



[IT중소형주/미드스물캡] 박희철 책임연구원
parkh@iprovest.com

발간일자 2026.01.22

KYOB0 교보증권



— 명품 조연 —



비메모리



CONTENTS

6	1. Tech 산업의 주연과 조연
	1-1. 최근 Tech 산업의 주역, 메모리
	1-2. 부진했던 비메모리 업황 점검
11	2. 2026 년 주목해야할 조연, ‘비메모리’
	2-1. AI로 인한 비메모리 수요 확대 가능성
	2-2. 선단 비메모리 공급 부족에 따른 기회 요인
	2-3. 지정학적 불확실성으로 인한 공급망 재편 기회
19	3. 명품 조연으로 거듭날 한 해
	투자의견: 비중확대 / Top Picks: 두산테스나, 에이디테크놀로지
23	▶ 기업분석
	두산테스나 (131970)
	에이디테크놀로지 (200710)
	네패스 (033640)

Summary

1) 현재 Tech의 주인공은 메모리

AI 수요의 급증과 함께 국내 Tech 투자자들은 스페셜티 메모리의 부각 등으로 메모리 중심의 포트폴리오를 구축. 특히, 국내는 메모리 산업의 Top-Tier 업체들을 보유하고 있는 시장으로 작년 수혜 요인이 있는 기업들 중심의 강한 수익률을 기록. 메모리 산업을 이끌어온 AI CAPEX는 올해에도 견조할 것으로 예상. 이에따라 **메모리는 여전히 Tech 투자자들의 주연이지만, 밸류에이션 부담은 투자자들에게 고민거리.**

2) 2026년 기대되는 조연, 비메모리

메모리와 반대로 COVID 이후 부진을 이어오던 국내 비메모리 생태계가 턴어라운드를 예고. 비메모리 또한 핵심 수요처는 AI. 특히, Spec UP에 대한 수요는 비메모리도 강하게 작용. 이에 따라 기술 선도 기업인 TSMC는 이미 AI 시대를 맞아 전례 없는 실적 개선을 맞이하고 있으며, 높은 수준의 CAPEX에도 중장기 공급 부족이 지속될 것으로 전망. 산업 외적으로는 미국과 중국 간의 기술 경쟁이 심해지며, 대안적인 측면에서 국내 비메모리 생태계가 명품 조연으로 부상할 것이라는 기대감이 존재. **올해는 1) AI로 인한 시스템 반도체의 전반적인 선단화, 2) 선도기업의 공급 부족 및 3) 지정학적 리스크가 어우러지는 원년으로 생태계의 핵심 파악 필요.**

3) 투자의견 및 Top pick제시

IT 비메모리 중소형주 투자의견 비중 확대

Top-Picks로 두산테스나(TP: 69,000원), 에이디테크놀로지(TP: 45,000원)을 제시. 두산테스나는 국내 비메모리 생태계의 핵심 테스트하우스로 비메모리 업황과 동행. 최근 삼성파운드리가 Automotive향 수주 확대 및 물량 증가와 TSMC Capa 부족으로 인한 Second-Tier들의 핵심 제조 거점으로 부각 받으며 업황이 고조되는 추세. 해당 추세 속 필연적인 턴어라운드가 기대되는 두산테스나는 실적 개선과 함께 과거 사이클 대비 밸류에이션 매력도 높은 구간으로 투자 가치가 높다고 판단. **에이디테크놀로지**는 시스템반도체 대표 디자인하우스로 2020년 삼성파운드리 밸류체인에 합류. 합류한 이후 두드러진 개발 매출 확대를 바탕으로 올해 AI/HPC, Automotive, 네트워크 등 고성장 어플리케이션향 제품 매출이 실현되는 원년. 동사의 기술 경쟁력 및 레퍼런스를 감안하면 견조한 우상향이 예상되는 기업으로 투자 매력이 높다고 판단.

이외의 **관심 종목으로 네페스(TP: 20,000원)를 제시.** 네페스 또한 국내 시스템반도체 생태계에서 WLP로는 공고한 입지를 갖춘 기업. 최근 지정학적 이슈로 인한 기회요인, 핵심 고객사의 물량 증가에 발맞춰 효율화한 비용 구조를 바탕으로 두드러진 실적 개선세가 기대. HBM향 노출도가 있는 전자소재 부문도 동사의 Kick. 다만, 혼재된 사업 구조로 인해 앞선 두 기업 대비 수혜 요인이 제한적이라고 판단해 관심 종목으로 선정.

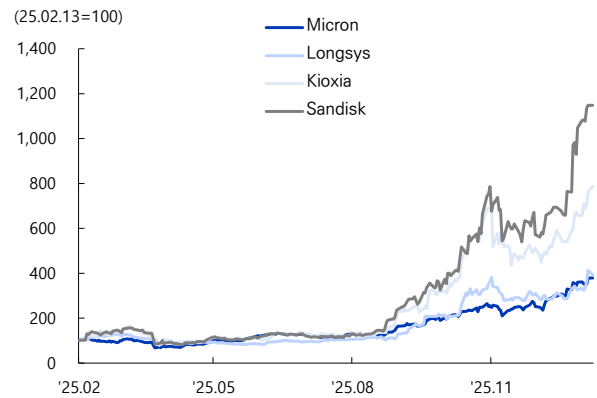
Key Chart

[도표 1] 국내 대표 기관 업체들 주가 수익률 추이



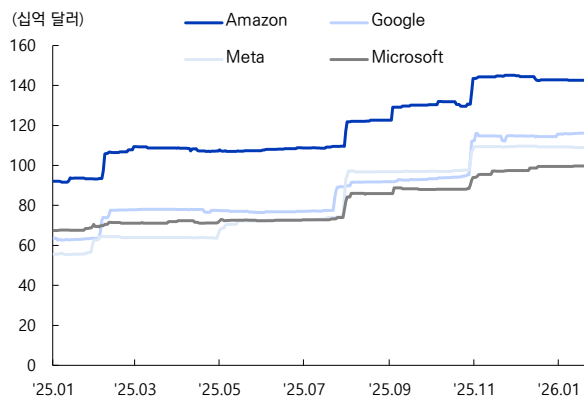
자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 글로벌 주요 메모리 업체 주가 수익률 추이



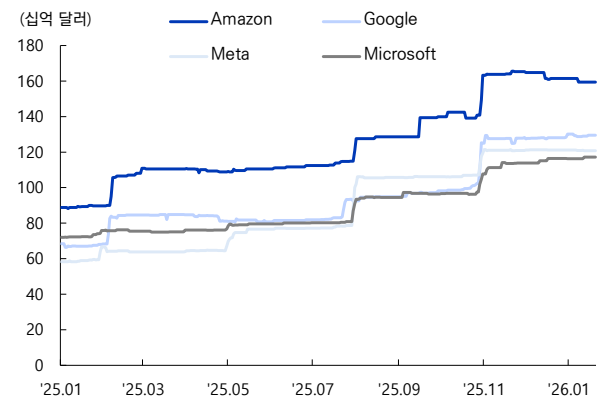
자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 3] Hyperscaler 26F Consensus 변화 추이



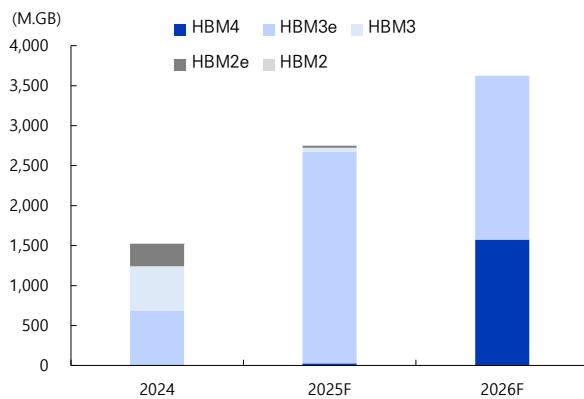
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] Hyperscaler 27F Consensus 변화 추이



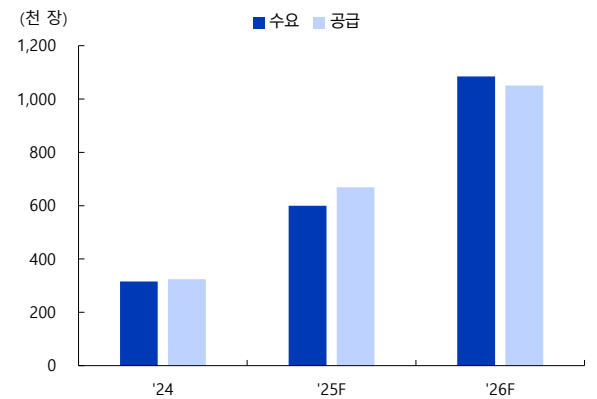
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] HBM 수요 전망치



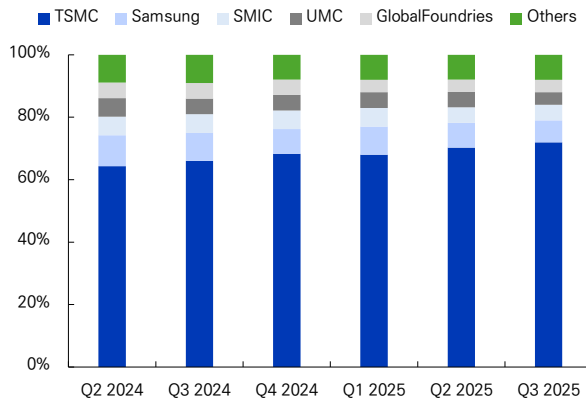
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 6] TSMC CoWoS 수요 및 공급 전망 비교



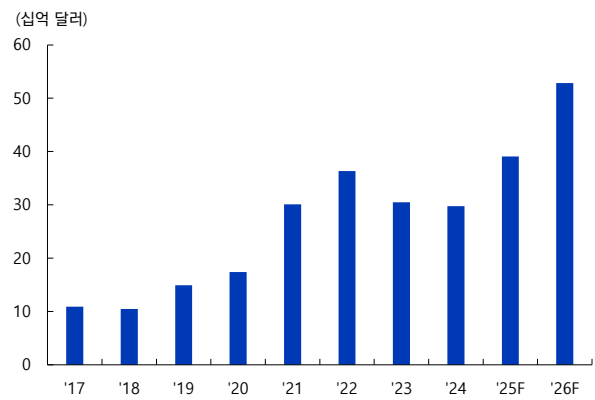
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 글로벌 파운드리 점유율 추이



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 8] TSMC Capex 추이



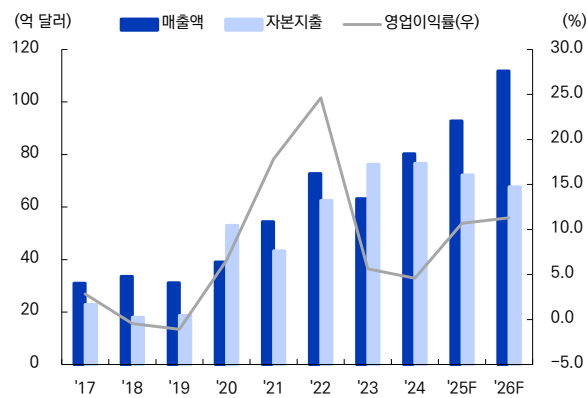
자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 9] TSMC, 삼성파운드리 노드별 예상 핵심 고객사

TSMC			삼성파운드리		
2nm~3nm	4nm~7nm	8nm~14nm	2nm~3nm	4nm~7nm	8nm~14nm
Apple	Apple	Nvidia	삼성전자	삼성전자	삼성전자
Nvidia	Nvidia	Marvell	Tesla	Tesla	Tesla
Google	Google	Intel	Ambarella	Baidu	Qualcomm
Intel	Intel	Mediatek		Google	BES
AMD	AMD	Qualcomm		Qualcomm	AMD
Mediatek	Mediatek				Baidu
Qualcomm	Qualcomm				
	Tesla				
	Xilinx				

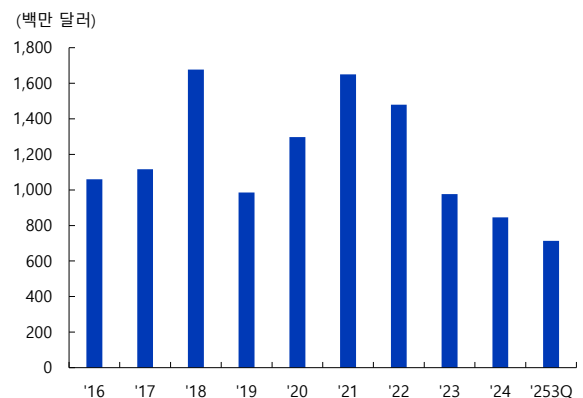
자료: 언론보도 취합, 교보증권 리서치센터

[도표 10] SMIC 실적 및 CAPEX 추이



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 미국 내 중국 비메모리 수입 금액



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

1. Tech 산업의 주연과 조연

1-1. Tech 산업의 주역, 메모리

AI 시대가 시작되면서, 국내 테크 투자자들은 메모리 중심의 포트폴리오를 구축하고 있다. 삼성전자와 SK하이닉스라는 메모리 생태계 Top-Tier가 존재하는 국내 시장만큼 주목도가 높은 것에는 이견이 없다. 특히, HBM이라는 스페셜티 제품군이 AI 인프라의 핵심으로 부각 받음과 동시에 전반적인 메모리 제품군의 공급 부족에 따라 두 기업은 2025년 전년 대비 매출액은 각각 약 +10.6%, +43.3%, 영업이익은 +33.0%, +87.9% 증가할 것으로 예상된다. 동시에 2025년 두 기업의 YTD 주가 수익률도 각각 +126.3%, +274.9%를 기록하며, 압도적인 수익률을 기록했다.

메모리는 올해에도 AI Capex 기조 지속과 함께 주연으로 시장에 부각될 전망이다. 올해는 특히, HBM4 라는 신규 모델도 존재한다. HBM4 는 대표적인 하드웨어 기업인 Nvidia의 GPU 외에도 ASIC 등에도 채택될 것으로 전망된다. 특히, 전성비 측면에서 강점이 부각될 전망으로 데이터센터를 구축해둔 고객사들에게도 신규 및 교체 수요를 자극함에 따라 AI Capex 확대의 중심이 될 것으로 예상된다. HBM이라는 스페셜티 제품군의 호조는 2025 년 범용 메모리 공급 제한으로 이어짐에 따라 가격 사이클을 만들어낸 바 있다. 2026 년 삼성전자와 SK하이닉스의 공격적인 증설을 예상하기 어려울만큼 이러한 기조는 이어지며 2025 년보다 강한 사이클을 만들어낼 확률이 높은 구간이라고 판단한다.

삼성전자와 SK하이닉스 뿐만 아니라 국내 밸류체인 호조세도 이어지고 있다. 대표적으로 글로벌 관점에서 메모리 수요와 동행하는 기관 업체들과 전환투자 기대감에 따른 메모리 소부장 기업들이 있다. 관련 기업들의 주가 수익률은 높게 형성된 바 있는데, 주요 기관 업체인 대덕전자, 심택, 코리아씨키트, 티엘비 4 개사의 경우 2025 년 동안 평균 +434.1% 주가가 상승한 바 있고, 기관 업체들 수준까지는 아니지만, 대표적인 메모리 소부장인 한미반도체, 피에스케이홀딩스, 에스티아이 등은 2025 년 동안 평균 +50.3% 주가 수익률을 기록하며 메모리 중심의 국내 테크 투자 기조를 확인할 수 있었다. 글로벌 관점에서도 메모리 호조는 두드러지고 있다. Micron과 Kioxia는 물론이며, Sandisk, Longsys 등 메모리 밸류체인 전반의 호조세는 국내에 국한되지 않고 AI 시대에 메모리가 주역으로 부상했음을 확인할 수 있는 부분이다.

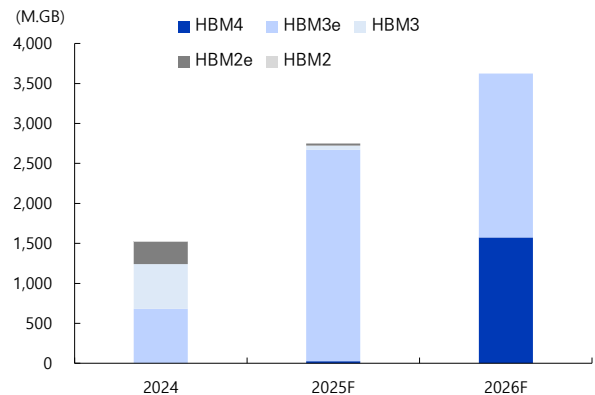
실제로 대표적인 AI 인프라 수요처인 Hyperscaler 4 사의 Capex 추이는 견조하게 상승하고 있다. Sovereign AI 측면에서의 투자도 글로벌 내 다양한 국가에서 집행되며, 수요가 무너질 가능성이 제한적인 상황이다. 대표적인 AI 하드웨어 업체들의 2026 년 추정치도 상황 조정되고 있으며, 최근 수요의 우려보다는 공급 부족 가능성이 핵심만큼 현재 Tech섹터 내에서 메모리를 향한 투자자들의 집중도는 이어질 전망이다.

[도표 12] 삼성전자 및 SK하이닉스 주가 추이



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 13] HBM 수요 전망치



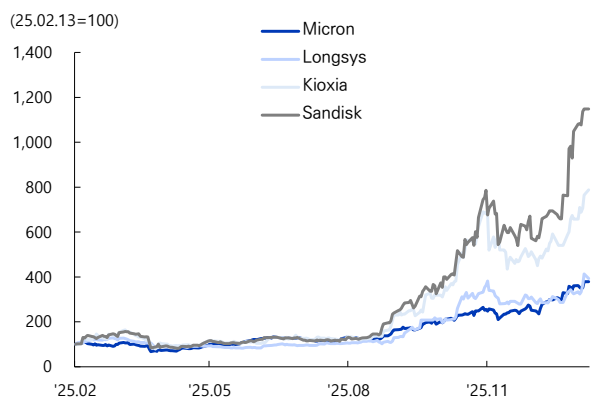
자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 국내 대표 기판 업체들 주가 수익률 추이



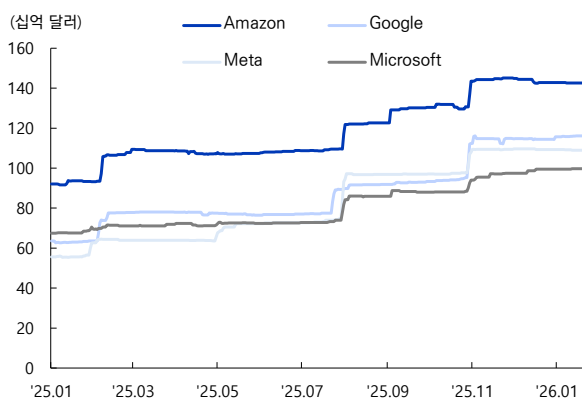
자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 글로벌 주요 메모리 업체 주가 수익률 추이



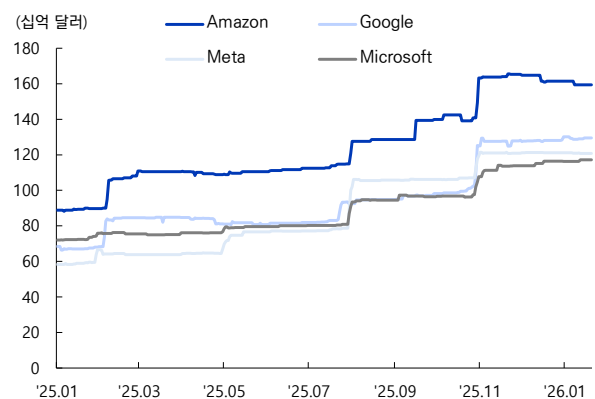
자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 16] Hyperscaler 26F Consensus 변화 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 17] Hyperscaler 27F Consensus 변화 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

1-2. 부진했던 비메모리 업황 점검

비메모리는 최선단의 공정을 갖추고 있는 TSMC 생태계 중심의 호조세가 이어지는 분위기다. TSMC는 AI Capex가 본격적으로 증가하기 시작한 2024년부터 매출액이 연평균 약 +30% 이상 성장하고 있을만큼 호황을 누리고 있다. TSMC는 비메모리 전공정과 후공정 단의 선도적인 역량을 기반으로 GPU, ASIC, 고성능 네트워크칩 등 AI 하드웨어의 핵심 어플리케이션들의 대부분을 생산하고 있다. 특히, 2020년대 들어 7nm 이하로 선단화된 이후에는 Second Tier인 삼성파운드리 대비 TSMC가 압도적인 수율을 달성함에 따라 고성능 수요를 대부분 가져가게 되면서 AI 수요 호조에 따른 수혜를 오롯하게 누리고 있다. 대표적인 경쟁력으로는 CoWoS를 필두로하는 첨단 패키징 역량과 안정적인 수율이다. 이를 기반 삼아 과거 삼성파운드리와 2019년에는 약 32%p 수준의 점유율 차이에서 2025년 3분기 기준으로는 약 65%p 수준까지 크게 벌어진 것으로 파악된다.

