2026-01-20

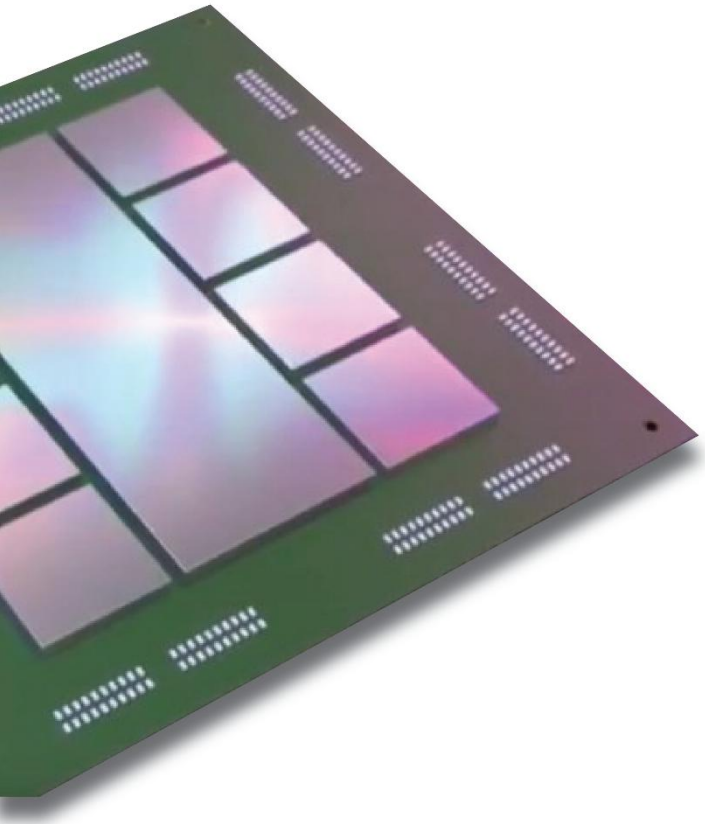
SK securities

IT하드웨어/소부장

AI기판 밸류체인, 병목의 확장

IT하드웨어/배터리. 박형우
반도체 소부장. 이동주
IT 중소형/디스플레이. 권민규
R.A. 정영환

Contents



Part 1	기판 싸이클 분석 : 과거 흐름으로 본 현 위치와 향후 경로	4p
Part 2	AI 기판 패러다임 : 대면적, 고다층, 미세회로화	10p
Part 3	테스트 소켓의 고도화: 대면적, 고주파, 내열성 요구	22p
Part 4	기판 업황 점검 : 수급 정상화에 따른 수익성 회복 가속화	28p
Part 5	소재 밸류체인 : 기판 고도화의 주역. 쇼티지 가능성	34p
Part 6	개별기업 이수페타시스, 삼성전기, 코리아써키트 티엘비, 대덕전자, 롯데에너지머티리얼즈 두산, LG이노텍, 해성디에스, 심텍, ISC	46p

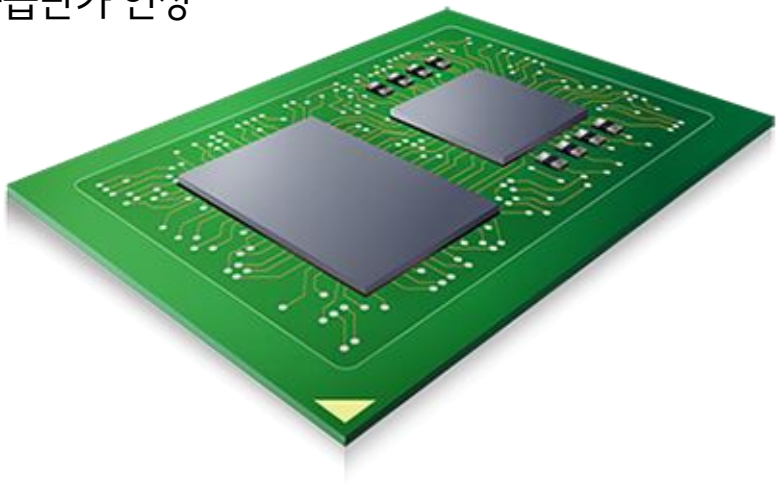
Summary

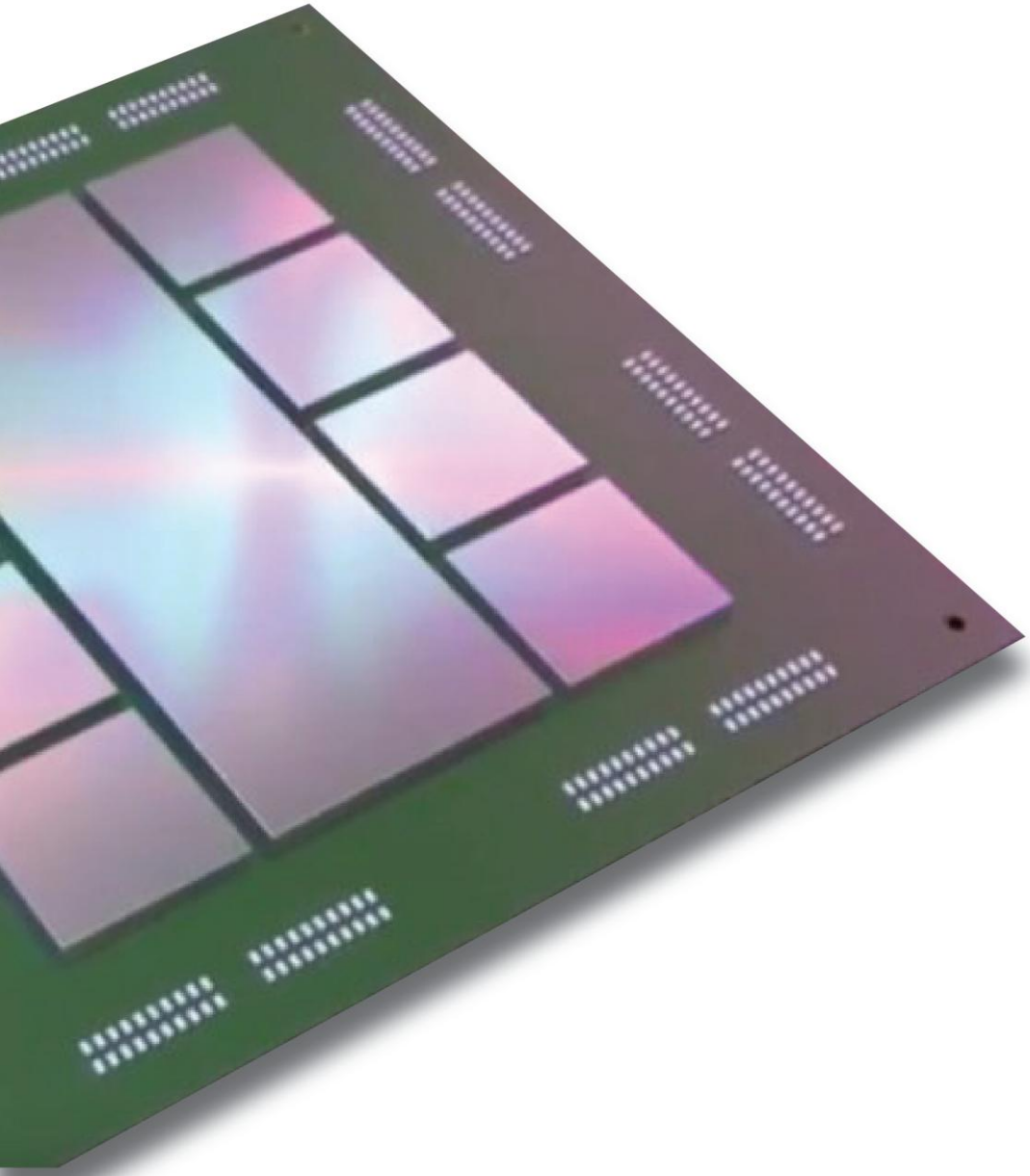
- AI 기판 & 소켓 트렌드 : ① 대면적, ② 고다층, ③ 미세회로화, ④ 고주파, ⑤ 내열성

- 2025년에는 메모리기판이 반등, 2026년에는 FCBGA가 반등
  - MLB 호황지속 / FCBGA 가격 인상 싸이클 전망 / 메모리기판 쇼티지 선별

- PCB 서플라이체인 : 기판에도 찾아온 IT 인플레이션
  - 기판 – 원재료 비용 전가에 이어 '가공비 인상' 여부로 차별화 될 것
  - 소재 – 일본 선도업체들 중심으로 쇼티지 발생 & 연이은 공급단가 인상

- AI 기판 투자전략
  - 최선호주 : **이수페타시스, 삼성전기, 코리아써키트**
  - 차선호주 : **티엘비, 대덕전자, 롯데에너지머티리얼즈**
  - 관심종목 : **두산, LG이노텍, 해성디에스, 심텍, ISC**





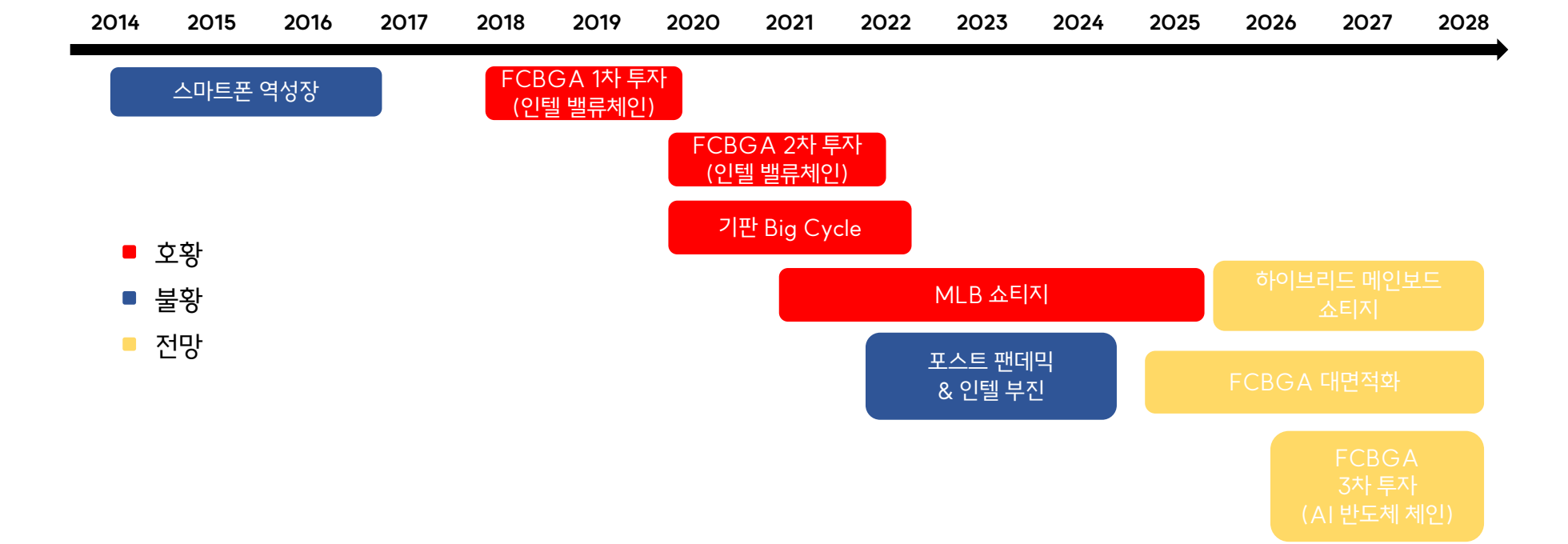
Part 1.
기판 싸이클 분석

SK securities

PCB, 과거의 복기와 미래의 경로

- 과거, 기판은 공급사가 정해져 있는 주문형 부품으로 분류
  - 고객사가 협상력을 주도하고, 공급단가의 인상이 어려웠던 부품
- 현재, 2019~2021년 쇼티지를 겪으며, 호황에서는 범용부품의 성격으로 전환
  - 대다수의 기판업체들은 고객사 다변화와 기판 제품 다각화에 성공

기판 싸이클 분석

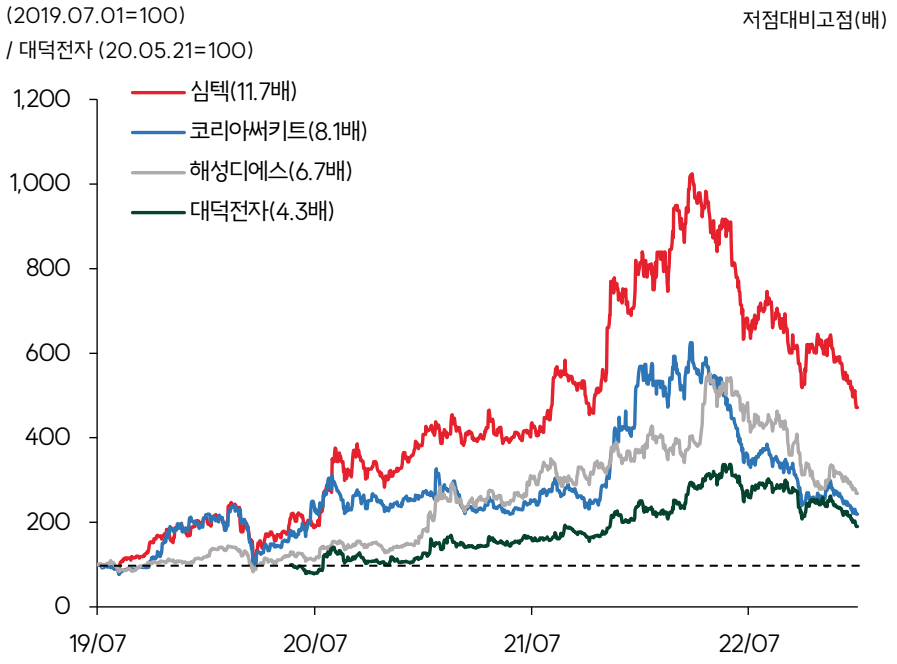


자료 : SK증권

2020년, 팬데믹 기판 빅싸이클

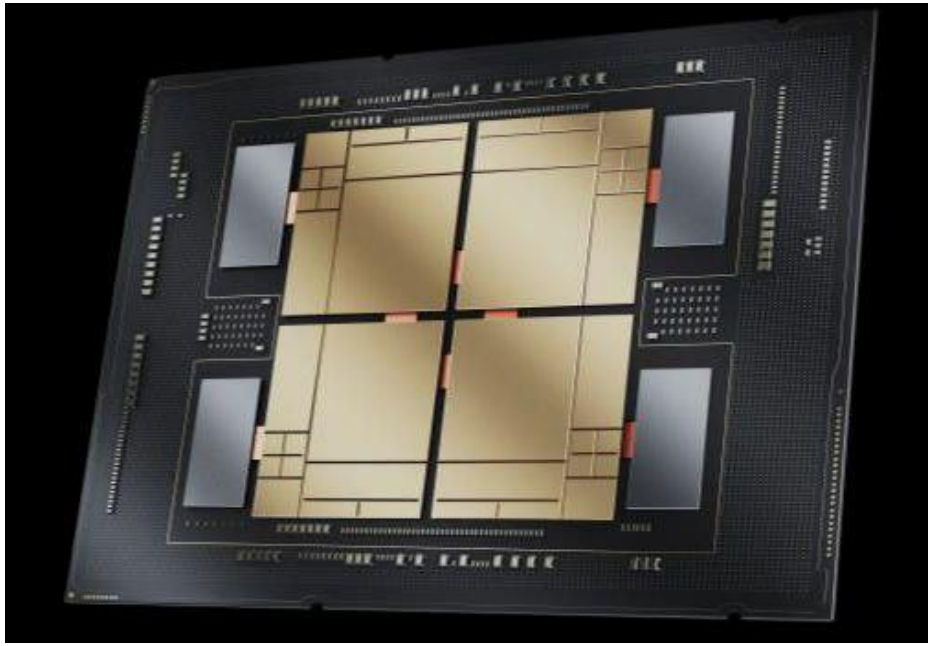
- 코로나 당시 가장 가격 상승폭이 가팔랐던 IT 제품군은 패키지기판
  - 2018년 연말, 인텔의 FCBGA 대규모 증설 요청이 촉발
- 과거, 메모리 베타 플레이 기업군 > 당시, 쇼티지 부품군으로 발돋움
  - 당시 약 2년의 기간동안 동일 제품의 단가, 50% 전후 인상 (당시까지 기판의 단가인상은 유일무이한 사례)

