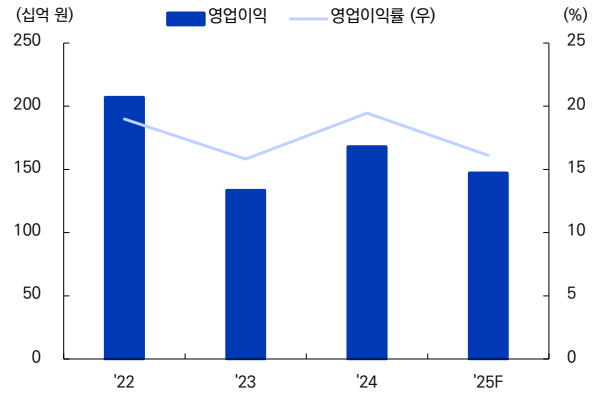
자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 110] 솔브레인 연간 매출액 추이



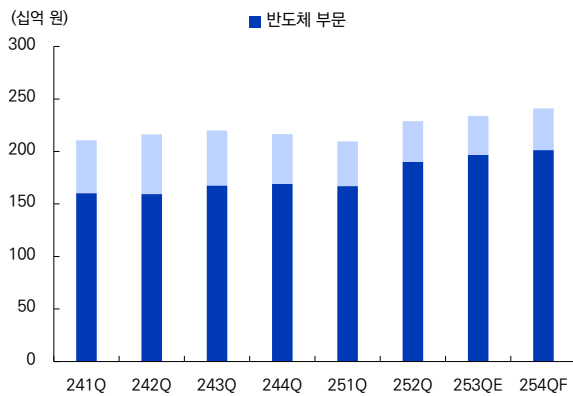
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 111] 솔브레인 연간 영업이익 추이



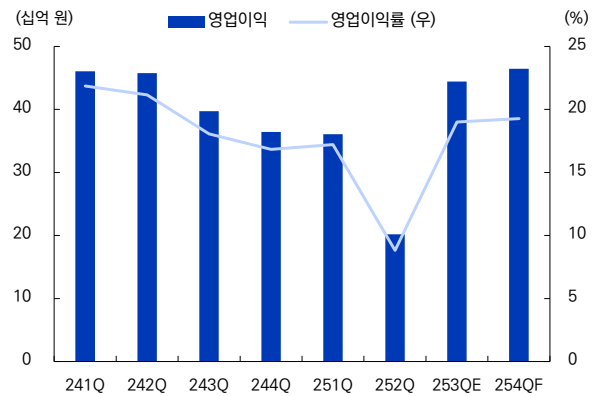
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 112] 솔브레인 분기 매출액 추이



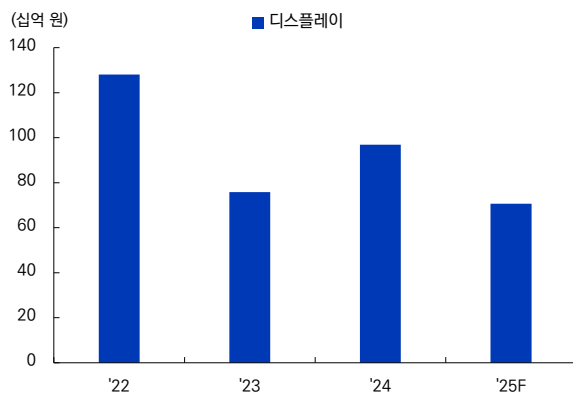
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 113] 솔브레인 분기 영업이익 추이



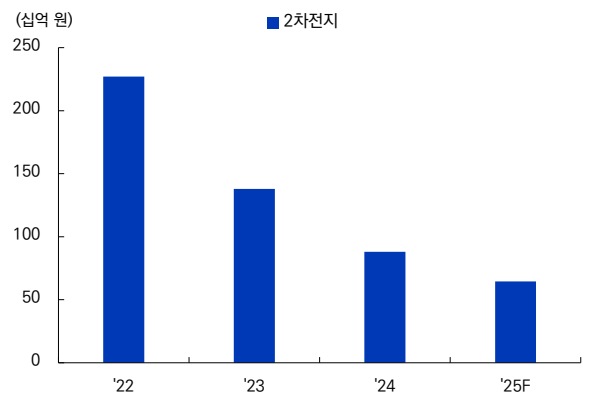
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 114] 솔브레인 디스플레이 부문 매출 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 115] 솔브레인 2차전지 부문 매출 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

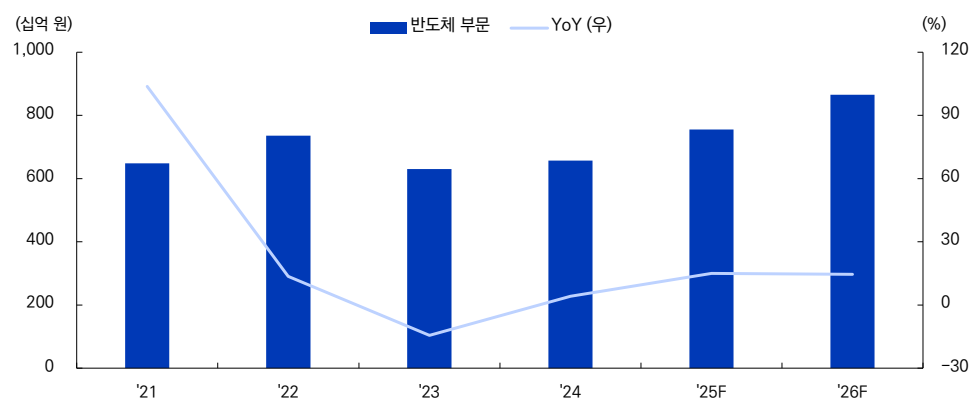
① 반도체 선단화에 따른 실적 개선 전망

동사는 반도체 공정용 소재에 Top-Tier 수준의 경쟁력을 갖춘 기업이다. 특히 초고순도의 정제 기술을 보유하고 있어, 화학 소재 분야의 국산화를 주도한 업체이다. 동사는 반도체 식각 및 세정 공정에 사용되는 불산계, 인산계, 초산계를 모두 대응할 수 있는 기업으로 테크 선단화 투자에 따른 필연적인 수혜가 예상된다. 특히, 인산계의 경우 질화막을 식각하는 소재인데 수백단을 쌓아 질화막 층만 식각해야하는 3D NAND 에서 필수적으로 사용되고 있다. 향후 V10 으로 향하며 NAND 의 단수는 약 400 단까지도 증가할 것으로 예상되는데 이는 인산계 수요를 급증시키는 요인이다. 동사는 인산계 소재의 경우 국내 메모리사들 내에서 독과점적인 지위를 확보하고 있다.

불산계 또한 메모리 선단화에 따라 물량이 증가할 것으로 예상된다. 불산계 소재는 세정 및 식각에 범용적으로 사용되는 소재로 공정 수가 증가할수록 그 수요가 증가하게 된다. 특히, 미세화될수록 수율을 위해 세정 공정 등의 중요도가 커지게된다. 즉, 테크 마이그레이션에 따라 수요가 비례해 증가할 수 밖에 없다는 의미이다. 최근 HBM 등 다이를 집적해 쌓아 올리는 공정 또한 불산계의 수요가 커질 수 밖에 없는 요인으로 메모리 선단화에 따른 불산계 수요 증가는 필연적일 것으로 예상된다.

초산계 대응 역량도 기대해볼만 하다. 동사의 초산계 소재는 GAA에 사용되는데 삼성전자와 공동 개발한 소재로 독점적으로 생산 가능한 아이템이다. 현재 매출에 기여하는 비중은 적으나 증가 속도가 빠른 것으로 파악된다. 현재 국내 사이트에만 나감에도 당분기 물량이 2배 수준까지 증가하고 있는 것으로 파악된다. 향후 비메모리의 선단화와도 비례한 성장이 예상되는 부문이다.

[도표 116] 반도체 부문 매출액 추이 및 추정치



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

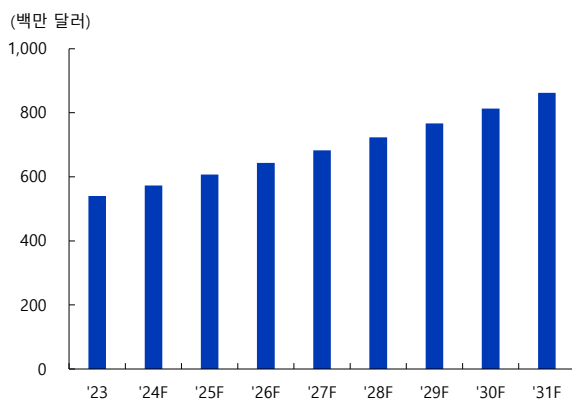
② Next Item으로 점프업 기회 모색

본업인 소재 부문의 선단화에 따른 실적 개선 뿐만 아니라 신규 소재를 통한 반도체 대응 역량을 강화하고 있다. 반도체가 미세화될수록 트랜지스터 사이의 절연막이 얇아지는데, 이로 인해 전류가 절연막을 뚫고 누설되기도 한다. 누설되면 칩의 전력 효율이 떨어지고 발열 문제도 발생하기 때문에 미세 회로 구현을 위해서는 High-K, 높은 유전율을 갖춘 소재가 필요하게 된다. 동사는 일본의 TCLC와 Hf 관련한 공동 특허를 가지고 있어 관련한 연구가 상당 진행된 것으로 파악된다. 이외에도 Zr 전구체를 국내 Top-Tier 고객사에 공급하고 있는 디엔에프를 자회사로 갖추고 있어 공동 연구 등을 통해 High-K 역량을 향상 시키고 있다.

이외에도 디스플레이 부문에서도 Black PDL 공급을 준비하고 있는 것으로 파악된다. Black PDL은 서브픽셀을 구분해 R,G,B가 온전히 색을 낼 수 있게 하는 소재이다. 기존에는 편광판 등이 이 역할을 수행했으나, 폼팩터 개선 측면에서 기존 소재들은 불리하다. 편광판은 구조적인 특성상 OLED 소자가 발산하는 빛을 크게 흡수하기 때문이다. 구조적인 불리함 때문에 디스플레이 업계는 편광판을 제거하는 기술을 개발했는데 이때 사용되는게 Black PDL이다. 편광판이 없는 구조의 OLED는 높은 휘도, 낮은 소비 전력, 두께 축소, 수명 개선 등 다양한 OLED 문제를 해결할 수 있기 때문에 해당 방향으로 기술이 발달될 것으로 예상된다. 동사는 Black PDL 원천 기술이 존재하는 일본의 미쯔비시와의 합작사를 통해 BM 소재와 Black PDL을 준비하고 있다.

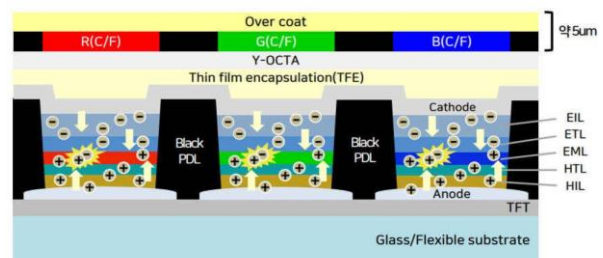
유리기관 분야도 밸류체인에 합류하기 위해 개발을 진행 중이다. 관련해 구체화된 사업 방향은 없으나, TGV를 위해서는 식각 기술이 필수적이다. 동사는 Top-Tier 수준의 식각 소재 업체인 만큼 유리기관 에천트 쪽으로 사업 방향을 잡고 개발 및 양산을 준비하고 있는 것으로 파악된다. 동사는 반도체, 디스플레이의 Next 소재 뿐만 아니라 유리기관까지 다양한 신규 소재 등을 통해 점프업 기회를 모색하고 있다.

[도표 117] High-K 및 CVD ALD 전구체 시장 전망치



자료: Verified Market Research, 교보증권 리서치센터

[도표 118] Black PDL



자료: SDC, 교보증권 리서치센터

투자의견 제시 및 Valuation

솔브레인에 대해 목표주가 335,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

동사는 국내에서 Top-Tier 수준의 소재 역량을 가지고 있어, 메모리 생산량과 실적 추이가 동행하는 경향이 강한 기업이다. Peer를 통한 밸류에이션 접근 보다는 과거 사이클 당시 동사가 받았던 기대감을 통해 도출하는 Historical P/E가 적절할 것으로 판단한다.

과거 ICT 호조와 함께 메모리 생산량이 증가했던 코로나 이후 시기에 동사는 약 17배 수준으로 평가 받은 바 있다. 이번 사이클은 AI 서버 수요를 기반으로 하는 더 적극적인 메모리 사이클이라 판단한다. 특히, NAND 비중이 높은 동사에게 긍정적인 업황이 전개되고 있는데, eSSD 수요 호조와 V9, V10 투자가 그 예시이다. NAND 고단화에 따른 직접적인 수혜가 있는 동사에게 과거 사이클 대비 저평가 받을 이유가 전혀 없는 구간이다.

특히, GAA 공정으로 들어가는 초산계 물량의 증가와 Next Item을 통한 신규 매출처 다변화 노력을 겸하고 있기 때문에 동사는 과거 대비 저평가 받을 요인이 제한적이라고 판단한다. 동사에 대한 추정치는 2026년 매출액 1조 314억원(YoY + 12.9%), 영업이익 2,066억원(YoY + 40.5%, OPM 20.0%)으로 제시한다. 강한 서버향 사이클 수요와 신규 매출처 확보 등의 영향으로 사상 최대 실적까지 노려볼 수 있는 구간으로 현재 약 14배 수준의 주가는 부담 없는 구간이라고 판단한다.

[도표 119] 솔브레인 P/E Valuation

(단위: 원, 배, %)

구분	기업가치	비고
26F EPS	19,712	2026년 추정 EPS
Target P/E	17	과거 사이클 시기의 Historical P/E 상단
적정주가 산출	335,104	
목표주가	335,000	
현재주가	255,000	2025.11.07 종가 기준
상승여력	31.4	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 120] 솔브레인 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	241Q	242Q	243Q	244Q	251Q	252Q	253Q(F)	254Q(F)	FY24	FY25(F)	FY26(F)
매출 합계	210.7	216.3	219.9	216.5	209.5	228.8	233.9	241.1	863.4	913.3	1,031.4
반도체	160.2	159.5	167.7	169.3	167.0	190.0	196.9	201.3	656.7	755.2	865.6
디스플레이	19.6	26.8	28.4	22.1	21.3	16.9	16.0	16.4	96.9	70.7	61.9
2차전지	30.8	20.5	17.5	19.0	15.5	15.0	16.0	17.9	88.0	64.5	80.7
기타	0.0	9.5	6.3	6.1	5.7	6.8	5.1	5.4	21.9	23.0	23.2
YoY (%)	(13.3)	(1.1)	17.4	11.0	(0.6)	5.8	6.4	11.4	2.3	5.8	12.9
반도체	(13.7)	(3.3)	22.2	18.7	4.2	19.2	17.4	18.9	4.2	15.0	14.6
디스플레이	10.5	27.1	45.1	27.2	8.5	(36.8)	(43.6)	(25.6)	27.9	(27.0)	(12.4)
2차전지	(22.1)	(37.2)	(42.7)	(45.7)	(49.7)	(26.8)	(9.0)	(5.7)	(36.2)	(26.7)	25.1
QoQ (%)	8.1	2.6	1.7	(1.6)	(3.2)	9.2	2.2	3.1			
반도체	12.4	(0.5)	5.1	1.0	(1.4)	13.8	3.6	2.3			
디스플레이	13.1	36.3	5.9	(22.1)	(3.5)	(20.5)	(5.5)	2.7			
2차전지	(12.0)	(33.4)	(14.6)	8.5	(18.5)	(3.0)	6.1	12.3			
영업이익	46.0	45.8	39.7	36.4	36.0	20.2	44.4	46.5	167.9	147.1	206.6
OPM (%)	21.9	21.2	18.1	16.8	17.2	8.8	19.0	19.3	19.5	16.1	20.0
YoY (%)	(6.1)	40.0	18.5	43.8	(21.7)	(58.3)	5.1	14.5	25.8	(12.4)	40.5
QoQ (%)	101.8	(0.6)	(13.2)	(8.3)	(1.0)	(44.0)	120.2	4.6			
지배주주순이익	45.9	44.0	29.6	(1.0)	31.0	11.4	32.9	27.1	118.4	102.4	153.3
YoY (%)	1.3	34.6	3.3	적전	(32.4)	(74.2)	11.2	흑전	(9.1)	(13.5)	49.7