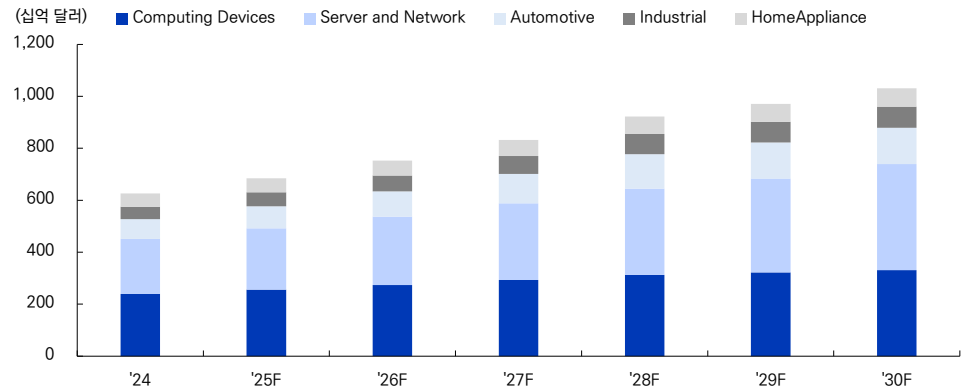
현재 CoWoS라는 첨단 패키징은 현재 공급이 부족할 정도로 수요가 강하다. AI 수요가 핵심이다. TSMC는 강한 수요에 대응하기 위해 CoWoS CAPA를 빠르게 확대하고 있다. CAPA가 2025년에 약 2배, 2026년에 약 50~60%나 추가 확대될 것으로 예상된다. 2025년 4분기 TSMC의 실적 컨퍼런스 콜에 따르면 2025년에는 약 400억 달러 이상의 CAPEX, 2026년에는 약 520억에서 560억 달러 수준까지 확대될 것으로 밝히고 있다. 그럼에도 강한 수요로 인해 2026년까지 100% 수준의 가동률이 전망될 정도로 공급이 부족하다. CoWoS의 공급 부족은 ASE, Amkor와 같은 Top-Tier OSAT까지도 온기가 전해지는 분위기다. 실제로 2026년 OSAT들의 CoWoS CAPA 또한 전년 대비 +120% 이상 증가할 것으로 예상되며, 이에 따라 두 업체는 2025년부터 매출 성장이 가속화되고 있다.

대표적인 고객사와 제품군을 살펴봐도 견조할 수요를 예상할 수 있다. 4nm 공정부터 레퍼런스를 살펴보면, Nvidia의 Hopper, Blackwell을 양산한 공정이다. AI/HPC의 핵심 주인공격인 하드웨어로 연간 약 30% 이상에 달하는 견조한 매출 상승에 기여한 주요 제품군이다. 향후 Rubin 또한 TSMC의 3nm 공정을 통해 제조될 것으로 예상된다. 또 다른 GPU 강자인 AMD의 핵심 제품군인 MI350도 TSMC 3nm의 핵심 제품군이다. ASIC으로의 영역도 확대되면서 Top-Tier 파운드리의 견재함을 보여주고 있다. 대표적인 Top-Tier ASIC인 Google의 TPU V9은 올해부터 양산 시작되는 TSMC의 2nm로 제조될 전망이다. 이외에도 Apple, Qualcomm 등 볼륨이 큰 제품군 또한 선단 공정의 CAPA를 차지하고 있다는 점이 CAPA 부족의 이유이다.

AI발 수요가 현재까지는 TSMC 중심으로 전개되고 있다. AI 모델링이 비메모리 단에서는 고성능 연산 칩에 집중되면서 선단 공정의 수율과 첨단 패키징 경쟁력을 갖추고 있는 TSMC가 강한 수요를 목도하고 있는 것이다. 하지만 이런 수급 불균형의 지속과 Physical AI의 부각은 역설적으로 대안의 필요성을 고조시킬 전망이다. AI 어플리케이션의 확대와 공급망 재편 등의 격변 속에서 파생될 새로운 기회요인을 점검해야한다. 점검 관점으로는 1) AI가 요구하는 스펙 변화 및 어플리케이션의 확대가 비메모리 전반에 영향을 줄 수 있을 것인가와 2) TSMC 공급 부족이 이어지는 가운데 핵심 대안은 무엇인지, 3) 지정학적 리스크에 따른 수혜 요인은 존재하는지를

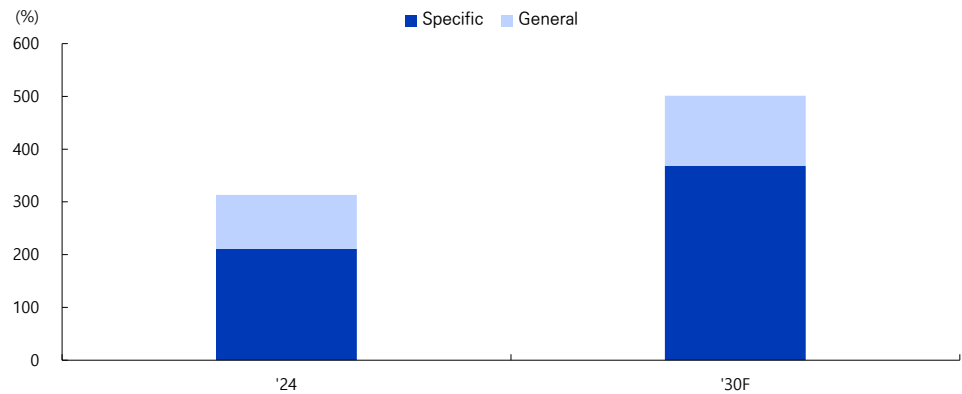
파악할 필요가 있다.

[도표 18] 어플리케이션 별 글로벌 반도체 수요 전망치



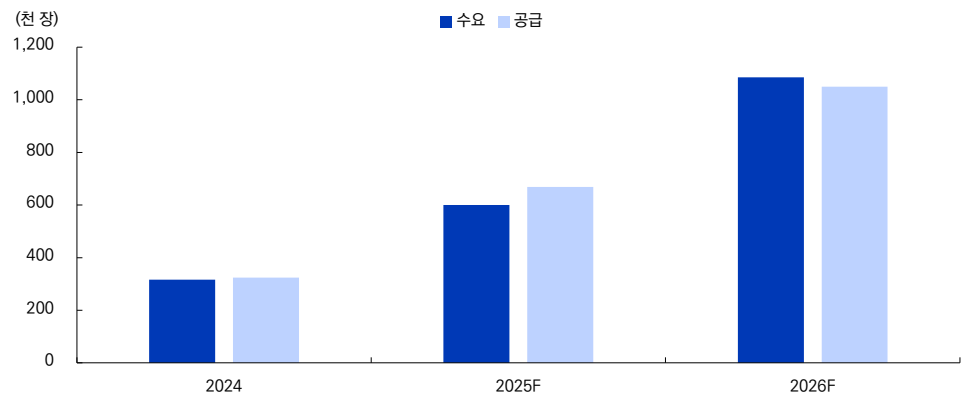
자료: PwC, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 글로벌 로직 반도체 시장 추이



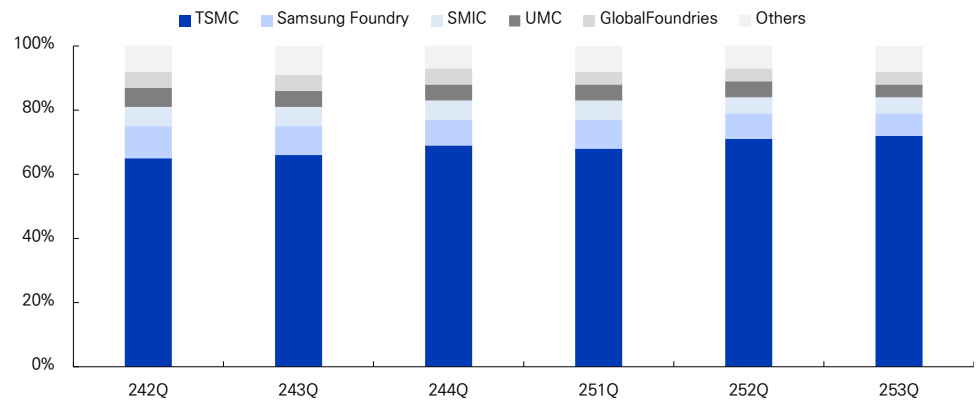
자료: PwC, 교보증권 리서치센터

[도표 20] CoWoS 시장 수요 및 공급 전망



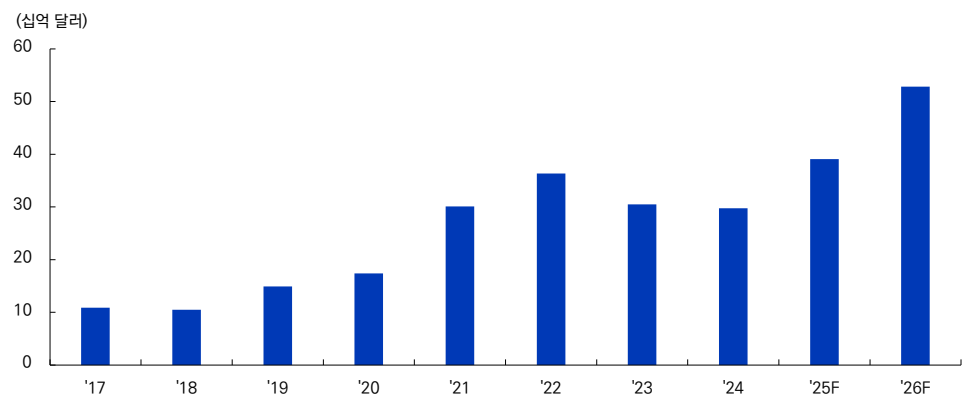
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 글로벌 파운드리 점유율 추이



자료: CounterpointResearch, 교보증권 리서치센터

[도표 22] TSMC CAPEX 추이 및 전망치



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2. 2026년 주목해야할 조연, '비메모리'

2-1. AI로 인한 비메모리 수요 확대 가능성

AI 수요의 핵심은 Spec-Up이다. 부족한 자원 속에서 단위당 성능을 가장 극대화할 수 있는 고스펙 제품군의 수요가 AI 수요의 핵심이라는 뜻이다. HBM과 같은 스페셜티 메모리 제품군의 강세 등은 이러한 흐름의 일부이다. 추가적으로 일부 부품의 Spec-Up은 주변 부품 간의 연결 속 병목을 야기하고 이 병목이 기관의 고적층화, 메모리 폼팩터의 변화, 네트워크 대역폭의 확장 등으로 이어진 것이다. 이러한 Spec-Up 수요는 비메모리에도 적용될 전망이다.

대표적으로 메모리 컨트롤러, 네트워크 칩셋 등이 존재한다. 대표적인 두 가지 사례를 통해 Spec Up 수요가 어떻게 비메모리 수요를 증가시키는지 살펴볼 필요가 있다. 우선 메모리 컨트롤러는 AI 서버 내 고용량 스토리지 수요 증가 등에 힘입어 Spec-Up이 필요하다. 실제로 AI 학습을 위한 데이터 저장을 넘어 추론 확장 시기에 돌입하며, 초고용량의 eSSD의 수요가 증가하고, I/O 속도 또한 빠른 연산을 위해 더 고속화되고 있다. 이를 제어하는 컨트롤러의 데이터 처리 성능이 고도화될 수 밖에 없는 것이다. 특히, PCIe 기반의 경우 세대별로 전송 속도가 2배씩 증가하고 있으며, PCIe 6.0 버전의 컨트롤러가 이미 양산되는 등의 고스펙 채택이 이어지고 있다. 더 나아가 인코딩 방식의 변화도 중요한데, PCIe 6.0부터는 PAM4라는 전송 방식을 택하고 있는데, 근본적으로 아날로그 변조와 디지털의 혼합이기 때문에 잡음과 왜곡에 더 민감해진다. 이는 에리 정정과 같은 FEC와 등화 등의 고급 신호 처리 기술이 필요하게 되는 변화이다. 즉, 고스펙 니즈로 인한 전송 속도와 방식의 증가는 고기능의 연산력을 요구하고, 고기능의 연산을 구현하기 위해 이러한 칩셋들도 발열 제어 및 데이터 처리 속도를 위해 선단 공정으로 양산될 필요가 있는 것이다.

네트워크 칩셋도 대표적으로 AI로 P, Q가 모두 상승하는 칩셋이다. 특히, 신호를 디지털로 재생성해 전송하는 칩셋 중 하나인 리타이머도 이러한 측면에서 수요가 급증하고 있다. 글로벌 리타이머 선도 업체인 Astera Labs의 2025년 매출을 보면 AI 서버 침투와 함께 전년 대비 약 YoY + 109%의 매출 성장이 기대된다. 즉, 글로벌 수요가 빠르게 성장하는 국면이라는 의미이다. 실제로 리타이머는 통상 서버 1대 당 2개 이하로 탑재되었는데, AI 서버랙에는 약 16~30개 정도가 필요한 것으로 알려진다. 즉, AI로 인해 야기되는 I/O의 증가, 고전송속도 등의 Spec-Up 변화는 성숙 공정으로도 대응 가능했던 영역을 7nm 이하의 선단 공정으로 변화하는 핵심 요인인 것이다.

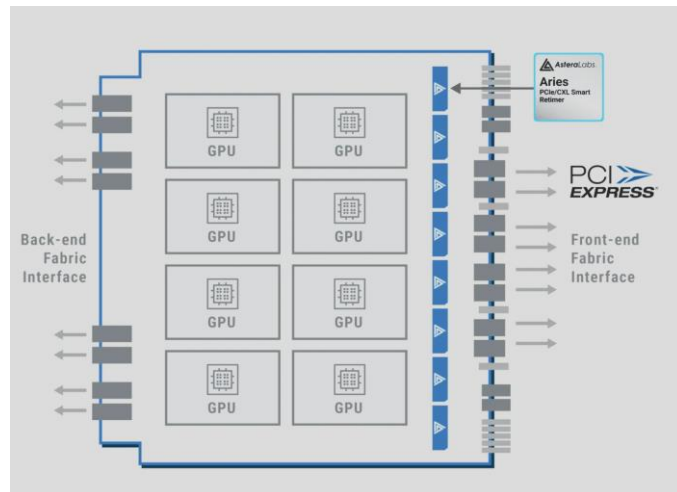
최근 컨트롤러 등을 설계하는 팹리스 업체들의 주가 추이 또한 이러한 변화를 바탕으로 높은 주가 수익률을 보여주고 있다. 2025년 들어 메모리 컨트롤러 등을 설계하는 Phison과 Silicon Motion 등은 메모리 호조세와 더불어 강한 주가 수익률을 보여주고 있는데, 이 배경에는 컨트롤러 사양 고도화에 따른 고부가 대응 또한 높은 수익률의 배경 중 하나이다.

[도표 23] PCIe 세대별 주요 스펙

세대 (Gen)	출시년도	전송속도(GT/s)	인코딩
Gen 1.0	2003	2.5	8b/10b
Gen 2.0	2007	5	8b/10b
Gen 3.0	2010	8	128b/130b
Gen 4.0	2017	16	128b/130b
Gen 5.0	2019	32	128b/130b
Gen 6.0	2022	64	PAM4 / FLIT
Gen 7.0	2025	128	PAM4 / FLIT

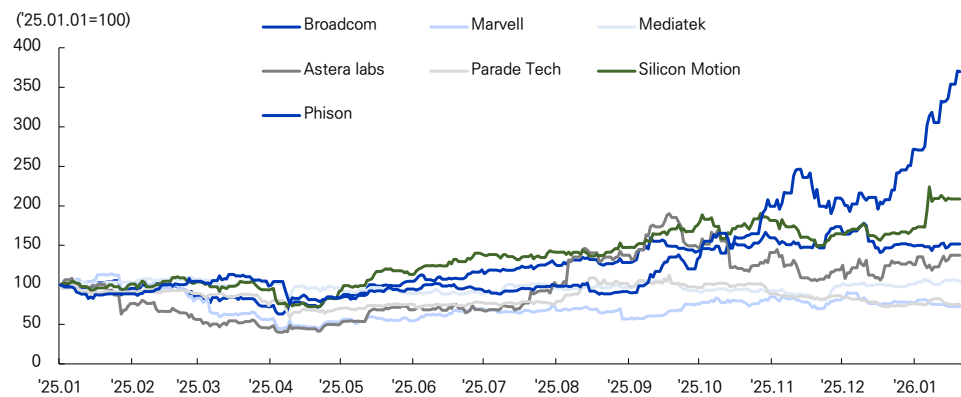
자료: PCI-SIG, 교보증권 리서치센터

[도표 24] AI 가속기 등에 사용되는 리타이머



자료: Astera Labs, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 글로벌 네트워크 칩셋 및 컨트롤러 기업 주가 추이



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

Physical AI 개화 또한 비메모리 수요 확대에 기여하는 핵심 요인이다. 기존 차량용 반도체는 28nm 이상의 레거시 공정에서 제조된 단순 MCU를 많이 채택해왔다. 차량용 칩셋은 연산 역량보다는 단순하지만 안정적인 기능 구현이 목적이었기 때문이다. 하지만 최근 자율주행 레벨 고도화에 따라 차량은 다양한 센서, 카메라, 레이더 등이 생성하는 거대한 규모의 주행 데이터를 처리할 필요성이 생기게 되면서 고도화된 연산 성능을 요구하고 있다.

실제로 조사에 따르면 자율주행의 두뇌를 담당하는 SoC 칩의 연산 성능 요구치가 기하급수로 증가하고 있음을 확인할 수 있다. 일례로 자율주행 Level 2 에서 필요했던 칩셋의 성능은 약 10TOPS 수준으로 알려져 있지만, 조건부 자동화가 가능한 Level 3 급 부터는 30 ~ 60 TOPS 이상의 SoC 연산 성능이 필요하다. 특히, Level 3를 넘어서면 탑재되는 센서의 수량이 20 개 이상에 달하면서 광범위하게 수집되는 데이터 값을 처리해야한다. 단순 제어 및 기능 구현 단계에서 고성능 통합 SoC가 필요해지는 핵심 요인이다. 자율주행과 유사하게 외부를 인식하고 데이터를 출력해야하는 로보틱스 SoC 등도 칩셋의 신규 수요를 확대하는 요인이다. Tesla가 삼성파운드리에 요청한 2nm 의 AI6 칩셋은 자율주행과 로보틱스에 모두 사용되는 것으로 파악돼, Physical AI가 비메모리 신규 수요 확대에 기여하는 것은 자명하다.