패키지기판 주가추이 (19~22년 빅싸이클)



자료 : Bloomberg, SK증권

인텔, 사파이어래피즈 사진 (2023년)

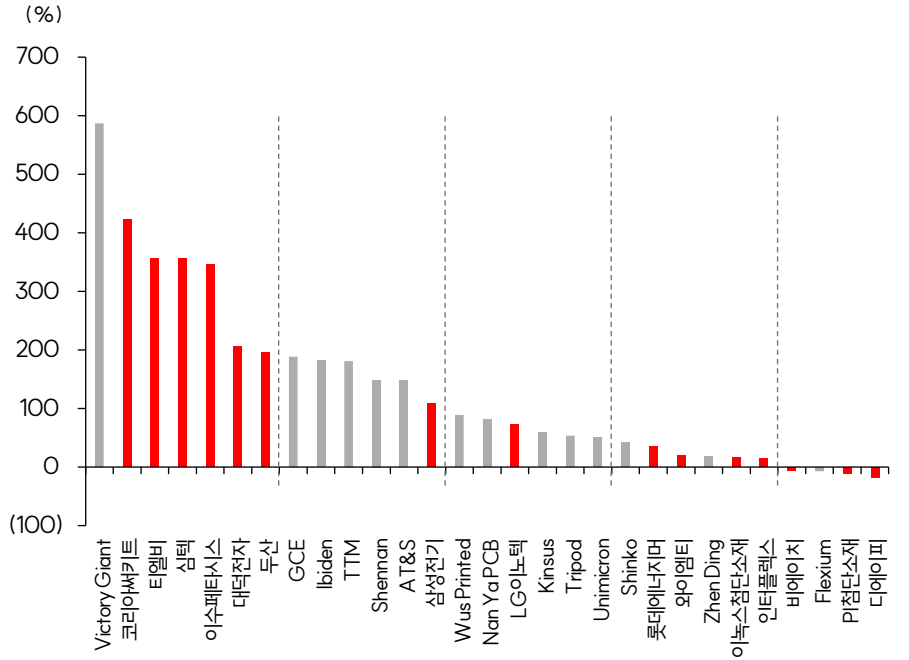


자료 : 인텔, SK증권

2025년, 메모리기판 가동률 반등

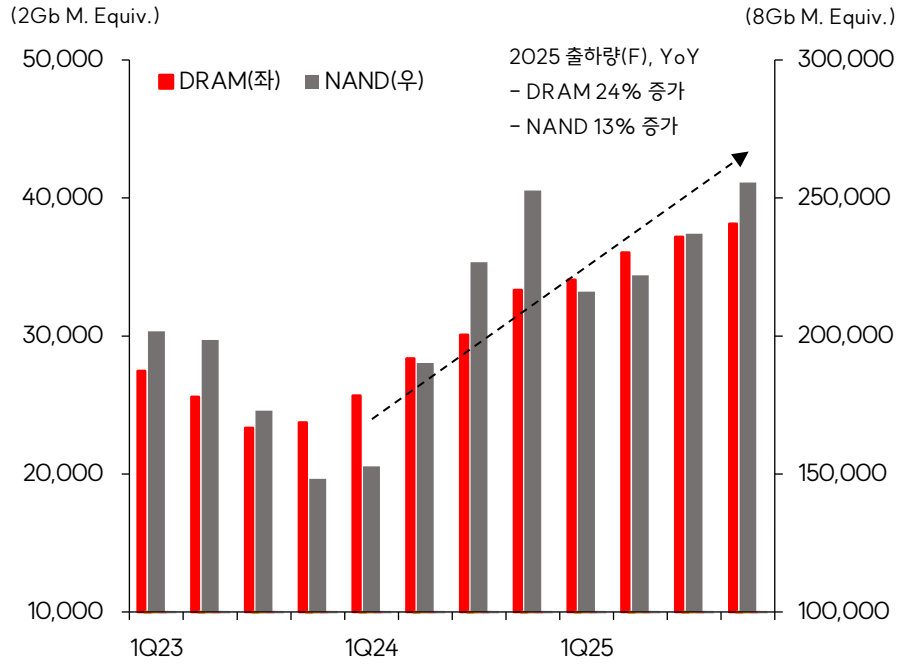
- SOCAMM 기대감 발현으로 분위기 반전
  - 메모리 기판 기업들, SOCAMM 기대감으로 MLB에 이어 주가 상승
- 메모리 업황 반등으로 실적 개선 가능성 고조
  - 2025년 메모리 출하량 전년대비 증가 > 패키징 기판 주문, 메모리 성장률 상회

2025년 주요 기판별 주가상승률



자료 : Bloomberg, SK증권

DRAM, NAND 출하량 추이 (23년 1월~현재)



자료 : Trendforce, SK증권

패키징기판 가동률 현황 점검

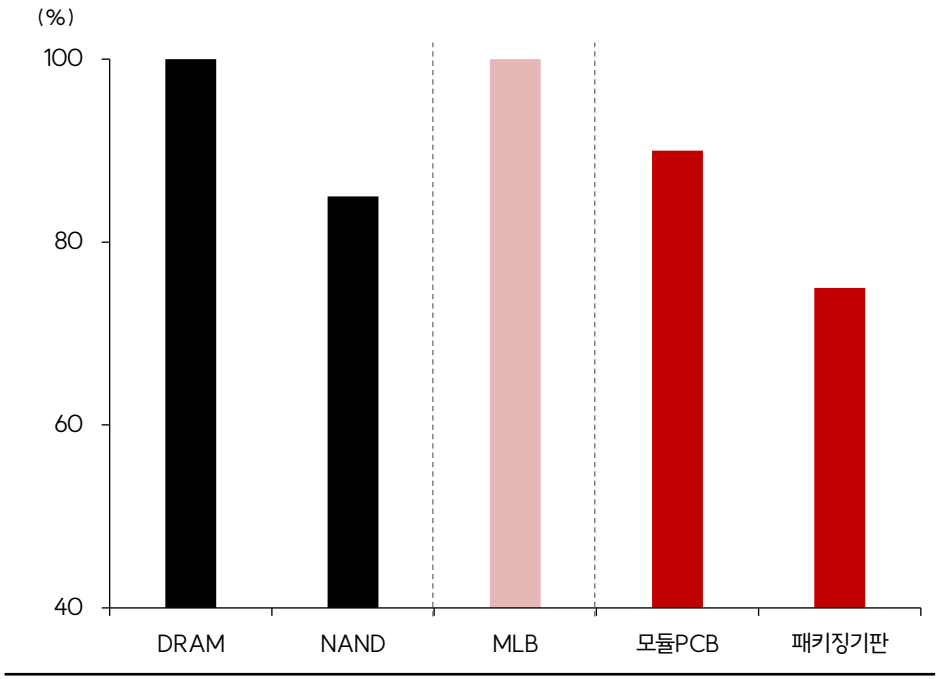
- 가파른 주가 반등. 그러나 아직 기대에 못 미치는 실적 회복
  - 기판별로 가동률 (실적) 편차 명확
  - 이미 크게 반등한 DRAM 가동률. 반면 다소 부진한 패키징기판 가동률
  - 향후 쇼티지 지속/진입 가능한 기판 선별 필요

패키징기판별 가동률 현황

대분류	중분류	소분류	수급현황	비고 (가동률)
Rigid PCB	패키징기판	H-L FCBGA	공급 과잉	75%
		FCBGA	공급 초과잉	60%
		FCCSP	공급 과잉	75%
		SiP	공급 과잉	75%
		MCP	공급 과잉	80%
		BOC	공급 과잉	80%
	메인보드	SLP	공급 과잉	-
		모바일 HDI	공급 과잉	-
		반도체 HDI	쇼티지	BVH 공정 부족
		범용 HDI	공급 초과잉	중국 과점
		MLB	쇼티지	탈중국 이슈
Flexible PCB	FPCB	-	공급과잉	-
	RFPCB	-	공급과잉	-

자료 : SK증권 추정

메모리와 주요 기판 가동률



자료 : SK증권

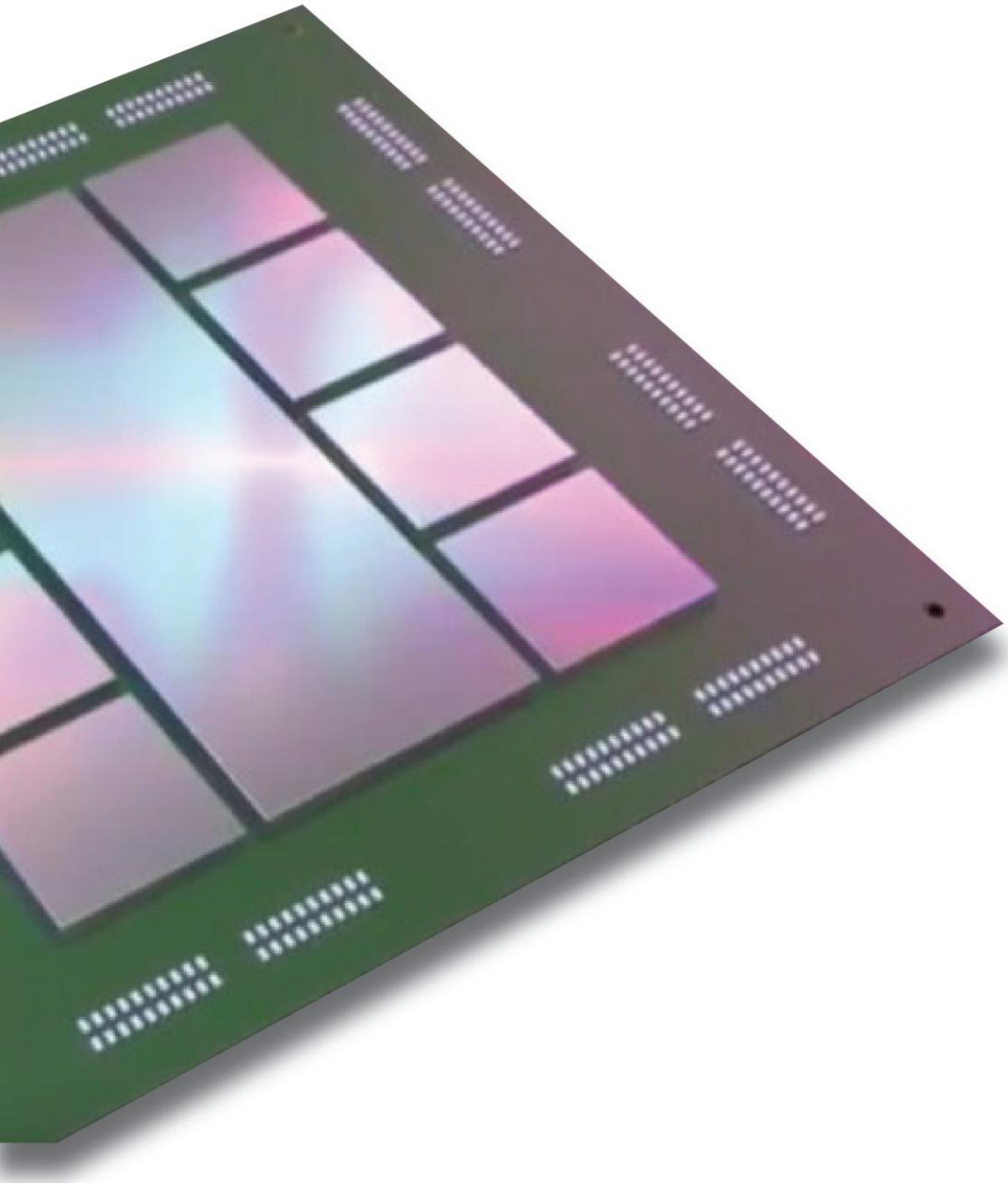
기판의 분류 : "기판도 천차만별"

- 1. RPCB(딱딱한 회로기판): Rigid PCB, 딱딱한 기판 (IT기기의 골격)
  - A. 메인보드 / B. Packaging Substrate
- 2. FPCB(연성 회로기판): Flexible PCB. 낭창낭창한 기판 (IT부품의 연결)

기판의 분류

Rigid PCB						Flexible PCB	
A) 메인보드			B) 패키징기판			A) FPCB	B) RFPCB
1. MLB ★		50					
4. 다중적층 ★	T	20~50					
2. HDI	T	5~15	1. BOC	T			
3. SLP	M	5~15	2. MCP	M			
			3. FCCSP	M	5		
			SiP	M	5		
			4. FCBGA ★	S	10~30		

자료 : SK증권



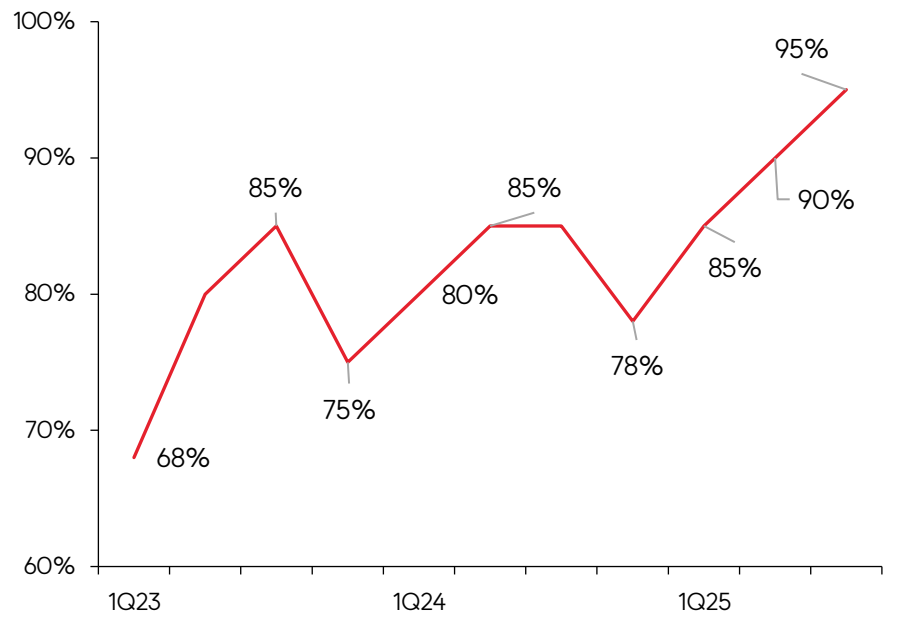
Part 2.
AI 기판 패러다임

SK securities

전방 시장의 한계?