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[솔브레인 357780]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	844	863	913	1,031	1,128
매출원가	651	617	673	703	735
매출총이익	193	246	241	328	393
매출총이익률 (%)	22.9	28.5	26.4	31.8	34.9
판매비	60	78	94	121	155
영업이익	133	168	147	207	238
영업이익률 (%)	15.8	19.5	16.1	20.0	21.1
EBITDA	194	227	195	246	270
EBITDA Margin (%)	23.0	26.3	21.4	23.8	23.9
영업외손익	28	-1	-13	-5	0
관계기업손익	0	-46	-43	-43	-43
금융수익	14	26	22	28	34
금융비용	-4	-1	-3	-2	-2
기타	17	20	12	13	12
법인세비용차감전순이익	161	167	135	201	238
법인세비용	30	48	31	47	55
계속사업순이익	131	120	103	155	183
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	131	120	103	155	183
당기순이익률 (%)	15.5	13.9	11.3	15.0	16.2
비지배자분순이익	1	1	1	2	2
지배자분순이익	130	118	102	153	181
지배순이익률 (%)	15.4	13.7	11.2	14.9	16.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	14	14	14	14
포괄순이익	131	134	118	169	197
비지배자분포괄이익	1	2	1	2	2
지배자분포괄이익	131	132	116	167	195

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	221	262	235	263	287
당기순이익	131	120	103	155	183
비현금항목의 가감	80	117	135	134	130
감가상각비	60	58	48	39	32
외환손익	0	-15	-9	-11	-10
자본법평가손익	0	1	43	43	43
기타	20	73	53	63	65
자산부채의 증감	50	41	14	1	4
기타현금흐름	-41	-15	-17	-28	-30
투자활동 현금흐름	-215	-176	4	4	4
투자자산	-86	-88	0	0	0
유형자산	-129	-96	0	0	0
기타	0	8	4	4	4
재무활동 현금흐름	-13	-17	-2	-2	-2
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-19	-15	0	0	0
기타	5	-2	-2	-2	-2
현금의 증감	-7	81	144	183	207
기초 현금	168	161	242	386	569
기말 현금	161	242	386	569	776
NOPLAT	108	120	113	159	183
FCF	90	125	176	200	219

자료: 솔브레인, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	345	521	675	876	1,099
현금및현금성자산	161	242	386	569	776
매출채권 및 기타채권	64	65	65	72	77
재고자산	73	91	89	101	110
기타유동자산	47	124	135	135	135
비유동자산	650	647	598	559	528
유형자산	462	508	460	421	389
관계기업투자금	132	84	86	87	89
기타금융자산	9	12	12	12	12
기타비유동자산	48	43	40	38	38
자산총계	995	1,168	1,272	1,435	1,626
유동부채	71	124	121	126	130
매입채무 및 기타채무	60	88	85	89	93
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	12	36	36	36	37
비유동부채	6	7	8	9	10
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6	7	8	9	10
부채총계	77	131	129	135	140
지배자분	891	1,008	1,111	1,264	1,445
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412	412
이익잉여금	459	562	665	818	999
기타자본변동	-8	-8	-8	-8	-8
비지배자분	27	29	32	36	42
자본총계	919	1,037	1,143	1,300	1,487
총차입금	2,733	2,325	1,951	1,763	1,593

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	16,759	15,226	13,169	19,712	23,285
PER	18.1	10.9	21.5	14.3	12.1
BPS	114,593	129,633	142,802	162,514	185,799
PBR	2.7	1.3	2.0	1.7	1.5
EBITDAPS	24,943	29,172	25,100	31,618	34,716
EV/EBITDA	11.4	4.3	8.9	6.3	5.0
SPS	108,507	110,992	117,412	132,590	145,032
PSR	2.8	1.5	2.4	2.1	1.9
CFPS	11,562	16,021	22,580	25,663	28,181
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	6.5	-22.6	2.3	5.8	12.9
영업이익 증가율	9.6	-35.5	25.8	-12.4	40.5
순이익 증가율	10.2	-21.9	-8.7	-13.5	49.7
수익성					
ROIC	32.8	20.1	21.3	20.8	30.9
ROA	18.4	13.5	10.9	8.4	11.3
ROE	23.0	15.6	12.5	9.7	12.9
안정성					
부채비율	17.0	8.3	12.6	11.3	10.4
순차입금비율	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
이자보상배율	703.0	1,613.5	2,077.5	1,819.6	2,556.1

티씨케이 064760

필연적인 메모리 고단화 수혜

Nov 10, 2025

Buy

신규

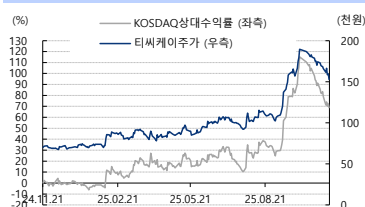
탄소 기반의 글로벌 반도체 부품 선도 기업**TP 210,000 원**

신규

Company Data

현재가(11/07)	152,700 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	189,500 원
52 주 최저가(보통주)	67,500 원
KOSPI (11/07)	3,953.76p
KOSDAQ (11/07)	876.81p
자본금	58 억원
시가총액	17,828 억원
발행주식수(보통주)	1,168 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	7.5 만주
평균거래대금(60 일)	128 억원
외국인지분(보통주)	63.30%
주요주주	
TOKAI CARBON Co.,Ltd	50.39%
케이씨	8.18%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-19.4	73.3	88.5
상대주가	-21.5	42.9	57.7



[IT/미드스몰캡] 박희철
3771- 9342,
parkh@iprovest.com

티씨케이는 일본 탄소 소재 전문 회사인 도카이카본과 국내 반도체 장비 업체인 케이씨텍의 합작사로 2013년 세계 최초 SiC 포커스링 상용화에 성공한 기업. 이후 Lam Research, Applied Materials, Tokyo Electron에 공급하며 SiC 포커스링 비포마켓의 핵심 업체로 공고한 입지 확보. SiC 포커스링 외에도 탄소 전문 모회사 기반의 고순도 탄소 제품군들을 전방 산업에 공급하고 있는 기업. 2025년 상반기 기준 사업부별 매출 비중은 SiC 약 82%, Graphite 약 13%, Susceptor 약 5%로 구성.

SiC 원천 기술 중심의 선단화 수혜

동사의 핵심 제품인 SiC 포커스링은 건식 식각 챔버의 핵심 소모품으로 고출력 플라즈마가 균일하게 식각할 수 있도록 돕는 제품. 특히 고종횡비 공정에서 필수적. 고종횡비 공정에서는 고출력의 플라즈마로 인해 파티클과 링 변형 문제가 생기는데 SiC는 높은 내플라즈마성의 소재로 이를 해결. 고단화 추세에 필수적인 소모품. V9, V10 투자와 함께 내년부터 NAND는 300단대 진입 전망. NAND 외에도 TSV 공정과 DRAM 선단화에 따른 고종횡비 공정 도입 등이 SiC 수요를 지속적으로 증가시키는 요인. 포커스링 차세대 소재인 B4C 또한 개발이 완료돼 미래에도 동사의 입지는 공고할 전망. SiC 원천 기술 기반의 기술 경쟁력도 핵심. 모든 장비사들에 SiC링을 공급하는 기업으로 테크 마이그레이션 수요에 직결될 전망. V9, V10 투자가 시작되는 현 시점에 필연적인 수혜 기대

목표주가 210,000원, 투자 의견 Buy로 커버리지 개시

티씨케이에 대해 목표주가 210,000원, 투자 의견 Buy로 커버리지를 개시. 2025년 매출액은 3,143억원(YoY + 14.0%), 영업이익 904억원(YoY + 12.0%, OPM 28.8%)으로 전망. NAND 전환 투자에 따라 전방 고객사 수요가 증가하는 기조. SiC 부문의 점진적인 실적 개선을 통해 내년 OPM 30% 돌파 전망. 업황과 마이그레이션을 감안했을 때 과거 P/E 밴드 상단 부근인 24배까지 접근 가능한 구간.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	226.7	275.7	314.3	369.9	407.2
YoY(%)	-29.1	21.7	14.0	17.7	10.1
영업이익(억원)	66.7	80.7	90.4	112.2	135.0
OP 마진(%)	29.4	29.3	28.8	30.3	33.2
순이익(억원)	61.2	72.0	75.7	97.0	116.7
EPS(원)	5,246	6,167	6,484	8,312	9,998
YoY(%)	-34.9	17.6	5.1	28.2	20.3
PER(배)	21.2	11.5	25.7	20.0	16.6
PCR(배)	14.8	7.8	17.3	14.5	12.5
PBR(배)	2.8	1.6	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA(배)	13.1	5.7	15.2	12.0	9.4

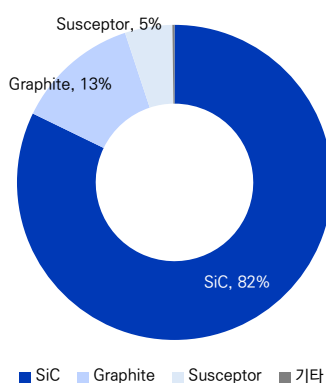
탄소 기반의 글로벌 반도체 부품 선도 기업

티씨케이(티씨케이)는 고순도 흑연 제품의 국산화를 위해 일본 탄소 소재 전문 회사인 도카이카본과 국내 반도체 장비 업체인 케이씨텍의 합작으로 1996년 설립된 기업이다. 도카이카본을 기반으로 고순도 흑연 제품을 다루는데 오랜 업력을 갖추고 있다. 2013년에는 세계 최초로 SiC 포커스링 상용화에 성공하며 삼성전자에 납품을 시작했으며, 이후 LAM Research, Applied Materials, Tokyo Electron에 납품하며 SiC 포커스링 비포마켓의 핵심업체로 자리 잡고 있다. 2025년 상반기 기준 매출액은 약 1,510억원(YoY + 18.6%)을 기록했으며, 이 중 SiC 포커스링 매출 비중은 약 82%로 구성되어 있다.

2025년 2분기 매출액은 약 727억원(YoY + 6.3%), 영업이익 195억원(YoY -4.0%, OPM 26.8%)을 기록했다. 부문별 상세 매출을 살펴보면 SiC 링 약 612억원(YoY + 11.4%), Graphite 제품군 약 77억원(YoY -4.4%), Susceptor 부문 약 36억원(YoY -30.4%)로 구성되어 있다. SiC 포커스링 중심의 성장세를 확인할 수 있는 대목이다. 동사의 핵심 고객사는 Lam Research로 2025년 선단 식각 공정 수요 증가에 따라 함께 꾸준한 실적 성장세를 보여주고 있다.

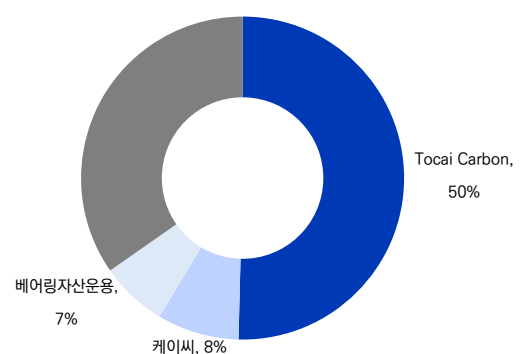
SiC는 고단화 추세에 따라 식각 공정 내 핵심 부품으로 부각되고 있다. 주로 NAND 세대 전환에 따른 레이어 수 증가가 핵심 수요지만, 최근 DRAM도 AI 수요로 인한 고층화, 대응 I/O수 증가에 따라 고층형비 공정의 수요가 빠르게 증가하고 있다. 현재 동사의 SiC링은 NAND향으로 약 70%, DRAM향으로 약 30% 대응하고 있는 것으로 파악된다. 이외에도 동사는 글로벌 Top SiC 공급 업체로 중국 내 반도체 역량 향상에 따른 수혜 가능성도 제기되고 있다.

[도표 121] 2025년 상반기 기준 부문별 매출 비중



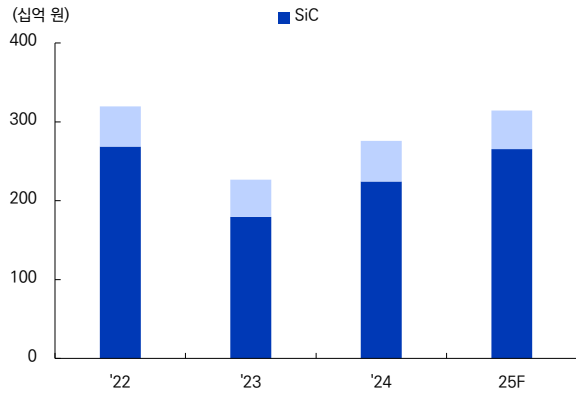
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 122] 티씨케이 주주구성(2025년 반기 보고서 기준)



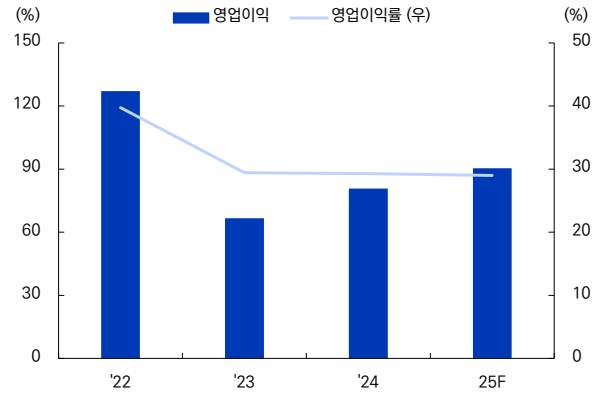
자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 123] 티씨케이 연간 매출액 추이



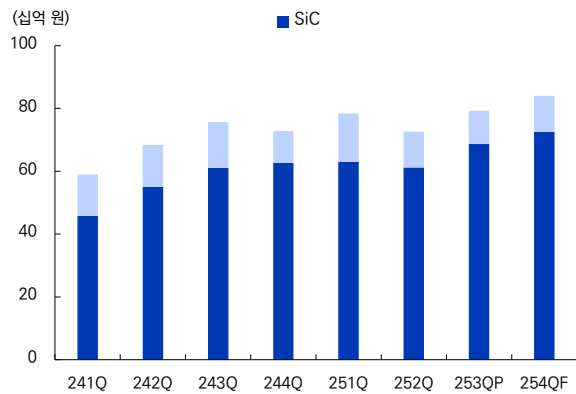
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 124] 티씨케이 연간 영업이익 추이



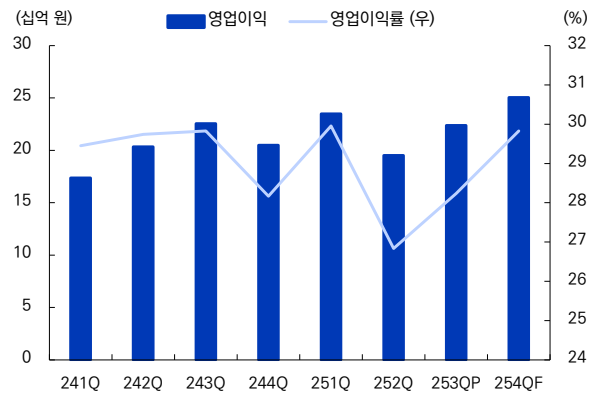
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 125] 티씨케이 분기 매출액 추이



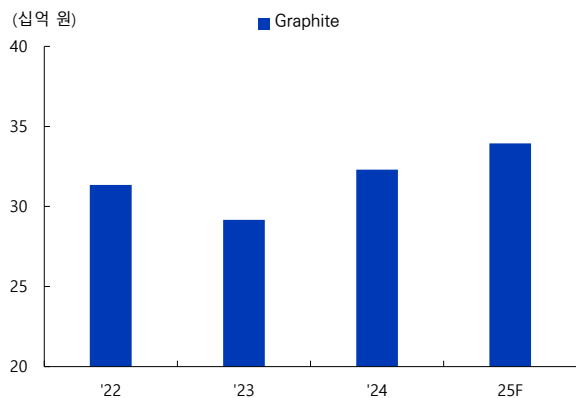
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 126] 티씨케이 분기 영업이익 추이



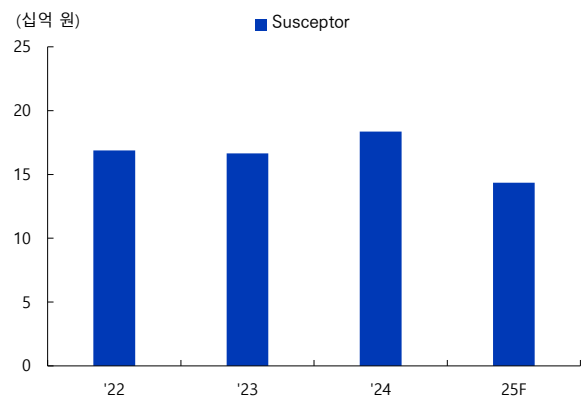
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 127] 티씨케이 Graphite 부문 매출 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 128] 티씨케이 Susceptor 부문 매출 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

① AI 수요와 연동될 SiC 포커스링 수요

동사의 핵심 제품인 SiC 포커스링은 건식 식각 챔버의 핵심 소모품으로 웨이퍼 가장자리에서 고출력 플라스마가 가장자리까지 균일하게 식각할 수 있도록 제어하는 가이드의 일종이다. 포커스링은 기존에는 주로 실리콘과 쿼츠를 통해 제조했었는데, 고종횡비 공정의 고출력 플라스마로 인해 파티클이 발생하거나 링이 변형되는 문제가 발생했다. 이를 해결하기 위한 소재가 SiC로 실리콘 대비 높은 내플라스마성을 가지고 있어 NAND 단수 증가에 따른 필수 부품으로 각광받고 있다.