[도표 26] 자율주행 레벨별 특징

단계	정의 및 특징	필요 연산 성능 추정	센서 데이터 수준
Level 1	보조적, 운전자 모든 책임	10 TOPS 미만	낮음 (단독 카메라 + 센서)
Level 2	부분 자동화, 주행 보조	10 TOPS 이상	중간 (다수의 카메라 + 레이더)
Level 3	조건부 자동화	30 ~ 60 TOPS	급증 (센서 퓨전)
Level 4	고도 자동화, 운전자 개입 불필요	100 TOPS 이상	고도화 (카메라/LiDAR 탑재 증가)
Level 5	완전 자율화	1,000 TOPS 이상	실시간 AI 연산 극대화

자료: 언론보도 취합, 교보증권 리서치센터

[도표 27] Tesla 칩셋 세대별 특징

명칭	칩셋	공정 수준	파운드리
HW 1.0	Eye Q3	40nm	STMicro
HW 2.0/2.5	Drive PX2	16nm	TSMC
HW 3.0	FSD	14nm	Samsung
AI4	FSD Beta (E)	5nm	Samsung
AI5	미정	3nm	TSMC/Samsung
AI6	미정	2nm	Samsung

자료: Tesla, 언론보도 취합, 교보증권 리서치센터

2-2. 선단 비메모리 공급 부족에 따른 기회 요인

TSMC는 최근 연간 CAPEX를 약 30% 이상 늘려가며 CAPA를 확보하고 있지만, 공급은 여전히 부족한 상황이다. 특히 선단 공정에 함께 맞물리는 CoWoS CAPA는 공급 대비 수요량이 약 90%를 상회하는 수준이다. 주요 고객사인 Nvidia, Apple, Qualcomm 등의 대형 고객사 물량을 대응하는 비중도 높아 신규 수요처 대응은 불가능한 수준이다.

비메모리 반도체의 구조적인 선단화 트렌드가 감지되는 가운데 TSMC의 확장 제한은 국내 비메모리 생태계의 기회 요인으로 작용할 수 있다. 과거 성숙 공정에 머물렀던 SSD 컨트롤러, 리타이머, 전장용 SoC 등의 다소 부가적인 칩셋들 또한 AI의 Spec Up 수요와 맞물려 7nm 이하의 선단 공정으로 진입하고 있다. TSMC의 선단 CAPA는 이미 Nvidia, Apple 등으로 채워진 상태에서 선단 공정에 진입하고자 하는 수요는 대안을 찾을 수 밖에 없다. 즉, 최상위 칩셋들이 TSMC 라인을 차지하고 있어 주변 칩셋들의 선단 수요는 분산될 수 밖에 없다는 의미이다.

이 지점이 기회요인이다. TSMC의 공격적인 증설에도 2026년 선단 패키징인 CoWoS Capa 대비 수요가 더 많을 것으로 전망되기도 한다. 신규로 선단 공정을 활용하고자하는 수요는 적기 공급과 비용 효율 측면에서 선택지를 넓히게된다. 삼성파운드리도 선단 수요에도 대응할 수 있는 거의 유일한 대안에 가깝다. 더군다나 가격 측면에서도 TSMC 대비 20~30% 저렴한 웨이퍼 단가를 제시하고 있는데, 최근 삼성 파운드리도 선단 공정 수율이 60~80% 수준임을 감안하면 비용 효율적인 대안으로 훌륭한 입지인 것이다. 결론적으로 TSMC의 공급 부족과 다양한 어플리케이션의 Spec-Up이 맞물리는 교집합 속에서 삼성파운드리도 중장기적인 수주 잔고 확대가 기대된다.

일부 핵심 칩셋에 대한 성과가 발생하고 있는 단계이다. 삼성파운드리도 4nm 공정은 약 80% 수준의 수율을 갖출만큼 안정화된 것으로 파악된다. 안정화된 수율을 바탕으로 강소 칩셋에 대한 레퍼런스를 지속 확대해나가고 있다. 시장에서 많이 알려진 Tentorrent의 칩셋, Groq의 LPU 등이 해당 공정을 활용하고 있는 것으로 파악되며, 이외에도 다양한 중소 ASIC, NPU, 채널용 칩셋 등을 대응하고 있는 상황이다. 즉, 성공적인 AI 레퍼런스를 통해 선단 공정 경쟁력을 확대하고 있다.

[도표 28] TSMC, 삼성파운드리 노드별 예상 핵심 고객사

TSMC			삼성파운드리		
2nm~3nm	4nm~7nm	8nm~14nm	2nm~3nm	4nm~7nm	8nm~14nm
Apple	Apple	Nvidia	삼성전자	삼성전자	삼성전자
Nvidia	Nvidia	Marvell	Tesla	Tesla	Tesla
Google	Google	Intel	Ambarella	Baidu	Qualcomm
Intel	Intel	Mediatek		Google	BES
AMD	AMD	Qualcomm		Qualcomm	AMD
Mediatek	Mediatek				Baidu
Qualcomm	Qualcomm				
	Tesla				

자료: 언론보도 취합, 교보증권 리서치센터

삼성전자의 2nm 차세대 공정도 대형 수주를 확보해 나가며 선단 공정 경쟁력에 대한 근거를 더해가고 있다. 대표적인 사례가 Tesla의 약 20 조원이 넘는 차세대 칩셋 수주이다. 부족한 TSMC 공급량에 의존적인 구조에 대한 우려가 삼성파운드리로 연결된 직접적인 예시이다. 이러한 배경 속 높아진 선단 공정 신뢰도와 함께 삼성파운드리의 미국 내 공급망 구축 등의 강점을 통해 최선단의 공정까지도 수주가 확대되고 있는 결과이다. 최근 Qualcomm 또한 차세대 AP 칩의 위탁 생산을 이원화하고 싶어하는 움직임을 보여주기도 하면서 추가적인 대형 수주 가능성까지 고조되고 있다. 이처럼 삼성파운드리는 실제로 AI 수요를 바탕으로 하는 선단 공정 신뢰도와 시장에 뒤처지지 않는 미국 공급망 구축을 기반으로 선도 업체의 공급 부족 환경 속 기회요인을 감지하고 있다.

삼성파운드리의 기회 요인은 국내 비메모리 생태계 전반에 수혜까지 확장될 수 있다고 예상된다. 삼성파운드리 또한 AI 수요와 함께 최선단 공정 중심의 수요 호조가 예상된다. 삼성파운드리 또한 제한된 내부 리소스를 갖추고 있고, 2nm, 3nm의 공정 안정화라는 숙제가 여전히 남아있어 선단의 핵심 고객사 대응에 리소스를 집중할 필요가 있다. 이로 인해 상대적으로 작은 규모이거나, 앞서 언급한 선단화되는 부가적인 어플리케이션에 대한 대응을 위해 생태계를 육성 시켜야하는 필연적인 구조가 구축되고 있다. 즉, 삼성전자의 외부 생태계 육성은 효율적인 자원 배분을 통해 파운드리 사업 내 경쟁력 확보를 할 수 있는 생존 전략이라는 뜻이다.

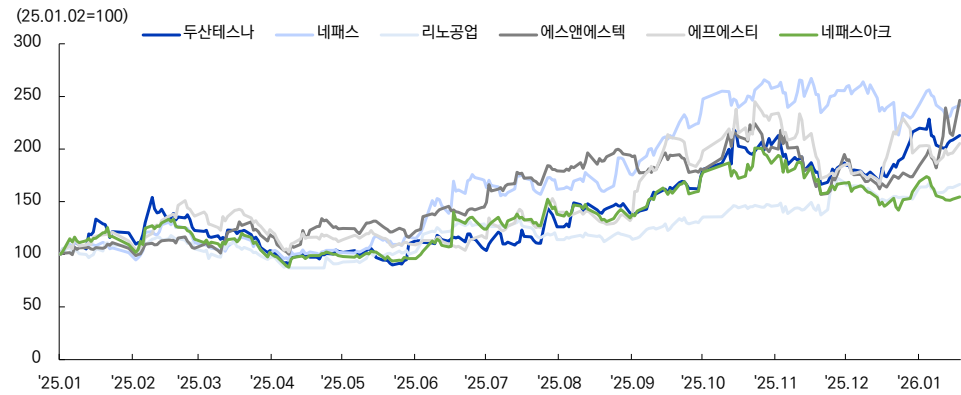
외주화의 수혜는 DSP, OSAT 등에서 뚜렷하게 관측되는 분위기다. 과거 DSP의 역할이 레거시 공정에서 단순 물리적인 설계 지원 등에 머물러왔다면, 최근에는 선단 공정과 AI/HPC 어플리케이션까지도 그 영역이 확대되고 있다. 대표적인 DSP 업체인 가온칩스와 에이디테크놀로지의 경우 이미 4nm 이하의 최선단 공정의 일부 프로젝트를 참여하며 선단 공정 경쟁력을 확보하고 있는 것으로 파악된다. OSAT 또한 구조적인 분업을 통해 물량이 증가하고 있는 단계이다. 삼성전자가 HBM 및 최선단 패키징에 역량을 집중하는 가운데 협력사들이 필요한 프로젝트들이 증가하고 있기 때문이다. 실제로 대표적인 OSAT 기업인 하나마이크론, 두산테스나 등은 가동률이 바닥을 다진 후 턴어라운드를 시작한 것으로 파악된다.

[도표 29] 주요 AI 칩셋별 노드 비교

회사명	칩 명	출시시기	노드
Nvidia	GB300	252H	4nm
	VR200	263Q	3nm
	Rubin CPX	264Q	3nm
AMD	MI350/MI355	252H	3nm
	MI400/MI450	263Q	2nm
Google	TPU v7	'25	3nm
	TPU v8	262H	3nm
AWS	Trainium3	261G	5nm
Huawei	Ascend 950PR	261Q	5/7nm
	Ascend 950D	264Q	5nm(f)

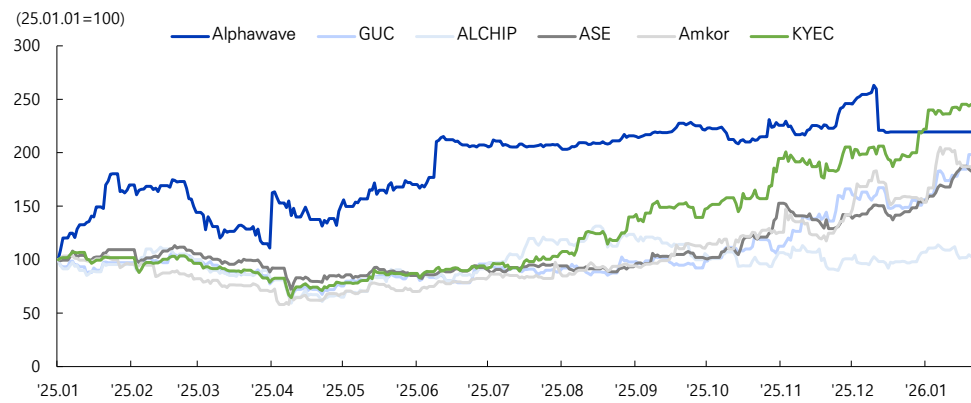
자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 삼성파운드리 생태계 주가 추이



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 31] TSMC 생태계 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2-3. 지정학적 불확실성으로 인한 공급망 재편 기회

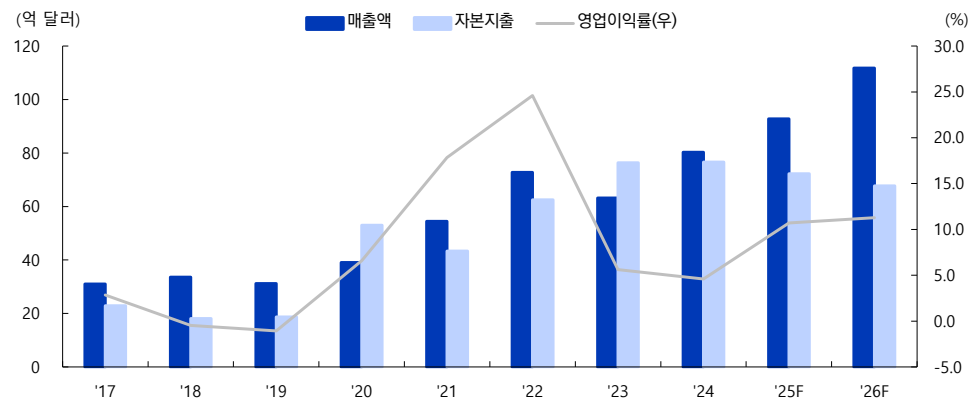
마지막으로 AI 기술의 중요성으로 인해 고조되는 미중 간의 기술 패권 경쟁과 핵심 밸류체인을 담당하는 양안 관계의 지정학적 긴장감은 국내 비메모리 산업에는 수혜 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 미국 정부의 대중국 반도체 수출 규제가 최선단 공정 뿐 아니라 더 범용적인 단까지 확장될 조짐을 보이면서, 글로벌 테크 기업들은 공급망 위험 회피를 우선적이 과제로 설정하는 분위기다. 이는 기존 중국 SMIC 등을 활용하던 랩리스 또한 IP 보안 및 생산 안정성을 보장받을 수 있는 비중화권 파운드리로 물량을 이전하게 된다는 의미이다. 실제로 TSMC 등의 CAPEX는 증가 추세인 반면 SMIC의 CAPEX 전망치는 감소하는 분위기로 이러한 추세를 증명하고 있다.

탈중국 기조는 전반적인 비메모리 밸류체인으로 확산되는 분위기다. 미국 정부가 핵심 인프라 분야에 있어서 중국산 레거시 반도체 사용 제한까지 검토하며 중국 내 비중이 높은 레거시 공정 물량들이 공급 안정성을 위해 미국 또는 제 3국 등으로 공급망을 전환해야하는 압박이 거세지고 있다. 이에 따라 파운드리 밸류체인이 구축되어 있는 국내 생태계가 최적의 대안 중 하나로 거론되고 있다. 특히, 삼성파운드리에 미국 내에서도 공급망을 구축하고 있으며, 최근에는 테일러 랩 가동을 2026년 내에 시작할 것으로 전망됨에 따라 공급 안정성 측면에서 훌륭한 대안으로 부각되었다.

Monolithic Power System의 사례는 글로벌 기업의 공급망 전환의 대표적인 사례이다. 최근 지정학적 리스크를 회피하기 위해 중국에서 생산하던 주력 PMIC 물량을 삼성파운드리로 이원화하는 작업을 진행 중인 것으로 파악되는데, 이는 최선단 공정 외에 성숙 공정 수요 또한 지정학적 이슈로 인한 공급망 전환에서 자유로울 수 없다는 것을 의미한다. 전반적인 비메모리 단의 공급 안정성에 대한 중요도가 높아지고 있는 것이다.

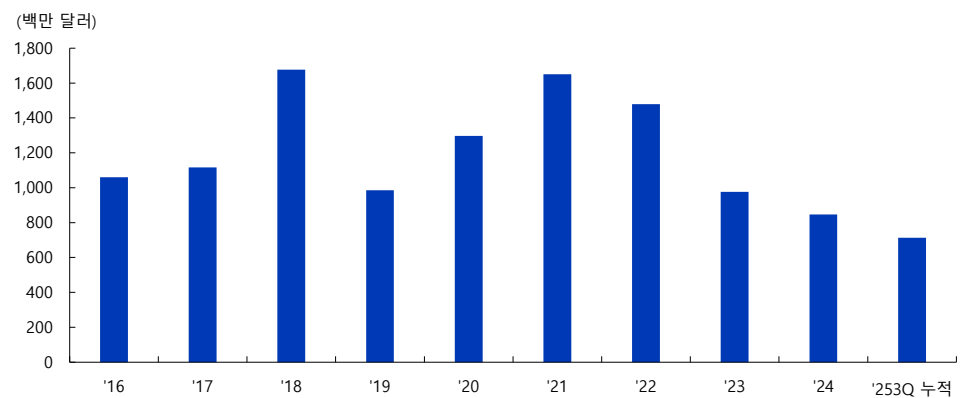
아직까지 다른 뚜렷한 대안이 없다는 점도 삼성파운드리가 지정학적 불확실성으로 인한 수혜 요인이 가장 강하다는 것을 증명한다. 기존 성숙 공정을 활용하던 칩셋들도 AI로 인해 선단화되는 가운데, 미국 내에서 선단 공정 공급이 가능한 기업은 TSMC, 삼성파운드리, Intel 정도가 거론된다. Intel은 최근 파운드리 중요성 부각과 함께 선단 경쟁력을 확보해나가고 있으나, 최근 18A 공정의 양산 검증이 지속적으로 지연됨에 따라 선단 공정에 대한 레퍼런스를 제대로 쌓고 있지 못하다. 일례로 자사의 최선단 로직칩도 TSMC를 통해 양산하기로 결정한 것이 이러한 불확실성을 증명하는 요소이다. 이외에도 일본의 Rapidus 등이 거론되나, 2027년 이후여야 양산이 가능할 것으로 예상되는 만큼 즉각적인 대안으로 작용하기 어렵다. 결론적으로 미중 갈등으로 지정학적 리스크가 고조되는 가운데, 커져가는 비메모리 공급 부하를 감당할 수 있는 대안은 레거시부터 선단 공정까지 즉각 대응할 수 있는 Capa가 있고 지정학적 리스크에서 떨어져있는 한국의 비메모리 밸류체인인 것이다.

[도표 32] SMIC 실적 및 CAPEX 추이



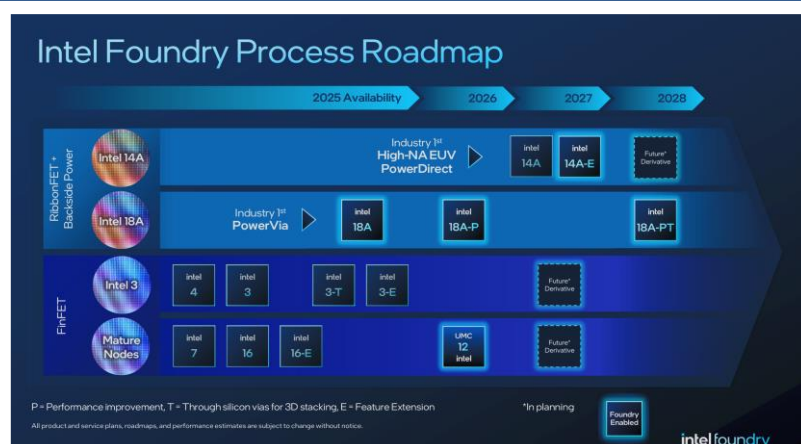
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 미국 내 중국 비메모리 수입 금액 추이



자료: KITA, 교보증권 리서치센터

[도표 34] Intel 파운드리 로드맵



자료: Intel, 교보증권 리서치센터

3. 명품 조연으로 거듭날 한 해

Top-Picks: 두산테스나, 에이디테크놀로지 / 관심종목: 네패스

국내 비메모리 생태계의 턴어라운드가 기대된다. 전술 했듯이 AI 수요는 비메모리 생태계에도 훈풍을 가져오고 있다. 다만, 국내 생태계가 메모리와 달리 글로벌 내에서 Leading 하지 못하는 점이 시차를 발생시켰다. AI가 야기한 Spec Up 수요는 더이상 선도 기업의 핵심 칩에 국한되지 않는다.