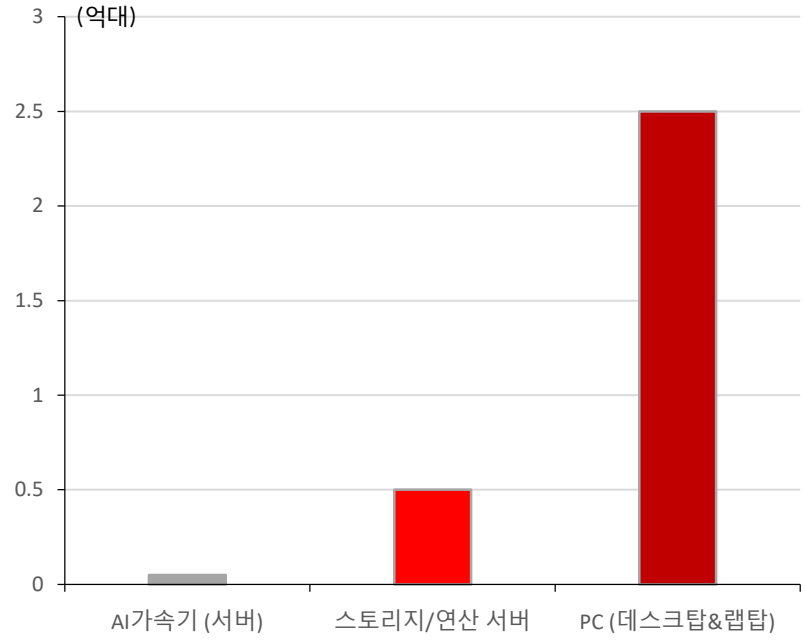
- 기판, 메모리, MLCC처럼 쇼티지가 가능한 부품?
- 전방 시장의 문제 : PC, 스마트폰의 부진. AI가속기 서버는 시장규모가 상대적으로 미미
  - 또 다른 성장 동력 필요 = 기판의 기술변화
- ① 대면적화, ② 고다층화, ③ 미세회로화

삼성전기, MLCC 생산가동률 추이



자료 : SK증권

디바이스별 시장규모 : SOCAMM & FCBGA 전방 산업

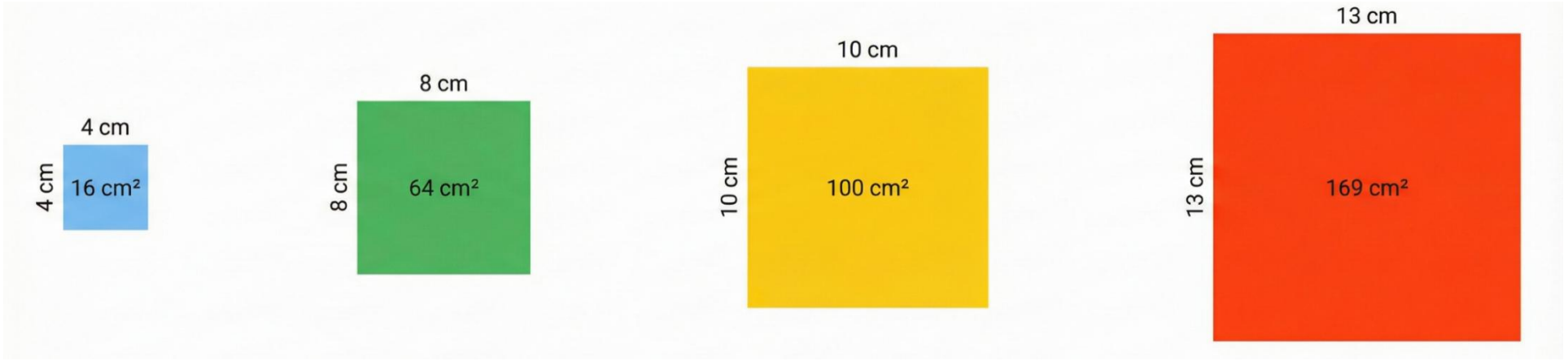


자료 : SK증권

패키지기판의 대면적화 (1)

- 반도체 성능의 상향 : 반도체 다이의 수량 증가 = 패키지의 대면적화 = 기판 수요 증가
  - 패키지 당 기판 면적 50~1,000% 증가 : 15바디 > 50바디 > 100바디 > 150바디
- 전방 세트(IT기기, 서버장비) 수량기준의 증가보다 중요한 면적기준의 변화
  - 고사양 반도체용 패키징기판, FCBGA 쇼티지 예상. 증설 가능성 거론

기판의 대면적화



자료 : SK증권

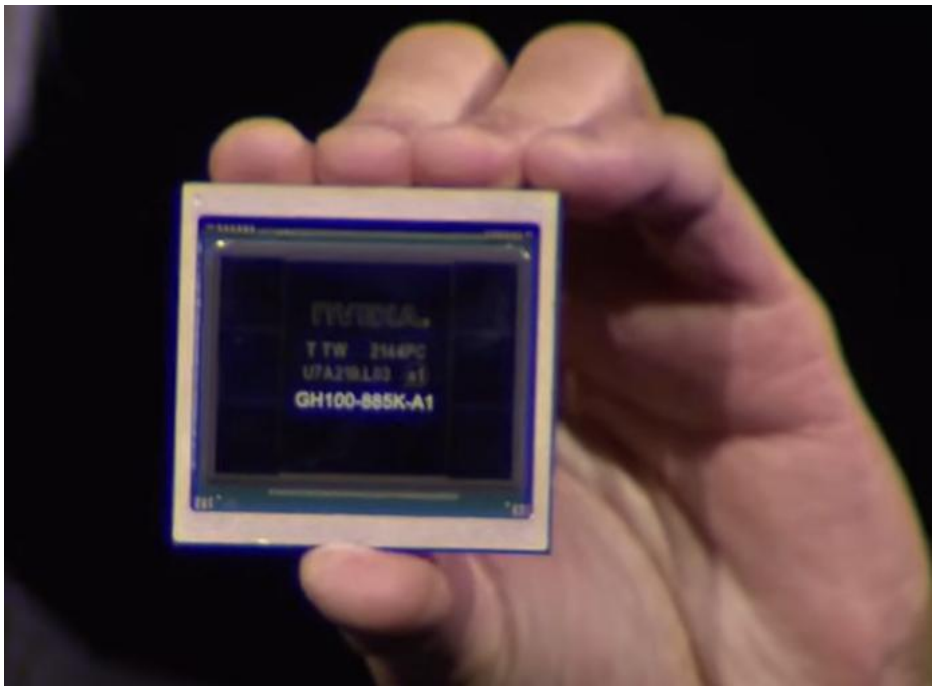
패키지기판의 대면적화 (2)

- 패키지 기판의 크기
  - 인텔 코어 i9-14900K : 15바디
  - 엔비디아 H200 (Hopper) : 30바디

PC용 CPU, 인텔의 랩터레이크

자료 : Techradar, 인텔, SK증권

NVIDIA, 하퍼

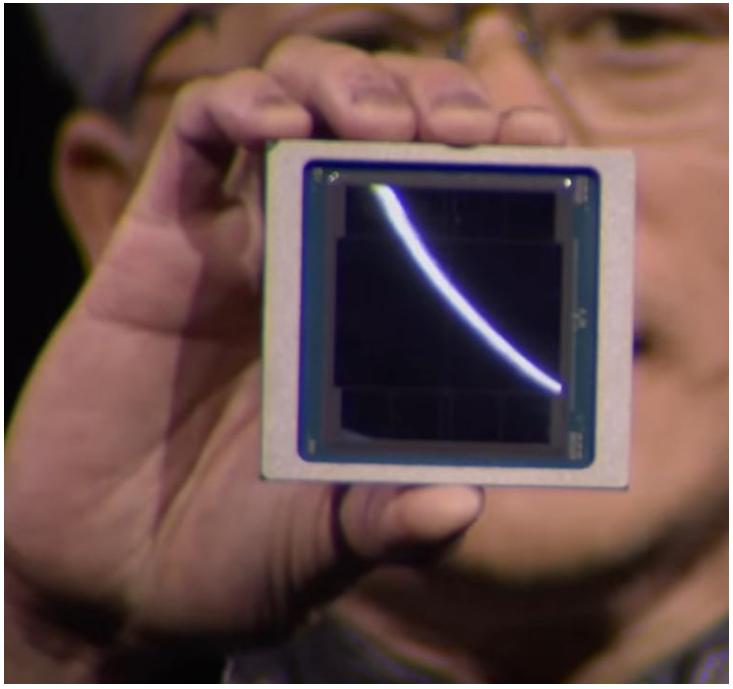


자료 : Nvidia, SK증권

패키지기판의 대면적화 (3)

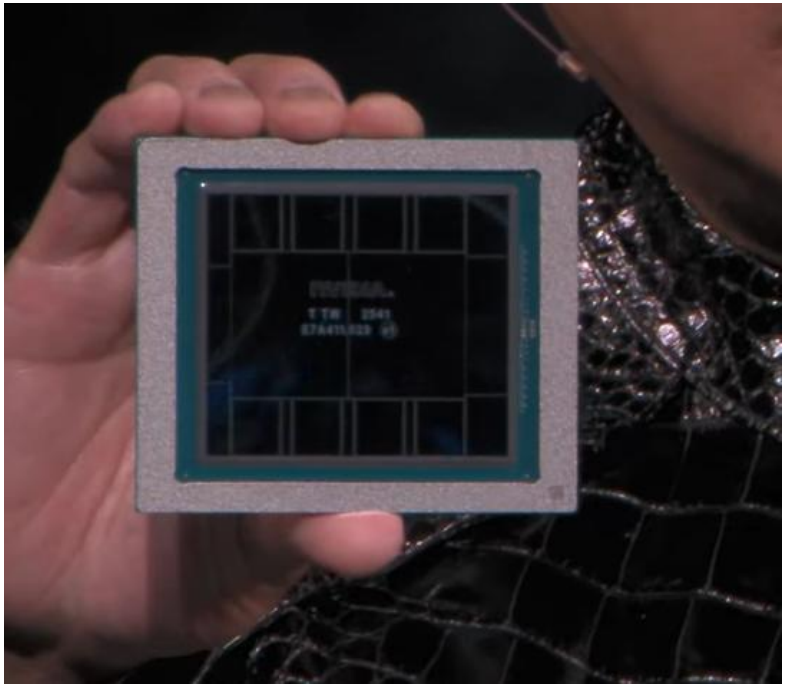
- 패키지 기판의 크기
  - 엔비디아 B200 (블랙웰) : 60바디
  - 엔비디아 루빈 : 100바디
  - 엔비디아의 2027년 제품 : 150바디 육박 예상. 경쟁사들도 150바디 전후 사이즈의 패키지 개발 중

NVIDIA의 블랙웰 (B200)



자료 : Nvidia, SK증권

NVIDIA의 루빈



자료 : Nvidia, SK증권

주요 AI가속기 패키지용 기판 사이즈

- 대면적화 트렌드 지속
  - 과거 30바디에서 현재 주류는 50~100바디. 2027년에는 150바디에 달할 것
- 레퍼런스는 NVIDIA
  - NVIDIA의 패키지 트렌드를 뒤 쫓는 경쟁사들 (구글, 아마존, AMD 등)

AI가속기 반도체별 패키징기판 사이즈 (대략적 추산치)

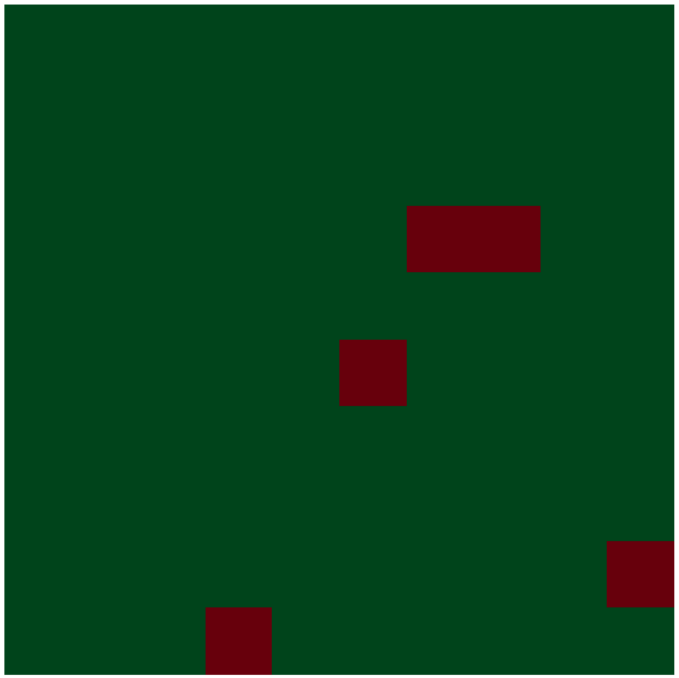
가속기 모델	아키텍처	공정(Logic)	패키지 기판 사이즈 (mm)	면적 (mm2)	패키징 기술	폼팩터
Nvidia H100	Hopper	TSMC 4N	~55 x 55 (추정)	~3,025	CoWoS-S	SXM5/Pcle
Nvidia H200	Hopper	TSMC 4N	~55 x 55 (추정)	~3,025	CoWoS-S	SXM5/Pcle
Nvidia B100	Blackwell	TSMC 4NP	~ 80 x 80	~6,400	CoWoS-L	SXM6
Nvidia B200	Blackwell	TSMC 4NP	80 x 80	6,400	CoWoS-L	SXM6
AMD MI300X	CDNA 3	TSMC 5nm/6nm	76.8 x 72.0	5,530	CoWoS + SoIC	OAM
Intel Gaudi 3	Gaudi	TSMC 5nm	~ 75 x 70 (추정)	~5,250	CoWoS	OAM HL-325L

자료 : 언론자료, SK증권

수율의 함정 : Defect Ratio

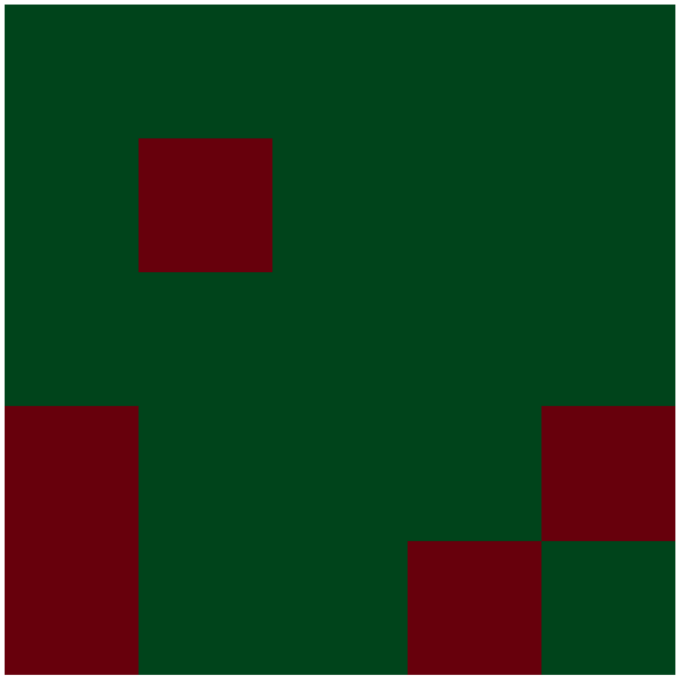
- 고사양화에 따른 수율 하락
- 기판 대면적화에 따른 수율 급락 (Defect Ratio)
  - 한 판당 100개 생산 시 : DPU (Defects per Unit) 5 > Defective Ratio 5% (최악가정) > 양품 95개 > Yield 95%
  - 한 판당 25개 생산 시 : DPU 5 > Defective Ratio 20% (최악가정) > 양품 20개 > Yield 80%