최근 AI 인프라향 eSSD 수요 호조와 함께 NAND 공급 업체의 장비 전환 사이클이 가속화되고 있다. 동사의 핵심 고객사인 Lam Research는 최근 컨퍼런스 콜에서 NAND 부문의 매출액이 전환 투자로 인해 YoY +143%를 기록했다고 밝힌 바 있다. NAND 전환 투자에 따라 동사의 SiC 수요는 필연적으로 증가할 수 밖에 없는 구조이다. 시장 조사 기관에 따르면 글로벌 메이저 NAND 메이커들의 CAPEX는 올해 약 211억 달러, 내년엔 약 222억 달러가 집행될 것으로 기대되며, eSSD 수요는 올해 +36%, 내년 +43% 증가하며 NAND 투자를 촉진시킬 전망이다. NAND 단수 또한 내년 300단대에 진입함에 따라 SiC 포커스링의 수요를 크게 확대할 것으로 예상된다.

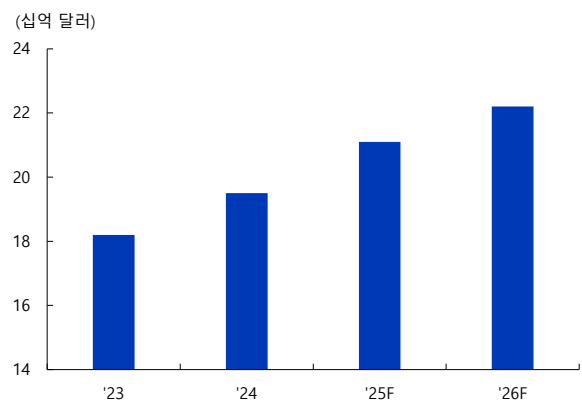
NAND 외에도 HBM의 TSV 공정, DRAM 선단 공정, 파운드리 미세화 등 AI 수요가 야기한 선단 공정 수요는 SiC 포커스링 시장을 확대시킬 수 있는 요인이다. HBM의 TSV 식각 홀도 고출력의 플라스마를 통한 공정이 필요하고, DRAM 또한 캐패시터 홀을 식각하기 위해 고종횡비의 공정이 다수 도입됐기 때문이다. AI 수요와 함께 SiC 포커스링 수요가 연동될 수 밖에 없다는 뜻이다. 동사는 SiC 포커스링의 Next로 예상되는 B4C 포커스링 개발도 완료해 선단 공정의 수요 변화에도 성공적으로 대응할 전망이다.

[도표 129] SiC 포커스링



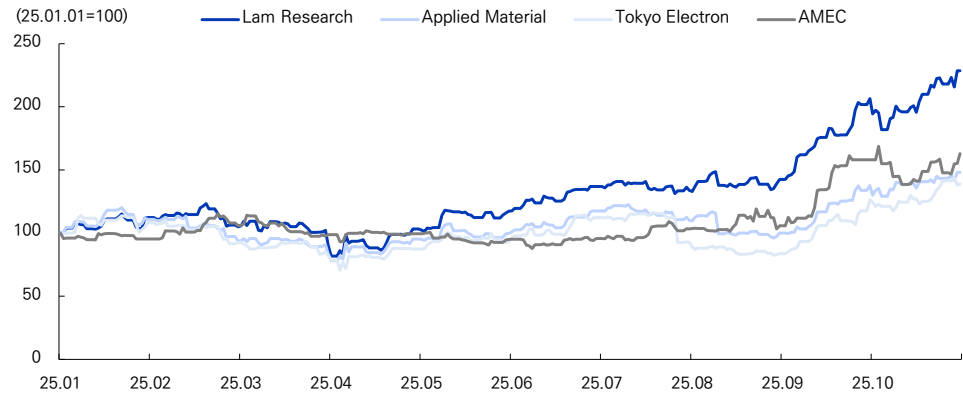
자료: 티씨케이, 교보증권 리서치센터

[도표 130] NAND CAPEX 추이



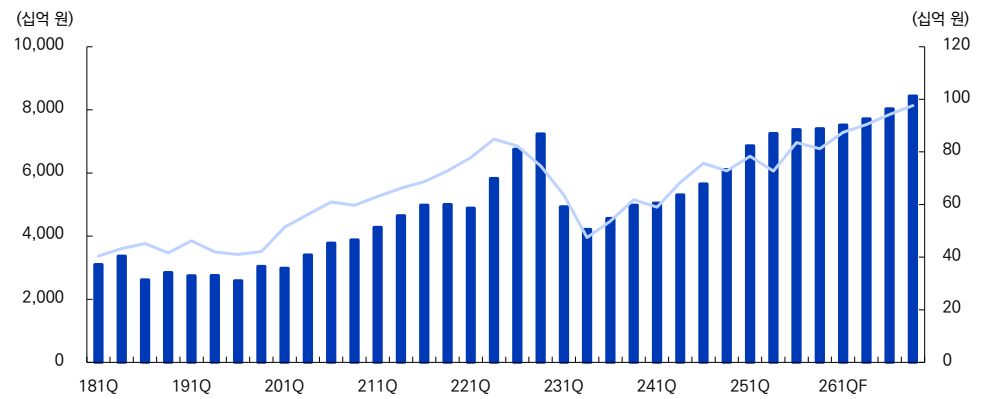
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 131] 주요 고객사별 주가 추이



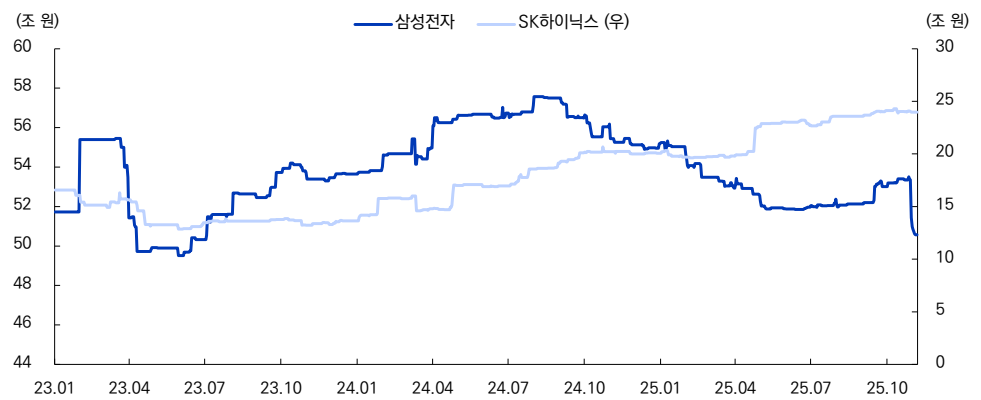
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 132] 핵심 고객사와 티씨케이 매출 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 133] 삼성전자와 SK 하이닉스 CAPEX 추이 및 전망치



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

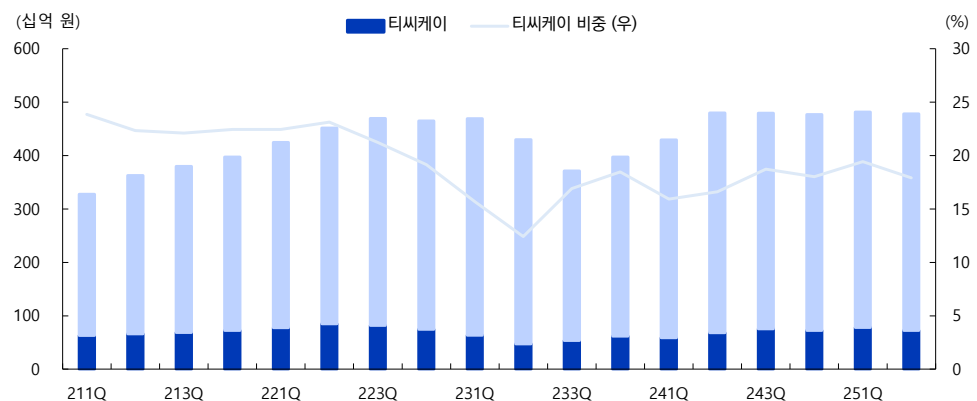
② 원천 기술 중심의 기술 경쟁력

SiC 포커스링을 세계 최초로 상용화 했던 기업인 만큼 원천 기술 경쟁력을 확보하고 있다. 원천 기술을 가진 업체인만큼 지역과 기업을 가리지 않고 거의 모든 장비사들에 SiC링을 공급하고 있다. 이에 따라 높은 비포마켓 점유율을 확보하고 있는 기업이다. 주요 장비 3사를 살펴보면 Lam Research에는 전량을 공급하고 있으며, Applied Material에서는 약 70~80% 점유율을 가지고 있고 이외의 분량은 CoorsTek이 공급하는 것으로 알려졌다. Tokyo Electron으로는 하나머티리얼즈와 양분해서 공급하고 있는 것으로 파악된다.

선단 공정일수록 원천 기술 경쟁력이 있는 동사를 선호할 수 밖에 없다. 기본적으로 비포마켓 외 애프터마켓 시장은 엔드유저 단에서 비용을 절감하기 위한 전략이다. SiC링 자체의 퀄리티는 비포마켓을 능가하기 어려운 것으로 파악된다. AI 수요로 인한 수요 증가 뿐만 아니라 마이그레이션으로 인한 수요 증가도 동사와 직접 연결되는 이유이다. 선단 공정으로 마이그레이션이 되면 수율이 중요해질 수 밖에 없고, V9, V10 투자가 시작되는 현 단계에 동사를 비용 절감 문제로 배제할 이유가 없다. 즉, 선단화에 따른 필연적인 수혜가 예상되는 기업이다.

기본적으로 IP를 가진 만큼 경쟁 환경 심화 가능성은 제한적이다. 동사는 최근 IP로 인한 특허 소송이 몇 차례 발생한 바 있다. 삼성의 애프터마켓 업체인 디에스테크노와의 특허 소송은 SiC의 물성과 열팽창 계수와 관련한 소송인데, 관련한 특허의 유효성을 인정 받은 상황이다. 동사 IP 침해 사항을 확인하고 절차가 진행될 것으로 예상된다. 이외에도 와이엠씨와 와이컴을 상대로 벌여온 특허 소송은 승소로 마무리되며 올해 안에 합의금 인식과 SiC 매출에 대한 로열티를 수취할 것으로 예상된다. 이처럼 애프터마켓 업체들이 동사의 IP를 회피해 경쟁 구도에 본격적으로 진입할 가능성은 제한적일 것으로 예상해 SiC 분야의 글로벌 Top-Tier로써의 입지를 지속적으로 공고히 할 전망이다.

[도표 134] 국내 반도체 Parts 시장과 티씨케이 비중



자료: Bloomberg, Quantwise 교보증권 리서치센터

투자의견 제시 및 Valuation

티씨케이에 대해 목표주가 210,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

티씨케이는 SiC 시장을 개척한 선도 기업으로 사이클에 따라 동행하는 경향이 강하다. 특히 주력 사업인 SiC 포커스링의 경우 비포마켓에서 동사와 비교할만한 기업이 없기 때문에 Peer를 통한 밸류에이션은 무의미하다고 판단한다. 메모리 사이클 유관 기업들처럼 지난 사이클 밸류에이션 상단에 접근할 수 있는지 여부가 중요할 것으로 예상한다.

동사의 지난 사이클 밴드 상단은 약 24배 수준으로 형성된 바 있다. 과거 대비 현 시점이 더 고평가 받을 수 있는 이유는 eSSD 호조로 인한 NAND 수요가 급증하고 있고, NAND의 고단화에 따라 SiC 포커스링 성장 가능성은 지난 사이클 대비 긍정적이기 때문이다. 특히, V9, V10으로의 마이그레이션은 NAND의 전반적인 고단화를 의미해 전환 투자와 함께 SiC 링의 수요가 크게 확장될 것으로 예상됨에 따라 과거 사이클 상단까지 충분히 접근할 수 있다고 판단한다.

2026년 동사에 대한 추정치는 매출액 3,699억원(YoY + 17.7%) 영업이익 1,122억원(YoY + 24.1%, OPM 30.3%)으로 전망하며, 이에 따라 2026년 EPS를 8,655로 도출하였다. 지난 사이클 대비 저평가 받을 이유는 제한적이라고 판단해 Historical P/E 밴드 상단 부근인 24배를 Target P/E로 산출했다.