턴어라운드를 통해 명품 조연으로 거듭날 비메모리에 관심이 필요한 시점이다. 메모리 생태계는 이번 사이클 속에서 2025년 강한 상승을 시현했다. 삼성전자와 SK하이닉스는 기존 관점으로는 더 이상 평가할 수 없는 수준이며, 메모리 밸류체인 중 주요 기업들은 과거 사이클과 비교했을 때는 부담된다는 평가를 받는다. 이는 투자자들이 2026년 비메모리 생태계를 주목해야하는 핵심 요인이다. 과거 사이클 수준으로 평가받을 수 있는 실적 개선을 보여주는 기업에 대한 재평가가 필요하다고 판단한다. 수요 부진과 글로벌 내에서 미흡한 산업 경쟁력은 1) AI가 야기하는 Spec Up 수요 속 삼성파운드리 경쟁력 제고, 2) 핵심 AI 칩들의 강한 수요로 인해 선도 기업인 TSMC의 공급 부족이 야기하는 기회, 3) 미중 간의 기술 경쟁 격화로 발생한 지정학적 리스크에 대응하기 위한 대안적인 수요가 어우러짐에 따라 비메모리 산업은 부진을 벗어날 것으로 예상한다.

Top-Picks로 두산테스나(TP: 69,000원), 에이디테크놀로지(TP: 45,000원)를 제시한다. 두산테스나는 국내 비메모리 생태계의 핵심 테스트하우스로 비메모리 업황과 동행하는 특징을 가지고 있다. 최근 삼성파운드리가 Automotive향 수주 확대 및 물량 증가와 TSMC Capa 부족으로 인한 Second-Tier들의 핵심 제조 거점으로 부각 받으며 업황이 고조되는 추세와 함께 필연적인 턴어라운드가 기대된다. 두산테스나는 실적 개선 뿐 아니라 과거 사이클 대비 밸류에이션 매력도 높은 구간으로 투자 가치가 높다고 판단해 Top-Pick으로 선정하였다.

에이디테크놀로지는 시스템반도체 대표 디자인하우스로 2020년 삼성파운드리 밸류체인에 합류한 기업이다. 기존 TSMC의 VCA로써 국내에 다소 국한된 사업 기회로 인해 전환을 결심한 기업이다. 삼성파운드리 밸류체인에 합류한 이후 두드러진 개발 매출 확대를 바탕으로 올해는 AI/HPC, Automotive, 네트워크 등 고성장 어플리케이션향 제품 매출이 시현되는 원년이다. 핵심 고객사의 턴어라운드 속 동사의 기술 경쟁력 및 레퍼런스를 감안하면 중장기적인 우상향이 예상되는 기업으로 투자 매력이 높다고 판단해 또 다른 Top-Pick으로 선정하였다.

이외의 관심 종목으로 네패스(TP: 20,000원)를 제시한다. 네패스 또한 국내 시스템반도체 생태계에서 WLP로는 공고한 입지를 갖춘 기업으로 비메모리 생태계 턴어라운드와 동행한다. 특히, 최근 지정학적 이슈로 인한 기회요인, 핵심 고객사의 물량 증가에 발맞춰 효율화한 비용 구조를 바탕으로 두드러진 실적 개선세가 기대된다. 이외에도 HBM 공정에 필요한 구리 도금액을 공급하는 전자소재 부문은 메모리 강세 지속에 따라 기대해볼 요인이다. 다만, 앞서 언급한 두 기업 대비 비메모리 턴어라운드와의 연결 강도가 제한적이라고 판단해 관심종목으로 선정하였다.

[도표 35] 커버리지 종목 실적 추정 및 Valuation Table

(단위: 십억 원, 원, 배, %)

(원, 십억 원, 배, %)	두산테스나	에이디테크놀로지	네패스
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표가	69,000	45,000	20,000
현재주가(01/21)	51,600	34,200	15,830
상승여력(%)	33.7	31.4	28.3
매출액(24A)	374.2	106.6	464.3
매출액(25F)	308.2	151.3	530.0
매출액(26F)	389.0	211.7	552.1
영업이익(24A)	37.9	(17.0)	3.4
영업이익(25F)	(2.9)	3.0	28.2
영업이익(26F)	63.0	18.1	36.1
순이익(24A)	36.8	(14.3)	(62.2)
순이익(25F)	(11.3)	7.0	7.8
순이익(26F)	38.0	23.4	15.5
EPS(24A)	2,139	(1,061)	(2,699)
EPS(25F)	(1,079)	521	339
EPS(26F)	1,823	1,738	674
P/E(24A)	11.7	(15.0)	(2.4)
P/E(25F)	(49.3)	65.0	46.1
P/E(26F)	28.7	19.6	24.2
P/B(24A)	1.1	1.6	1.4
P/B(25F)	2.5	3.3	3.0
P/B(26F)	2.3	2.8	2.8
EV/EBITDA(24A)	3.2	(18.1)	3.8
EV/EBITDA(25F)	8.0	48.5	5.9
EV/EBITDA(26F)	5.4	17.0	5.3
ROE(24A)	8.7	(10.2)	(48.2)
ROE(25F)	(4.9)	5.2	6.8
ROE(26F)	8.2	15.6	12.4

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 36] 글로벌 파운드리 Valuation Table

(단위: 각국 통화, 십억 원, 배, %)

	TSMC	삼성전자	Intel	SMIC
티커	2330.TW	005930.KS	INTC.US	981.HK
증가(각국 통화)	1,760.0	148,200.0	47.0	77.0
시가총액(조 원)	2,141.6	872.6	345.6	137.0
주가수익률(%)				
1W	2.9	7.3	-0.7	3.4
1M	23.1	39.0	27.5	18.4
6M	52.4	120.9	103.3	63.5
12M	57.1	176.0	118.5	95.2
매출액 (조 원)				
2024	123.0	300.9	72.4	11.0
2025F	177.1	331.3	77.3	13.4
2026F	233.6	433.2	79.5	16.2
영업이익 (조 원)				
2024	56.2	32.7	(15.9)	0.7
2025F	88.4	42.1	3.7	1.4
2026F	127.2	123.8	6.9	1.8
순이익 (조 원)				
2024	49.9	33.6	(25.6)	0.7
2025F	78.3	40.9	2.3	1.0
2026F	109.1	103.0	4.7	1.6
P/E(배)				
2024	23.8	10.7	-	81.7
2025F	27.3	23.4	135.7	111.6
2026F	20.0	9.3	75.6	70.5
P/B(배)				
2024	6.5	0.8	0.9	1.6
2025F	8.5	2.4	1.9	3.6
2026F	6.4	1.9	2.0	3.4
ROE(%)				
2024	30.3	7.9	-18.3	2.4
2025F	33.7	10.0	1.5	3.3
2026F	36.1	21.9	1.8	4.7

자료: 교보증권 리서치센터

2026.01.19 종가 기준

[도표 37] 글로벌 팹리스 Valuation Table

(단위: 각국 통화, 십억 원, 배, %)

	Broadcom	Marvell	Microchip	Monolithic Power
티커	AVGO.US	MRVL.US	MCHP.US	MPWR.US
증가(각국 통화)	351.7	80.5	1,033.2	74.7
시가총액(조 원)	2,462.3	100.8	73.1	59.6
주가수익률(%)				
1W	-0.8	-3.1	5.1	0.9
1M	3.3	-4.3	10.3	15.1
6M	24.1	7.8	42.5	-0.1
12M	48.1	-35.5	65.1	28.9
매출액 (조 원)				
2024	69.4	7.2	3.0	10.1
2025F	93.1	8.4	4.1	6.2
2026F	143.3	12.0	4.8	6.7
영업이익 (조 원)				
2024	18.1	(0.7)	0.7	3.4
2025F	61.0	2.4	1.4	1.5
2026F	91.2	4.2	1.7	1.7
순이익 (조 원)				
2024	7.9	(1.2)	2.4	2.5
2025F	48.9	2.0	1.3	1.0
2026F	74.3	3.6	1.5	1.2
P/E(배)				
2024	64.5	-	57.6	25.7
2025F	52.1	51.5	58.4	57.5
2026F	35.2	28.3	49.5	48.5
P/B(배)				
2024	11.7	3.9	9.0	7.2
2025F	21.9	5.1	13.7	6.1
2026F	15.3	4.8	12.1	6.3
ROE(%)				
2024	12.9	-6.1	68.8	29.0
2025F	42.1	-1.2	22.7	9.0
2026F	48.5	7.3	22.2	13.2

자료: 교보증권 리서치센터

2026.01.19 종가 기준

Company Analysis



회사명	TP(원)	의견	상승여력
두산테스나 (131970)	69,000	Buy	30.9%
에이디테크놀로지 (200710)	45,000	Buy	31.6%
네패스 (033640)	20,000	Buy	26.3%

자료: 교보증권 리서치센터

두산테스나 131970

비메모리 턴어라운드와 직관적인 동행

Jan 22, 2026

Buy

신규

시스템 반도체 테스트 전문 기업

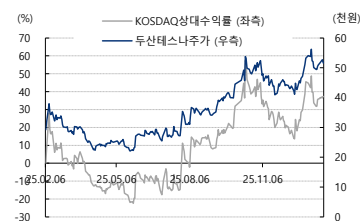
TP 69,000 원

신규

Company Data

현재가(01/21)	51,600 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	56,200 원
52 주 최저가(보통주)	22,100 원
KOSPI (01/21)	4,909.93p
KOSDAQ (01/21)	951.29p
자본금	97 억원
시가총액	9,973 억원
발행주식수(보통주)	1,933 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	38.3 만주
평균거래대금(60 일)	198 억원
외국인지분(보통주)	7.03%
주요주주	
두산포드폴리오홀딩스	38.69%
국민연금공단	5.15%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.8	80.1	63.5
상대주가	16.3	55.6	24.8

두산테스나는 2002년 설립된 시스템 반도체 테스트 전문 기업으로, 웨이퍼 및 패키징 테스트 사업을 주력으로 사업을 영위. 삼성과온드리가 핵심 고객사로 전체 공정 효율에 기여하는 웨이퍼 테스트 사업을 통해 비메모리 생태계에 기여. 이외에도 Turn-Key 솔루션을 위한 패키징 테스트, DP(Die Preparation)사업 부문을 갖추고 있어, 공고한 입지를 확보한 기업. 주요 어플리케이션은 CIS, SoC, AP, Controller 등 대부분의 비메모리에 대응. 2025년 3분기 누적 기준 매출비중은 웨이퍼 테스트 약 93%, 패키징 테스트 약 5%, DP 약 2%로 구성.

고성장 сек터와 함께 턴어라운드 기대

글로벌 Top-Tier 파운드리인 TSMC가 최근 AI/HPC의 강한 수요로 인해 공급 부족 환경이 지속. 동사의 핵심 고객사는 반사수혜 측면으로 자율주행/로보틱스 SoC와 같은 고성장 수요처를 확보. 해당 SoC 전방 산업의 성장성을 감안하면, 핵심 고객사의 레퍼런스는 향후 큰 폭의 수주 확대까지 기대해볼 수 있다고 판단. 동사는 국내 비메모리 생태계 내에서 공고한 테스트 하우스 입지를 확보한 기업. 핵심 고객사와 함께 구조적인 성장 국면에 진입할 것으로 기대. 이외에도 CIS 제품군도 호조가 기대. 핵심 고객사가 글로벌 대형 CIS 고객사의 물량을 2027년부터 제조할 전망. CIS 또한 고성장 сек터의 핵심 칩 중 하나로 중장기 실적 성장 기대감을 형성

목표주가 69,000원, 투자 의견 Buy로 커버리지 개시

두산테스나에 대해 목표주가 69,000원, 투자 의견 Buy로 커버리지 개시. 2026년 동사의 매출액을 3,890억원(YoY + 26.2%), 영업이익 630억원(YoY 흑자전환, OPM 16.2%)으로 추정. 핵심 고객사의 자율주행/로보틱스 수주도 이어지는 가운데, 엑시노스 또한 국내 대응 물량 탑재가 예상. 선단 제품군 기반의 물량 확대를 통해 사업이 정상궤도에 오를 전망. 과거 비메모리 사이클 평균 수준의 평가를 통해 저평가 구간임을 확인해볼 필요 존재.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	339	373	308	389	444
YoY(%)	NA	10.2	-17.4	26.2	14.0
영업이익(억원)	61	38	-3	63	77
OP 마진(%)	18.0	10.2	-1.0	16.2	17.3
순이익(억원)	49	37	-21	35	45
EPS(원)	3,254	2,139	-1,079	1,823	2,309
YoY(%)	흑전	-34.3	적전	흑전	26.7
PER(배)	18.0	11.7	-49.3	28.7	22.7
PCR(배)	3.8	1.8	6.4	4.1	3.6
PBR(배)	2.8	1.1	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA(배)	5.4	3.2	8.0	5.4	4.9



[IT/미드스몰캡] 박희철

3771- 9342,

parkh@iprovest.com

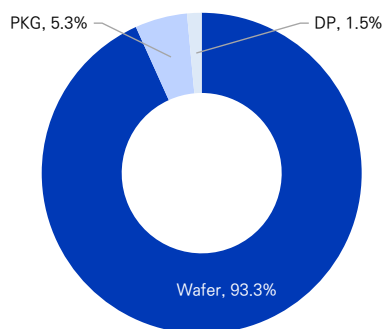
시스템 반도체 테스트 전문 기업

두산테스나는 2002년에 설립된 반도체 테스트 전문 기업이다. 주로 시스템 반도체의 웨이퍼 및 패키징 테스트 사업을 진행하고 있으며, 삼성파운드리를 주요 고객사로 확보하고 있다. 핵심 사업인 웨이퍼 테스트는 실리콘 웨이퍼 위에 만들어진 칩들이 제대로 동작하는지 검사하는 과정으로 개별 다이가 정상 작동하는지를 확인하는 과정이다. 웨이퍼 테스트는 전체 공정 효율에 기여하는 핵심 공정 중 하나이다. 2025년 3분기 누적 기준 동사의 웨이퍼 테스트 매출 비중은 약 93%에 달한다. 이외에는 패키징이 완료된 이후에 양품을 테스트하는 패키지 테스트와 양품 칩을 고객이 요구하는 대로 배열 및 분류하는 DP 사업을 영위하고 있다. 전반적인 테스트 관련 사업 포트폴리오를 구축해두어, 핵심 고객사의 테스트를 담당하는 핵심 밸류체인 기업으로 입지를 공고히 하고 있다.

2025년 3분기 동사는 매출액 832억원(YoY -15.7%), 영업이익 53억원(YoY -43.3%)을 기록했다. 핵심 고객사의 비메모리 사업 효율화 이후 지속된 업황 부진의 영향이 2025년까지 이어지는 구간이다. 동사가 영위하는 테스트 비즈니스는 큰 규모의 투자가 집행되는 비즈니스로 제품의 경쟁 구도에 따른 단가 협의 및 물량 확보를 통한 테스트 시간이 중요한 사업으로 업황 부진에 따른 영향이 클 수 밖에 없다. 최근 핵심 제품군인 CIS제품군의 전방 업황이 다소 부진하는 가운데, 모바일 AP칩 또한 가동률이 부진함에 따라 다소 아쉬운 실적을 기록하고 있다.

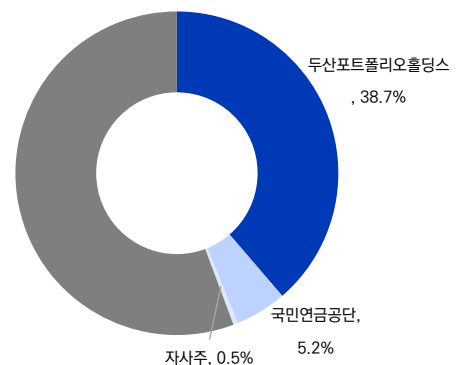
다만, 최근 Automotive향 SoC의 호조세가 기대되고 있다. 7nm 공정으로 생산돼 미국 고객사로 공급되는 SoC 물량이 증가하고 있는 추세이다. 2024년 기준으로 Automotive SoC의 매출 비중은 약 20%로 파악되는데, 최근 CIS와 AP의 부진을 감안하면 비중이 확대되고 있는 구간으로 파악된다. 더군다나, Automotive SoC의 경우 최근 선단화가 빠르게 진행되고 있는 핵심 수요처이다. 동사가 대응하고 있는 7nm 공정의 칩의 차세대 제품군은 4nm, 2nm 공정으로 빠르게 고도화되고 있는 추세이며, 자율주행 뿐 아니라 로보틱스로의 확장성을 감안하면 높은 중요도의 SoC 테스트 레퍼런스를 쌓아가고 있다.

[도표 38] 3Q25 기준 부문별 매출 비중



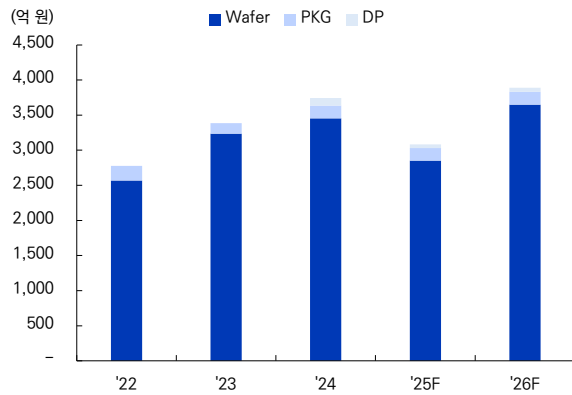
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 두산테스나 주주구성



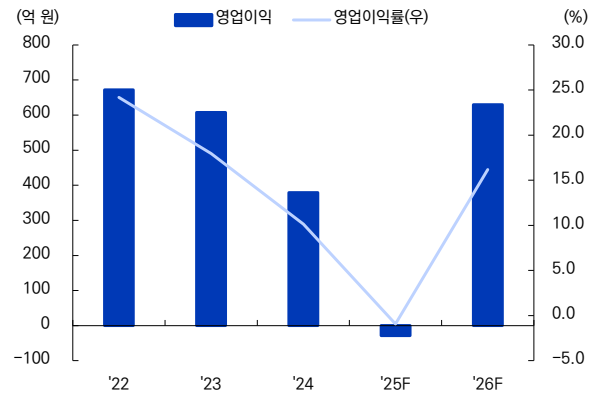
자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 두산테스나 연간 매출액 추이 및 전망



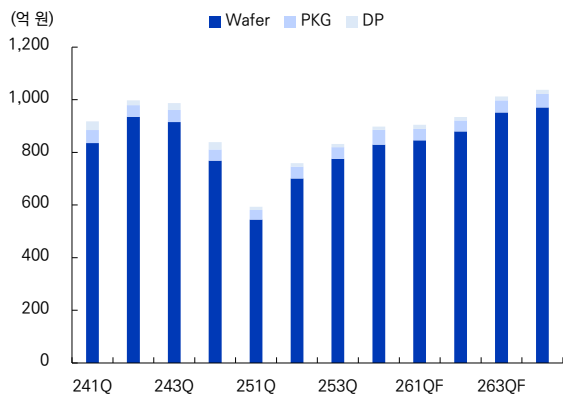
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 두산테스나 연간 영업이익 추이 및 전망



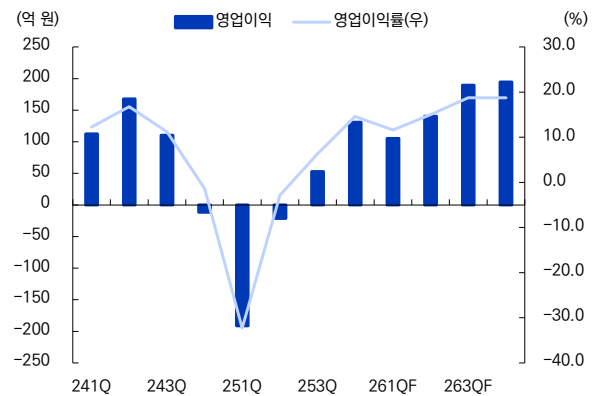
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 두산테스나 분기 매출액 추이 및 전망