100개 생산 : DPU 5 > 수율 95%



자료 : SK증권

25개 생산 : DPU 5 > 수율 80%

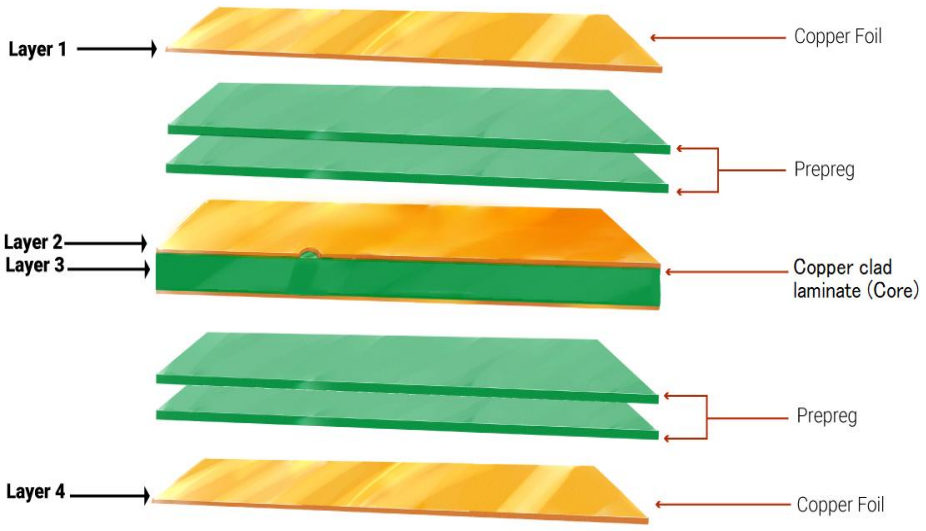


자료 : SK증권

기판의 고다층화 (1)

- 고사양화로 기판은 면적이 넓어짐과 동시에 더 많은 적층이 요구됨
  - 그러나 기판별로 고다층화에 한계 존재
  - 그 이상을 넘어 가면, 드릴링, 회로도금, 적층(정합) 공정에서 불량 발생
- 이를 해결하기 위한 신규 적층 공정 도입 필요

기판의 구조 : 금도금, CCL, 프리프레그, 동박



자료 : Sierra Circuits, SK증권

기판 적층수

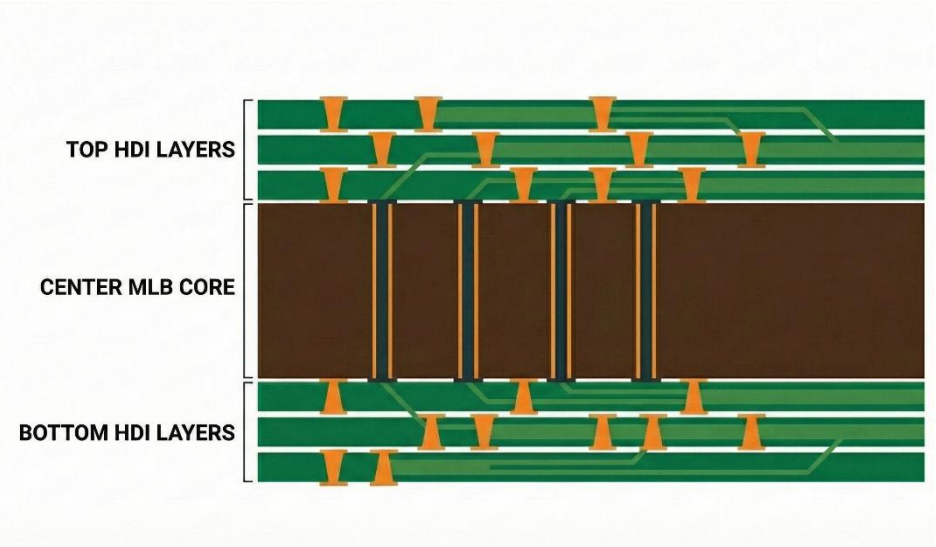
분류	제품명	최소	최대
MLB	Multi-Layer Board	4	60
HDI	High Density Interconnect	4	24
SLP	Substrate-Like PCB	8	16
BOC	Board on Chip	2	6
MCP	Multi-Chip Package	2	10
FCCSP	Flip Chip Chip Scale Package	2	16
SiP	System in Package	2	22
FCBGA	Flip Chip Ball Grid Array	4	16
H-L FCBGA	High Layer FCBGA	16	30

자료 : SK증권

기판의 고다층화 (2) : MLB

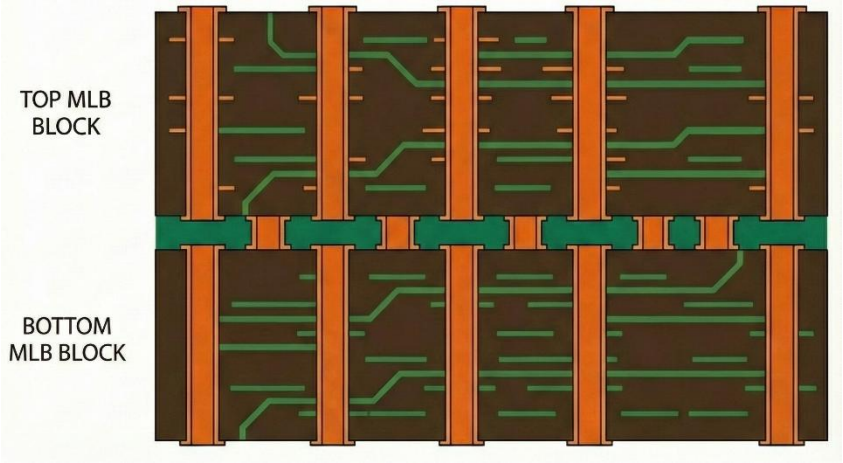
- 장비용 기판인 MLB는 현재 최고 스펙의 48층 수준에서 더 높은 사양을 요구 받고 있음
  - 현재 기술로는 물리적으로 50층 이상의 기판 대량 양산 불가
- 하이브리드 기판 트렌드
  - MLB 보다 각 층이 더 미세회로화된 HDI를 일부 층에 적용하거나, 상단블록과 하단블록의 스펙이 상이한 이종접합 기판 개발

하이브리드기판 : MLB + HDI



자료 : SK증권

하이브리드기판 : MLB1 + MLB2 (이종접합)

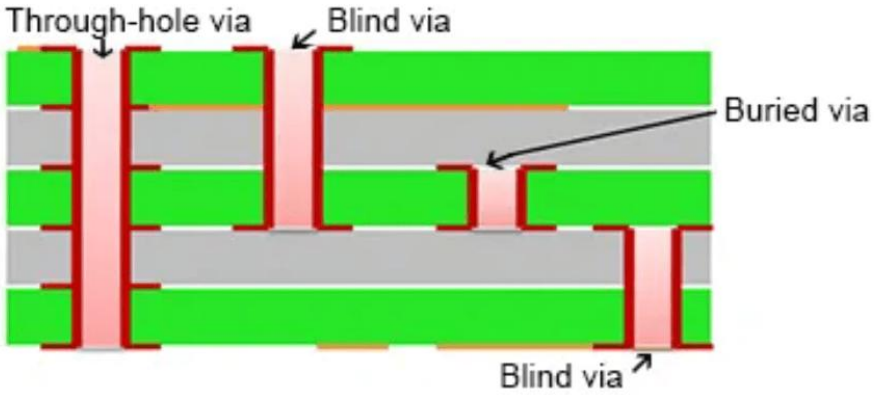


자료 : SK증권

기판의 고다층화 (3) : 반도체용 HDI

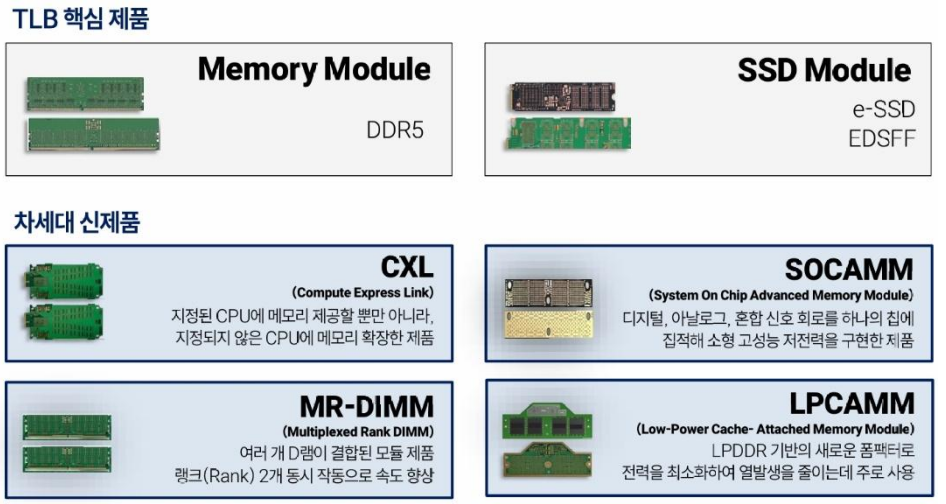
- 반도체용 HDI 기판도 업그레이드 불가피
- BVH (Blind via Hole) 공법 수요 확대
  - HDI기판을 상단과 하단을 따로 생산해 접목시킬 때 활용성 증가
  - 해당 공정은 이미 2025년부터 쇼티지 진입. 향후 차세대 반도체용 기판군에서 수요 확대

기판 PCB, Via Hole 차이



자료 : UETPCB, SK증권

모듈PCB 기존제품군 및 신제품



자료 : 티엘비, SK증권

기판의 미세회로화

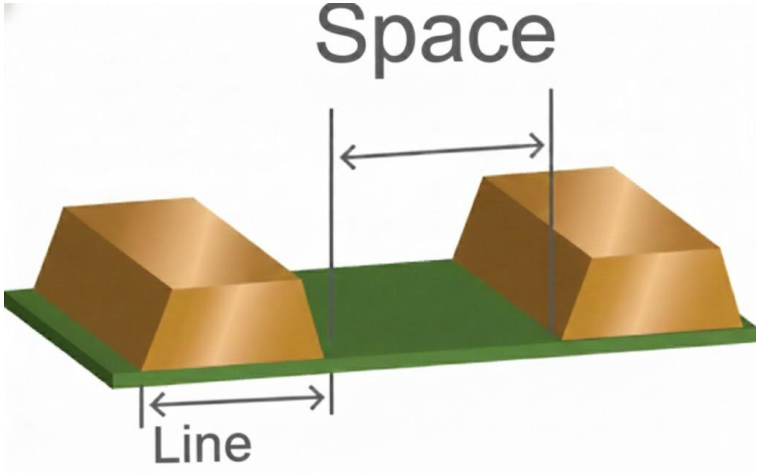
- 기판은 대면적화, 고다층화 뿐 아니라 미세회로화도 진행 중
  - 제한된 면적에 더 많은 회로 구현 가능. 면적을 줄이고, 층수를 낮출 수 있음
  - 더 미세회로화된 회로 공정은 더 고도화된 소재를 요구

회로 공정별 배선폭 및 배선간격

회로 형성 공정	선폭/간격
Tenting	35/35 μm ~ 70/70 μm 이상
mSAP	15 μm ~ 30 μm
PSAP	15 μm ~ 25 μm
SAP	8 μm ~ 15 μm
Advanced SAP	2 μm ~ 7 μm

자료 : SK증권

PCB의 배선폭(L)과 배선간격(S)

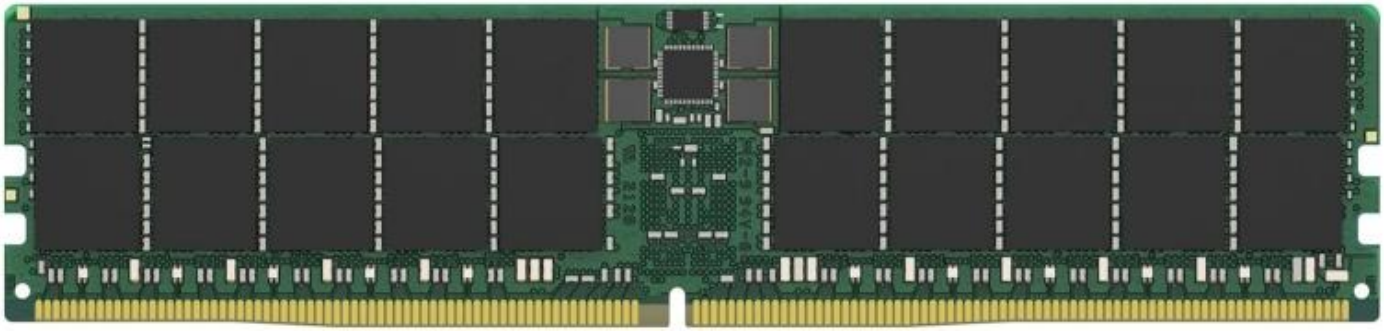


자료 : PCBWay, SK증권

SOCAMM의 가능성

- 엔비디아의 신규 AI가속기 및 향후 제품군에 DRAM 모듈 변화
- 패키지 고도화로 기판의 고다층화/미세회로화. 가격 상승 전망
  - 패키징기판 가격 : 기존 BOC 100% > 신규 MCP 150~200%
  - 모듈PCB 가격 : 기존 100% > 신규 BVH 고다층 200~400% / 쇼티지 기판군

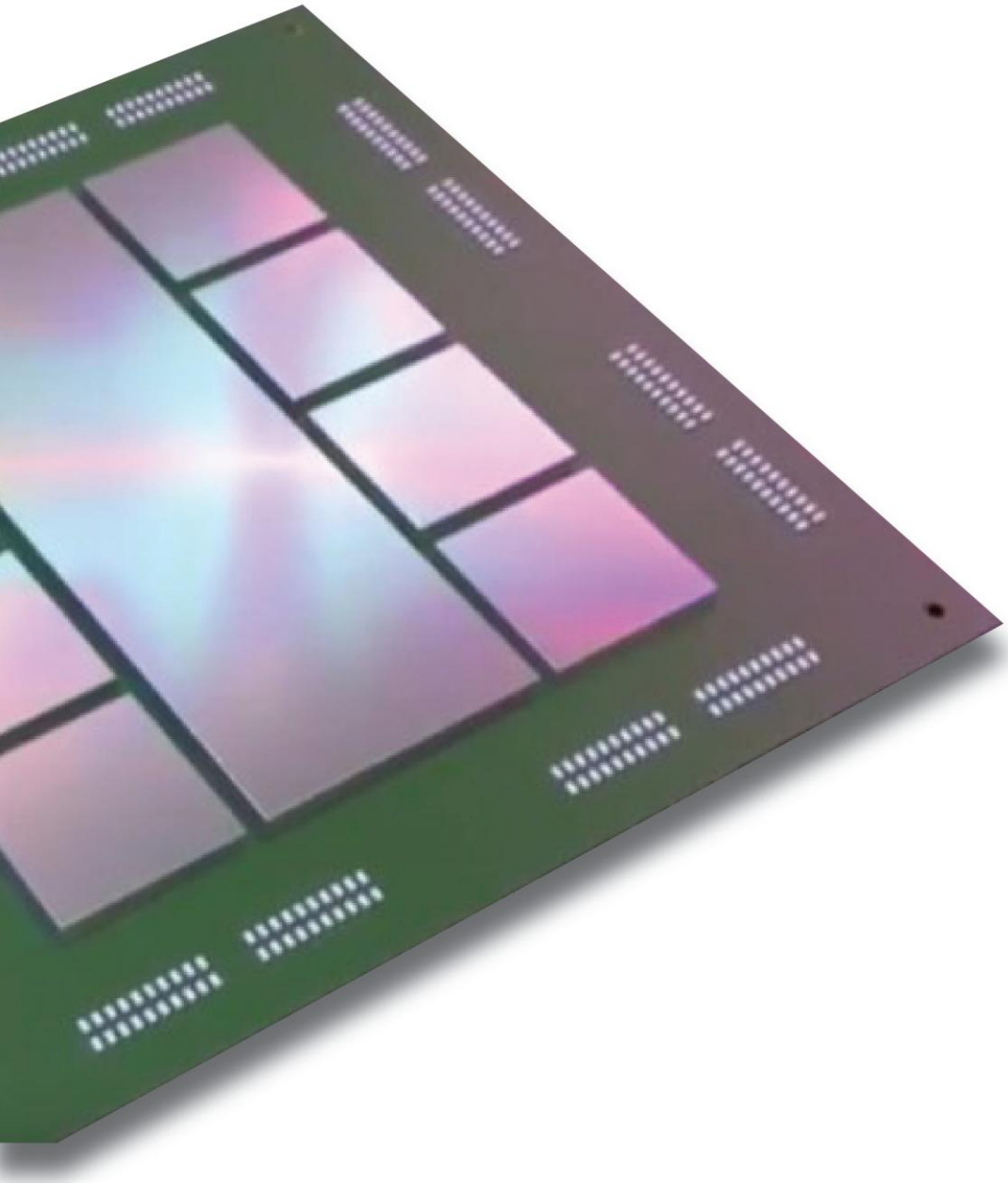
DDR5 서버용 모듈 구조 (130 by 30)