[도표 135] 티씨케이 P/E Valuation (단위: 원, 배, %)		
구분	기업가치	비고
26F EPS	8,655	2026년 추정 EPS
Target P/E	24	과거 사이클 시기의 Historical P/E 상단
적정주가 산출	207,720	
목표주가	210,000	
현재주가	150,600	2025.11.07 종가 기준
상승여력	39.4	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 136] 티씨케이 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원, %)

	241Q	242Q	243Q	244Q	251Q	252Q	253Q(P)	254Q(F)	FY24	FY25(F)	FY26(F)
매출 합계	589.8	683.4	756.2	727.8	783.6	726.8	792.4	839.8	2,757.3	3,142.5	369.9
SiC	458.0	549.7	610.8	626.4	629.2	612.4	686.9	725.8	2,244.9	2,654.3	318.5
Graphite	79.3	80.8	98.2	64.7	114.8	77.2	687.5	785.9	323.0	339.4	346.6
Susceptor	50.0	51.4	45.7	36.5	37.8	35.8	357.1	341.9	183.6	143.5	162.5
기타	2.6	1.5	1.5	0.2	1.9	1.4	10.2	11.6	5.8	5.4	5.9
YoY (%)	(7.3)	44.1	40.8	17.6	32.9	6.3	4.8	15.4	21.7	14.0	17.7
SiC	(11.6)	56.7	39.7	28.0	37.4	11.4	12.5	15.9	25.0	18.2	20.0
Graphite	5.4	(0.9)	73.8	(17.4)	44.8	(4.4)	21.5	21.5	10.7	5.1	2.1
Susceptor	25.2	32.6	13.9	(23.5)	(24.4)	(30.4)	(6.4)	(6.4)	10.3	(21.9)	13.2
QoQ (%)	(4.7)	15.9	10.7	(3.8)	7.7	(7.3)	9.0	6.0			
SiC	(6.4)	20.0	11.1	2.5	0.4	(2.7)	12.2	5.7			
Graphite	1.2	1.9	21.5	(34.1)	77.5	(32.7)	(11.0)	14.3			
Susceptor	4.7	2.9	(11.1)	(20.1)	3.4	(5.3)	(0.2)	(4.3)			
영업이익	173.7	203.3	225.6	205.0	234.7	195.0	223.8	250.5	807.5	904.0	1,121.5
OPM (%)	29.4	29.7	29.8	28.2	30.0	26.8	28.2	29.8	29.3	28.8	30.3
YoY (%)	(21.5)	8.8	7.4	4.4	35.1	(9.8)	(5.3)	5.9	21.1	12.0	24.1
QoQ (%)	4.0	17.0	11.0	(9.1)	14.5	(16.9)	14.7	11.9			
지배주주순이익	155.9	190.3	187.2	186.5	195.2	159.9	171.4	229.5	719.9	757.0	970.4
YoY (%)	(8.0)	27.8	8.7	53.1	25.2	(16.0)	(8.5)	23.0	17.6	5.1	28.2

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[티씨케이 064760]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	227	276	314	370	407
매출원가	135	172	197	229	242
매출총이익	92	104	117	141	165
매출총이익률 (%)	40.6	37.8	37.3	38.0	40.6
판매비	25	23	27	28	30
영업이익	67	81	90	112	135
영업이익률 (%)	29.4	29.3	28.8	30.3	33.2
EBITDA	82	96	103	123	145
EBITDA Margin (%)	36.1	34.8	32.9	33.3	35.5
영업외손익	9	10	11	15	18
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	9	9	11	14	17
금융비용	0	0	0	0	0
기타	0	1	0	1	1
법인세비용차감전순이익	75	91	101	128	153
법인세비용	14	19	25	31	37
계속사업순이익	61	72	76	97	117
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	61	72	76	97	117
당기순이익률 (%)	27.0	26.1	24.1	26.2	28.7
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	61	72	76	97	117
지배순이익률 (%)	27.0	26.1	24.1	26.2	28.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	61	72	76	97	117
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	61	72	76	97	117

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	21	74	84	84	108
당기순이익	61	72	76	97	117
비현금항목의 가감	27	34	36	37	38
감가상각비	15	15	13	11	9
외환손익	1	-1	-2	-2	-2
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	11	21	26	28	31
자산부채의 증감	-37	-11	0	-19	-13
기타현금흐름	-30	-21	-29	-30	-34
투자활동 현금흐름	-34	-72	-4	-29	-26
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-47	-8	0	0	0
기타	14	-64	-4	-29	-26
재무활동 현금흐름	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	-13	2	89	64	91
기초 현금	45	32	34	123	187
기말 현금	32	34	123	187	279
NOPLAT	54	64	68	85	103
FCF	-15	61	81	78	100

자료: 티씨케이, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	334	406	495	605	732
현금및현금성자산	32	34	123	187	279
매출채권 및 기타채권	43	50	50	59	65
재고자산	66	69	68	80	88
기타유동자산	194	253	253	278	300
비유동자산	161	158	145	134	124
유형자산	157	150	137	127	117
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	1	4	4	4	4
기타비유동자산	3	4	3	3	3
자산총계	496	564	640	738	856
유동부채	35	45	44	46	47
매입채무 및 기타채무	22	28	27	29	30
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	13	17	17	17	17
비유동부채	2	3	3	3	4
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	3	3	3	4
부채총계	37	47	48	49	51
지배자분	458	516	592	689	806
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	6	6	6	6	6
이익잉여금	446	504	580	677	794
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	458	516	592	689	806
총차입금	2,733	2,325	1,951	1,763	1,593

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	5,246	6,167	6,484	8,312	9,998
PER	21.2	11.5	25.7	20.0	16.6
BPS	39,252	44,219	50,703	59,015	69,012
PBR	2.8	1.6	3.3	2.8	2.4
EBITDAPS	7,005	8,207	8,852	10,558	12,382
EV/EBITDA	13.1	5.7	15.2	12.0	9.4
SPS	19,414	23,617	26,917	31,685	34,882
PSR	5.7	3.0	6.2	5.3	4.8
CFPS	-1,254	5,206	6,924	6,640	8,528
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	-29.1	21.7	14.0	17.7	10.1
영업이익 증가율	-47.5	21.1	12.0	24.1	20.4
순이익 증가율	-34.9	17.6	5.1	28.2	20.3
수익성					
ROIC	27.5	27.7	30.4	38.8	45.6
ROA	12.5	13.6	12.6	14.1	14.6
ROE	14.0	14.8	13.7	15.2	15.6
안정성					
부채비율	8.1	9.2	8.0	7.2	6.3
순차입금비율	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율	2,417.3	2,525.7	2,827.5	3,507.9	4,222.9

티엘비 356860

제한적인 공급 업황 속 증설 사이클 속도

Nov 10, 2025

Buy

신규

메모리 모듈용 기판 전문 제조 기업

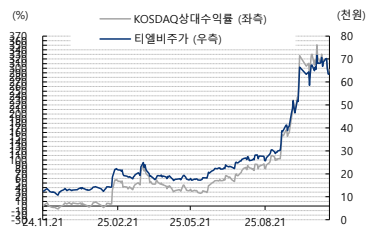
TP 83,000 원

신규

Company Data

현재가(11/07)	63,400 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	71,600 원
52 주 최저가(보통주)	10,720 원
KOSPI (11/07)	3,953.76p
KOSDAQ (11/07)	876.81p
자본금	49 억원
시가총액	6,234 억원
발행주식수(보통주)	983 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	61.1 만주
평균거래대금(60 일)	403 억원
외국인지분(보통주)	18.34%
주요주주	
백성현 외 8 인	29.12%
Morgan Stanley & Co.	6.14%
International plc	

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.7	255.6	357.8
상대주가	-7.1	193.1	283.0



[IT/미드스몰캡] 박희철
3771- 9342,
parkh@iprovest.com

티엘비는 메모리 모듈용 고다층 PCB를 제조하는 기업으로 주로 고성능 메모리 모듈을 대응. 핵심 제품군은 DDR5 서버용 메모리 모듈과 SSD용 모듈이 존재. 동사의 핵심 경쟁력은 BVH 공법을 통한 고다층 메모리 모듈 PCB 대응 역량으로 서버용 메모리 강세가 이어지는 현 시점에 강한 수혜를 보고 있는 기업. 특히 BVH 공법은 향후 SOCAMM, DDR6 등 Next 메모리에도 지속적으로 사용되는 공법. 중장기 성장이 이어질 전망. 2025년 2분기 기준 매출 비중은 DDR5 약 59%, SSD 약 36%, 그 외 5%로 구성.

서버 중심 업사이클 속 가시화되고 있는 램프업 청사진

서버용 메모리 모듈 스펙 향상 및 신규 메모리 모듈 대응으로 동사의 Blended ASP는 꾸준히 증가할 전망. 이는 CAPA 투자와 어우러져 호실적 기대감을 고조시키는 요소. 최근 차입금을 통해 베트남에 진행한 증설은 BVH 공정 병목 해소를 위한 선행 투자. 베트남 내에 이미 존재하는 패키징 전용 공장 내에 병목 공정 라인을 설치해 적기에 대응하기 위한 전략. 내년 SOCAMM 등의 신규 수요를 감안하면 공급은 지속적으로 제한적일 전망. 이에 따라 동사는 추가 완제품 공장을 증설할 가능성도 고조. ASP 상승과 CAPA 투자는 시장 기대감을 고조시키는 요인. 특히, AI 사이클의 핵심 수요인 서버용 DDR5를 공급하고 있으나, 서버용 SSD는 더 고다층의 메모리 모듈을 요구. BVH 공법이 필요해 Blended ASP 상승을 추가 자극할 전망.

목표주가 83,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

티엘비에 대해 목표주가 83,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시. 2025년 매출액은 2,583억원(YoY + 43.5%), 영업이익 277억원(YoY + 724.4%, OPM 10.7%)으로 전망. 급증한 수요로 인해 제한적인 글로벌 공급 환경 지속. 동사는 선행 투자 및 본격적인 투자까지 가시화되고 있는 시점. Peer 수준의 밸류에이션 평가는 정당하다고 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	171.3	180.0	258.3	315.6	364.9
YoY(%)	-22.7	5.1	43.5	22.2	15.6
영업이익(억원)	3.0	3.4	27.7	49.2	62.2
OP 마진(%)	1.8	1.9	10.7	15.6	17.0
순이익(억원)	2.5	3.6	22.8	40.6	52.0
EPS(원)	256	368	2,325	4,134	5,298
YoY(%)	-91.8	43.9	531.9	77.8	28.1
PER(배)	119.5	35.5	30.2	17.0	13.3
PCR(배)	25.3	10.6	20.0	12.4	10.2
PBR(배)	2.7	1.1	5.1	3.9	3.0
EV/EBITDA(배)	34.6	15.8	20.3	11.8	8.8

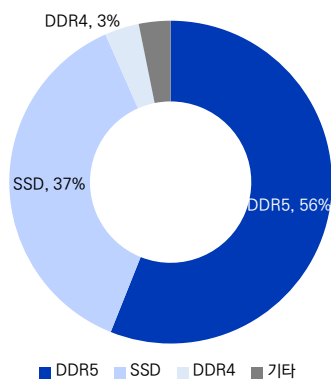
메모리 모듈용 기판 전문 제조 기업

티엘비는 2011년 설립된 PCB 전문 제조 기업으로 과거 대덕전자 TLB 부서에서 출범했다. 티엘비의 강점은 메모리 모듈용 고다층 PCB를 제조할 수 있는 역량으로 주로 서버, 고성능 PC 등에 탑재되는 메모리 모듈을 대응해왔다. 핵심 경쟁력은 BVH 공법에 있으며, BVH 공법이란 고다층화되는 PCB 내부 층을 연결하는 기술로 기판 두 장을 접합해 구현하는 공법이다. BVH 공법은 메모리 모듈 단까지 고다층화를 요구하는 현 AI 서버 및 스토리지 수요에 대응 가능한 기술력이다. 동사는 현재 주로 DDR5 서버용 메모리 모듈 기판과 SSD용 메모리 모듈 기판을 제조해 공급하고 있다. 주요 고객사는 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론이 존재한다.

2025년 2분기 동사의 매출액은 약 641억원(YoY + 62.2%), 영업이익은 약 69억원(YoY 흑자전환, OPM 10.7%)을 기록했다. 2025년 초부터 6400Mbps 수준을 요구하는 DDR5 서버용 수요가 급증하면서 작년 저점을 형성한 뒤 성공적인 턴어라운드를 보여주고 있다. 2025년 2분기 기준 부문별 매출액은 DDR5 379억원(YoY + 118.6%), SSD 약 230억원(YoY + 36.2%), 기타 약 32억원으로 구성되어 있다. 2024년까지 SET 수요 부진이 두드러짐에 따라 SSD 매출 비중이 전체 약 50%를 차지했으나, 올해는 서버용 DDR5 수요 증가에 따라 DDR5 제품군의 매출 비중이 약 60% 수준까지 확대되었다.

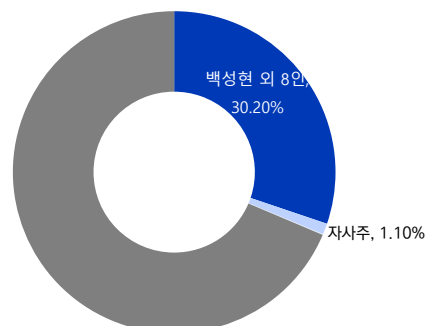
최근에는 SOCAMM 등 Next 메모리 모듈에 힘입어 중장기 성장을 목표하고 있다. SOCAMM 또한 LPDDR의 일종으로 동사가 대응 가능한 영역이다. SOCAMM은 현재 2세대 제품군이 표준화된 상황으로 다양한 글로벌 고객사가 고성능 대응을 위해 선택할 것으로 예상된다. SOCAMM은 현재 메모리 3사가 모두 대응하는 제품군으로 내년부터 HPC 중심으로 본격적인 탑재가 기대되는 Next 메모리 모듈이다. 동사 또한 Top-Tier 3개사와 함께 밸류체인을 구성할 것으로 전망한다.

[도표 137] 1Q25 기준 부문별 매출 비중



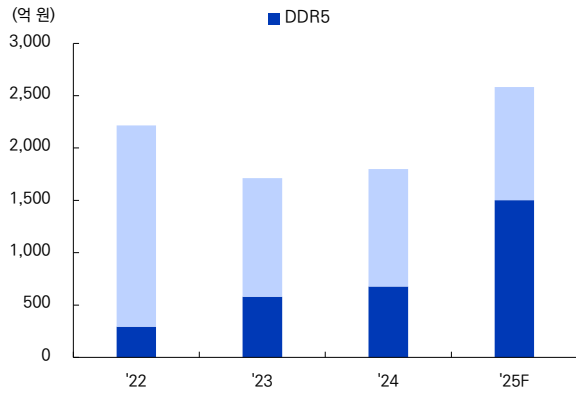
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 138] 티엘비 주주구성(2025년 반기 보고서 기준)



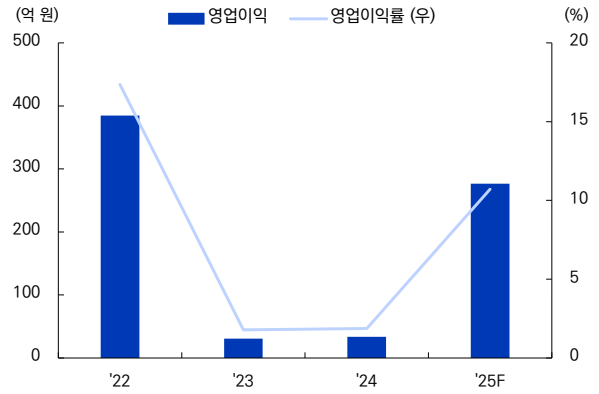
자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 139] 티엘비 연간 매출액 추이



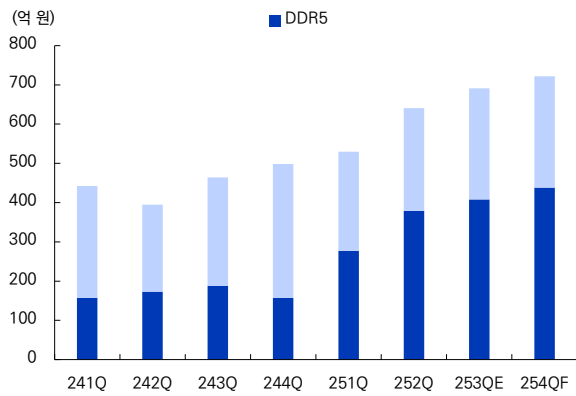
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 140] 티엘비 연간 영업이익 추이



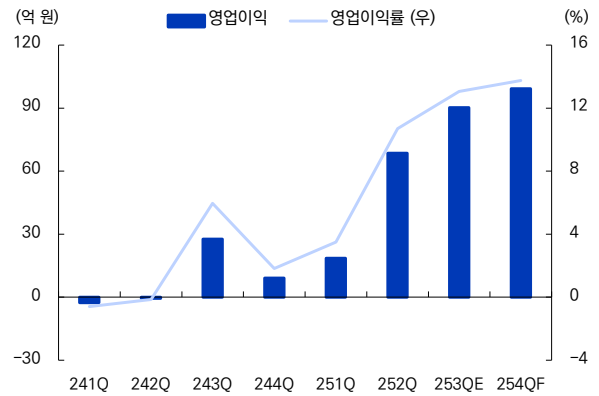
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 141] 티엘비 분기 매출액 추이