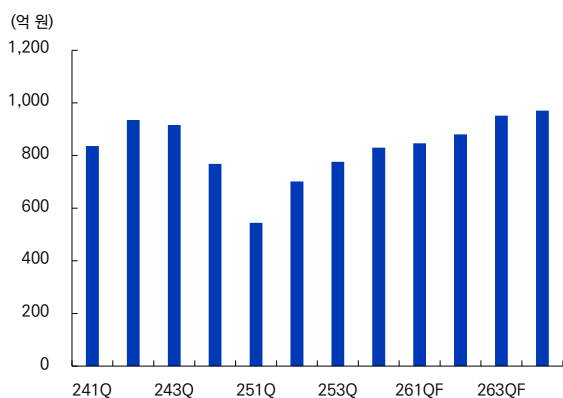
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 두산테스나 분기 영업이익 추이 및 전망



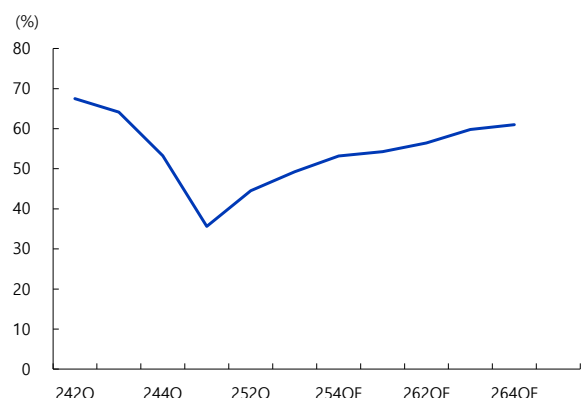
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 두산테스나 Wafer Test 부문 매출 추이



Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 두산테스나 Wafer Test 부문 가동률 전망



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

고성장 레퍼런스와 함께 턴어라운드

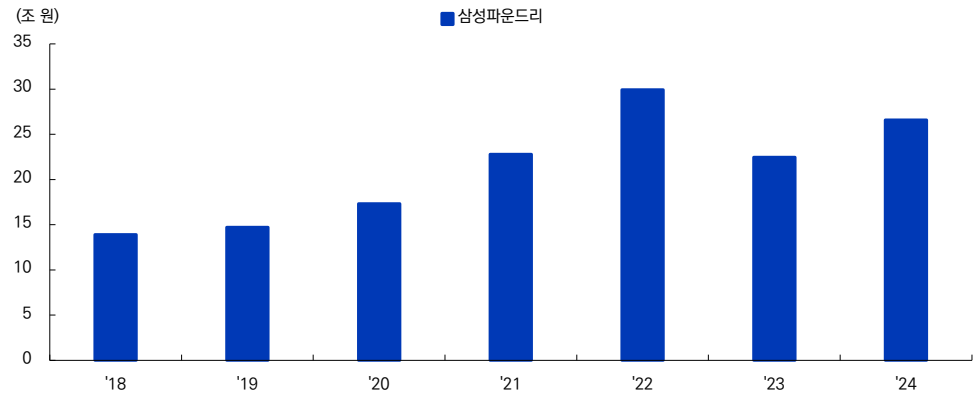
동사는 앞서 언급한 바와 같이 자율주행/로보틱스의 핵심 레퍼런스를 고객사와 쌓아나가고 있는 기업이다. 특히, 최근 2nm 공정을 활용할 것으로 예상되는 차세대 칩의 수주도 핵심 고객사가 확보함에 따라 동사 내의 Automotive 부문도 견조한 추이를 보일 것으로 기대된다. AI는 Physical AI로 나아가고 있다. Automotive SoC 칩은 Physical AI의 핵심인 로보틱스까지의 확장성이 있다. 즉, 고성장 섹터로의 확장성을 통해 구조적인 성장이 가능하다는 뜻이다.

시장 조사 기관에 따르면 글로벌 로보틱스 시장은 약 20% 이상의 고성장을 지속하며, 2030년에는 약 2,600억 달러 규모의 거대한 시장으로 성장할 것으로 예상된다. 특히, 대표적인 로보틱스인 휴머노이드의 개화가 전반적인 시장 성장을 견인할 전망이다. 휴머노이드 로보틱스는 작년 약 16,000대 수준이 출하된 것으로 파악되며, 2027년에는 약 10만대가 출하될 것으로 전망돼, 빠른 속도로 시장이 확대될 것으로 예상된다. 로보틱스의 확대는 결론적으로 탑재되는 SoC 칩의 확대로 이어질 전망으로 필연적인 고성장이 기대된다. 이는 동사의 테스트 물량 확대로 이어질 가능성이 높다. 또한 자율주행 및 로보틱스의 SoC 칩은 극한의 테스트 환경이 필요한 칩이다. 해당 칩셋으로 결정되는 연산 값은 인간의 안전과 직결되는 경우가 많은 칩으로 극한 테스트를 통해 높은 신뢰성이 필요하다. 테스트 단가가 높아질 수 있다는 의미이며, 테스트 하우스인 동사에게는 고부가 사업의 기회요인이다.

핵심 고객사인 삼성파운드리가 미국으로 파운드리 역량을 집중하고 있는 것도 호재 요인이다. 미국은 Tesla, Mobileye, Ambarella 등 자율주행과 로보틱스 분야를 선도하는 기업들이 다수 포진된 핵심 시장이다. 삼성파운드리는 이번 Tesla향 2nm 수주를 기반으로 미국 내의 자율주행/로보틱스 SoC 파운드리 역량의 입지를 확대할 것으로 기대된다. 핵심 파트너인 동사에게도 낙수효과가 기대된다. 미국은 특히 현지 OSAT를 운영하기는 어려운 것으로 파악된다. 높은 인건비 등이 핵심 요인이기 때문에 기존의 공급망이 유지될 가능성이 높다. 오랜 기간 삼성파운드리와 양산 최적화를 진행해온 동사가 입지를 굳건히할 가능성이 높다는 의미이다.

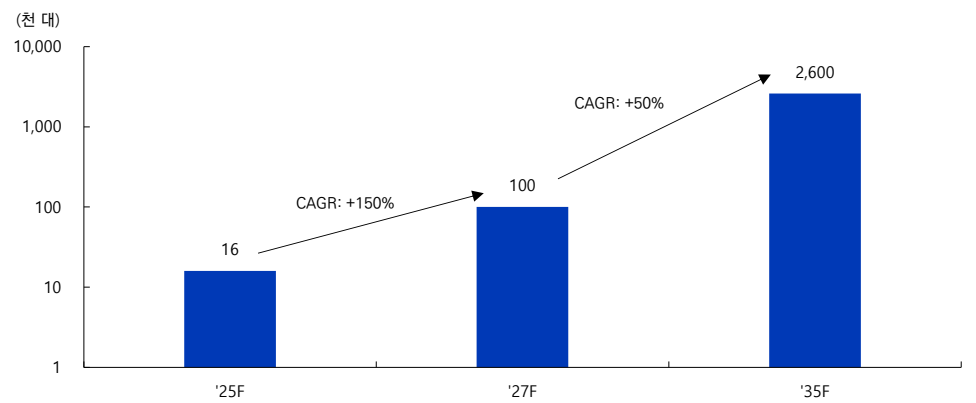
나아가 Physical AI는 '시각' 또한 중요하다. 동사의 핵심 제품군은 CIS 부문이다. CIS 부문의 성장 잠재력을 로보틱스와 맞물려 재평가 받을 필요가 있다. 자율주행/로보틱스 산업군은 고해상도의 카메라와 센서 퓨전 기술이 필수적이다. 이는 탑재되는 카메라 수의 폭발적인 증가 뿐만 아니라, 2억 화소 이상의 초고화소 센서 도입 등의 Spec 상향까지 이뤄질 전망이다. 즉, CIS 또한 테스트 고도화 및 수량 증가가 예정되어 있다는 뜻이다. 동사는 핵심 고객사 내에서 CIS 점유율 약 60~70%를 차지하는 핵심 밸류체인으로 낙수효과를 직접적으로 받을 가능성이 높다.

[도표 46] 핵심 고객사 비메모리 사업 부문 매출 추이



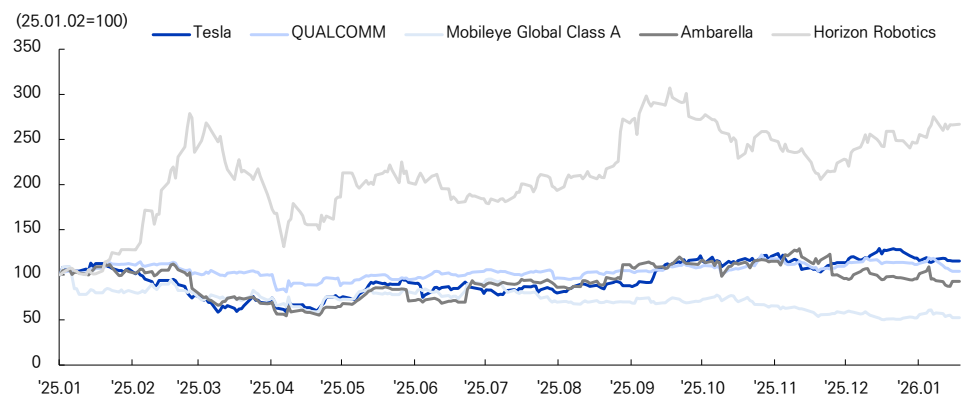
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 휴머노이드 로봇믹스 출하량 예상



자료: Omdia, 언론보도 취합, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 글로벌 자율주행/로보틱스 SoC 관련 기업 주가 수익률 추이



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

투자의견 제시 및 Valuation

두산테스나에 대해 목표주가 69,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 P/B 밸류에이션을 통해 산정했다. 동사가 영위하는 반도체 테스트 사업은 큰 규모의 투자가 선행되고, 설비가 구축되는게 중요한 사업인만큼 P/B를 통해 평가하는게 적절하다고 판단했다. 2026년 두산테스나의 매출액은 3,890억원(YoY + 26.2%), 영업이익 630억원(YoY 흑자전환, OPM 16.2%)으로 추정한다. 핵심 고객사의 자율주행/로보틱스향 수주가 이어지는 가운데, 7nm 공정으로 생산되는 현세대 SoC 물량이 견조한 추이를 보이는 것으로 파악된다. 이외에도 작년 핵심 고객사의 스마트폰 제품에 미탑재 되었던 엑시노스 제품군도 올해는 국내에 공급되는 일부 모델에 탑재될 전망이다. 2nm 공정을 활용하는 선도적인 제품군으로 테스트 매출에 큰 기여가 예상된다.

COVID 이후 비메모리 업황이 다소 부진을 이어가는 동안 동사는 효율적인 CAPEX 투자를 통해 턴어라운드 대응을 준비해왔다. 빠르면 올해 4분기 실적부터 완전한 회복세를 보일 전망이다. 중장기적인 신규 성장성은 동사의 핵심 동력이다. 앞서 언급한 것처럼 올해 SoC 물량 호조 등으로 턴어라운드를 시작해, 2027년에는 신규 CIS 대형 고객사향 물량을 대응할 것으로 예상되는만큼 2027년에도 고성장을 이어나갈 전망이다. 성장한 탑라인을 바탕으로 과거 대비 미흡한 수익성에도 높은 이익 성장률을 보일 것으로 예상된다. 비메모리 턴어라운드 가능성을 고려할 때, 동사는 레버리지 효과가 기대되는 핵심 밸류체인이다.

고성장 섹터인 자율주행/로보틱스향 SoC 대응 호조 및 중장기적인 CIS 물량 확대를 감안할 때, 실적 턴어라운드가 뚜렷할 것으로 예상하는 기업이다. 특히, 고성장 섹터 대응 역량은 핵심 고객사와 함께 향후 성장 동력의 주축으로 작용될 것으로 기대해 국내 비메모리 중소형 밸류체인 중 Top-Pick으로 제시한다.

[도표 49] 두산테스나 P/B Valuation (단위: 원, 배, %),

구분	기업가치	비고
26F BPS	23,708	2026년 추정 BPS
Target P/B	2.9	사이클 당시 12MF P/B 평균
적정주가 산출	68,756	
목표주가	69,000	
현재주가	51,600	2026.01.21 종가 기준
상승여력	33.7	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 50] 두산테스나 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원, %)

	251Q	252Q	253Q	254Q(F)	261Q(F)	262Q(F)	263Q(F)	264Q(F)	FY24	FY25(F)	FY26(F)
매출 합계	593.0	759.0	832.1	898.2	905.0	934.7	1,012.6	1,037.5	3,741.9	3,082.3	3,889.8
Wafer	544.5	701.2	776.0	829.7	846.3	880.1	951.6	970.6	3,454.7	2,851.4	3,648.6
PKG	36.2	44.6	43.9	55.9	43.2	41.5	46.5	51.6	182.6	180.7	182.8
DP	33.1	18.5	25.3	27.7	12.2	13.3	12.2	12.6	104.6	50.2	58.4
YoY (%)	(35.4)	(24.0)	(15.7)	7.1	52.6	23.2	21.7	15.5	10.5	(17.6)	26.2
Wafer	(34.8)	(25.0)	(15.3)	8.0	55.4	25.5	22.6	17.0	6.8	(17.5)	28.0
PKG	(26.2)	0.4	(4.5)	29.7	19.1	(6.9)	5.9	(7.7)	21.5	(1.1)	1.2
DP	(63.3)	(28.0)	(51.7)	(54.6)	28.1	(0.9)	18.4	21.1	-	(52.0)	16.3
QoQ (%)	(29.3)	28.0	9.6	7.9	0.8	3.3	8.3	2.5			
Wafer	(29.1)	28.8	10.7	6.9	2.0	4.0	8.1	2.0			
PKG	(16.0)	22.9	(1.4)	27.3	(22.8)	(4.0)	12.2	11.0			
DP	(56.0)	9.3	(8.0)	2.7	24.0	(15.5)	10.0	5.0			
영업이익	(191.3)	(21.2)	52.9	131.0	105.3	140.4	189.7	194.5	379.2	(28.7)	629.8
OPM (%)	(32.3)	(2.8)	6.4	14.6	11.6	15.0	18.7	18.7	10.1	(0.9)	16.2
YoY (%)	적자전환	적자전환	(43.3)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	195.0	28.5	(37.6)	적자전환	흑자전환
QoQ (%)	적자지속	적자지속	흑자전환	147.9	(19.7)	33.4	35.2	2.5			
지배주주순이익	(163.9)	(8.5)	28.8	(65.0)	35.9	71.0	120.3	125.1	367.8	(208.6)	352.3
YoY (%)	적자전환	적자전환	(51.6)	적자전환	흑자전환	흑자전환	317.8	흑자전환	(25.1)	적자전환	흑자전환

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 두산테스나 Valuation Table

(단위: 각국 통화, 십억 원, 배, %)

	두산테스나	네패스	ASE	Amkor	JCET	KYEC
티커	131970.KQ	033640.KQ	3711.TW	AMKR.US	600584.CH	2449.TW
종가(각국 통화)	52,400.0	16,310.0	299.0	48.0	48.8	271.5
시가총액(십억 원)	1,018.5	365.0	61,484.8	17,521.5	18,821.2	15,635.1
주가수익률(%)						
1W	6.0	3.8	3.3	-7.6	15.7	0.4
1M	22.7	0.9	30.3	18.8	36.5	26.0
6M	81.9	40.2	94.2	123.2	43.9	147.9
12M	59.5	123.4	80.1	85.3	20.9	144.6
매출액 (십억 원)						
2024	373.1	464.3	25,307.8	8,619.7	6,823.3	1,141.5
2025F	309.6	523.2	29,928.9	9,719.2	8,494.0	1,632.1
2026F	370.8	573.2	34,023.0	10,736.6	9,597.4	2,235.4
영업이익 (십억 원)						
2024	37.9	3.4	1,664.8	598.2	341.0	262.4
2025F	-1.6	28.8	2,240.3	626.8	387.2	419.5
2026F	56.9	43.0	3,413.1	836.8	536.1	666.3
순이익 (십억 원)						
2024	36.8	-62.2	1,380.7	483.0	305.4	330.7
2025F	4.0	-	1,785.3	455.2	330.6	517.9
2026F	48.4	-	2,730.0	633.6	491.8	554.8
P/E(배)						
2024	13.1	-	21.5	18.0	45.4	30.7
2025F	-	-	34.1	38.2	57.3	30.3
2026F	21.9	-	22.2	28.9	38.2	28.3
P/B(배)						
2024	1.1	1.4	2.2	1.5	2.6	3.1
2025F	2.3	-	3.9	2.7	3.1	7.0
2026F	2.1	-	3.6	2.4	2.9	6.9
ROE(%)						
2024	8.8	-48.2	10.5	8.7	6.0	18.9
2025F	-0.3	0.4	11.5	7.1	5.3	22.7
2026F	10.1	1.8	17.1	9.3	7.2	26.8

자료: 교보증권 리서치센터

2026.01.20 종가 기준

[두산테스나 131970]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	339	373	308	389	444
매출원가	256	305	279	289	324
매출총이익	83	68	29	100	120
매출총이익률 (%)	24.5	18.2	9.4	25.6	26.9
판매비와관리비	22	30	32	37	43
영업이익	61	38	-3	63	77
영업이익률 (%)	17.9	10.2	-0.9	16.2	17.3
EBITDA	229	227	161	242	271
EBITDA Margin (%)	67.5	60.8	52.4	62.1	61.1
영업외손익	-16	-8	-14	-16	-17
관계기업손익	-1	-1	-1	-1	-1
금융수익	3	2	1	2	2
금융비용	-19	-16	-15	-17	-18
기타	0	6	0	0	0
법인세비용차감전순이익	45	30	-17	47	59
법인세비용	-4	-7	4	12	15
계속사업순이익	49	37	-21	35	45
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	37	-21	35	45
당기순이익률 (%)	14.5	9.9	-6.8	9.1	10.1
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	49	37	-21	35	45
지배순이익률 (%)	14.5	9.9	-6.8	9.1	10.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	0	0	0	0
포괄순이익	46	37	-21	35	45
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	46	37	-21	35	45

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	211	219	147	205	233
당기순이익	49	37	-21	35	45
비현금항목의 가감	183	196	182	206	226
감가상각비	168	189	164	179	194
외환손익	-1	0	0	0	0
자본법평가손익	1	1	1	1	1
기타	16	6	17	26	30
자산부채의 증감	-1	2	3	-10	-7
기타현금흐름	-21	-15	-17	-26	-31
투자활동 현금흐름	-174	-172	-168	-233	-256
투자자산	-4	-10	-13	-13	-13
유형자산	-172	-183	-152	-222	-241
기타	2	21	-3	1	-2
재무활동 현금흐름	-2	-61	-21	45	20
단기차입금	-21	-23	20	12	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	74	40	53	40	20
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-3	-3	-3	-3
기타	-52	-75	-91	-4	0
현금의 증감	34	-14	27	20	0
기초 현금	45	79	0	27	47
기말 현금	79	65	27	47	47
NOPLAT	67	47	-3	47	57
FCF	62	54	12	-6	3