자료 : Micron, SK증권

SOCAMM 모듈 구조 (90 by 14)

자료 : Micron, SK증권



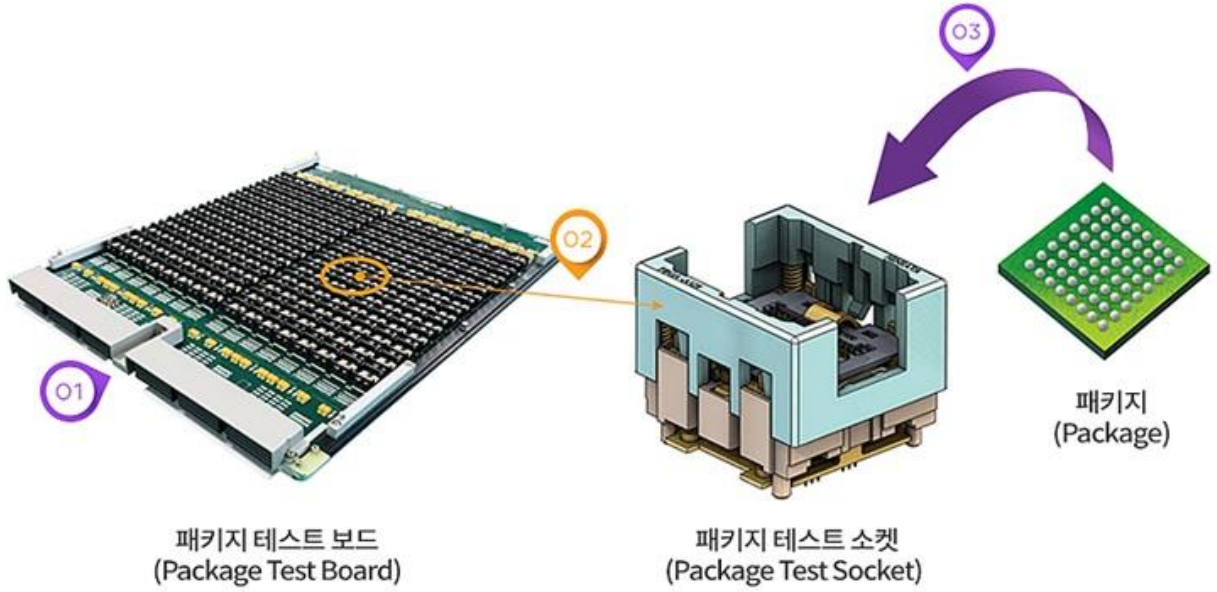
Part 3.
테스트 소켓의 고도화

SK securities

패키징 고도화에 따른 테스트 소켓 기술 변화

- 반도체 후공정 파이널 테스트(패키지 테스트) 단계에서 사용되는 핵심 부품
  - 패키지 기판에 형성된 솔더볼과 물리적 접촉을 통해 패키지의 최종 불량 유무 확인
- 패키징 구조의 복잡성 증가(CoWoS, CPO, 유리기판), 메모리의 아키텍쳐 변화(HBM, HBF)가 후공정 변화의 중심
  - 테스트 소켓의 기술 변화 방향: Fine Pitch 구현, 재료 및 공정 개발 > 대면적 대응, 고주파 대응, 내열성 확보로 확장

파이널 테스트 공정



자료 : SK하이닉스

패키지 대면적화 + 테스트 소켓 핀수 증가

- AI GPU의 패키지 기판 사이즈는 확대 추세
  - GPU 성능 상향 + HBM 대역폭 확대 + 인터포저 배선 증가 = I/O 수 확대
  - 기판의 I/O 단자 수 증가에 맞게 테스트 소켓의 핀수도 점증
  - 테스트 소켓의 ASP는 소켓당 핀수에 따른 영향이 커 AI GPU용 소켓 가격이 높고 가격 흐름도 우상향
- Pin Pitch에 대한 요구?
  - 과거에는 메모리, 단일 비메모리는 칩 중심으로 Pin Pitch에 대한 요구가 거셌으나 AI에서는 기판의 사이즈도 커져 예전 대비 완화. 그러나 메모리, AP 등에서는 Pin Pitch 축소 요구 여전히 큼. 패키징의 새로운 아키텍쳐에서도 요구는 재차 커질 것

패키지 제품별 사이즈 및 테스트 소켓 요구 사양

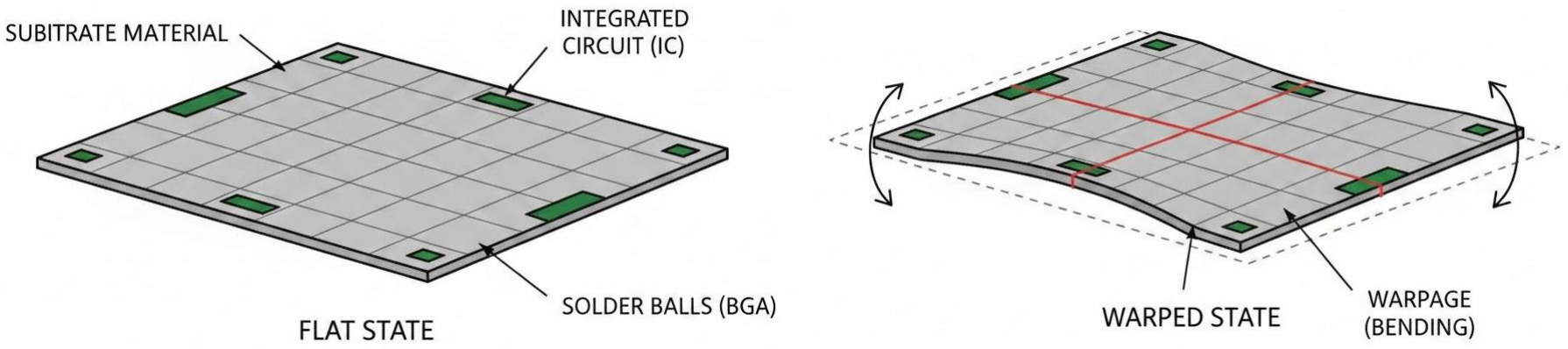
Structure	Products	Package Size	Number of Pins	Pin Pitch
Single	AP	100mm² 내외	800-1,500	0.2-0.3P
	PC CPU	2,000mm² 내외	3,000-8,000	0.5-0.8P
	Server CPU	3,000mm² 내외	5,000-10,000	0.5-0.8P
Chiplet	AMD MI300X	5,500mm²	15,000-20,000	0.5-0.6P
	Nvidia H100	4,000mm²	15,000-20,000	0.4-0.5P
	Samsung I-Cube4	4,225mm²	15,000-20,000	0.4-0.5P
	Nvidia B200	6,400mm²(80 X 80)	25,000~	~0.5P
	Nvidia Rubin	8,100mm2(90 X 90)	25,000~	~0.55P

자료 : SK증권

대면적화에서 Warpage, 소켓의 챌린지

- 물리적 사이즈 확대, 적층 칩의 증가, 공정 온도의 변화로 기판의 휨 현상(Warapge)
  - Warpage로 인해 테스트 소켓의 접촉 불량이 나타날 우려가 큼
  - 기판의 중앙부와 모서리부의 스트로크 가압력 차이
  - 일반적인 후공정 패키징에서 warpage는 100미크론 내외 범위에서 발생, 2.5D 패키징에서는 500미크론 내외, 이후 차세대 제품에서는 1,000미크론까지 증가 (150 mm X 150 mm)
  - 적은 가압력으로 균일한 스트로크를 전달할 수 있는 테스트 소켓 요구 확대

패키지 기판 Warpage



자료 : Google

AI GPU, 초고속 신호 처리

- AI GPU 세대가 거듭될수록 데이터 전송 속도 상향과 주파수 대역을 높여 오고 있음
  - 칩의 성능 향상 이후 대역폭 확대와 전송 속도에 대한 요구 증대. AI GPU는 수십 GHz의 높은 주파수 대역을 사용
  - 실리콘 러버 소켓은 포고 대비 고주파 특성에 우위. Signal Path가 짧아 신호 손실이 상대적으로 적음. 포고 핀은 스프링 + 플런저의 수직 구조 특성상 3mm 이상으로 신호 & 속도에 제약이 있어 Coaxial 구조로 극복
  - Nvidia 블랙웰에 이어 루빈으로 넘어 오면서 실리콘 러버의 양산용 채용이 늘어나고 있는 것으로 추정. 고주파 특성 강점에 기인

고주파 특성 우위의 실리콘 러버 소켓, AI 내 채택 점진적 확대

자료 : ISC

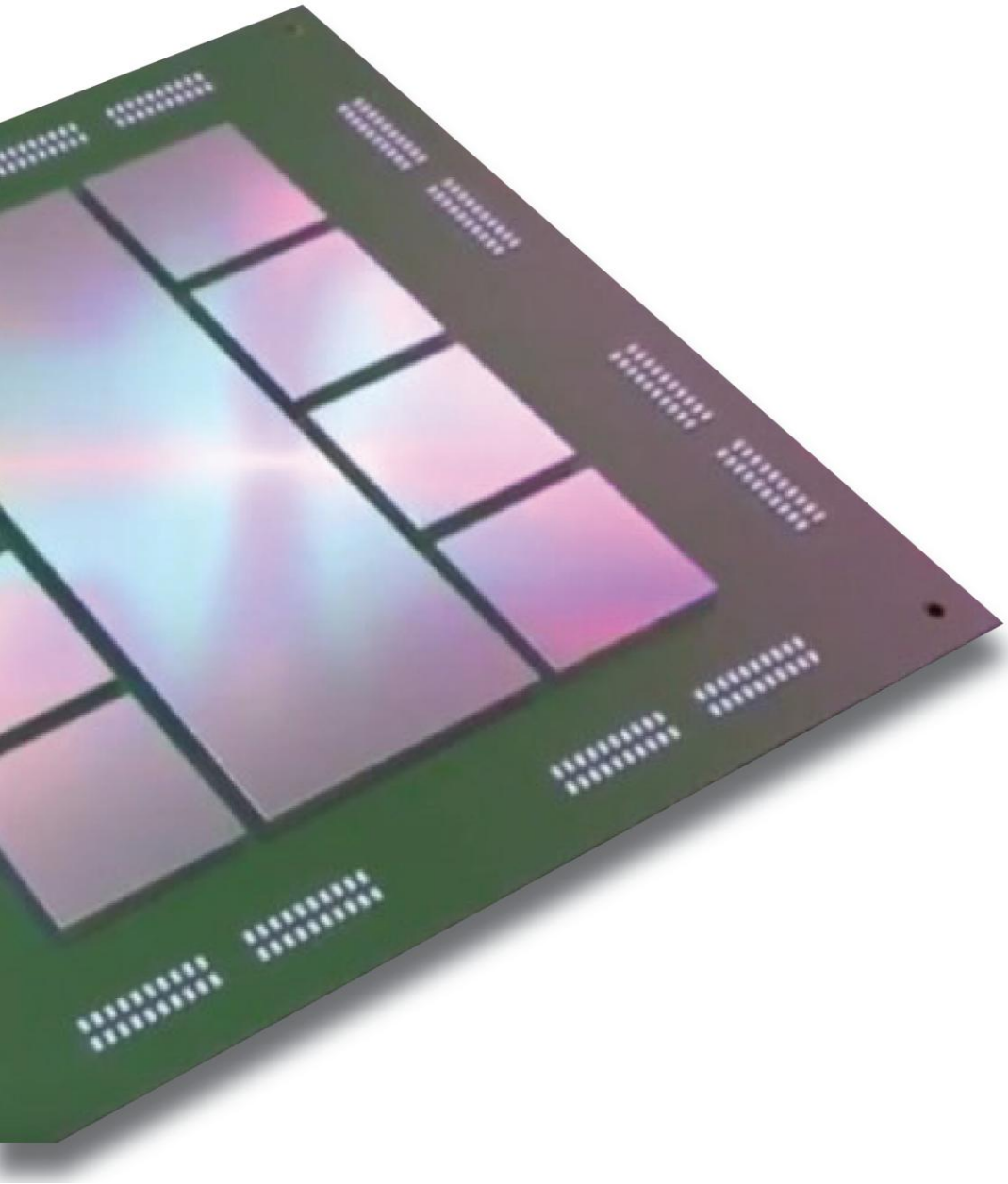
끊임없는 발열 이슈, 테스트 소켓도 바뀐다

- 테스트 소켓의 내열성 요구 증대
  - TDP(Thermal Design Power)는 칩이 최대 부하로 작동할 때 발생하는 열량을 와트(W) 표시
  - Nvidia AI GPU의 TDP는 1kW 수준까지 도달
  - 발열로 인해 발생하는 열 폭주와 칩의 성능 제한(throttling)은 테스트의 정확도 및 안정성을 저하
  - 테스트 소켓 업계에서는 이를 극복하기 위해 새로운 구조물 형태의 소켓 개발 진행. Ex) 히트파이프, 히트싱크 등을 Fan과 결합해 소켓과 모듈화

고주파 특성 우위의 실리콘 러버 소켓, AI 내 채택 점진적 확대

모델 (아키텍처)	출시 년도	최대 TDP (단일 GPU)	주요 냉각 방식	특징
A100 (Ampere)	2020	400W	공랭 / 수랭	대중적인 AI 서버의 기준
H100 (Hopper)	2022	700W	공랭 권장 한계	공랭 시 매우 강력한 풍량 필요
H200 (Hopper)	2023	700W	공랭 / 수랭	H100과 동일 전력, 메모리 확장
B200 (Blackwell)	2024	1,000W ~ 1,200W	수랭(Liquid) 필수	단일 칩 최초 1kW 돌파