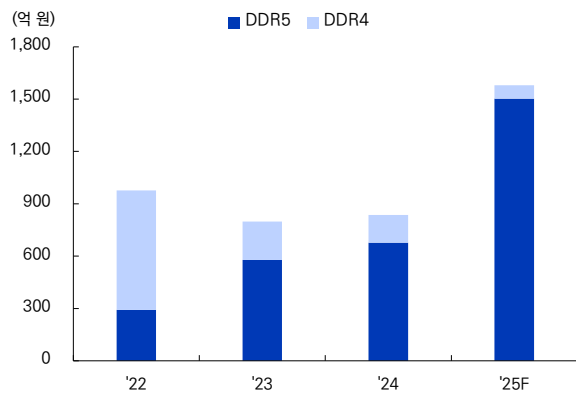
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 142] 티엘비 분기 영업이익 추이



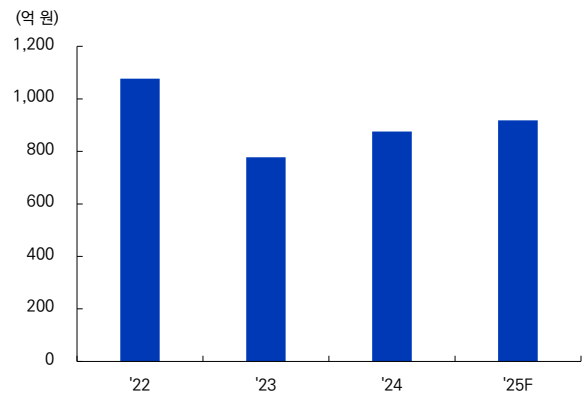
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 143] 티엘비 DRAM 부문 매출 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 144] 티엘비 SSD 부문 매출 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

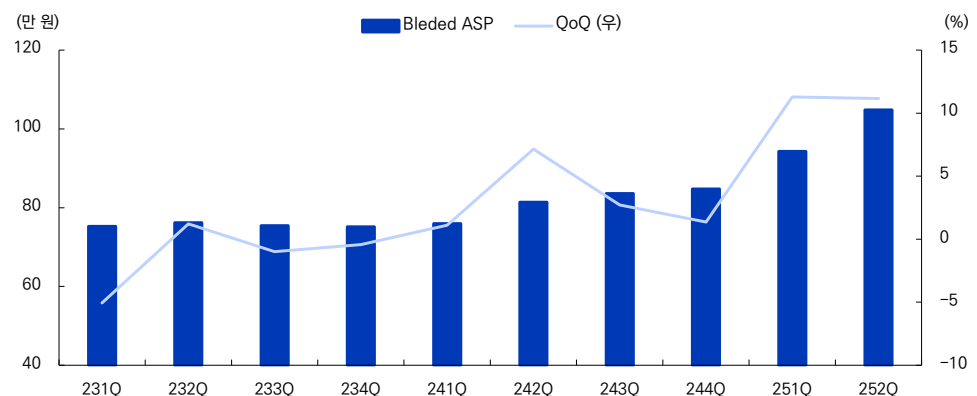
① 서버용 수요 지속 확대 전망

2025 년 초부터 DDR5 서버용 메모리 모듈 스펙 향상이 두드러진다. 올해 초부터 DDR5 6,400Mbps 제품군이 채택되기 시작하면서 BVH 공법이 적용된 동사의 제품군의 수요가 크게 확대됐다. 서버용 수요가 지속되는 한 BVH 공법이 적용되는 고다층 메모리 모듈 기반의 수요도 견조할 것으로 예상된다. 특히 스펙 향상까지도 지속될 것으로 예상되는 점도 긍정적이다. 스펙 향상은 해당 스펙으로 고객사와 가격 협상을 새로 진행하기 때문에 ASP를 끌어올리는 요인으로 작용한다. 실제로 6,400Mbps 제품군의 비중이 늘어남에 따라 동사에게는 Mix 개선 효과가 발생한 바 있다. 현재는 7,200Mbps 제품 또한 고객사로 공급되기 시작한 것으로 파악된다. Blended ASP 증가 효과에 따라 마진 개선세도 중장기적으로 이어질 전망이다.

SOCAMM, DDR6 등 Next 어플리케이션 확장도 성공적으로 진행 중이다. 먼저 SOCAMM의 경우 Nvidia가 제시한 커스텀 LPDDR 형태로 시작했으나, 최근 2세대 제품군은 JEDEC 표준화가 완료됨에 따라 다양한 글로벌 고객사 채택이 기대되는 제품군이다. 동사는 SOCAMM 1세대는 물론이며, 2세대 메모리 모듈까지 모두 개발이 완료됨과 동시에, Top-Tier 메모리 3사 모두 고객사로 확보하고 있다. 시장 개화 시 두드러진 성과가 기대되는 부문이다. 특히, 국내 1개사와는 공동 개발 기여가 인정받아 초도 물량 퍼스트 벤더로 납품될 예정인만큼 SOCAMM향 수혜 강도가 강할 것으로 예상된다. DDR6 또한 JEDEC 표준이 완료되었는데, DDR5와 유사하게 BVH 공법이 지속적으로 필요할 전망이다. 세대 전환에 따른 Loss는 제한적일 것으로 예상된다.

SSD 모듈도 eSSD 호조와 함께 동사의 실적 하방을 지지할 전망이다. 현 시점에서는 SSD 모듈 대비 DDR5가 고부가 제품군인만큼 DDR5 위주의 실적 개선세가 이어지고 있으나, eSSD 호조 또한 핵심 포인트이다. SSD 제품군도 서버용의 경우 더 고다층의 메모리 모듈 PCB를 요구하고 있어 BVH 공법이 필요하다. 시장 전망에 따르면 eSSD 수요는 올해 약 +36%, 내년 약 +43%의 성장이 이어질 것으로 파악돼, 관련 대응 역량이 뛰어난 동사의 실적 하방이 지지될 전망이다.

[도표 145] Blended ASP 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

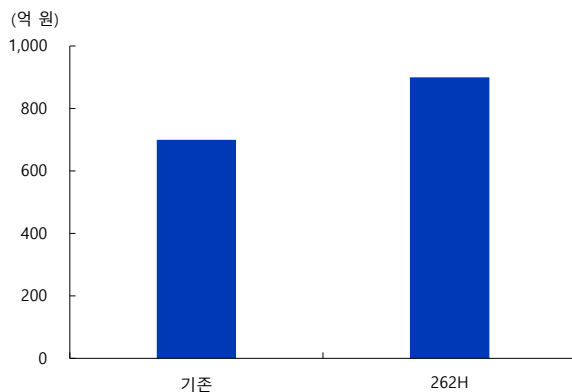
② 빨라진 증설 결정

BVH 공법은 CAPA 소요가 큰 방식이다. 기본적으로 두 개의 기판을 만들어 하나로 접붙이는 방식이기 때문이다. 올해 초부터 수요가 빠르게 확대된 6,400Mbps 서버용 제품군은 BVH 공법을 사용하는 제품군으로 동사의 공시 가동률을 크게 왜곡하고 있다. 올해 상반기 동사의 공시 가동률은 약 69% 수준이나, BVH 공법의 특성을 고려하면 Full CAPA 수준으로 확인된다. BVH 공법에 투자된 기업은 제한적이다. 특히, 경쟁 구도도 제한적이다. 국내에서는 심텍, 코리아씨키트 정도가 메모리 모듈 PCB를 대응할 수 있고, 글로벌로 봐도 경쟁 구도에 Unimicron Technology, Tripod Technology, APCB 정도가 대응 가능한 것으로 파악된다. 제한적인 CAPA 속 수요 증가에 따른 증설 스토리가 유효할 전망이다.

동사는 지난 9월 19일 단기 차입금 300억을 통한 베트남 선제 투자를 공시한 바 있다. 기존에 존재했던 베트남 패키징 공장에 BVH 병목 공정을 일부 증설하는 투자로 해당 투자를 통해 연간 생산 물량 기준 약 +30% 이상 늘어날 전망이다. 본격적인 가동은 내년 상반기 내로 예상되며, 하반기부터는 램프업된 양산 물량이 출하될 것으로 예상한다. 즉, 현재 ASP가 유지된다고 가정하면 내년 약 200억원 이상 매출이 증가할 것으로 예상되는데, 동사의 ASP는 서버용 메모리 모듈 스펙 향상과 신규 제품 매출 추가로 인해 지속 개선되는 분위기임을 감안하면 추가 매출 추이가 두드러질 전망이다.

향후 추가 증설 가능성도 열려있다. 과거 이수페타시스의 MLB 보드 수요 증가에 따른 증설 전략과 유사하다. 글로벌 공급 확대는 제한적인 가운데 급증하는 수요로 증설 전략이 매우 유효할 수 있다는 뜻이다. 추가 증설에 대한 구체적인 전략은 없으나, 국내 추가 부지 구매 또는 베트남 유희 부지 증설 카드를 검토하고 있는 것으로 파악된다. 특히, 2차 증설의 경우 완제품 공장을 증설하기 때문에 CAPA-Up에 따른 성장 전략이 두드러질 것으로 예상한다.

[도표 146] 티엘비 증설 이후 평균 분기 매출 예상



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 147] 티엘비 베트남 공장 부지



자료: 티엘비, 교보증권 리서치센터

투자의견 제시 및 Valuation

티엘비에 대해 목표주가 83,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

동사에 대한 목표주가는 Peer를 활용한 P/E 밸류에이션을 통해 도출했다. 동사의 Peer로는 유사한 메모리 모듈 PCB를 제조하는 심텍, Tripod Technology(3044-TW)와 HDI 기판 사업에 강점을 가지는 Unimicron Technology(3037-TW)를 포함하여 도출하였다. 마지막으로 서버향 선단 수요를 대응할 수 있다는 점과 글로벌 Peer CAPA 확대가 제한적인 MLB와 유사점이 있다고 판단. 대표적인 기업 중 Outlier를 제외한 TTM Technologies(TTMI-US)를 Peer에 편입하여 도출하였다.

현재 메모리 모듈 PCB는 HDI 기판 역량을 통해 생산할 수 있음과 동시에 고단화 추세로 인해 BVH 공법 Shortage까지 발생하고 있는 상황이다. 과거 MLB 기판이 주목 받기 시작한 요인과 비슷한 시점이라고 판단한다. 특히, 동사의 경우 Shortage 해결을 위해 증설 전략까지 긍정적으로 검토하고 있어, 서버용 수요가 중장기 지속되는 한 지속적인 EPS 성장이 예상된다.

현재 높은 프리미엄을 받고 있는 MLB 기판 전문 제조 업체인 이수페타시스와 증설을 통한 성장 전략이 유사하다고 판단하고 있으며, 메모리 모듈 기판과 과거 네트워크용 MLB 기판이 주력 시장과 동떨어져 소외 받았다가 AI 수요와 함께 강한 수요세가 이어진다는 점 또한 유사해 Peer 그룹을 통해 도출한 P/E 20배 수준은 무리 없다고 판단한다.

동사에 대한 추정치는 2026년 매출액 3,156억원(YoY + 22.2%), 영업이익 492억원(YoY + 77.9%, OPM 15.6%)으로 전망한다. 2026년 하반기부터 1차 증설 물량이 반영되기 시작할 것으로 예상하고 2차 증설까지 검토하고 있는 단계이다. 현재 2026년 EPS 기준 15배 수준은 큰 부담이 없는 구간으로 판단한다.

[도표 148] 티엘비 P/E Valuation (단위: 원, 배, %)		
구분	기업가치	비고
26F EPS	4,134	2026년 추정 EPS
Target P/E	20	심텍, Tripod, Unimicron, TTM Peer 12MF P/E 평균
적정주가 산출	82,680	
목표주가	83,000	
현재주가	63,400	2025.11.07 종가 기준
상승여력	30.9	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 149] 티엘비 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원, %)

	241Q	242Q	243Q	244Q	251Q	252Q	253Q(F)	254Q(F)	FY24	FY25(F)	FY26(F)
매출 합계	442.5	394.8	464.5	498.2	529.9	640.5	691.0	721.9	1,800.0	2,583.3	3,156.4
DDR5	157.5	173.3	188.3	157.7	277.1	378.9	408.2	438.0	676.9	1,502.1	2,021.5
SSD	207.1	168.6	216.7	283.0	207.2	229.7	237.7	243.5	875.3	918.0	978.5
DDR4	47.3	37.9	41.6	32.6	25.4	14.9	20.0	17.2	159.5	77.6	60.7
기타	30.5	15.0	17.9	24.9	20.1	17.0	25.2	23.3	88.3	85.6	95.7
YoY (%)	6.7	(7.0)	18.2	3.6	19.8	62.2	48.8	44.9	5.1	43.5	22.2
DDR5	62.3	12.2	13.3	(2.1)	75.9	118.6	116.7	177.8	16.9	121.9	34.6
SSD	(1.9)	(7.2)	33.8	26.8	0.1	36.2	9.7	(14.0)	12.5	4.9	6.6
DDR4	(39.0)	(34.3)	7.9	(28.6)	(46.3)	(60.6)	(51.9)	(47.1)	(27.3)	(51.3)	(21.7)
QoQ (%)	(8.0)	(10.8)	17.6	7.2	6.4	20.9	7.9	4.5			
DDR5	(2.2)	10.0	8.7	(16.3)	75.8	36.7	7.7	7.3			
SSD	(7.2)	(18.6)	28.5	30.6	(26.8)	10.8	3.5	2.4			
DDR4	3.7	(19.9)	9.7	(21.5)	(22.1)	(41.3)	33.9	(13.7)			
영업이익	(2.6)	(0.6)	27.7	9.1	18.5	68.5	90.3	99.2	33.6	276.6	492.4
OPM (%)	(0.6)	(0.2)	6.0	1.8	3.5	10.7	13.1	13.7	1.9	10.7	15.6
YoY (%)	적전	적전	흑전	(23.8)	흑전	흑전	119.2	655.3	10.2	724.3	78.0
QoQ (%)	적전	적지	흑전	(67.3)	104.6	269.4	31.8	9.9			
지배주주순이익	2.3	11.3	7.9	14.5	8.8	45.1	52.4	122.1	36.0	228.3	406.0
YoY (%)	(87.6)	(6.2)	흑전	182.1	287.0	299.5	564.1	740.3	43.4	534.7	77.8

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[티엘비 356860]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	171	180	258	316	365
매출원가	160	166	219	253	287
매출총이익	11	14	39	63	78
매출총이익률 (%)	6.6	7.8	15.3	20.0	21.3
판매비	8	11	12	14	15
영업이익	3	3	28	49	62
영업이익률 (%)	1.8	1.9	10.7	15.6	17.0
EBITDA	9	10	34	55	67
EBITDA Margin (%)	5.4	5.7	13.1	17.4	18.4
영업외손익	0	2	2	3	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	2	4	7
금융비용	-1	-2	-2	-3	-3
기타	1	2	1	1	1
법인세비용차감전순이익	3	5	30	53	67
법인세비용	1	1	7	12	15
계속사업순이익	3	4	23	41	52
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	4	23	41	52
당기순이익률 (%)	1.5	2.0	8.8	12.9	14.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	3	4	23	41	52
지배순이익률 (%)	1.5	2.0	8.8	12.9	14.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	1	1
포괄순이익	2	4	24	41	53
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	2	4	24	41	53

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-2	5	33	37	49
당기순이익	3	4	23	41	52
비현금항목의 가감	9	8	12	15	16
감가상각비	6	7	6	5	5
외환손익	0	-1	-1	-1	-1
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4	3	7	11	12
자산부채의 증감	-5	-7	5	-8	-7
기타현금흐름	-8	-1	-7	-10	-12
투자활동 현금흐름	-30	-4	3	3	2
투자자산	0	2	2	2	2
유형자산	-25	-18	0	0	0
기타	-5	11	1	0	0
재무활동 현금흐름	11	6	7	16	16
단기차입금	5	6	14	4	4
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	13	5	12	12	12
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-2	0	0	0
기타	-4	-3	-19	-1	-1
현금의 증감	-20	7	44	57	68
기초 현금	31	11	18	62	119
기말 현금	11	18	62	119	188
NOPLAT	2	2	21	38	48
FCF	-21	-15	32	36	46