자료: 현대백화점, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	125	114	72	97	103
현금및현금성자산	79	65	27	47	47
매출채권 및 기타채권	40	39	35	43	49
재고자산	0	1	1	1	1
기타유동자산	6	9	11	7	7
비유동자산	638	674	674	730	790
유형자산	579	590	577	621	668
관계기업투자금	9	11	24	37	50
기타비유동자산	14	17	17	17	17
기타비유동자산	36	56	56	56	56
자산총계	763	788	747	828	893
유동부채	139	183	112	120	124
매입채무 및 기타채무	37	24	24	24	24
차입금	37	25	45	57	61
유동성채무	63	131	40	36	36
기타유동부채	3	3	3	3	3
비유동부채	220	167	221	261	282
차입금	193	136	189	229	249
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	27	31	32	33	33
부채총계	359	350	333	382	406
지배자분	404	438	414	446	487
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	136	136	136	136	136
이익잉여금	259	293	269	301	343
기타자본변동	-1	0	0	0	0
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	404	438	414	446	487
총차입금	320	320	303	351	375

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,254	2,139	-1,079	1,823	2,309
PER	18.0	11.7	-49.3	28.9	22.8
BPS	20,884	22,645	21,407	23,070	25,219
PBR	2.8	1.1	2.5	2.3	2.1
EBITDAPS	13,220	11,729	8,355	12,506	14,019
EV/EBITDA	5.4	3.2	8.0	5.4	4.9
SPS	22,624	21,697	15,948	20,126	22,949
PSR	2.6	1.2	3.3	2.6	2.3
CFPS	3,575	2,794	615	-293	180
DPS	160	160	160	160	160

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	NA	10.2	-17.4	26.2	14.0
영업이익 증가율	NA	-37.6	적전	흑전	21.6
순이익 증가율	NA	-25.1	적전	흑전	26.7
수익성					
ROIC	22.8	7.8	-0.6	7.6	8.5
ROA	12.9	4.7	-2.7	4.5	5.2
ROE	24.3	8.7	-4.9	8.2	9.6
안정성					
부채비율	89.1	80.0	80.5	85.6	83.3
순차입금비율	41.9	40.6	40.5	42.5	42.0
이자보상배율	4.0	2.6	-0.2	3.9	4.4

에이디테크놀로지 200710

DSP 전환의 결실을 맺을 원년

Jan 22, 2026

Buy

신규

국내 대표 시스템반도체 디자인하우스

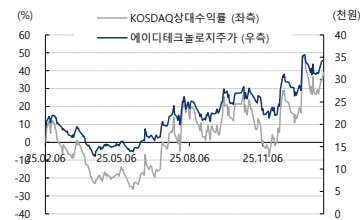
TP 45,000 원

신규

Company Data

현재가(01/21)	34,250 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	35,550 원
52 주 최저가(보통주)	12,850 원
KOSPI (01/21)	4,909.93p
KOSDAQ (01/21)	951.29p
자본금	67 억원
시가총액	4,603 억원
발행주식수(보통주)	1,344 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	73.5 만주
평균거래대금(60 일)	245 억원
외국인지분(보통주)	1.03%
주요주주	
김준석	17.77%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	27.1	58.2	72.0
상대주가	22.3	36.6	31.3

에이디테크놀로지는 2002년 설립된 대표적인 국내 시스템반도체 디자인하우스로 초기 TSMC의 VCA로 시작해 현재는 삼성파운드리 DSP로 사업을 영위. 소비된 AI의 부각에 따라 설계 경험이 전무한 고객사가 증가함에 따라 디자인하우스의 중요성이 고조. 동사는 20년이 넘는 업력과 약 800여명 이상의 연구인력을 갖춘 경쟁력 있는 디자인하우스로 AI/HPC, Automotive, 네트워크 등 다양한 프로젝트 개발을 진행. 2025년 3분기 누적 기준 매출 비중은 제품 매출 약 14%, 용역매출 약 82%, 기타 약 4%로 구성.

DSP 전환의 성과가 보여질 원년

동사는 2020년 DSP로 전환을 결정하면서 삼성파운드리 생태계에 합류. 합류한 후 대형 프로젝트 개발 경험 등을 바탕으로 ARM Total Design Partner로도 선정되며 글로벌을 상대로 사업을 영위. DSP 전환 이후 가장 뚜렷한 성과는 달라진 개발 매출 체력. 개발 매출은 향후 제품 매출로 연결될 수 있는 핵심 매출. DSP로 합류하기 전인 2018년 용역매출은 약 253억원, 2019년은 약 183억원 수준이었으나, 2024년 기준으로 824억원, 2025년은 약 1,200억원을 상회할 것으로 기대. 삼성파운드리로 AI/HPC, Automotive 프로젝트 의뢰가 증가하는 국면에서 동사의 용역매출도 우상향 전망. 이외에도 올해 AI/HPC 프로젝트 중 하나가 양산을 시작할 것으로 기대. DSP 전환 이후 축소되었던 제품 매출 발생이 본격적으로 시작될 원년.

목표주가 45,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

에이디테크놀로지에 대해 목표주가 45,000원 투자의견 Buy로 커버리지 개시. 2026년 동사의 연결 매출액은 2,117억원(YoY + 40.0%), 영업이익 181억원(YoY 흑자전환, OPM 8.5%)으로 추정. 달라진 용역매출 레벨을 바탕으로 AI/HPC향 제품매출까지 시현되는 원년. 삼성파운드리 생태계에서 동사의 사업 기회는 꾸준히 증가할 것으로 기대. 중장기 성장 여력에 대해 긍정적으로 평가 최선호 의견 제시.

Forecast earnings & Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
12 결산(십억원)					
매출액(십억원)	100	107	151	212	309
YoY(%)	-39.0	6.4	42.0	40.0	46.0
영업이익(십억원)	-17	-17	3	18	32
OP 마진(%)	-17.0	-15.9	2.0	8.5	10.4
순이익(십억원)	-16	-15	7	25	41
EPS(원)	-1,195	-1,061	521	1,738	2,915
YoY(%)	적전	적지	흑전	233.8	67.7
PER(배)	-27.0	-15.0	65.0	19.6	11.7
PCR(배)	-115.1	-55.8	32.5	16.7	11.1
PBR(배)	2.9	1.6	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA(배)	-28.3	-18.1	48.5	17.0	9.6



[IT/미드스몰캡] 박희철

3771- 9342,

parkh@iprovest.com

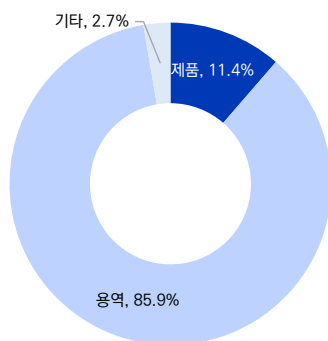
국내 대표 시스템 반도체 디자인하우스

에이디테크놀로지는 2002년 설립된 대표적인 국내 시스템 반도체 디자인하우스로 초기 TSMC의 VCA로 시작해 현재는 삼성파운드리 DSP로 전환해 사업을 영위하는 기업이다. 디자인하우스는 펌리스의 설계를 파운드리에 맞게 솔루션을 제공하는 기업이다. 최근에는 단순히 구현에 집중할 뿐만 아니라 고객의 제품 전략을 처음부터 함께 빌드업하는 등의 부가가치가 높은 영역까지도 수행하고 있다. 20년이 넘는 업력과 약 800명 이상의 연구인력을 갖추고 있는 경쟁력 있는 디자인하우스이다.

동사의 매출은 크게 제품매출과 용역매출로 분류할 수 있다. 제품매출의 경우 프로젝트를 완료한 이후 양산 전환되었을 때, 양산 물량에 따라 로열티 개념으로 수취하는 매출을 의미한다. 대량 양산의 납기를 맞추거나 불량까지 핸들링할 수 있는 양산 역량이 핵심 경쟁력으로 작용한다. 동사는 과거 하이닉스의 메모리 컨트롤러를 약 3.6억개 가량 양산한 경험이 존재한다. 용역매출의 경우 개발의 개념으로 프로젝트를 가져와 개발함에 따라 매출을 인식하는 수익 모델이다. 엔지니어들을 투입하는 비즈니스로 인력 영향을 크게 받으며 매출 볼륨이 크게 상승하진 않으나, 이 과정 이후 양산으로 이어질 경우 큰 폭의 레버리지를 기대할 수 있다. 2025년 3분기 누적 기준 매출 비중은 제품매출 약 14%, 용역매출 약 82%, 기타 약 4%로 구성되어 있다.

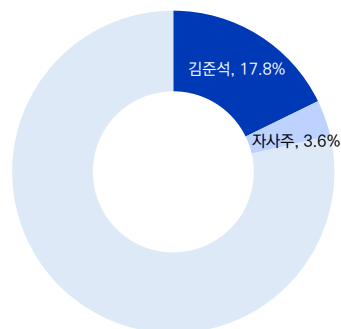
2025년 3분기 연결 매출은 368억원 (YoY +6.9%), 영업이익 26억원(YoY 흑자전환)을 기록했다. 3분기의 이익으로 인해 누적 기준으로 BEP를 돌파했는데, 2025년 신규 수주 중 높은 수익성의 과제들을 진행한 영향으로 파악된다. 즉, IP 비용이나 파운드리 비용이 크게 들어가지 않은 인력 투입 중심의 프로젝트가 많았다는 의미이다. 현재 용역매출 비중이 높은 만큼 당장의 실적보다는 향후 성장성에 집중해야할 시기다. 최근 핵심 카테고리로서 부상하고 있는 AI/HPC, Automotive 관련 프로젝트는 동사에게도 높은 수익성을 제공하는 어플리케이션인데, 관련 카테고리 수주 비중이 2024년 약 28% 수준에서 2024년 약 54%, 2025년 3분기 누적 기준으로는 약 64%까지 크게 확대되고 있다.

[도표 52] 3Q25 기준 부문별 매출 비중



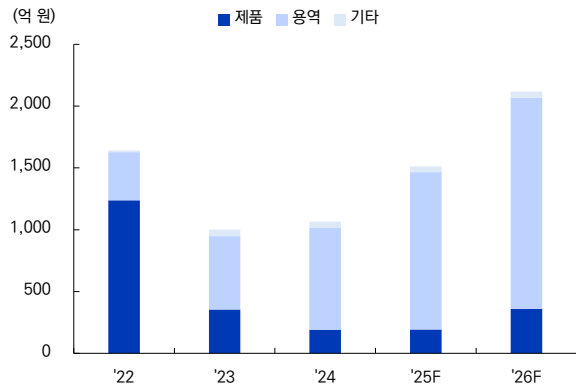
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 에이디테크놀로지 주주 구성



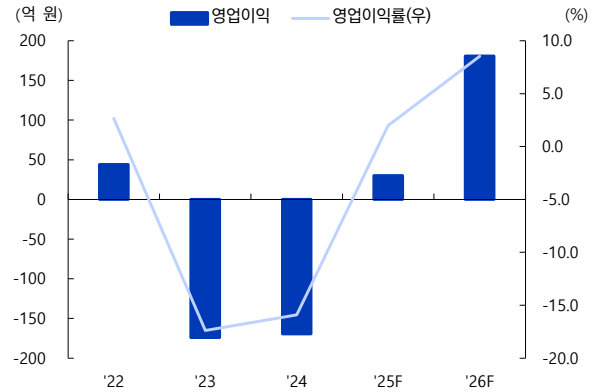
자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 에이디테크놀로지 연간 매출액 추이 및 전망



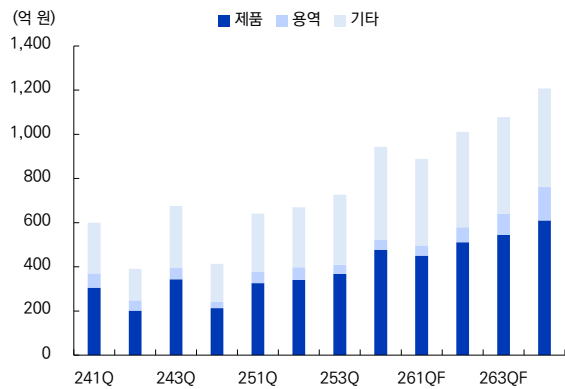
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 에이디테크놀로지 연간 영업이익 추이 및 전망



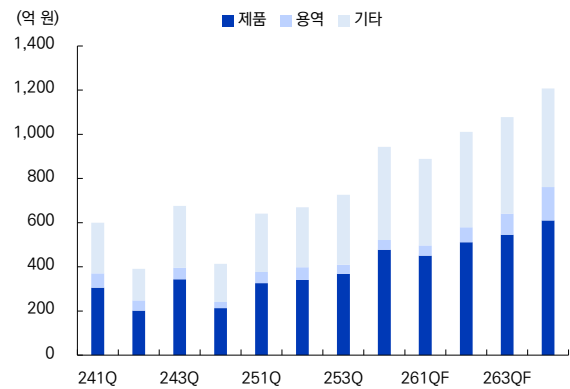
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 에이디테크놀로지 분기 매출액 추이 및 전망



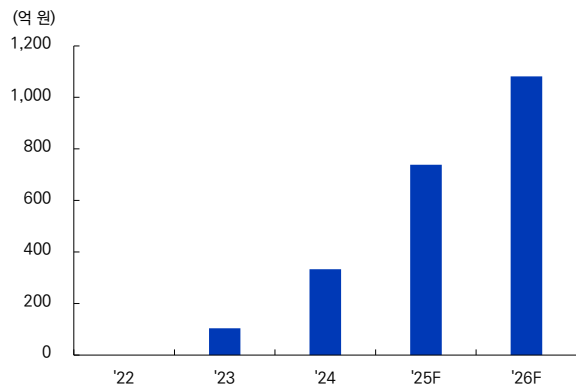
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 에이디테크놀로지 분기 영업이익 추이 및 전망



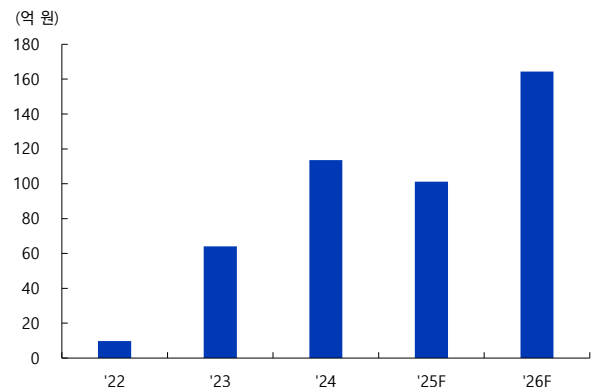
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 58] AI/HPC 부문 용역매출 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 59] Auto 부문 용역매출 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

본격적인 DSP 전환 성과 시작

동사는 올해 2020 년 결정한 DSP로의 전환에 따른 결실을 맺을 것으로 기대한다. 동사는 사업 초기에는 TSMC 유관 디자인하우스로 사업을 전개해왔었다. 2009 년에는 TSMC의 공식 협력사인 VCA로 선정되면서, 동사의 역량을 입증하기도 했다. 다만, 2020 년부터는 삼성파운드리와의 공식 DSP로 전환하게 되었는데, 핵심 이유는 글로벌 수주 확보를 위한 것으로 파악된다. VCA로써는 다소 한국 내의 프로젝트에 국한되었기 때문인데, DSP로 전환된 이후 실제로 ARM Total Design Partner로 선정되며 글로벌 단위로 저변을 확대하고 있다.

DSP로 전환한 이후 개발매출이 크게 확대되고 있다. 개발매출의 확대는 향후 양산매출의 확대로 이어질 개연성을 의미한다. 실제로 DSP로 합류하기 전인 2018년 용역매출은 약 253억원, 2019년 용역매출은 약 183억원 수준이었으나, 2024년 기준 용역매출은 약 824억원, 2025년 3분기 누적 기준 용역매출은 약 851억원을 기록하며 현재 인력 기준 Full-Capa 수준의 프로젝트를 진행 중인 것으로 파악된다. 해당 프로젝트들이 양산 전환되는 시기가 올해부터 본격적으로 시작됨에 따라 강한 레버리지가 기대되는 시점이다. 대표적으로 2023년부터 국내 고객사향으로 개발해왔던 4nm AI 칩 양산이 올해 발생할 것으로 기대된다. 해당 물량은 3년간 약 2,000억원 수준의 매출 기여가 예상되는 프로젝트로 이후 본격적인 제품매출이 발생할 것으로 예상된다. 이외에도 올해 Automotive 및 통신용 프로젝트들도 양산에 들어갈 가능성이 있어 완전한 외형 성장이 기대된다. 이외에도 Full-Capa 수준의 개발매출에 힘입어 양산이 예정된 수주가 다수 존재한다. 특히, AI/HPC 및 Automotive 등 고성장이 예상되는 수주들로 구성되어 있어, 향후 확장성 있는 레퍼런스로 작용할 것으로 기대된다.

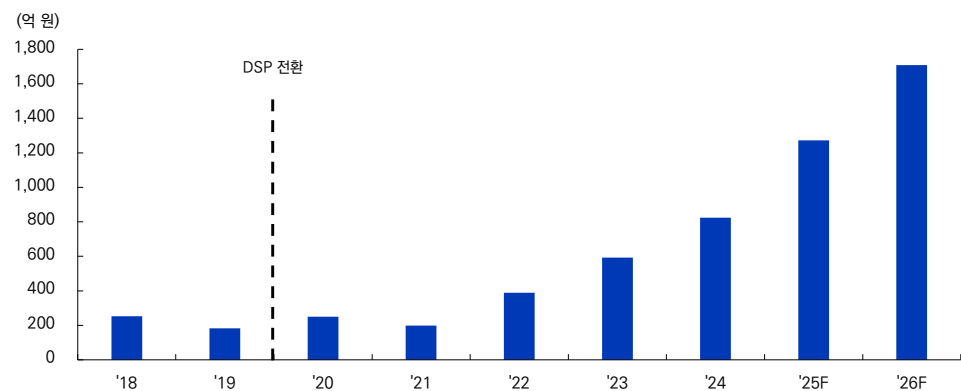
추가적으로 동사는 ARM 아키텍처 기반의 칩렛 플랫폼인 ADP를 통해 글로벌 시장 대응 역량을 강화할 전망이다. ADP는 ARM의 Neoverse 아키텍처에 삼성파운드리와의 공정을 기반으로 하는 플랫폼으로 CPU, 메모리, 통신용 IP 등이 통합된 SoC 플랫폼이다. 해당 플랫폼을 사용하면 고객사는 핵심 설계에만 집중할 수 있어 제품 개발 기간과 비용을 단축할 수 있고, 칩 설계의 진입장벽을 낮추는데 기여한다. 최근 경쟁력을 키워온 칩 설계 전문 기업 외에도 AI 역량을 위해 칩 설계에 대한 수요가 매우 강한데, 동사의 플랫폼을 활용하면 설계 역량을 위해 큰 투자를 감행하지 않아도 커스터마이징 SoC를 개발할 수 있는 것이다. 주로 AI/HPC, Automotive를 타겟으로 하고 있다. 주로 Automotive를 타겟으로 하는 ADP500 시리즈와 AI/HPC를 타겟으로 하는 ADP600 시리즈를 개발해두었다. 핵심 칩 설계에 집중하고 싶은 국내 팹리스 업체들과 칩 설계 경험이 부족한 국내 하이퍼스케일러까지 광범위한 수요 관심이 존재하고, 소버린 AI 측면에서 국산화에 따른 수주 확대가 기대되는 사업이다.