자료 : Google

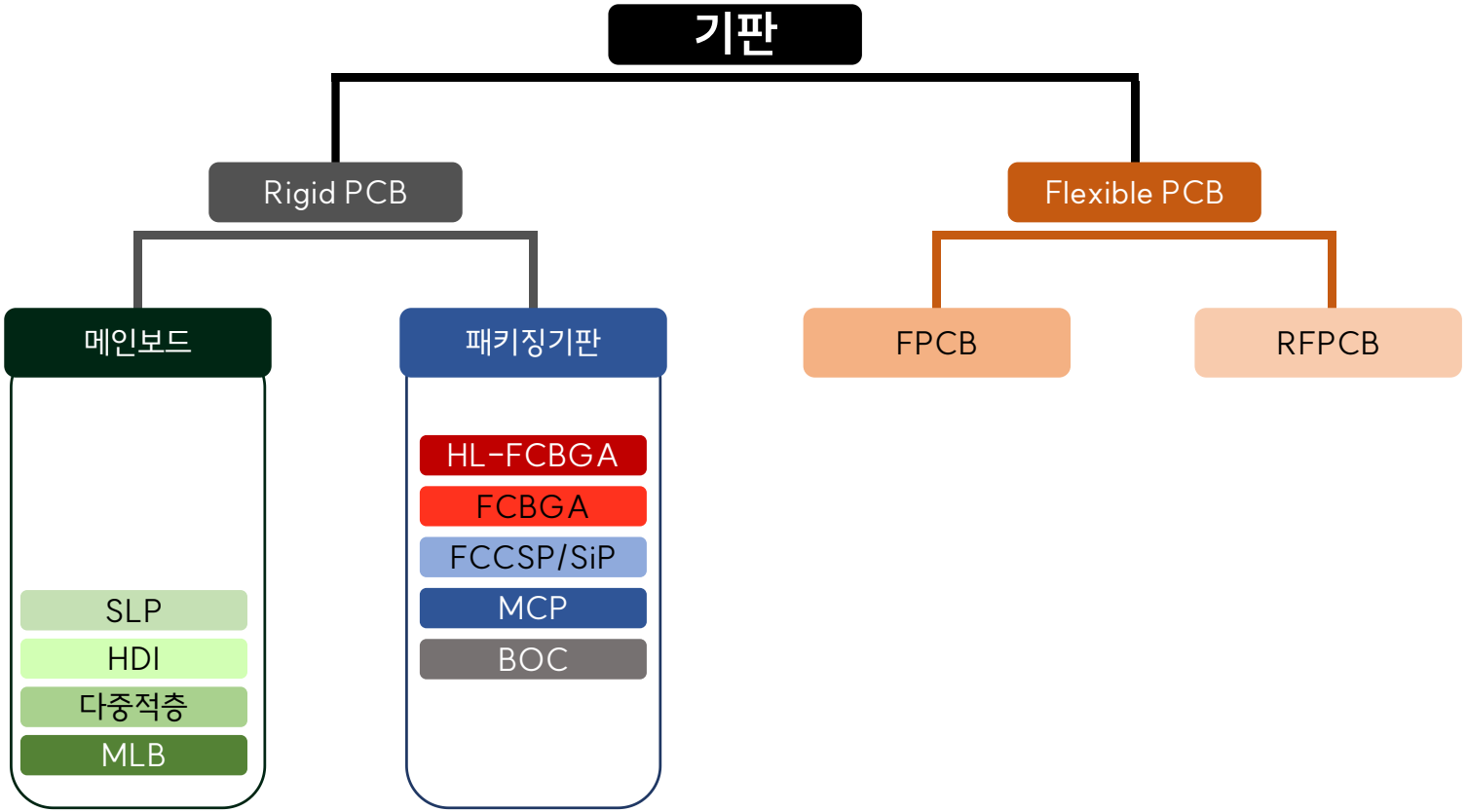


Part 4.
기판 업황 점검

SK securities

기판의 분류

기판의 분류

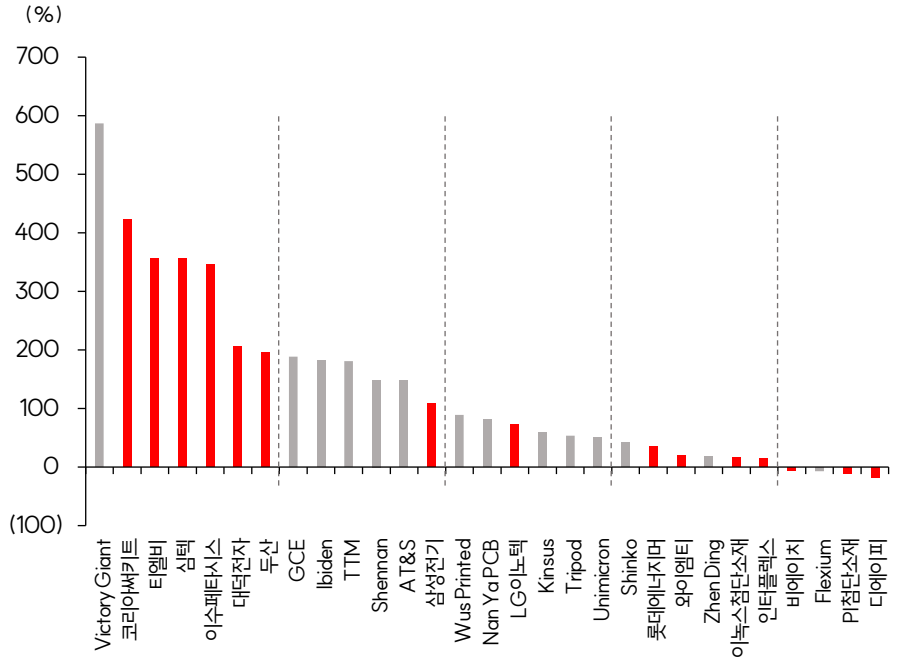


자료 : SK증권

2025년 메모리기판 업황 반등

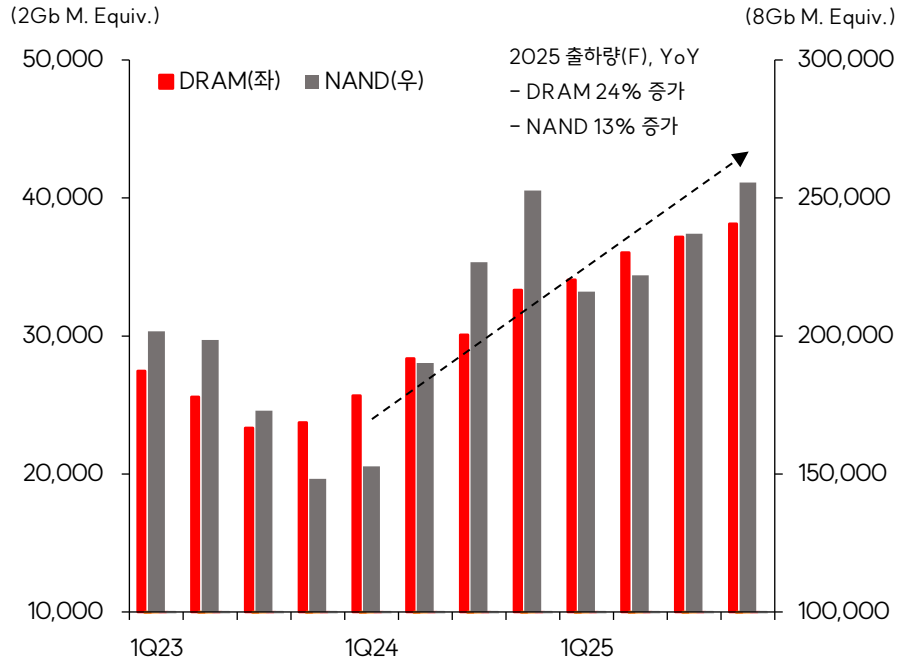
- SOCAMM 기대감 발현
  - 메모리 기판 기업들, SOCAMM 기대감으로 MLB에 이어 주가 반등
- 메모리 가동률 상승에 따른 기판 수요 증가
  - 2025년 메모리 출하량 전년대비 증가 > 패키징 기판 주문, 메모리 성장률 상회

2025년 주요 기판별 주가상승률



자료 : Bloomberg, SK증권

DRAM, NAND 출하량 추이 (23년 1월~현재)



자료 : Trendforce, SK증권

패키징기판 가동률 점검

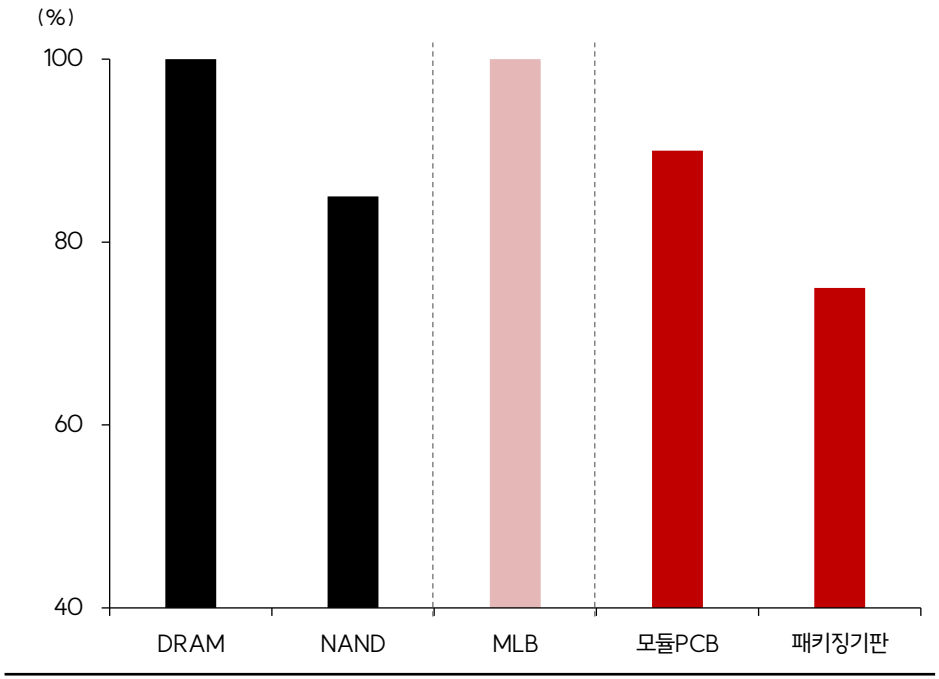
- 가파른 주가 반등. 그러나 아직 기대에 못 미치는 실적 회복
  - 기판별로 가동률 (실적) 편차 명확
  - 이미 크게 반등한 DRAM 가동률. 반면 다소 부진한 패키징기판 가동률
  - 향후 쇼티지 지속/진입 가능한 기판 발굴 필요

패키징기판별 가동률 현황

대분류	중분류	소분류	수급현황	비고 (가동률)
Rigid PCB	패키징기판	H-L FCBGA	공급 과잉	75%
		FCBGA	공급 초과잉	60%
		FCCSP	공급 과잉	75%
		SiP	공급 과잉	75%
		MCP	공급 과잉	80%
		BOC	공급 과잉	80%
	메인보드	SLP	공급 과잉	-
		모바일 HDI	공급 과잉	-
		반도체 HDI	쇼티지	BVH 공정 부족
		범용 HDI	공급 초과잉	중국 과점
		MLB	쇼티지	탈중국 이슈
Flexible PCB	FPCB	-	공급과잉	-
	RFPCB	-	공급과잉	-

자료 : SK증권

메모리와 주요 기판 가동률



자료 : SK증권

IT 디바이스, 인플레이션 시나리오

- 비용부담은 수익성 확보 전쟁으로 이어질 것
  - 세트 가격 인상에 따른 수요 우려와 공급단가 재협상 불가피
- IT 서플라이체인 : 점유율 확대 위한 Q 성장에서, 수익성 보전 위한 P 방어 전략 돌입
  - AI 관련군 유리 + 쇼티지 제품군 유망

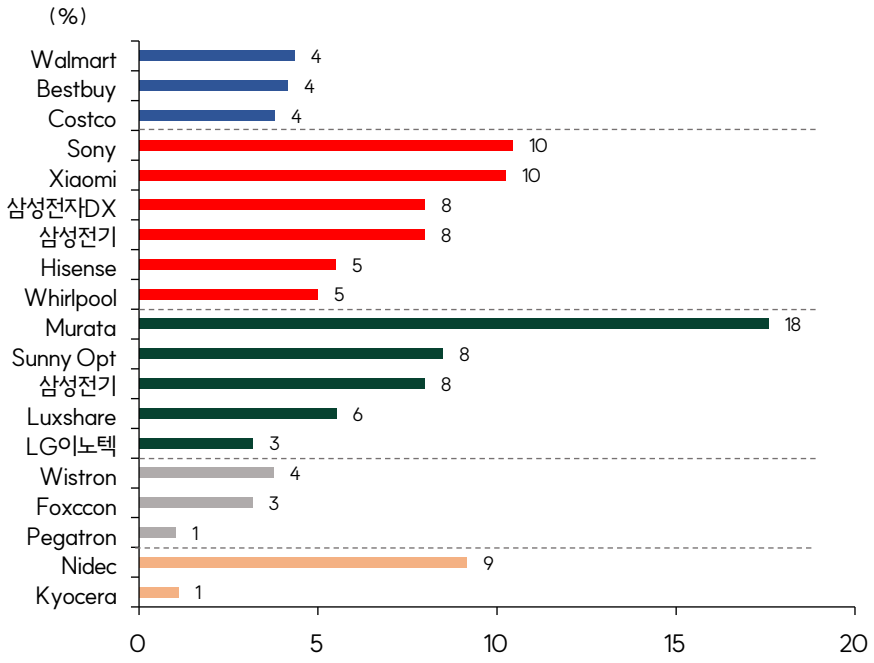
IT 디바이스, 원가(비용) 부담 증가 시나리오

자료 : SK증권

수익성 확보 경쟁 vs 쇼티지 협상력

- 경쟁사뿐 아니라 고객사와 공급사 간에도 수익성 경쟁 본격화 예상
  - 유통사, 제조사, 부품사 대다수의 영업이익률은 10% 하회. 현재의 부품+관세 부담은 감내 가능 범위를 벗어남
- 공급사들은 더 이상 고객사들의 일방적인 단가 인하 요구를 수용하지 않을 것. 수익성 확보 갈등 이미 감지됨. 이는 생존의 문제
  - '쇼티지' 제품/기업들만 원가 부담을 고객사, 경쟁사, 공급사들에게 전가 가능