자료: 티엘비, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	68	71	116	184	263
현금및현금성자산	11	18	62	119	188
매출채권 및 기타채권	23	25	20	24	28
재고자산	21	25	29	36	41
기타유동자산	13	3	4	5	7
비유동자산	105	117	109	102	95
유형자산	91	105	99	93	89
관계기업투자금	2	0	-2	-4	-6
기타금융자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	12	12	12	12	12
자산총계	173	188	225	286	358
유동부채	35	53	54	62	69
매입채무 및 기타채무	19	21	27	31	34
차입금	5	11	24	29	33
유동성채무	10	18	0	0	0
기타유동부채	1	3	3	3	3
비유동부채	27	24	36	48	61
차입금	26	23	35	48	60
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1	1
부채총계	62	76	90	110	130
지배지분	110	112	135	176	228
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	31	31	31	31	31
이익잉여금	76	77	100	141	193
기타자본변동	-1	-2	-2	-2	-2
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	110	112	135	176	228
총차입금	2,733	2,325	1,951	1,763	1,593

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	256	368	2,325	4,134	5,298
PER	119.5	35.5	30.2	17.0	13.3
BPS	11,213	11,399	13,724	17,858	23,156
PBR	2.7	1.1	5.1	3.9	3.0
EBITDAPS	939	1,035	3,439	5,571	6,831
EV/EBITDA	34.6	15.8	20.3	11.8	8.8
SPS	17,422	18,307	26,273	32,101	37,111
PSR	1.8	0.7	2.7	2.2	1.9
CFPS	-2,176	-1,533	3,266	3,640	4,695
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	-22.7	5.1	43.5	22.2	15.6
영업이익 증가율	-92.1	10.3	724.4	77.9	26.3
순이익 증가율	-91.8	43.4	534.7	77.8	28.1
수익성					
ROIC	2.3	2.0	16.8	31.1	39.0
ROA	1.5	2.0	11.1	15.9	16.2
ROE	2.3	3.3	18.5	26.2	25.8
안정성					
부채비율	56.5	68.1	66.5	62.8	57.2
순차입금비율	24.1	27.6	26.7	26.8	26.0
이자보상배율	2.4	1.9	13.3	18.6	19.3

제이앤티씨 204270

AI 시대에 주목 받을 유리 전문가

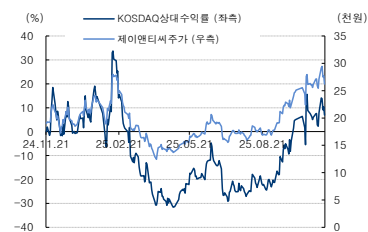
Nov 10, 2025

Not Rated

Company Data

현재가(11/07)	26,200 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	29,450 원
52 주 최저가(보통주)	12,450 원
KOSPI (11/07)	3,953.76p
KOSDAQ (11/07)	876.81p
자본금	289 억원
시가총액	15,156 억원
발행주식수(보통주)	5,785 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	51.3 만주
평균거래대금(60 일)	136 억원
외국인지분(보통주)	2.45%
주요주주	
진우엔지니어링 외 4 인	66.11%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.4	81.3	49.3
상대주가	1.7	49.5	24.9

커넥터 및 유리 정밀 가공 업체

제이앤티씨는 주로 모바일에 탑재되는 커넥터와 강화유리 가공 업체로 디스플레이를 보호하는 3D 커버글라스가 주력 제품이었던 기업. 핵심 고객사의 매출 변동 및 신제품 부재 영향으로 인해 커버 글라스 사업은 다소 부진. 커넥터 부문은 국내 모바일 SET 메이커향으로 약 80% 이상 공급. 2025년 상반기 기준 매출 비중은 커버글라스 약 59%, 커넥터 약 41%로 구성.

높은 AI 노출도의 유리 신사업 가시화

동사는 강화유리 가공 기술 경쟁력을 기반으로 HDD에 탑재되는 유리 플래터와 차세대 아이টে으로 주목 받는 유리기관 사업에 본격적으로 진출할 전망. 먼저, 유리 플래터의 경우 AI 서버 수요 급증으로 인한 HDD 공급 부족에서 이원화 니즈가 발생. 정밀 유리 가공 역량을 갖춘 동사가 미국의 글로벌 HDD 기업 향으로 유리 플래터를 공급할 것으로 기대. 기존 유리 플래터 플레이어인 일본 업체는 독점적인 지위를 갖춰 50%에 육박하는 높은 영업이익률을 영위. 베트남에 유리플래터 사업을 위한 시설 투자가 진행되고 있으며, 내년 1분기면 완공해 양산 대응할 것으로 전망. 유리기관의 경우 전사의 모든 역량을 집중해 준비하고 있는 차세대 제품. 동사는 TGV 가공을 위한 홀 가공 → 식각 → 도금 → 연마가 모두 가능한 기업. 특히 모회사와 자회사를 통해 내재화된 기술을 기반으로 하는만큼 사업성이 뛰어날 것으로 기대. 유리기관 또한 내년부터 양산 대응을 목표. 수주 확보 시 베트남 공장 증설을 통해 양산 물량을 대응해 나갈 전망.

2026년 매출액 Double-Up 기대

유리 플래터 사업은 증설을 진행하며 가시화된 상황으로 판단. 본업과 유리 플래터 사업의 추정 사업 규모를 감안하면 2026년에는 매출액이 6,000억원을 상회할 전망. 고부가의 유리 플래터 사업으로 인한 이익 개선 폭은 함께 따라올 예정. 추가로 유리기관 사업 가시화에 따라 추가 실적 개선 가능성도 효호. 사업 귀추에 주목 필요.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액(억원)	348	203	161	323	273
YoY(%)	-9.9	-41.7	-20.4	100.5	-15.5
영업이익(억원)	75	-31	-44	29	-46
OP 마진(%)	21.6	-15.3	-27.3	9.0	-16.8
순이익(억원)	59	-34	-59	18	-33
EPS(원)	1,041	-581	-1,016	307	-577
YoY(%)	-38.5	적전	적지	흑전	적전
PER(배)	11.1	-13.0	-5.8	39.2	-32.7
PCR(배)	5.2	46.2	18.0	10.2	33.2
PBR(배)	1.7	1.2	1.0	2.0	3.2
EV/EBITDA(배)	5.2	121.9	57.7	10.3	96.1



[IT/미드스몰캡] 박희철
3771- 9342,
parkh@iprovest.com

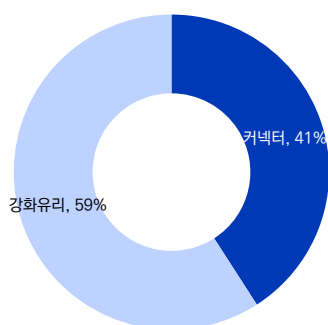
커넥터 및 유리 정밀 가공 업체

제이앤티씨는 1996년 설립된 커넥터 및 강화유리 가공 업체로 디스플레이를 보호하는 3D 강화 유리 커버글라스를 주력으로 생산해왔다. 주력 어플리케이션은 모바일 전면 디스플레이에 탑재되는 커버글라스이지만, 이외에도 카메라 윈도우 글라스, 차량용 커버 글라스 등 어플리케이션을 다양화했다. 커버글라스의 핵심 고객사는 중화권 업체로 최근 미중 무역 분쟁에 타격이 있었으나, 사업 다각화와 고객사 다변화를 통해 또 한 번 성장 기회를 목표하고 있다. 커버글라스 외에도 커넥터 사업을 오랜 기간 진행해왔으며, 2025년 상반기 기준 매출액은 약 1,041억원(YoY + 0.0%)이며, 매출 비중은 커버글라스 약 59%, 커넥터 약 41%로 구성되어 있다.

2025년 2분기 매출액은 약 561억원(YoY -14.2%), 영업적자 238억원(YoY 적자지속)을 기록했다. 부진한 실적은 커버글라스 부문 핵심 고객사인 중화권 업체의 신제품 부재에 따른 영향으로 파악된다. 최근 차량용으로 매출처 다변화 노력을 지속해 유수의 글로벌 자동차 메이커향으로 탑재가 이어지고 있으나, 전사 매출을 견인하기에는 다소 아쉬운 것으로 파악된다. 다만 커넥터 부문의 경우 국내 모바일 SET 메이커향으로 80% 이상 공급하고 있는데, 최근 폴더블 모델의 호조세로 꾸준한 상승세를 보여주고 있다.

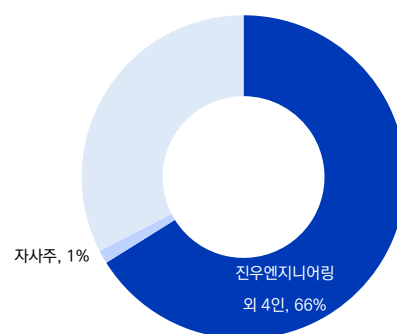
동사는 기존 사업의 경쟁력을 바탕으로 AI 시대에 부합하는 매출처를 확보할 전망이다. 핵심은 유리 코어 기판과 유리 플래터 사업이다. 유리 코어 기판 기술은 AI 시대에 기존 소재의 한계를 돌파할 수 있는 차세대 기술로 첨단 패키징 업계의 주목을 받고 있다. 동사는 유리 코어 기판을 글로벌 OSAT나 기판 업체, IDM에 공급해 성장을 도모하고 있다. 유리 플래터의 경우 HDD에 들어가는 핵심 부품으로 미국 HDD 업체와 긴밀한 논의가 진행되고 있다. 향후 연간 매출 3,000억원에 OPM 30~40% 수준의 실적 기여가 기대된다.

[도표 150] 2025년 상반기 기준 부문별 매출 비중



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 151] 제이앤티씨 주주구성(2025년 반기 보고서 기준)



자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

① HDD 유리 플래터 사업 진출

제이앤티씨의 주력 사업은 강화 유리 사업 부문으로 디스플레이를 보호하는 커버글라스를 제조하는 업체이다. 특히, 핵심 경쟁력은 강화유리를 3D 형태로 가공하는 정밀 가공 역량으로 유리 소재를 원하는 방향으로 가공하는 역량이 우수한 기업이다. 핵심 경쟁력을 바탕으로 하드 디스크에 탑재되는 핵심 부품 유리 플래터 사업을 진출할 것으로 예상된다.

이미 지난 9 월 신규 사업인 유리 플래터 양산을 위한 시설 투자 공시와 자금 조달을 진행한 바 있다. 베트남에 소재한 동사의 자회사 부지에 유리 플래터 양산 공장을 구축할 전망이다. 유리 플래터 사업은 연말 이내에 수주를 통해 구체화될 것으로 기대되며, 베트남 양산 공장은 내년 2 분기부터 가동될 것으로 예상된다.

동사가 신규로 해당 사업에 진출하게된 배경은 서버용 스토리지 Shortage 에 따른 고객사의 이원화 니즈에서 비롯한다. 기존의 유리 플래터는 일본 기업의 독과점적인 지위로 공급되던 부품으로 데이터센터로 인해 야기된 고용량 HDD 수요를 대응하기에 병목이 발생하고 있는 것으로 파악된다. eSSD 등으로 공급 부족 분이 일부 채워질 것으로 예상하지만, 비용 측면에서 HDD 가 서버용 스토리지 내에서 가져가는 역할이 분명하기 때문에 서버 투자 지속과 함께 HDD 부족 현상은 지속될 전망이다. 대표적인 HDD 기업인 Seagate 는 최근 실적 발표에서 2027 년까지 수요를 기 확보한 것으로 언급한 바 있다.

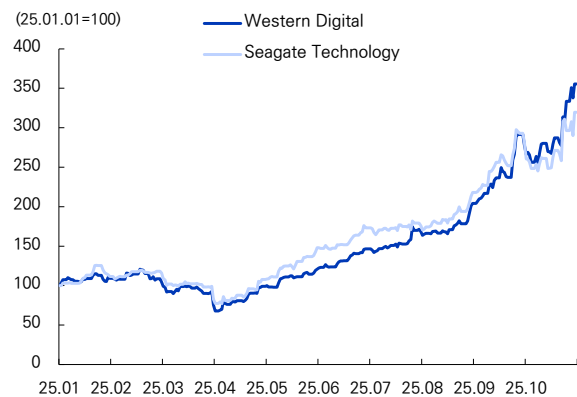
유리 플래터는 고부가 부품으로 동사 실적 개선에 크게 기여할 것으로 판단한다. 기존 유리 플래터를 독과점적으로 공급해온 일본 기업은 약 50%를 상회하는 마진율을 자랑한다. 플레이어가 제한적인 만큼 부품 공급자의 우위가 있어온 시장이다. 제이앤티씨가 이번 유리 플래터 사업에 진출하며 일부 이원화되었으나, 견조한 마진율을 유지할 것으로 예상된다. 수요 부족으로 인한 이원화이기 때문이다. 동사는 2026년 유리 플래터 사업에서 약 3,000억원 이상의 매출 기여를 기대하고 있다.

[도표 152] HDD 구조



자료: Hoya, 교보증권 리서치센터

[도표 153] HDD 제조사 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

② 유리기판까지 이어지는 개연성

제이앤티씨는 유리기판 코어 기판과 인터포저를 생산하기 위한 기술 경쟁력 측면의 개연성은 충분하다. 유리기판을 만들기 위한 공정 과정을 살펴보면, 홀 가공 → 홀 내부 식각 → 도금 → 연마로 이어진다. 동사는 핵심인 4가지 공정 모두 기술 경쟁력을 갖추고 있어, 유리기판 사업을 영위하기에 충분한 역량을 확보했다고 판단한다.

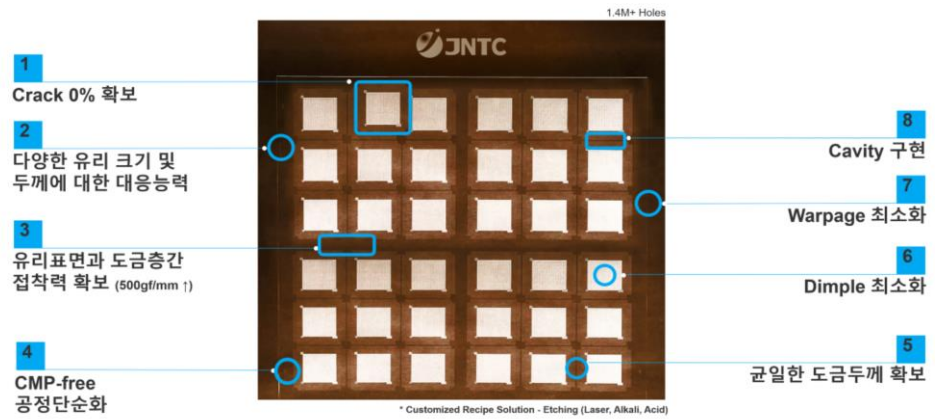
먼저 유리 소재를 정밀 가공하는 역량은 기존에 확보하고 있던 동사의 핵심 경쟁력이다. 동사는 이미 뛰어난 유리 가공 역량을 통해 3D 커버그라스라는 신규 시장을 개척한 바 있는 기업이다. 특히 가공 장비를 모회사인 진우엔지니어링을 통해 설계, 구축해 기술 경쟁력을 내재화하고 있다. 유리기판 사업에서도 모회사와 함께 내재화된 유리 가공 역량이 빛을 발할 전망이다.

식각과 도금의 경우 자회사였던 코메트의 역량이 활용될 전망이다. 현재는 흡수 합병된 코메트는 경기 화성시 마도 화학 공단에 위치한 기업으로 식각과 금속 도금 사업을 영위하던 기업이다. 특히 습식 식각을 진행하기 때문에 화학 공단 내에서 식각 사업을 진행하던 코메트의 역량이 동사의 유리기판 사업의 개연성을 더할 전망이다. 도금의 경우 코메트의 역량도 존재하나, 제이앤티씨는 커넥터 사업도 영위하고 있어서 도금 기술 경쟁력에 자부심을 가지고 있는 기업이다. 특히, 미세홀을 도금하기 때문에 마이크로 크랙이 발생할 여지가 많으나, 동사는 마이크로 크랙을 잡는 도금 기술력을 갖추고 있어 높은 수율의 유리 코어 기판 생산이 예상된다.