[도표 60] 에이디테크놀로지 주가 추이



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 에이디테크놀로지 영역매출 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 주요 제품 양산 일정 타임라인

지역	241H	242H	251H	252H	261H	262H	271H	272H	281H	282H
국내	S사 4nm AI칩 양산									
	B사 5nm Automotive칩 (1st: ~261Q, 2nd: 254Q~274Q) 양산									
	Z사 14nm 통신용 칩 양산									
	Z사 14nm 통신용 칩 양산									
미국	A사 4nm HPC 칩 양산									
	H사 4nm HPC 칩 양산									
	S사 4nm HPC 칩 (예정) 양산									
	T사 4nm AI 칩 (예정) 양산									
EU	U사 8nm CPU 칩 양산									
	E사 8nm AI 칩 양산									
	F사 8nm Edge 칩 양산									
	N사 4nm AI 칩 (예정) 양산									
중국	H사 4nm 컨슈머 칩 양산									
	T사 2nm Mining 칩 (예정) 양산									

자료: 에이디테크놀로지, 교보증권 리서치센터

투자의견 제시 및 Valuation

에이디테크놀로지에 대해 목표주가 45,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 PER 밸류에이션을 통해 산정했다. 올해는 과거 VCA 시절의 제품 매출 감소폭을 점진적으로 회복하는 원년이다. 동사는 과거 TSMC 밸류체인 내에서 국내 생태계를 전담해왔던 디자인하우스 였으나, DSP로 전환한 이후 사업 저변이 글로벌로 넓어지고 있다. 아직 과거 수준의 제품 매출을 발생하기에는 이른 시점이나, 2026년부터 준비해왔던 AI/HPC향 물량 양산을 시작으로 제품 매출이 꾸준히 확대될 것으로 예상된다. 이외에도 통신용 칩, Automotive SoC 등 다양한 어플리케이션향으로 개발 대응을 하고 있어 제품 매출 확대는 시간의 문제라고 판단한다.

과거 대비 더 강한 실적 개선세를 예상한다. 핵심 이유는 달라진 용역매출 체력이다. VCA이었던 시점에서는 국내 특정 프로젝트에만 사업이 국한되어 저조한 확장성을 갖춘 기업이었다. 2020년 DSP로 합류한 이후부터는 모바일, AI/HPC, Automotive, 네트워크 등 다양한 어플리케이션을 대응하고 있으며, 동사는 약 800여명의 R&D 인력을 바탕으로 빠르게 용역매출을 확대해온 기업이다. 이를 반영해 동사의 2026년 연결 실적을 매출액 2,117억원(YoY + 40.0%), 영업이익 181억원(YoY + 500.9%, OPM 8.5%)으로 전망한다. 이 중 용역매출은 약 1,708억원 수준으로 전망하고 있는데, AI/HPC향 개발 레퍼런스와 삼성파운드리와의 호조세를 바탕으로 프로젝트가 꾸준히 우상향하고 있는 영향으로 분석된다.

중장기적으로는 달라진 레벨의 용역매출을 바탕으로 제품매출이 꾸준히 확대될 전망이다. 올해가 AI/HPC향 프로젝트가 양산되면서 제품 매출이 상승하는 원년으로 판단한다. 현재 양산 계획된 프로젝트만 약 15개가 넘는 것을 감안하면 과거와는 완전히 다른 레벨의 디자인하우스로 성장할 수 있는 잠재력이 있다. 국내 비메모리 밸류체인 중 중장기 성장성이 가장 기대되는 기업 중 하나이다.

[도표 63] 에이디테크놀로지 P/E Valuation (단위: 원, 배, %)

구분	기업가치	비고
26F EPS	1,738	2026년 추정 EPS
Target P/E	26	Peer 및 VCA 시점 12MF P/E 평균
적정주가 산출	45,188	
목표주가	45,000	
현재주가	34,250	2026.01.21 종가 기준
상승여력	31.4	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 64] 에이디테크놀로지 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원, %)

	251Q	252Q	253Q	254Q(F)	261Q(F)	262Q(F)	263Q(F)	264Q(F)	FY24	FY25(F)	FY26(F)
매출 합계	326.4	340.3	368.1	477.8	450.4	511.7	545.1	610.1	1,065.5	1,512.5	2,117.3
제품	49.8	58.4	41.8	43.8	46.7	67.1	95.8	151.5	191.0	193.8	361.1
용역	264.2	270.6	316.3	421.8	391.3	432.7	437.5	446.5	823.6	1,272.9	1,708.0
기타	12.4	11.3	10.0	12.2	12.4	11.9	11.9	12.1	50.9	45.8	48.3
YoY (%)	6.7	68.4	6.9	123.9	38.0	50.4	48.1	27.7	6.4	42.0	40.0
제품	(22.7)	25.4	(20.3)	59.6	(6.2)	14.9	128.9	245.6	(46.1)	1.5	86.3
용역	15.3	89.3	13.4	144.6	48.1	59.9	38.3	5.9	38.9	54.6	34.2
기타	1.6	(10.0)	(21.7)	(9.5)	(0.2)	5.9	19.3	(0.8)	0.0	0.0	0.0
QoQ (%)	53.0	4.2	8.2	29.8	(5.7)	13.6	6.5	11.9			
제품	81.4	17.1	(28.3)	4.8	6.6	43.5	42.8	58.2			
용역	53.2	2.4	16.9	33.4	(7.2)	10.6	1.1	2.0			
기타	(8.0)	(9.0)	(11.8)	22.5	1.4	(3.4)	(0.6)	1.9			
영업이익	(15.5)	(10.2)	26.7	29.1	30.2	45.3	53.3	51.7	(169.5)	30.1	180.6
OPM (%)	(4.8)	(3.0)	7.2	6.1	6.7	8.9	9.8	8.5	(15.9)	2.0	8.5
YoY (%)	(58.7)	(86.3)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	35.0	39.3	(2.6)	흑자전환	500.7
QoQ (%)	(78.0)	(34.3)	흑자전환	9.1	3.9	49.8	17.7	(3.0)			
지배주주순이익	(16.5)	(32.0)	29.3	89.1	45.0	59.4	67.2	62.1	(142.6)	70.0	233.6
YoY (%)	적자전환	44.4	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	129.0	-30.4	적자지속	흑자전환	233.8

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 에이디테크놀로지 Valuation Table

(단위: 각국 통화, 십억 원, 배, %)

	에이디 테크놀로지	가온칩스	Verisilicon	GUC	ALCHIP	SocioNext
티커	200710.KQ	399720.KQ	688521.CH	3443.TW	3661.TW	6526.JP
증가(각국 통화)	34,050	61,800	180.7	2,695.0	3,435.0	2,314.5
시가총액(십억 원)	459.7	704.1	19,851.7	16,854.5	12,726.2	3,861.9
주가수익률(%)						
1W	7.8	-0.5	5.7	11.4	-6.5	-1.1
1M	26.3	36.4	44.4	31.8	6.8	8.3
6M	53	37.3	106.4	117.3	-12.6	-14.9
12M	73.5	31.2	258.3	120	18.2	-7.5
매출액 (십억 원)						
2024	106.5	96.5	440.5	1,064.5	2,208.9	2,022.6
2025F	156.7	-	743.1	1,513.5	1,501.1	2,009.5
2026F	205.9	-	1,024.9	2,285.1	3,726.1	1,790.7
영업이익 (십억 원)						
2024	-17	3.5	-109.2	161.6	276.1	324.6
2025F	4	-	-52.2	202.3	233.9	262.2
2026F	16.7	-	34.7	311.6	563.5	138.7
순이익 (십억 원)						
2024	-14.3	7.5	-114	146.7	274	238.9
2025F	1.9	-	-39.9	172.2	251	197.5
2026F	14	-	31.9	271.9	505.6	99.8
P/E(배)						
2024	-	59.7	-	52.8	40.3	28.6
2025F	237.5	-	-	97.1	50.5	20.7
2026F	32.7	-	494.3	61.5	25.1	37.7
P/B(배)						
2024	1.6	6.5	12.4	16.1	6.7	5.8
2025F	3.5	-	35.1	27.7	7	3
2026F	3.1	-	33.5	19	5.7	3
ROE(%)						
2024	-10.2	11.5	-24.9	32.9	22.4	21.7
2025F	1.5	-	-9.2	29.5	13.8	15.2
2026F	10.1	-	5.5	37.7	24.2	8

자료: 교보증권 리서치센터

2026.01.20 종가 기준

[에이디테크놀로지 200710]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	100	107	151	212	309
매출원가	88	95	118	161	242
매출총이익	12	12	33	51	67
매출총이익률 (%)	12.4	11.0	21.9	24.1	21.6
판매비와관리비	30	29	30	33	34
영업이익	-17	-17	3	18	32
영업이익률 (%)	-17.4	-15.9	2.0	8.5	10.5
EBITDA	-13	-10	8	23	37
EBITDA Margin (%)	-13.0	-9.5	5.6	10.8	12.1
영업외손익	2	3	4	5	7
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	10	9	9	11	12
금융비용	-7	-7	-6	-6	-6
기타	0	0	0	0	0
법인세비용감전순손익	-15	-14	7	23	39
법인세비용	1	1	0	-1	-2
계속사업순손익	-16	-15	7	25	41
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-16	-15	7	25	41
당기순이익률 (%)	-16.2	-14.2	4.9	11.6	13.4
비지배자분순이익	0	-1	0	1	2
지배자분순이익	-16	-14	7	23	39
지배순이익률 (%)	-16.0	-13.4	4.6	11.0	12.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	0	0	0	0
포괄순이익	-19	-16	7	24	41
비지배자분포괄이익	0	-1	0	1	2
지배자분포괄이익	-18	-15	7	23	39

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	19	-14	-7	10	24
당기순이익	-16	-15	7	25	41
비현금항목의 가감	12	10	7	4	2
감가상각비	3	6	5	4	5
외환손익	1	-3	-2	-2	-2
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	8	7	4	2	-1
자산부채의 증감	23	-9	-24	-24	-27
기타현금흐름	0	0	3	5	7
투자활동 현금흐름	-19	13	9	1	-11
투자자산	39	-5	-2	-2	-2
유형자산	-26	-13	0	0	-8
기타	-31	31	11	3	-1
재무활동 현금흐름	11	-6	1	1	1
단기차입금	-3	-3	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	17	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-3	-3	-1	-1	-1
현금의 증감	10	-4	29	30	33
기초 현금	56	65	61	91	121
기말 현금	65	61	91	121	154
NOPLAT	-19	-18	3	19	34
FCF	-18	-33	-15	0	4

자료: 에이디테크놀로지, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	180	124	138	168	207
현금및현금성자산	65	61	91	121	154
매출채권 및 기타채권	21	7	8	11	16
재고자산	7	3	7	10	15
기타유동자산	86	52	32	26	23
비유동자산	110	121	118	115	120
유형자산	70	78	73	69	72
관계기업투자금	2	4	6	8	10
기타금융자산	19	23	23	23	23
기타비유동자산	19	16	16	16	15
자산총계	289	245	255	282	327
유동부채	104	77	79	82	86
매입채무 및 기타채무	27	18	19	20	23
차입금	44	41	42	43	44
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	33	18	18	18	19
비유동부채	36	36	37	38	39
차입금	17	17	17	17	17
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	19	19	20	21	22
부채총계	141	113	116	120	125
지배자분	147	131	138	162	201
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	109	110	110	110	110
이익잉여금	36	21	28	51	90
기타자본변동	-4	-6	-6	-6	-6
비지배자분	1	0	0	1	1
자본총계	149	132	139	162	201
총차입금	63	59	60	61	62

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-1,195	-1,061	521	1,738	2,915
PER	-27.0	-15.0	65.0	19.7	11.7
BPS	10,975	9,759	10,280	12,018	14,933
PBR	2.9	1.6	3.3	2.8	2.3
EBITDAPS	-972	-755	629	1,700	2,790
EV/EBITDA	-28.3	-18.1	48.5	17.1	9.7
SPS	7,468	7,929	11,253	15,753	22,995
PSR	4.3	2.0	3.0	2.2	1.5
CFPS	-1,351	-2,442	-1,143	-31	330
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-39.0	6.4	42.0	40.0	46.0
영업이익 증가율	적전	적지	흑전	500.3	79.7
순이익 증가율	적전	적지	흑전	233.8	67.7
수익성					
ROIC	-30.4	-25.2	4.2	25.3	42.9
ROA	-6.1	-5.3	2.8	8.7	12.9
ROE	-10.2	-10.2	5.2	15.6	21.6
안정성					
부채비율	94.6	86.0	84.0	74.2	62.1
순차입금비율	21.7	24.2	23.5	21.5	18.9
이자보상배율	-6.9	-6.1	1.1	6.3	11.1

네패스 033640

지정학적 불확실성이 가져온 호재

Jan 22, 2026

Buy

신규

국내 유일 WLP 기반의 전문 OSAT

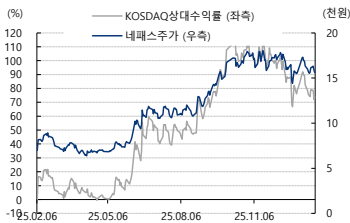
TP 20,000 원

신규

Company Data

현재가(01/21)	15,600 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	18,030 원
52 주 최저가(보통주)	6,370 원
KOSPI (01/21)	4,909.93p
KOSDAQ (01/21)	951.29p
자본금	116 억원
시가총액	3,597 억원
발행주식수(보통주)	2,306 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	12.8 만주
평균거래대금(60 일)	21 억원
외국인지분(보통주)	10.05%
주요주주	
이창우 외 4인	27.30%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.5	35.5	109.4
상대주가	-7.1	17.1	59.8

네패스는 첨단 패키징 중 하나인 WLP 기술력을 갖춘 OSAT로 패키징 뿐만 아니라 자회사를 통한 테스트까지 Turn-Key로 공급할 수 있는 국내 대표 OSAT. 동사의 핵심 경쟁력은 Bumping 기반의 패키징 사업. 스마트폰, 서버, HPC, 웨어러블, 자동차 등 다양한 어플리케이션에 대응 가능. 이외에도 구리 도금액 등 전자부품 제조에 필요한 소재를 양산하는 전자소재 부문, 배터리에 들어가는 Lead Tap을 양산하는 2차전지 부문 등 다양한 사업을 영위. 2025년 3분기 누적 기준 매출 비중은 반도체 부문 약 68%, 2차전지 부문 약 15%, 전자소재 부문 약 17%로 구성.

PMIC 기술 경쟁력과 지정학적인 변화가 만들어낸 기회

동사는 다양한 시스템 반도체 제품군 중 PMIC가 주력. 첨단 패키징 바탕의 기술 경쟁력을 통해 지정학적인 변화 속 기회가 발생. 글로벌 규모의 PMIC 팹리스가 중국을 이탈해 국내 서플라이 체인을 구축하고 있는데, 동사의 패키징을 선택. 동사는 CPB(Cu Pillar Bumping)기술을 바탕으로 고객사가 원하는 수준의 미세한 패키징 구현이 가능하다는 점이 선택의 핵심 요인으로 작용. 아직 전사 매출 대비 유효한 수준은 아니지만, 매년 2배 수준의 성장을 거듭해 올해는 해당 고객사의 PMIC 매출만 약 300억원에 달할 전망. 이외에도 전자소재 부문의 구리도금액은 HBM 공정에 활용되는 소재. HBM4라는 차세대 품으로 넘어가며 공급 물량은 국내 Top-Tier 두 업체를 기반으로 크게 증가할 전망. 동사의 구리 도금액 매출도 동행할 전망.

목표주가 20,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

네패스에 대해 목표주가 20,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시. 2026년 동사의 연결 매출액은 5,521억원(YoY + 4.2%), 영업이익 361억원(YoY + 28.0%, OPM 6.5%)으로 전망. 추가 고객사 뿐 아니라 핵심 고객사의 AP 스마트폰 탑재 결정에 따라 가동률은 우상향할 전망. 효율적인 CAPEX 집행을 통해 낮아진 비용 기저 속 견조한 매출 성장으로 높은 수익성을 기대해볼 수 있는 시점.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	469	464	530	552	593
YoY(%)	-20.2	-1.0	14.1	4.2	7.3
영업이익(십억원)	10	3	28	36	45
OP 마진(%)	2.1	0.6	5.3	6.5	7.6
순이익(십억원)	-109	-79	9	19	33
EPS(원)	-4,270	-2,699	339	674	1,212
YoY(%)	적전	적지	흑전	99.0	79.8
PER(배)	-4.6	-2.4	46.1	24.2	13.5
PCR(배)	3.8	1.1	2.4	1.8	1.6
PBR(배)	3.1	1.4	3.0	2.8	2.3
EV/EBITDA(배)	5.9	3.8	5.9	5.3	4.8



[IT/미드스몰캡] 박희철

3771- 9342,
parkh@iprovest.com

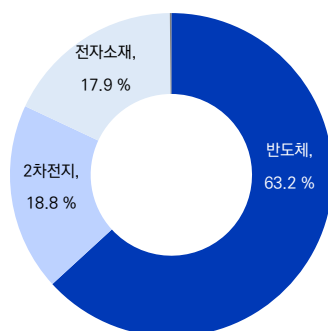
국내 유일 WLP 기반의 전문 OSAT

네패스는 첨단 파운드리 후공정 밸류체인에 속한 기업으로 패키징과 테스트를 함께 제공할 수 있는 대표적인 OSAT 기업이다. 사업 부문은 Bumping을 기반으로 하는 패키징 사업과 반도체 산업 등에 활용되는 전자재료 사업 부문, 자회사를 통한 2차전지, 테스트 사업까지 영위하고 있다. 주력 기술은 Bumping을 통한 패키징으로 스마트폰, 서버, 고성능 컴퓨터, 웨어러블, 자동차 등 다양한 어플리케이션으로 WLP, FOWLP로 입지를 갖춘 기업이다. 2025년 3분기 누적 기준 부문별 매출 비중은 반도체 부문 약 71%, 전자재료 부문 약 15%, 2차전지 및 기타 부문 약 14%로 구성되어 있다. 특히 전력 반도체인 PMIC 제품군에 강점을 가진 기업으로 저전력 수요 확대와 함께 성장의 바탕이 되고 있다.

2025년 3분기 기준 동사의 매출액은 1,375억원(YoY +26.3%), 영업이익 108억원(YoY 흑자전환)을 기록했다. 최근 핵심 고객사인 삼성전자의 모바일 사업부 호조세와 전략 고객사의 물량 증가가 겹치며 반도체 부문의 호조세가 이어진 영향으로 긍정적인 실적 추이를 보여주고 있다. 추가적으로 네패스 전자재료 부문 또한 HBM 수요 강세 지속에 따라 견조한 추이를 보여줄 전망이고, 2차전지 부문 또한 비우호적인 업황에도 선점효과를 통해 실적 개선을 이어나갈 전망이다. 마지막으로 테스트 부문의 경우 AP 및 DDI 매출 비중이 높아 다소 부진한 추이를 보여주고 있다.

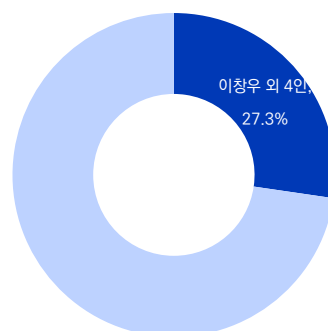
동사가 영위하는 OSAT 산업은 감가상각비 축소 및 가동률 확보가 중요하다. 동사는 2024년말 FO-PLP 사업을 중단영업으로 분류하며 연결에서 제외하였다. FO-PLP의 낮은 수율로 인한 저조한 수요에 따라 손실이 지속되어 왔는데, 이를 제외하면서 올해부터 큰 폭의 수익성 개선이 기대된다. 이외에도 코로나 이후 부진한 수요세로 인해 2023년부터 CAPEX 효율화를 진행하며 감가상각비 축소에 노력해왔다. 또한, PMIC 물량 확대 및 AP 물량 증가에 따른 테스트 사업 연결 부문의 수익 개선세가 더해지며 2026년 긍정적인 사업환경이 기대된다.