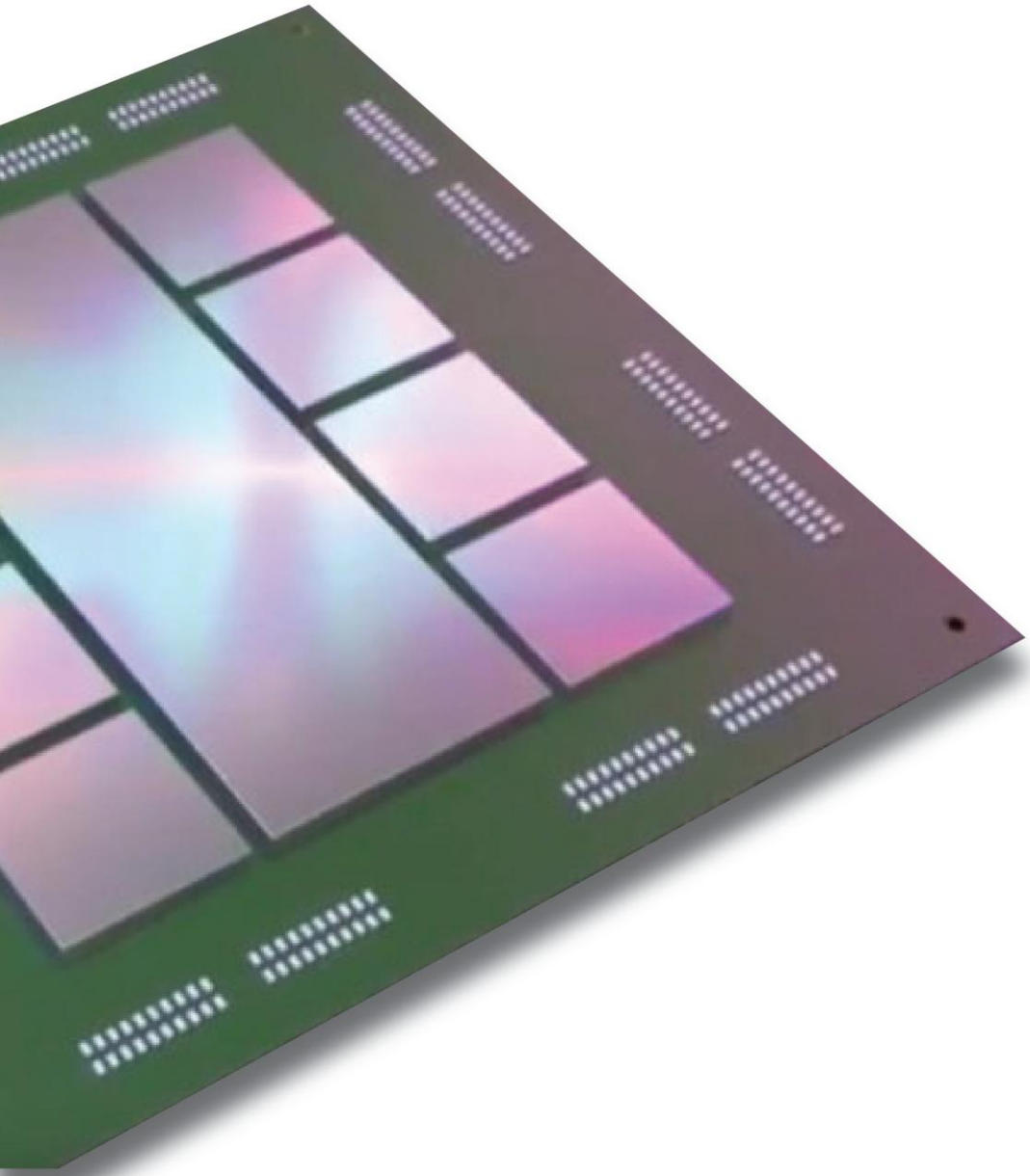
IT하드웨어 밸류체인, 25F 영업이익률 전망



자료 : Bloomberg, SK증권

쇼티지 부품군

자료 : SK증권



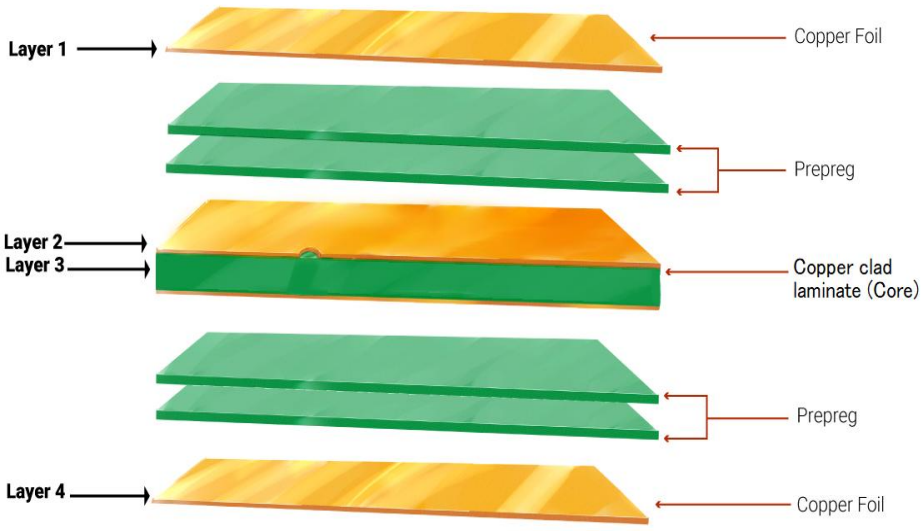
Part 5.
소재 밸류체인

SK securities

소재의 분류 및 수급현황 : 쇼티지 소재군 확장

- 기판 소재 밸류체인내 쇼티지 동향 확대
  - 연초 이후 T글라스(유리섬유, 기판의 뼈대) 쇼티지 발생. 현재 쇼티지 가장 심각한 기판 소재군
  - 그러나 유리섬유는 모든 기판에 탑재되는 것은 아님 (엔비디아 발 수혜)
- 기판의 원자재에서 가장 높은 비중을 차지하는 소재는 금도금(PGC). 금값 상승으로 원가 상승

기판의 구조 : 금도금, CCL, 프리프레그, 동박



자료 : Sierra Circuits, SK증권

기판 소재 수급 현황

대분류	중분류	소분류	수급현황	비고 (가동률)
주요소재	금도금 (PGC)	-	-	금 가격 상승
	CCL	동박	쇼티지 임박	소재 탈출국
		필러	-	-
		레진	-	-
		유리섬유	쇼티지	니토보 대체 노력
	Prepreg	-	-	-
기타소재	동박	-	쇼티지 임박	일부 제품 차질
	기타	-	-	-

자료 : SK증권

기판 소재 동향

- 기판 밸류체인 전반에서는 원가 부담 전가 및 공급단가 (가공비) 인상 노력 중
- 유리섬유 쇼티지 : 현재 가장 수급이 타이트한 기판 소재

기판소재 관련 주요 뉴스 (CCL, 필러, 레진, 유리섬유, 금, 동)

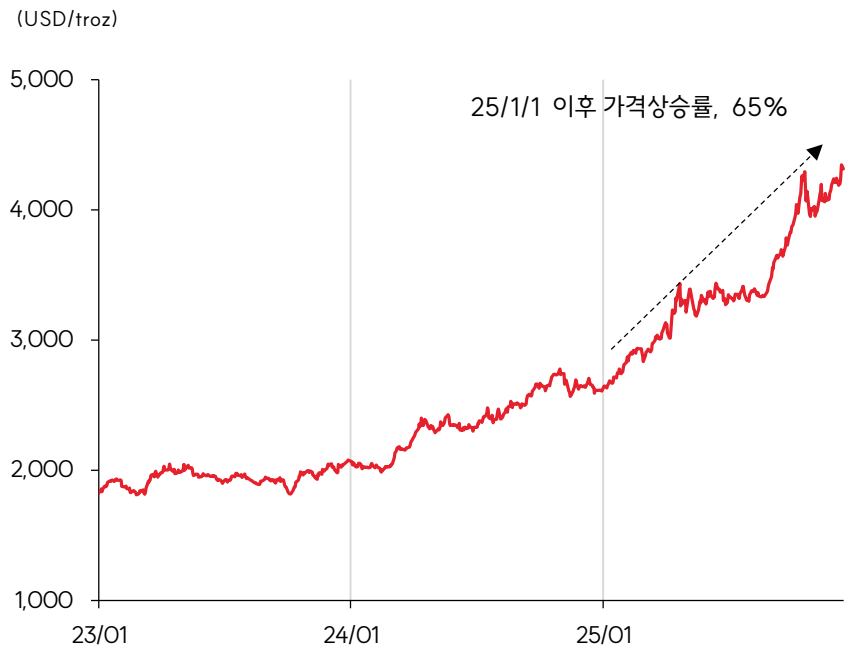
날짜	내용	출처
2025-07-07	BT 기판 수요 폭증과 T-Glass 공급 부족으로 BT기판 부족 현상 심화	뉴데일리경제
2025-07-16	日 닛토보의 CCL 소재(유리섬유) 대란에 두산전자BG '콧노래'	THELEC
2025-07-22	BT 기판: 유리섬유 가격, AI 급성장과 공급부족으로 20% 예상	Trendforce
2025-08-14	일본 DIC, 반도체용 에폭시 수지 59% 증산: AI 산업 성장에 대한 대응	글로벌이코노믹
2025-08-19	AI 서버 수요로 고급 PCB용 핵심소재(유리섬유, 구리호일, 수지) 공급 부족	ctee
2025-09-02	日 닛토보, 후쿠시마에 반도체용 T-Glass 공장건물 신축	Nikkei
2025-10-01	日 닛토보, 유리섬유 8월부터 20% 가격 인상에 더해 추가 인상 가능성 제기	전자신문
2025-10-09	Taiwan Glass, 고급 유리섬유 공략으로 시장 경쟁 발생	ctee
2025-11-10	AI 서버용 고급 기판 수요 폭증, T-Glass 2027년까지 공급지연 가능성 부각	ctee
2025-11-12	미쓰비시 가스 케미컬(MGC), BT 소재 2025년 10월 1차 가격 인상에 이어 추가 인상 계획 시사	ctee
2025-12-01	日 닛토보, 대만 Nanya Plastic와 협력하여 AI용 유리 섬유 생산계획 발표	Nikkei
2025-12-06	AI 수요로 ABF 수지, 유리섬유 등 소재 재고 부족로 가격 상승, 단기적 해결 불가	ctee
2025-12-08	AI 서버 업그레이드 빨라지며. T-Glass 공급 예상보다 낮은 수준으로 증가	ctee
2025-12-22	메모리 슈퍼사이클, T-Glass 공급 부족으로 BT기판 긴축	Digitimes
2025-12-29	Kingboard, CCL 3회 연속 가격 인상 통지: 원인은 유리섬유, 구리 등 가격 상승	ctee

자료 : SK증권

소재 가격 상승, 고객사에게 전가

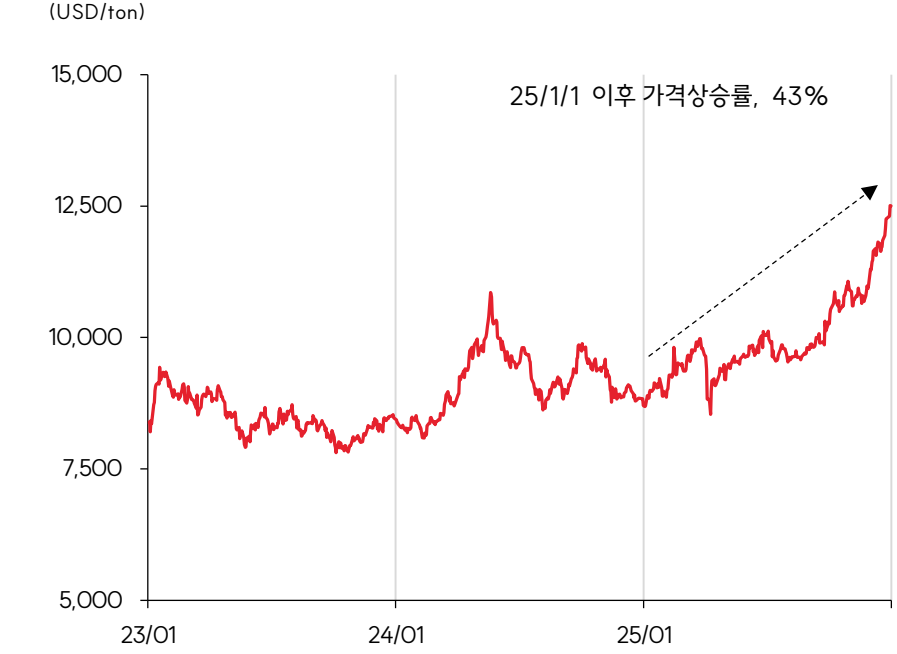
- 메탈 가격 인상. 원가 비용 증가하며 수익성 훼손 우려
  - 메탈과 유리섬유뿐 아니라 프리프레그, 필러, 레진의 가격 전가 지속. 일부 기판들은 가공비 인상 성공
- 더 중요한 변수는 가공비. 인상 요구 중. 5년 전 너무 낮아진 메모리 패키징기판 가격
  - MLB, FCBGA 일부는 인상 중 (신모델 신규 단가 대폭 인상 또는 동일제품 가격 조정 요구 중)

금 가격 추이



자료 : KOMIS, SK증권

구리 가격 추이



자료 : KOMIS, SK증권

유리섬유 다음은?

- 유리섬유 쇼티지 본격화 (2025년 5월)
  - 유리섬유 연관 가공/기판기업들은 유리섬유 가격 전가와 더불어 자체 가공비 인상도 요청 중
- 유리섬유의 채택 분야
  - 모든 기판에 들어가는 소재가 아님 (동박은 모든 기판) / 최근 자본시장 내 FCBGA 중심의 모멘텀 / 공급사 다원화 가능성

유리섬유의 분류

Type	Key Properties	Applications	Major Players
E-glass	Superior insulation, Reilable performance	PCBs, Communication Boards	Jushi Group (CH), Taiwan Glass (TW)
S-glass	High strength, High Mechanical performance	Military/Aerospace Materials	AGY (US)
C-glass	Chemical resistance	Chemical-resistant materials	Owens Cornings (US)
D-glass	Low Dk, Low Df, Low loss	High-frequency, High-speed PCBs	AGY (US)
NE-glass	Dimensional stability, Low loss, Superior signal quality	Server mother boards, Telecom boards	Nittobo (JP), Nippon Electric Glass (JP)
T-glass	Low CTE, High rigidity, Dimensional stability	IC Substrates, High-speed computing	Nittobo (JP), Taiwan Glass (TW), Taishan (CH)

자료 : Technews, Economic Daily News, Media reports, Trendforce, SK증권

유리섬유 주요 제품의 구성

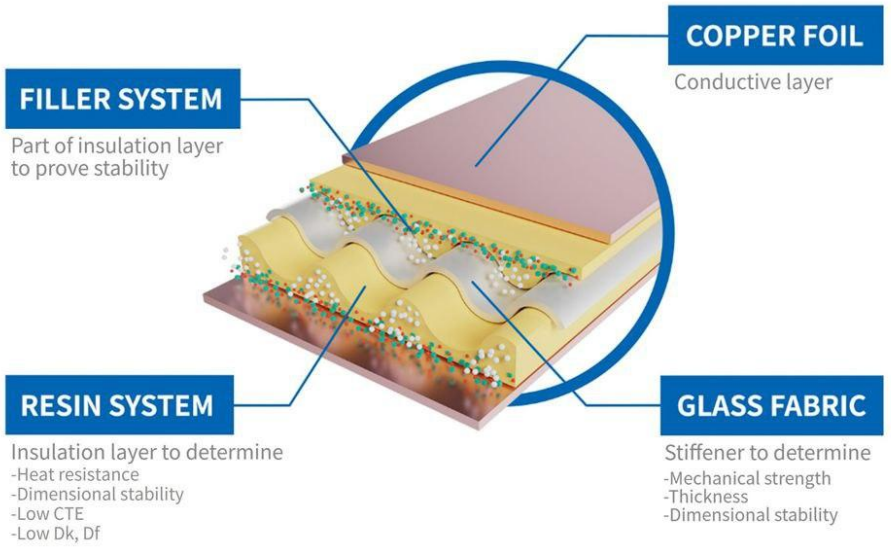
Composition	T-glass	E-glass
SiO_2	66~66	52~56
Al_2O_3	24~26	12~16
CaO	-	20~25
MgO	9~11	
R_2O	-	0~0.8
B_2O_3	-	5~10

자료 : Nittobo, SK증권

회로박 탈중국 가속화 + 미츠이 쇼티지?