마지막으로 연마의 경우 유리 플래터 사업을 통해 개연성을 찾을 수 있다. 유리 플래터를 제조하기 위해서는 고난이도의 유리 소재 연마 기술력이 필요하다. 유리 플래터는 0.1nm 단위까지 평탄도 관리가 필요한 고정밀 부품이기 때문이다. 동사는 기존 유리를 연마해온 CMP CAPA를 활용해 기술 역량을 확보한 것으로 파악된다. 즉, 고정밀 연마 기술을 확보한 것이다.

제이앤티씨는 유리기판 가공 전체에 기술력을 갖춘 기업이다. TGV 공정을 통해 유리 코어 기판을 공급하겠다는 현 사업이 실제로 구체화될 가능성이 높다는 뜻이다. 동사는 지난 6월부터 샘플 대응을 시작했고, 9월에는 대면적 코어 기판까지 샘플 대응 중이다. 현재 월 10K 수준의 생산 대응 역량을 갖추고 있고, 해당 파일럿 라인으로 인해 양산 라인 구축 시 빠르게 구축 가능할 전망이다. 연내에 유리기판 관련한 사업이 구체화될 전망이며, 내년 양산 목표 규모는 월 40K 수준이다. 현재 논의되는 가격 수준을 고려하면 전체 약 3,000억원 매출 규모의 CAPA이다.

[도표 154] 제이앤티씨의 유리기판



자료: 제이앤티씨, 교보증권 리서치센터

[도표 155] 베트남 공장 상세

	제 1공장	제 2공장	제 3공장	제 4공장
사진				
주요 생산품	모바일용 커버 글라스		차량용 커버 글라스 카메라용 커버 글라스 워치용 커버 글라스	하드 코팅, 반도체용 유리기판(예정)
부지 면적	60,000㎡	22,000㎡	49,663㎡	83,000㎡
	215,000㎡			

자료: 제이앤티씨, 교보증권 리서치센터

[제이앤티씨 204270]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	348	203	161	323	273
매출원가	248	204	182	264	287
매출총이익	100	-2	-21	60	-14
매출총이익률 (%)	28.7	-0.8	-12.9	18.4	-5.0
판매비	25	29	23	31	32
영업이익	75	-31	-44	29	-46
영업이익률 (%)	21.5	-15.2	-27.5	8.8	-16.9
EBITDA	111	4	7	83	13
EBITDA Margin (%)	31.9	1.9	4.5	25.6	4.8
영업외손익	-11	0	-16	-8	29
관계기업손익	-2	-8	-14	1	12
금융수익	8	9	12	9	33
금융비용	-14	-2	-14	-18	-16
기타	-3	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	64	-31	-60	21	-17
법인세비용	4	3	-1	3	17
계속사업순이익	59	-34	-59	18	-33
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	59	-34	-59	18	-33
당기순이익률 (%)	17.1	-16.6	-36.4	5.5	-12.2
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	59	-34	-59	18	-33
지배순이익률 (%)	17.1	-16.6	-36.4	5.5	-12.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-17	20	18	2	15
포괄순이익	42	-14	-40	20	-19
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	42	-14	-40	20	-19

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	94	25	13	-16	39
당기순이익	59	-34	-59	18	-33
비현금항목의 가감	66	43	78	50	66
감가상각비	36	35	51	54	59
외환손익	6	-3	3	0	-20
자본법평가손익	2	8	14	-1	-12
기타	22	3	9	-3	39
자산부채의 증감	-22	17	2	-70	24
기타현금흐름	-9	-1	-8	-14	-19
투자활동 현금흐름	-72	-161	-36	-66	-30
투자자산	0	10	-8	26	-1
유형자산	61	150	43	40	31
기타	-133	-321	-72	-132	-61
재무활동 현금흐름	86	32	-17	35	20
단기차입금	18	12	-6	66	39
사채	0	0	5	-5	0
장기차입금	35	31	10	4	15
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	33	-11	-26	-30	-34
현금의 증감	95	-96	-40	-47	30
기초 현금	103	198	103	62	16
기말 현금	198	103	62	16	46
NOPLAT	70	-33	-44	24	-93
FCF	145	168	53	48	22

자료: 제이앤티씨, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	282	182	123	235	200
현금및현금성자산	198	103	62	16	46
매출채권 및 기타채권	42	41	33	136	57
재고자산	35	25	22	78	92
기타유동자산	7	14	6	6	5
비유동자산	268	397	399	419	440
유형자산	209	350	363	355	367
관계기업투자금	23	17	3	32	46
기타금융자산	0	1	1	0	0
기타비유동자산	36	29	32	32	26
자산총계	551	579	522	654	640
유동부채	101	135	140	278	281
매입채무 및 기타채무	30	33	31	105	61
차입금	58	73	71	138	192
유동성채무	10	24	34	29	16
기타유동부채	4	4	3	6	12
비유동부채	61	69	48	21	22
차입금	43	53	37	12	10
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	18	16	11	9	12
부채총계	162	204	188	299	303
지배자분	389	375	335	355	337
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	108	108	108	108	108
이익잉여금	278	244	187	203	169
기타자본변동	-10	-10	-10	-9	-9
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	389	375	335	355	337
총차입금	2,733	2,325	1,951	1,763	1,593

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	1,041	-581	-1,016	307	-577
PER	11.1	-13.0	-5.8	39.2	-32.7
BPS	6,720	6,486	5,788	6,139	5,828
PBR	1.7	1.2	1.0	2.0	3.2
EBITDAPS	1,313	-531	-766	493	-797
EV/EBITDA	5.2	121.9	57.7	10.3	96.1
SPS	6,098	3,502	2,789	5,591	4,723
PSR	1.9	2.2	2.1	2.1	4.0
CFPS	2,539	2,904	909	836	382
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
성장성					
매출액 증가율	-9.9	-41.7	-20.4	100.5	-15.5
영업이익 증가율	-21.5	적전	적지	흑전	적전
순이익 증가율	-32.3	적전	적지	흑전	적전
수익성					
ROIC	17.0	-7.1	-9.3	5.3	-19.1
ROA	11.9	-6.0	-10.7	3.0	-5.2
ROE	17.4	-8.8	-16.5	5.1	-9.7
안정성					
부채비율	41.6	54.3	56.1	84.3	89.7
순차입금비율	20.1	26.1	27.3	27.4	34.1
이자보상배율	46.8	-24.6	-8.4	2.6	-4.2

켄트로닉스 089010

유리기판과 함께 Level Up

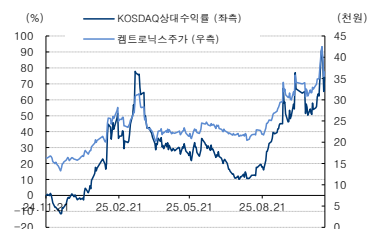
Nov 10, 2025

Not Rated

Company Data

현재가(11/07)	36,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	42,500 원
52 주 최저가(보통주)	13,260 원
KOSPI (11/07)	3,953.76p
KOSDAQ (11/07)	876.81p
자본금	83 억원
시가총액	5,964 억원
발행주식수(보통주)	1,634 만주
발행주식수(우선주)	43 만주
평균거래량(60 일)	189.1 만주
평균거래대금(60 일)	702 억원
외국인지분(보통주)	10.29%
주요주주	
김보균 외 10 인	26.04%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.0	62.2	95.0
상대주가	4.3	33.7	63.1



[IT/미드스몰캡] 박희철
3771- 9342,
parkh@iprovest.com

반도체용 화학 소재 및 전자 부품 전문 제조 기업

켄트로닉스는 반도체용 화학 소재를 제조하고 전자 부품을 제조 유통하는 기업. 주력 사업은 디스플레이 식각 공정으로 OLED 고해상도에 기여하는 패널 표면 식각. 주로 High End급 OLED 디스플레이를 대응하며 글로벌 Top-Tier 업체향으로 공급. 이외에는 포토, 세정 공정에 사용되는 PMA/PM 소재를 공급하며, 주로 자회사를 통해 무선 충전 모듈 및 전장 사업을 전개.

가시화된 기대감과 본격적인 실적 모멘텀

동사에 대한 핵심 기대감은 AI 서버 수요의 본격화와 더불어 Next Item으로 주목받아온 유리기판 사업. 삼성전기향으로 전공정을 진행한 유리 코어 기판을 납품하는 사업으로 삼성전기의 Top-Tier 기술 경쟁력과 함께 주목. 최근 삼성전기가 미국 대형 ASIC 고객사로 유리기판 쉘 테스트가 진행 중이라고 보도되며, 유리기판 사업에 대한 기대감이 고조되는 구간. 동사의 유리기판 공정은 현재 파일럿 생산 수준에 불과하지만, 빠르게 CAPA 램프업이 가능한 부지를 확보함에 따라 수요에 발맞춘 대응 가능할 것으로 기대. 이외에도 내년부터 본업인 디스플레이 식각, 반도체 소재 부문의 본격적인 성장이 시작. 디스플레이 식각은 8세대 OLED가 노트북으로 어플리케이션이 확대되며 약 2,000억까지 매출 규모가 확대될 전망. 반도체 소재 부문은 미세화 공정 수요 증가에 따라 수요가 동행하는 제품군으로 내년 약 1,000억원 수준의 매출까지 기대되는 시점. 기대감과 실적 모멘텀을 동시에 누릴 수 있는 구간이라고 판단.

유리기판 양산에 따라 달라질 사업 규모

실적 모멘텀을 기대할 수 있으나, 동사의 사업에 대한 평가를 위해선 유리기판 사업의 내용이 구체화될 필요 존재. 특히, 현재 핵심 고객사가 진행 중인 쉘 테스트 성공 유무에 따라 사업 규모는 크게 달라질 전망. 2025년 매출액 6,401억원(YoY + 11.3%), 영업이익 406억원(YoY + 8.8%, OPM 6.3%)으로 추정. 본격적인 성장은 내년부터 시작됨과 동시에 유리기판 사업에 대한 Upside를 기대해볼 수 있는 시점.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액(억원)	530	563	621	542	575
YoY(%)	31.4	6.3	10.2	-12.7	6.1
영업이익(억원)	22	39	22	19	37
OP 마진(%)	4.2	6.9	3.5	3.5	6.4
순이익(억원)	18	29	6	-7	21
EPS(원)	1,164	1,918	404	-626	1,328
YoY(%)	-2.6	64.8	-78.9	적전	흑전
PER(배)	23.7	15.0	32.8	-38.6	11.9
PCR(배)	8.1	5.9	3.4	9.0	3.4
PBR(배)	3.6	3.1	1.4	2.3	1.3
EV/EBITDA(배)	11.7	9.0	7.2	12.3	7.5

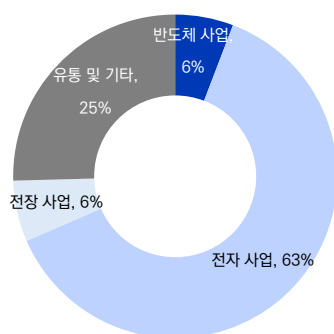
반도체용 화학 소재 및 전자 부품 전문 제조 유통 기업

캠트로닉스는 1983년 설립된 반도체용 화학 소재 및 전자 부품을 제조와 유통하는 기업이다. 현재까지의 주력 사업은 디스플레이 식각으로 고해상도 구현을 위한 OLED 패널 표면 식각이다. 주로 HighEnd급 디스플레이를 식각하며 기술 경쟁력을 키워왔다. 이외에는 반도체 공정 주요 소재와 전장 부품 사업을 진행하고 있으며, 2025년 상반기 기준 매출액은 약 2,970억원(YoY -3.4%)이며, 매출 비중은 전자사업 약 63%, 반도체 사업 약 6%, 전장 사업 약 6%, 유통 및 기타 사업 약 25%로 구성되어 있다.

2025년 2분기 매출액은 약 1,477억원(YoY -7.7%), 영업이익 61억원(YoY -59.3%, OPM 4.1%)을 기록했다. 최근 핵심 사업인 OLED 식각 부문이 상반기 저조한 출하량으로 인해 다소 부진한 것으로 파악된다. 다만, 디스플레이 식각 사업도 국내 경쟁사가 사업 축소 국면에 들어서며 동사에게 기회로 작용하고 있다. 차세대 식각 공정이 필요한 Hybrid OLED의 경우 동사가 핵심 고객 사항 물량을 Sole로 확보할 전망이다. 이외에도 반도체 사업 부문의 신규 자회사 연결 및 PMA/PM 소재도 하반기부터 본격적으로 출하될 전망이다.

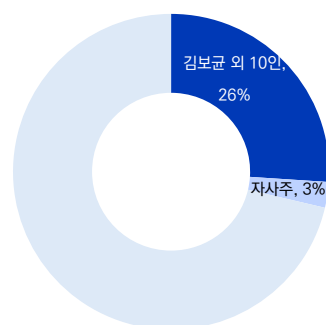
기존 사업 부문의 호조세와 함께 유리기판 산업의 핵심 밸류체인을 담당할 것으로 기대되는 기업이다. 특히, 삼성 그룹과의 우호적인 관계를 갖춘 기업으로 최근 삼성 그룹의 유리기판 관련 밸류체인에 합류된 것으로 파악된다. 이외에도 반도체 사업 전환이 가속화되며 미세 패턴 구현에 도움을 주는 고순도 소재의 매출 확대와 더불어 웨이퍼 리클레임 등의 재생사업까지 본격적으로 확대될 것으로 기대된다.

[도표 156] 2025년 상반기 기준 부문별 매출 비중



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 157] 캠트로닉스 주주구성(2025년 반기 보고서 기준)



자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

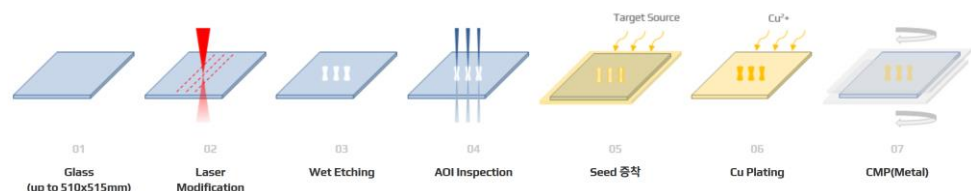
① 가시화되는 유리기관 사업

동사는 유리기관이라는 차세대 기술이 국내에서 소개되던 시점부터 핵심 밸류체인으로 거론되었던 기업이다. 동사와 파트너 관계를 유지해오던 삼성전기가 미국 대형 ASIC 고객사향으로 쉼 테스트 중이라는 보도와 함께 유리기관 사업에 대한 가시성이 뚜렷해졌다. 동사의 주력 사업은 SDC의 디스플레이를 식각하는 사업이다. 디스플레이 식각을 통해 키워온 기술 경쟁력이 유리기관의 홀 가공, 연마, 식각으로 이어지는 전공정의 대부분을 동사가 진행할 수 있게하는 핵심 개연성이다. 도금까지 고객사에서 내재화를 요청해 관련 기술력을 키우고 있으며, 전체 공정을 내재화할 전망이다.

다만, 기존에는 물리적인 CAPA 문제가 일부 존재했다. 유리기관 관련 공정을 증설할 물리적인 부지가 제한적이었기 때문이다. 특히, 유리기관의 홀을 식각하기 위해서는 화학 소재가 사용되는데 이를 처리할 폐수 처리 CAPA 또한 필수적이기 때문이다. 올해 인수한 웨이퍼 리클레임 전문 기업인 제이쓰리를 통해 해결될 것으로 예상된다. 제이쓰리는 화학 소재 폐수를 처리할 수 있는 유희부지가 약 2,000평 정도 보유하고 있어 고객사 니즈에 맞춰 즉각적인 CAPA UP이 가능할 것으로 예상된다. 현재 동사의 유리기관 CAPA는 파일럿 물량 대응 수준에 불과하지만, 삼성전기의 유리기관 사업이 가시화됨에 따라 CAPA 증설이 예상된다.