[도표 66] 3Q25 기준 부문별 매출 비중



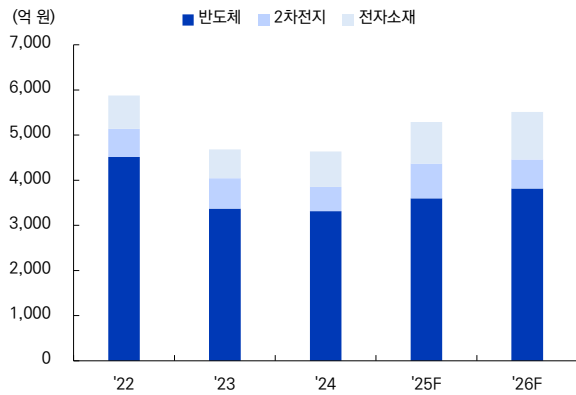
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 67] 네패스 주주구성



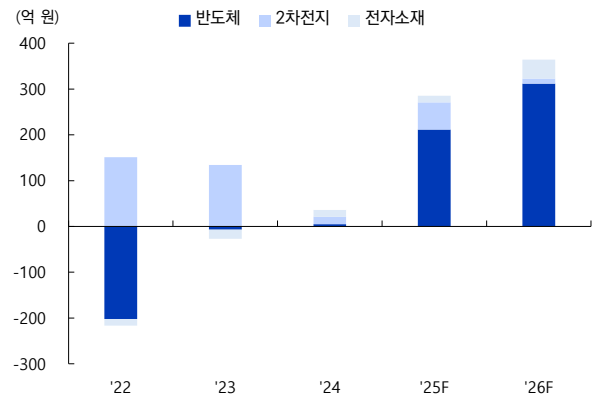
자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 68] 네패스 연간 매출액 추이 및 전망



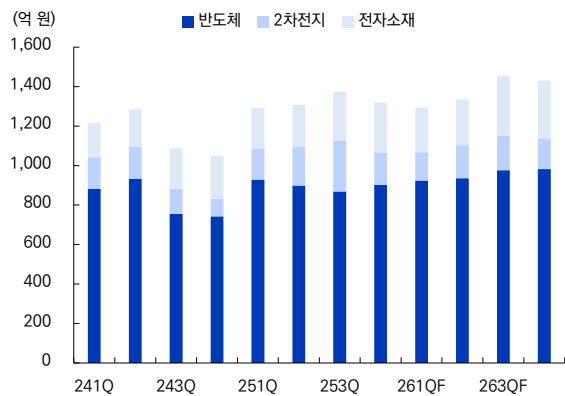
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 네패스 연간 영업이익 추이 및 전망



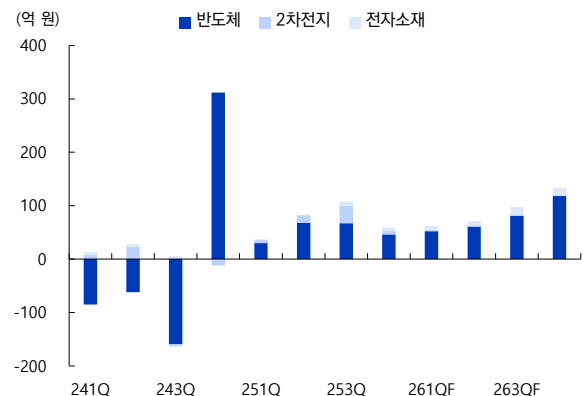
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 70] 네패스 분기 매출액 추이 및 전망



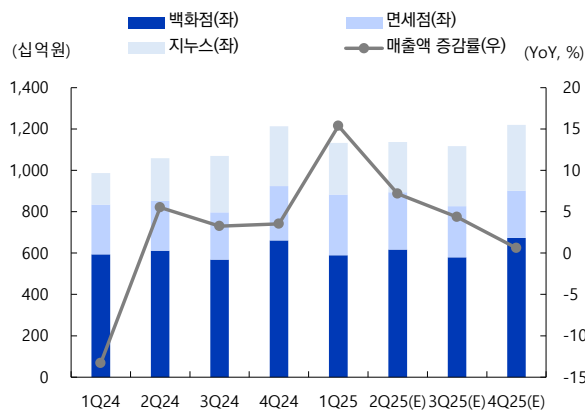
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 71] 네패스 분기 영업이익 추이 및 전망



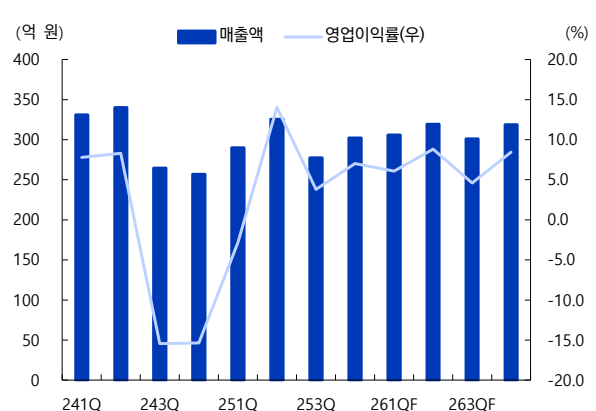
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 72] 네패스아크 연도별 매출액 및 영업이익 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 73] 네패스아크 분기 매출액 및 영업이익 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

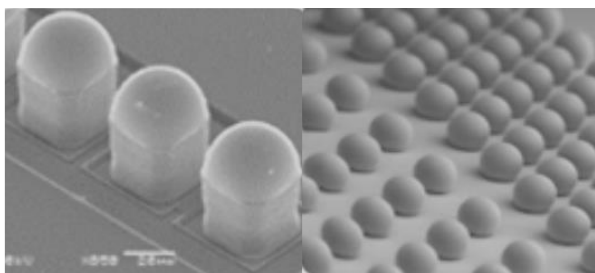
공급망 재편과 기술 경쟁력의 조화

동사는 미중 간의 기술 경쟁으로 인한 지정학적 리스크에 따른 수혜가 감지되고 있다. 핵심 제품군인 PMIC의 수요처가 확장되고 있는 것이다. 기존 동사의 PMIC는 주로 모바일에 핵심 고객사를 통해 공급되어왔다. 2023년부터 미국 주요 PMIC 펌리스 업체향으로 후공정 서비스를 제공하고 있으며, 그 물량은 동사의 CPB 공정 기술 경쟁력과 함께 빠른 속도로 확대되고 있다. CPB(Cu Pillar Bumping) 기술은 일반적으로 많이 사용하는 Solder Bumping 대비 기둥과 같은 형태로 범프를 구축해 I/O 간격을 조밀하게 세팅할 수 있는 기술로 동사의 WLP 기술의 핵심 경쟁력이다. 해당 기술이 미국 주요 PMIC 펌리스 업체로부터 호평을 받게 되면서 탈중국 기조와 함께 빠른 속도로 물량이 증가하고 있다.

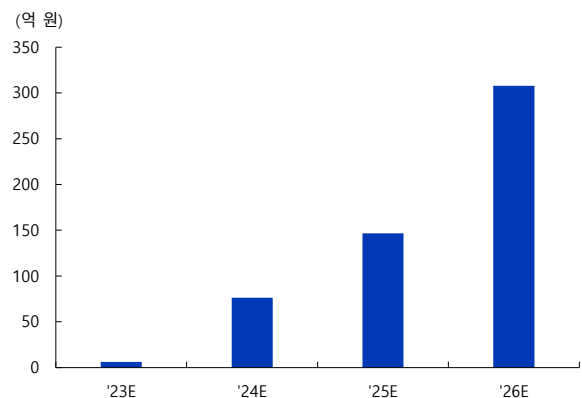
초도물량의 경우 유의미하지 않은 수량이었으나, 작년 약 5K, 올해는 약 10K 물량을 대응하며 고속 성장을 이어나갈 전망이다. 2026년 해당 고객사향 PMIC 물량은 약 300억원 수준에 달할 것으로 전망한다. 해당 제품군은 중장기적인 성장도 가능하다. 해당 PMIC의 수요처는 AI 수요로 파악된다. 특히, Nvidia의 GPU에도 탑재되는 Top-Tier 제품군으로 차세대품 전환에 따른 소요 증가까지 기대해볼 수 있다. PMIC는 저전력에 기여할 수 있는 모듈로 기존 핵심 수요처인 스마트폰은 약 10개까지 탑재되는 것으로 파악된다. AI 서버의 경우 구성하는 GPU가 고전력이기 때문에 그 탑재량은 최대 25개 수준까지도 증가할 것으로 예상되는데, 구조적인 탑재량 증가에 따라 동사가 PMIC 고객사로부터 기대할 수 있는 물량이 점진적으로 증가할 것으로 전망한다.

추가적으로 동사는 2nm로의 선단 공정화되는 AP와 연계되는 PMIC를 통해 선단 공정 확대 수혜까지 누릴 전망이다. 핵심 고객사인 삼성전자는 올해 2nm가 적용된 엑시노스 2600을 양산할 전망이다. 2500 제품군이 낮은 수율로 인해 광범위하게 탑재되지 못했던 기저를 바탕으로 물량 증가가 기대된다. 특히, 엑시노스의 탑재량 증가는 동사에게 매우 중요한데, 자회사를 통해 엑시노스를 테스트하는 매출까지 확보할 수 있기 때문이다. 이번 2600 제품군은 S26 일부 제품들에 탑재되면서 이전 세대 AP 대비 높은 출하량을 기대할 수 있다.

[도표 74] Cu Pillar Bumping과 Solder Bumping



[도표 75] PMIC 전략 고객사 예상 매출 추이



자료: 네패스, 교보증권 리서치센터

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

투자의견 제시 및 Valuation

네패스에 대해 목표주가 20,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 PBR 밸류에이션을 통해 산정했다. 동사의 핵심 사업인 Bumping 패키징과 자회사를 통해 영위하는 Wafer Test와 같은 사업들은 모두 장비 투자가 두드러지는 산업으로 인해 PBR로의 평가가 적절하다고 판단했다. 2026년 네패스의 연결 매출액은 5,521억원(YoY + 4.2%), 영업이익 361억원(YoY + 28.0%, OPM 6.5%)으로 추정한다. 동사는 Bumping 사업 역량에 강점을 가진 첨단 패키징 업체이다. 특히 WLP가 가능한 생태계 핵심 기업으로 산업 내 입지를 갖추고 있다.

동사의 핵심 제품군은 PMIC 패키징이다. 기존에는 핵심 고객사로 국한된 사업을 영위했으나, 최근 미중 간의 기술 경쟁이 격화됨에 따라 글로벌 고객사를 추가로 확보하는데 성공했다. 아직 고객사 내 M/S는 유의미하지 않으나, 매년 신규 고객사향 매출이 2배 수준으로 증가함에 따라 동사 가동률 상승에 크게 기여하고 있다. 작년 약 150억원 수준의 매출에서 올해도 약 300억원까지 크게 확대되고 있다. 신규 고객사 외에도 기존 핵심 고객사의 AP칩도 국내 물량 일부에 탑재될 것으로 확인됨에 따라 수혜가 예상된다. 동사가 패키징하는 PMIC는 AP 채택시 고부가의 PMIC가 페어로 나가는 구조로 탑재 여부에 따른 매출 변동성이 존재한다. 과거처럼 급격한 물량 확대를 예상할 수는 없으나, 낮아지는 감가상각비와 신규 고객사를 통한 가동률 개선에 박차를 가하는 요소이다. 추가적으로 전자소재 부문의 Cu 도금액은 HBM 공정에 활용되는 소재로 HBM4 양산 업체가 다양해 지는 현 시점에서 물량 확대를 기대해볼 수 있다.

이외에도 자회사인 네패스아크의 테스트 사업도 꾸준한 성장을 이어나갈 전망이다. 앞서 언급한 AP 탑재 결정은 자회사에게도 호재이다. 보수적인 투자를 통해 낮아진 고정비 부담 속 가동률 상승을 통해 자회사도 완전한 턴어라운드를 보여줄 것으로 기대된다.

다만, 다양한 사업 포트폴리오로 인해 비메모리 생태계 수혜 관점에서만 접근하기는 어렵다고 판단해 국내 비메모리 중소형 밸류체인 중 관심종목으로 제시한다.

[도표 76] 네패스 P/B Valuation

(단위: 원, 배, %)

구분	기업가치	비고
26F BPS	5,789	2026년 추정 EPS
Target P/B	3.5	사이클 당시 12MF P/E 평균
적정주가 산출	20,261	
목표주가	20,000	
현재주가	15,600	2026.01.21 종가 기준
상승여력	28.2	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 77] 네패스 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원, %)

	251Q	252Q	253Q	254Q(F)	261Q(F)	262Q(F)	263Q(F)	264Q(F)	FY24	FY25(F)	FY26(F)
매출 합계	1,293.7	1,309.1	1,374.8	1,321.0	1,295.8	1,338.4	1,455.4	1,431.3	4,643.3	5,298.6	5,520.9
반도체	882.8	933.7	755.6	742.4	928.5	898.4	868.9	902.2	3,314.7	3,598.0	3,818.7
2차전지	159.5	160.9	127.4	90.3	155.7	195.8	258.1	164.0	538.1	773.6	640.1
전자소재	172.0	189.3	204.1	218.1	207.7	213.0	245.8	253.2	783.4	919.8	1,054.8
YoY (%)	6.4	1.8	26.3	25.5	0.2	2.2	5.9	8.4	(1.0)	14.1	4.2
반도체	20.1	0.4	(16.6)	(7.1)	5.2	(3.8)	15.0	21.5	(1.6)	8.5	6.1
2차전지	(19.0)	(4.4)	(36.9)	(17.4)	(2.3)	21.7	102.6	81.5	(20.5)	43.8	(17.3)
전자소재	6.5	23.4	31.4	29.9	20.8	12.6	20.5	16.1	22.8	17.4	14.7
QoQ (%)	22.9	1.2	5.0	(3.9)	(1.9)	3.3	8.7	(1.7)			
반도체	10.5	5.8	(19.1)	(1.7)	25.1	(3.2)	(3.3)	3.8			
2차전지	45.8	0.9	(20.8)	(29.1)	72.4	25.7	31.8	(36.5)			
전자소재	2.5	10.0	7.8	6.9	(4.8)	2.5	15.4	3.0			
영업이익	36.4	80.0	107.8	58.2	61.2	70.4	96.7	133.1	34.0	282.3	361.4
OPM (%)	2.8	6.1	7.8	4.4	4.7	5.3	6.6	9.3	0.7	5.3	6.5
YoY (%)	(150.4)	(329.9)	(154.4)	(84.4)	68.4	(14.0)	(15.2)	111.0	(66.2)	729.9	28.0
QoQ (%)	(110.6)	(52.7)	358.9	(289.5)	(87.8)	120.0	34.7	(46.0)			
지배주주순이익	88.8	70.4	30.8	(112.0)	17.9	23.2	45.5	68.8	(622.4)	78.1	155.4
YoY (%)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	적자지속	(79.9)	(67.1)	47.5	흑자전환	적자지속	흑자전환	99.0

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[네패스 033640]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	469	464	530	552	593
매출원가	401	397	428	439	466
매출총이익	68	68	102	113	126
매출총이익률 (%)	14.4	14.6	19.2	20.5	21.3
판매비와관리비	57	64	73	77	81
영업이익	10	3	28	36	45
영업이익률 (%)	2.1	0.7	5.3	6.5	7.7
EBITDA	173	154	132	172	197
EBITDA Margin (%)	36.9	33.1	24.9	31.2	33.2
영업외손익	-18	-14	-2	2	3
관계기업손익	2	0	0	0	0
금융수익	8	5	18	21	25
금융비용	-20	-29	-21	-23	-25
기타	-9	10	1	3	3
법인세비용차감전순이익	-8	-11	26	38	49
법인세비용	-2	4	-4	10	12
계속사업순이익	-7	-15	30	29	37
중단사업순이익	-103	-65	-21	-10	-3
당기순이익	-109	-79	9	19	33
당기순이익률 (%)	-23.3	-17.1	1.8	3.4	5.6
비지배자분순이익	-11	-17	2	3	5
지배자분순이익	-98	-62	8	16	28
지배순이익률 (%)	-21.0	-13.4	1.5	2.8	4.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	14	14	14	14
포괄순이익	-109	-66	23	32	47
비지배자분포괄이익	-11	-18	4	5	7
지배자분포괄이익	-98	-48	19	27	40

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	80	109	139	189	218
당기순이익	-109	-79	9	19	33
비현금항목의 가감	219	204	145	195	212
감가상각비	159	147	102	134	150
외환손익	0	-1	-1	-1	-1
자본법평가손익	-1	0	0	0	0
기타	60	58	44	62	63
자산부채의 증감	-2	5	-10	-1	-3
기타현금흐름	-27	-21	-6	-23	-25
투자활동 현금흐름	-154	56	-90	-270	-220
투자자산	2	-1	0	0	0
유형자산	-64	-31	-85	-264	-215
기타	-92	88	-5	-5	-5
재무활동 현금흐름	33	-196	43	46	43
단기차입금	1	6	6	6	6
사채	95	-49	16	22	22
장기차입금	53	6	10	13	13
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-116	-160	11	5	1
현금의 증감	-41	-31	82	-34	50
기초 현금	136	95	64	146	112
기말 현금	95	64	146	112	162
NOPLAT	8	5	32	27	34
FCF	104	129	41	-102	-32

자료: 네패스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	267	151	243	212	269
현금및현금성자산	95	64	146	112	162
매출채권 및 기타채권	57	53	64	67	71
재고자산	23	23	24	25	27
기타유동자산	93	12	9	9	9
비유동자산	696	559	548	676	739
유형자산	609	492	475	605	670
관계기업투자금	11	12	12	12	12
기타금융자산	2	0	0	0	0
기타비유동자산	73	55	61	59	58
자산총계	963	710	791	888	1,008
유동부채	437	306	339	367	391
매입채무 및 기타채무	52	55	57	58	60
차입금	100	107	113	119	126
유동성채무	177	99	125	146	162
기타유동부채	107	45	44	44	44
비유동부채	243	197	227	268	310
차입금	170	117	126	140	153
사채	40	47	63	85	107
기타비유동부채	33	33	38	44	50
부채총계	680	503	567	635	702
지배자분	148	110	118	133	161
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	103	106	106	106	106
이익잉여금	-35	-101	-93	-78	-50
기타자본변동	63	70	70	70	70
비지배자분	135	97	106	120	145
자본총계	283	207	224	253	306
총차입금	606	410	468	530	588

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-4,270	-2,699	339	674	1,212
PER	-4.6	-2.4	46.1	23.5	13.1
BPS	6,420	4,777	5,116	5,789	7,001
PBR	3.1	1.4	3.0	2.7	2.3
EBITDAPS	7,498	6,671	5,729	7,458	8,541
EV/EBITDA	5.9	3.8	5.9	5.2	4.7
SPS	20,338	20,136	22,978	23,942	25,702
PSR	1.0	0.3	0.7	0.7	0.6
CFPS	4,527	5,596	1,786	-4,443	-1,395
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-20.2	-1.0	14.1	4.2	7.3
영업이익 증가율	흑전	-66.2	729.9	28.0	25.7
순이익 증가율	적전	적지	흑전	99.0	79.8
수익성					
ROIC	1.1	0.8	6.2	4.7	5.0
ROA	-9.4	-7.4	1.0	1.9	2.9
ROE	-49.7	-48.2	6.8	12.4	18.9
안정성					
부채비율	240.1	242.7	253.4	250.8	229.1
순차입금비율	62.9	57.7	59.2	59.6	58.3
이자보상배율	0.4	0.2	1.5	1.7	1.9

두산테스나 최근 2년간 목표주가 변동추이



에이디테크놀로지 최근 2년간 목표주가 변동추이



네패스 최근 2년간 목표주가 변동추이



두산테스나 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.01.22	매수	69,000							

자료: 교보증권 리서치센터

에이디테크놀로지 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.01.22	매수	45,000							

자료: 교보증권 리서치센터

네패스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.01.22	매수	20,000							

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_2025.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4%	2.9%	0.7%	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