추가적으로 유리기관 사업 역량을 기반으로 글라스 웨이퍼 캐리어라는 신규 아이템을 준비하고 있다. 기존에 웨이퍼를 만들때 사용한 캐리어는 실리콘으로 만들어왔는데, 고단화 기조에 따라 점차 얇아지는 웨이퍼에 대응하기 위한 차세대 캐리어 아이템이다. 유리 소재 가공, 웨이퍼 가공, 식각 역량이 모두 어우러져야하는 기술인만큼 동사에게 적절히 부합하는 사업이다. 특히, 국내 메모리사들의 경우 글라스 웨이퍼 뿐만 아니라 웨이퍼 재생에도 관심이 많은 것으로 파악된다. 자회사의 핵심 사업인 웨이퍼 리클레임 역량이 이를 가능케할 전망이다. 글라스 웨이퍼 캐리어 사업에서도 최대 1,000억원의 사업 기회가 예상된다.

[도표 158] 켐트로닉스 유리기관 공정 소개



자료: 켐트로닉스, 교보증권 리서치센터

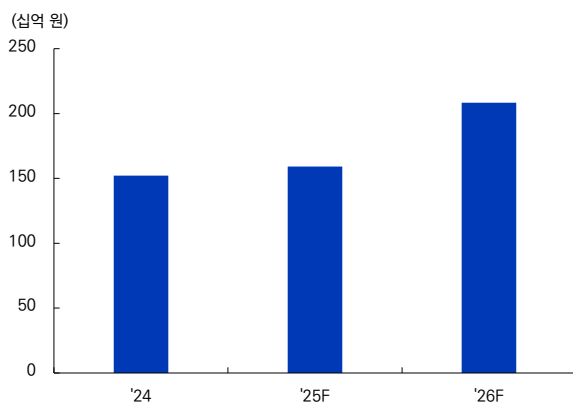
② 실적은 디스플레이가 밀고 반도체가 당기고

유리기관 외에도 디스플레이 식각과 반도체 소재 부문의 사업도 내년부터 성장을 이어갈 전망이다. 먼저 주력 사업인 디스플레이 식각에서는 본격화되는 8세대 OLED 출하와 연계한 수혜가 예상된다. 내년에는 8세대 OLED가 맥북에 탑재되기 시작하며 OLED Notebook 시장이 본격적으로 확대될 전망이다. 8세대 OLED 공급에 있어서 핵심 고객사인 SDC의 입지가 두드러질 것으로 예상되는데, 동사는 8세대 OLED를 위한 하이브리드 식각 공정의 Sole 벤더로 채택된 것으로 파악된다. 기존 경쟁사였던 솔브레인의 경우 8세대 식각 전환 투자금에 대한 부담을 이유로 축소해나가고 있는 상황인데, 동사는 수요에 맞춰 투자해 시장을 독식할 전망이다.

이외에도 반도체 소재 부문이 AI 수요에 연동돼 성장할 전망이다. PMA/PM 소재를 제조하는데, 이는 반도체 포토 공정과 세정 공정에 사용되는 포토레지스트, 세정제 등을 제조하기 위한 소재이다. 동사의 소재는 초미세 패턴 구현을 위해 사용량이 필연적으로 늘어날 수 밖에 없는 소재로 고순도에 따라 기술 경쟁력이 갈린다. 동사는 5N 수준의 고순도 소재를 공급하며, 기존 화학 소재 노하우를 기반으로 정제에서 합성까지 전체 공정을 내재화했다. 내재화에 따라 일부 수입 정제하던 저부가 사업을 정리해 믹스 개선까지 기대할 수 있는 시점이다. 동사의 반도체 소재는 주요 고객사를 거쳐 핵심 End-User로 내년 본격적인 공급이 예상된다.

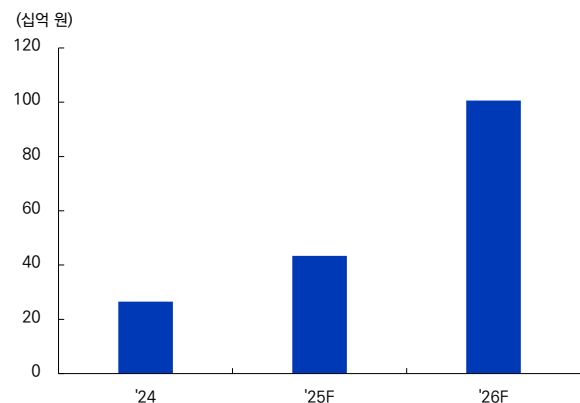
디스플레이가 실적 하방을 다지고 반도체가 업사이드를 만들어내는 형세다. 올해 디스플레이 부문 매출은 약 1,600억 정도로 예상되며, 내년 신규 노트북형 공급이 본격적으로 시작됨에 따라 약 2,000억원 수준까지 확대될 것으로 전망한다. 반도체 부문의 매출 또한 올해 약 400억 수준을 넘어 내년에는 약 1,000억원까지 성장할 수 있을 것으로 기대된다. 가시화된 유리기관 사업의 잠재력을 고려하면 동사의 목표대로 2028년 약 1조 매출 달성도 충분히 가능할 전망이다.

[도표 159] 전자 제조 부문 매출 및 전망치



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 160] 반도체 소재 부문 매출 및 전망치



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[캠트로닉스 089010]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	530	563	621	542	575
매출원가	452	459	528	453	456
매출총이익	78	104	93	90	119
매출총이익률 (%)	14.8	18.5	15.0	16.5	20.8
판매비	56	66	70	70	82
영업이익	22	39	22	19	37
영업이익률 (%)	4.2	6.8	3.6	3.5	6.5
EBITDA	47	66	55	44	67
EBITDA Margin (%)	8.8	11.7	8.9	8.0	11.6
영업외손익	-3	-4	-14	-25	-17
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	6	6	12	9	16
금융비용	-10	-10	-27	-26	-36
기타	2	0	1	-7	3
법인세비용차감전순이익	20	34	8	-6	21
법인세비용	2	6	2	1	-1
계속사업순이익	18	29	6	-7	21
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	29	6	-7	21
당기순이익률 (%)	3.4	5.1	1.0	-1.3	3.7
비지배지분순이익	1	0	0	2	1
지배지분순이익	17	29	6	-9	21
지배순이익률 (%)	3.2	5.1	1.0	-1.7	3.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	2	2	-2	6
포괄순이익	20	31	8	-9	27
비지배지분포괄이익	1	0	0	2	1
지배지분포괄이익	19	30	7	-11	26

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	12	6	40	38	70
당기순이익	18	29	6	-7	21
비현금항목의 가감	33	44	51	50	51
감가상각비	22	24	27	19	25
외환손익	1	0	-3	1	3
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	10	20	27	29	23
자산부채의 증감	-29	-61	-7	8	12
기타현금흐름	-9	-5	-11	-12	-14
투자활동 현금흐름	-39	-39	-95	-47	-152
투자자산	2	2	1	-4	22
유형자산	51	22	72	56	134
기타	-91	-63	-168	-99	-308
재무활동 현금흐름	39	23	75	20	88
단기차입금	23	37	60	-20	23
사채	0	10	0	0	0
장기차입금	29	-12	23	25	59
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-4	-4	-4	-3	-2
기타	-9	-8	-5	18	8
현금의 증감	12	-8	19	11	7
기초 현금	33	45	37	56	68
기말 현금	45	37	56	68	75
NOPLAT	20	32	17	23	39
FCF	66	21	115	111	214

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	176	230	247	252	258
현금및현금성자산	45	37	56	68	75
매출채권 및 기타채권	73	93	77	81	81
재고자산	43	90	97	74	81
기타유동자산	15	10	18	30	21
비유동자산	193	193	222	241	383
유형자산	150	146	175	201	322
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	6	7	10	4	29
기타비유동자산	37	40	38	36	32
자산총계	369	423	470	493	642
유동부채	188	228	261	238	305
매입채무 및 기타채무	62	66	55	50	64
차입금	115	142	181	163	188
유동성채무	7	2	11	13	36
기타유동부채	4	17	15	12	18
비유동부채	62	49	59	73	101
차입금	58	45	58	68	96
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	4	1	5	5
부채총계	250	277	321	311	407
지배지분	113	140	144	174	211
자본금	7	7	7	8	8
자본잉여금	54	54	54	98	110
이익잉여금	52	77	79	66	85
기타자본변동	-7	-7	-7	-7	-7
비지배지분	5	5	5	8	24
자본총계	118	145	149	182	235
총차입금	2,733	2,325	1,951	1,763	1,593

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	1,164	1,918	404	-626	1,328
PER	23.7	15.0	32.8	-38.6	11.9
BPS	7,619	9,433	9,666	10,503	12,577
PBR	3.6	3.1	1.4	2.3	1.3
EBITDAPS	1,511	2,594	1,512	1,193	2,231
EV/EBITDA	11.7	9.0	7.2	12.3	7.5
SPS	36,246	37,917	41,793	36,110	37,623
PSR	0.8	0.8	0.3	0.7	0.4
CFPS	4,532	1,398	7,750	6,941	12,786
DPS	250	300	200	100	200

재무비율

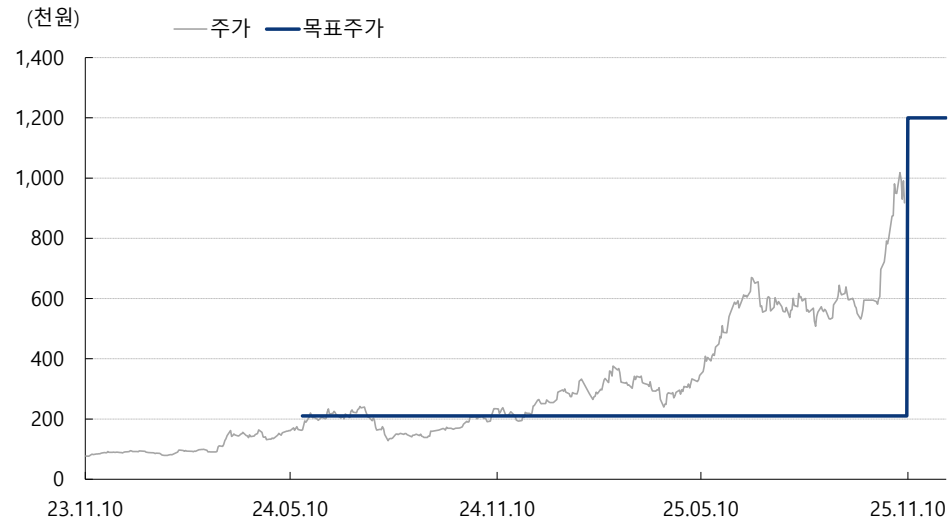
단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
성장성					
매출액 증가율	31.4	6.3	10.2	-12.7	6.1
영업이익 증가율	-16.1	74.5	-41.7	-14.9	95.2
순이익 증가율	8.5	58.6	-78.3	적전	흑전
수익성					
ROIC	8.2	10.6	4.9	5.9	8.6
ROA	5.1	7.2	1.3	-1.9	3.6
ROE	16.2	22.5	4.2	-5.7	10.7
안정성					
부채비율	211.8	191.1	215.4	170.7	173.0
순차입금비율	49.1	47.2	55.2	50.4	50.0
이자보상배율	3.8	6.9	2.6	1.4	2.8



이 페이지는 편집상 공백입니다.

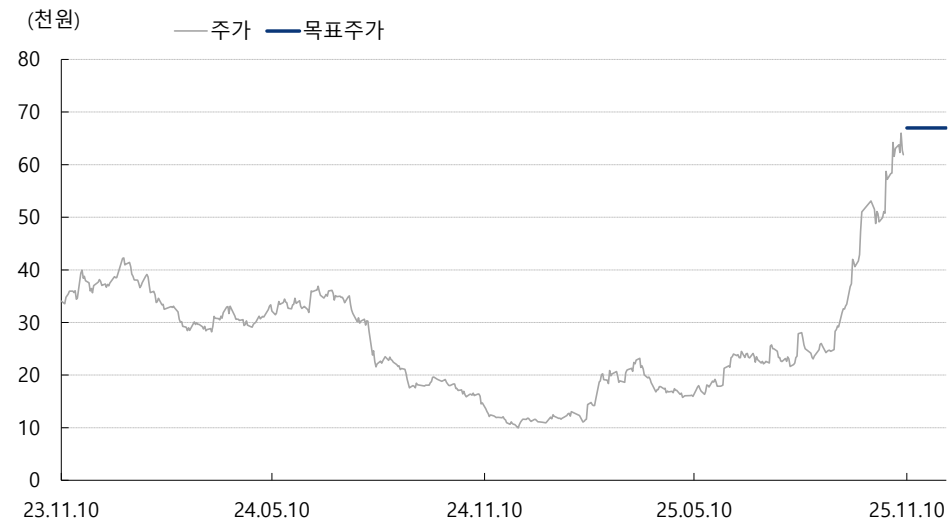
두산 최근 2년간 목표주가 변동추이



해성디에스 최근 2년간 목표주가 변동추이



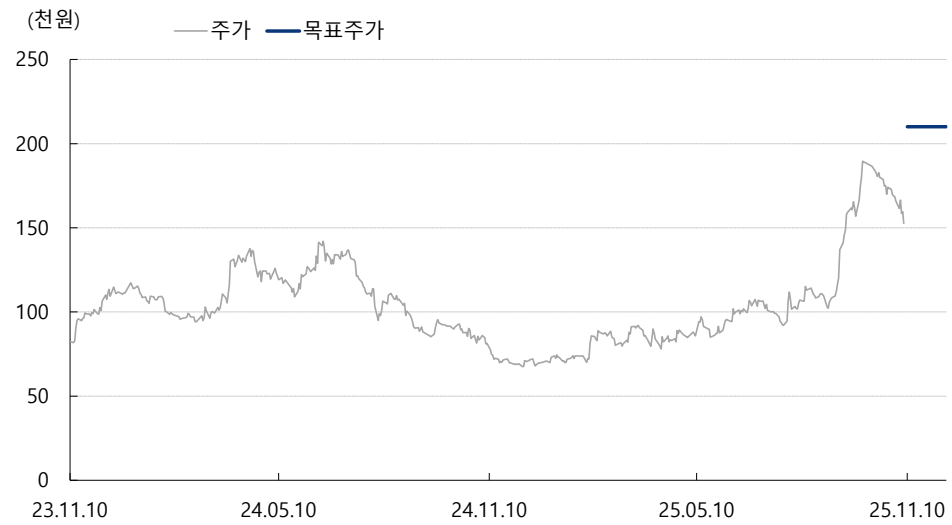
심택 최근 2년간 목표주가 변동추이



솔브레인 최근 2년간 목표주가 변동추이



티씨케이 최근 2년간 목표주가 변동추이



티엘비 최근 2년간 목표주가 변동추이



제이앤티씨 최근 2년간 목표주가 변동추이



캠트로닉스 최근 2년간 목표주가 변동추이



두산 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024-05-21	매수	210,000	(6.80)	15.00					
2024-08-20	매수	210,000	72.00	384.76					
2025-11-10	담당자 변경								
2025-11-10	매수	1,200,000							

자료: 교보증권 리서치센터

해성디에스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025-11-10	매수	73,000							

자료: 교보증권 리서치센터

심텍 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025-11-10	매수	67,000							

자료: 교보증권 리서치센터

솔브레인 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025-11-10	매수	335,000							

자료: 교보증권 리서치센터

티씨케이 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025-11-10	매수	210,000							

자료: 교보증권 리서치센터

티엘비 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025-11-10	매수	83,000							

자료: 교보증권 리서치센터

제이앤티씨 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2025-11-10	Not Rated								

자료: 교보증권 리서치센터

캠트로닉스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2025-11-10	Not Rated								

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7%	3.8%	1.5%	0.0%

【 업종 투자의견 】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

【 기업 투자기간 및 투자등급 】 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하