- 유리섬유에 이어 쇼티지 소재군 확대 가능성 주목
  - 동박은 기판에서 회로 역할 담당. 기판 원가의 30% (25+5) 차지
- 솔루스첨단소재, 회로박 사업 매각 시도로 '동박 조달 안정성' 대두 + 패키징기판 일부 회로박 쇼티지 발생
- 과거 초극박 국산화 노력: 와이엠티, H그룹, KCFT

CCL의 구조 : 동박, 필러, 레진, 유리섬유



자료 : 두산, SK증권

동박 수급 현황

대분류	중분류	App./Prodct.	수급현황	비고 (가동률)
회로박	HDI용	범용	공급 과잉	중국 과점
		반도체용	공급 과잉	소재 탈중국
		모바일	공급 과잉	중국 과점
	FPCB용	FCCL	공급 과잉	중국 과점
	MLB용	HVLP	쇼티지 임박	소재 탈중국
		RTF	쇼티지 임박	소재 탈중국
	패키징기판용	초극박	쇼티지 임박	미쯔이 독과점
전지박	배터리용	EV	공급 초과잉	중국 vs K-3사
		ESS	공급 과잉	EV용과 유사

자료 : SK증권

회로박 동향

- 구리(원재료) 가격 상승, 회로박(경쟁사)의 원가 전가 노력. CCL(고객사)의 가격 인상
- 핵심은 기술력보다 수요와 공급 밸런스의 위치가 될 것

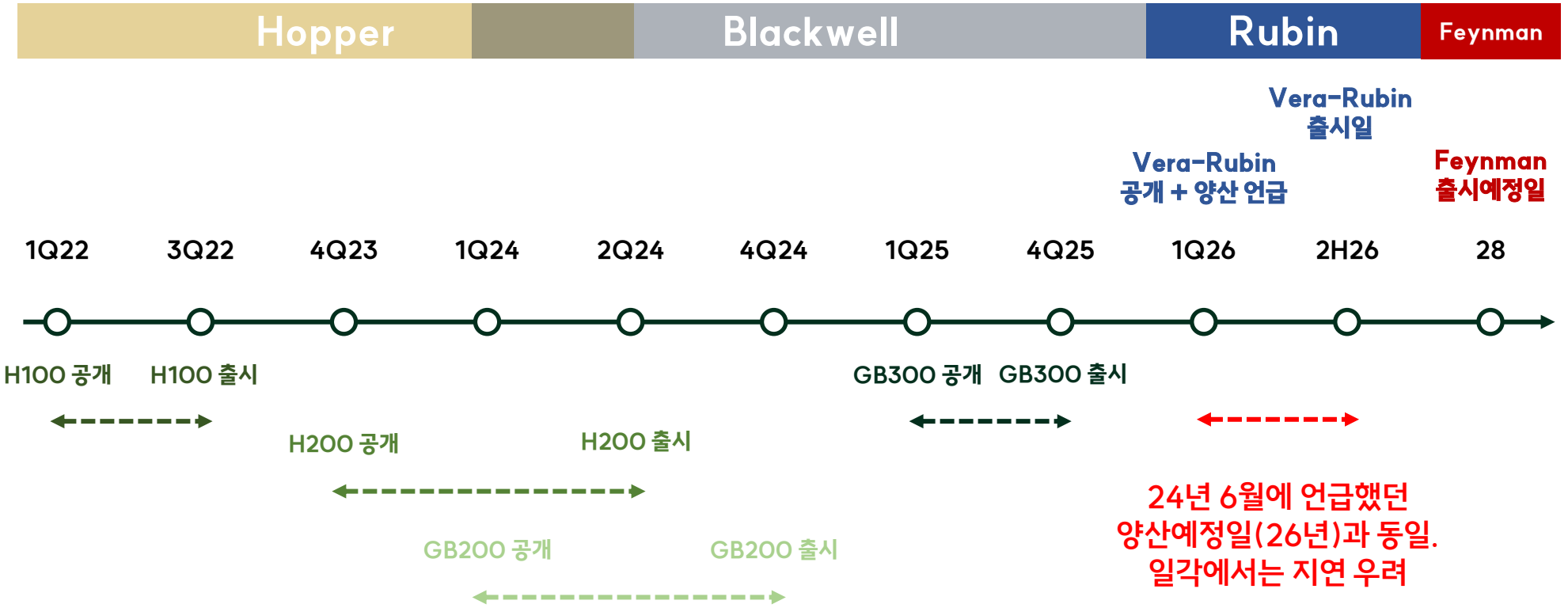
회로박 관련 주요 뉴스

날짜	내용	출처
2024-12-12	日 미쓰이, 동박 가격 인상으로 PCB 업계 파장	전자신문
2025-01-20	AI 서버 수요 증가로, 대만 Elite Material의 회로박 수요 증가	ctee
2025-08-19	2025년 3월부터 6월까지 회로박 가격 인상 물결	ctee
2025-08-20	日 미쓰이 메탈, 2026년 9월까지 AI용 회로박(VSP) 생산량 기존 대비 45% 확대 계획발표	Nikkei
2025-08-22	고급 회로박(HVLP 4) 부족으로, 일본과 대만 주요기업 CAPA 확대 계획 발표	ctee
2025-08-31	대만 Co-tech, 25년 7월 가격 인상 이후 26년 2월부터 고부가 동박 생산으로 사업 본격 전환	ctee
2025-09-03	日 미쓰이 메탈, 고급 회로박 평균 15% 가격 인상 계획 발표	ctee
2025-09-19	고부가용 동박, 日 미쓰이 메탈과 대만 Co-tech 높은 시장 점유율 차지	ctee
2025-10-02	중국, 일본, 대만 고부가용 동박 제조기업 줄줄이 가격 인상	ctee
2025-11-28	구리 가격 급등으로 CCL 기업, 가격 인상 물결 흐름 지속	ctee
2025-12-08	HVLP 동박 공급 부족으로 다음 가격 인상 26년 상반기 시작될 가능성 부각	ctee
2025-12-14	HVLP 4 동박 부족, 전 세계에서 HVLP 4 고급 회로박 공급할 수 있는 업체 제한적	ctee
2025-12-26	상해 구리 가격 급등으로 Kingboard 가격 10% 인상 발표 (12월 이후 두 번째 가격 인상 발표)	ctee

자료 : SK증권

엔비디아 베라루빈 출시 지연?

엔비디아, AI 가속기 라인업 공개 및 출시 일정

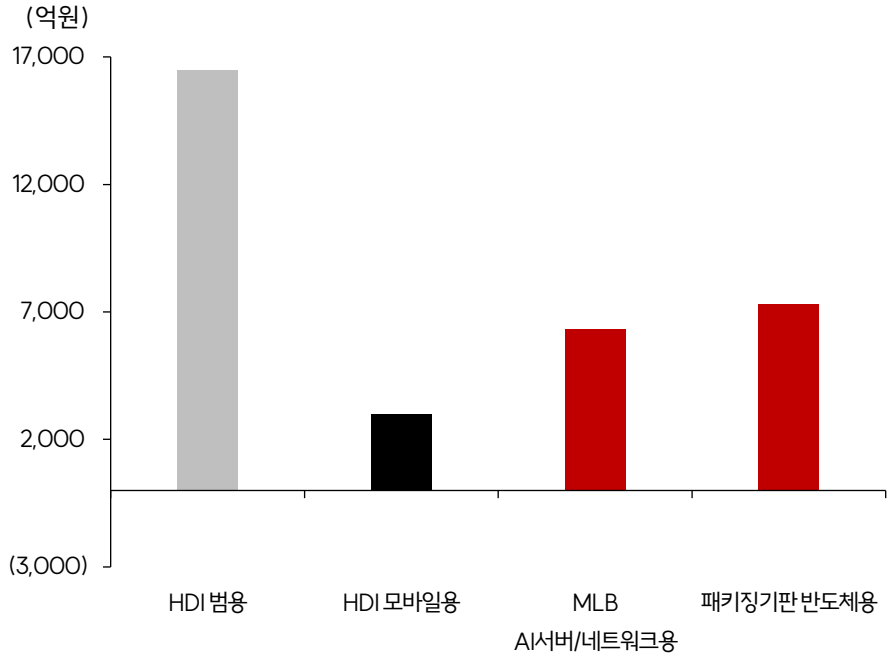


자료 : SK증권

매출 성장보다 중요한 협상력 (가격)

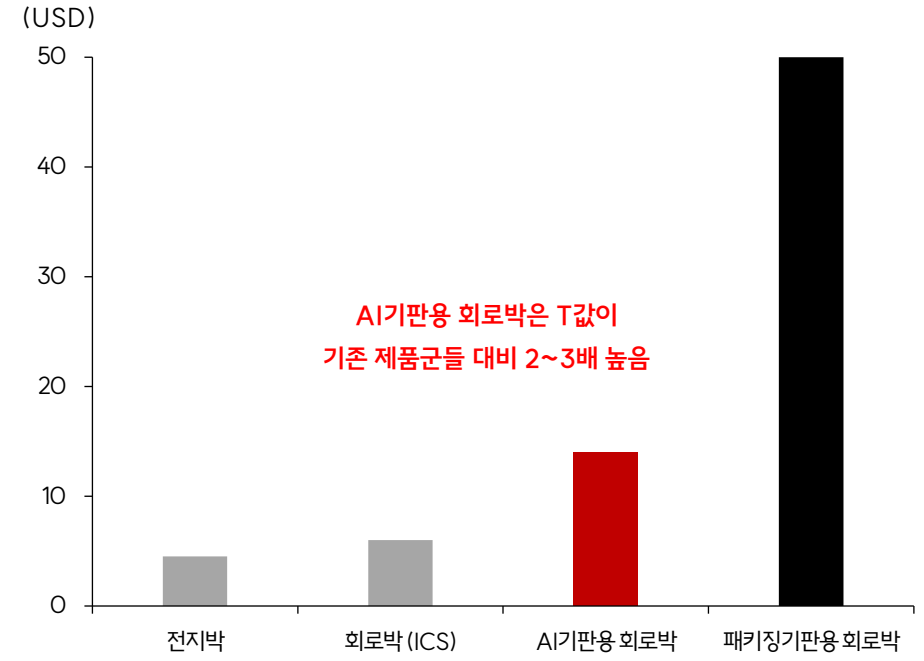
- MLB용 회로박 시장규모 : 25년 14,500톤 > 28년 31,000톤 전망
- MLB용과 패키징기판용이 주목되는 시장
  - T 값 (회로박 1kg 기준) : HDI 6불, MLB 14불, 패키징기판(초극박) 30불 이상
  - 기판 소재, 현재의 가격보다 향후 가격 인상 가능 여부가 중요

회로박, 향후 시장규모 (2028년 TAM)



자료 : SK증권

회로박, T값 비교



자료 : SK증권

글로벌 기판 PEER Valuation

(백만USD, 배, %)			2024			2025F			2026F		
구분	기업명	시가총액	OPM(%)	PER	PBR	BSET OPM(%)	PER	PBR	BSET OPM(%)	PER	PBR
기판	삼성전기	14,646	7.1	14.6	1.0	8.0	32.2	2.4	6.3	23.8	2.2
	Ibiden	13,958	12.8	29.5	1.9	11.9	72.7	4.2	11.8	40.0	4.2
	Unimicron	13,680	4.4	42.2	2.3	5.1	80.9	4.4	3.2	35.9	3.9
	이수페타시스	6,061	12.2	23.4	5.3	19.0	52.0	13.3	7.5	37.5	9.9
	Nan Ya PCB	5,928	(3.9)	407.8	1.9	4.7	115.6	4.1	(2.4)	38.9	3.8
	Zhen Ding	5,903	6.7	12.4	1.1	7.9	22.1	1.1	5.4	15.9	1.1
	LG이노텍	4,600	3.3	8.5	0.7	3.2	14.7	1.2	3.3	11.9	1.1
	Kinsus	2,787	3.6	918.2	1.5	7.0	54.3	2.6	2.3	32.0	2.4
	Shinko	2,095	9.8	12.2	1.2	12.9	28.4	3.8	12.8	N/A	3.9
	대덕전자	1,737	1.3	33.6	0.9	4.6	53.6	2.9	0.9	N/A	2.6
	심텍	1,325	(3.8)	N/A	0.8	1.4	N/A	4.1	(3.0)	12.8	3.3
	코리아써키트	997	(2.4)	N/A	0.6	3.2	42.5	4.1	(2.1)	42.5	3.4
	티엘비	389	1.9	35.2	1.1	10.0	29.9	4.4	1.0	N/A	3.6
	비에이치	375	5.0	8.1	0.8	2.7	24.2	0.7	4.7	6.8	0.7
	이녹스첨단소재	326	20.5	5.5	0.8	20.4	7.1	0.9	17.8	9.1	0.8
	인터플렉스	166	6.9	3.9	0.8	5.0	14.9	0.8	5.8	N/A	0.7

자료: Bloomberg, SK증권

글로벌 기판 소재 PEER Valuation

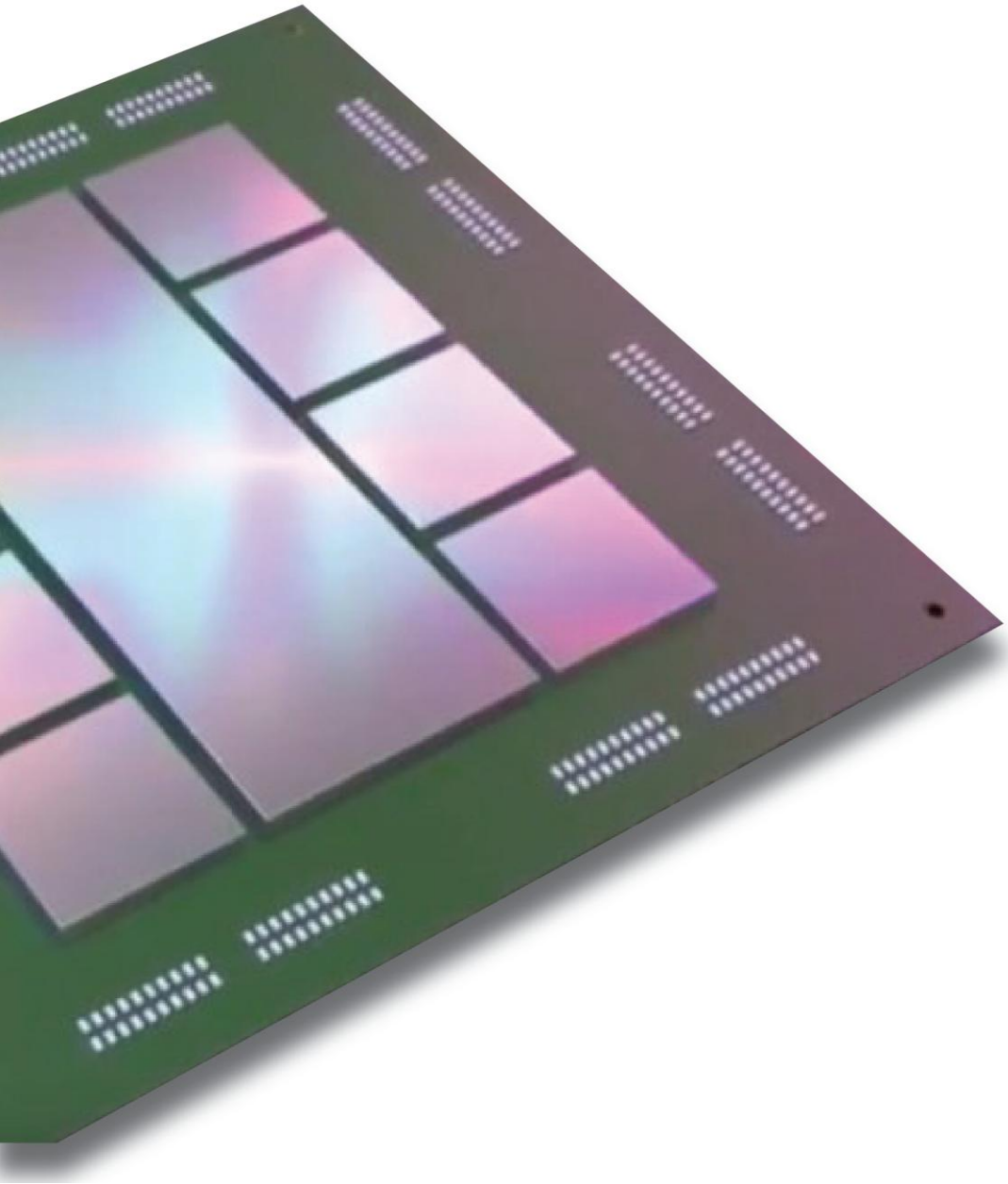
(백만USD, 배, %)			2024			2025F			2026F		
구분	기업명	시가총액	OPM(%)	PER	PBR	BSET OPM(%)	PER	PBR	BSET OPM(%)	PER	PBR
기판 소재	Ajinomoto	23,143	9.9	33.8	3.6	10.1	37.6	4.6	7.2	26.5	5.0
	Nanya Plastic	19,937	0.2	71.2	0.7	1.6	191.8	1.8	0.2	22.3	1.7
	EMC	17,970	18.9	22.2	6.1	20.4	37.5	12.3	9.6	28.8	9.9
	LG화학	15,884	1.9	N/A	0.5	3.5	N/A	0.8	2.0	29.7	0.8
	두산	9,097	5.5	N/A	2.4	6.3	61.2	10.2	5.1	N/A	8.8
	아사히글라스	7,665	6.0	N/A	0.7	6.1	19.8	0.8	6.1	N/A	0.8
	Nan Ya PCB	6,522	(3.9)	407.8	1.9	4.7	127.0	4.5	(2.4)	42.7	4.2
	TUC	4,343	14.4	17.8	3.3	15.1	38.4	7.9	7.8	23.7	6.7
	닛토보	3,768	9.0	29.8	1.8	14.7	49.6	4.5	14.1	N/A	3.7
	Denka	1,760	3.4	16.9	0.7	4.3	39.1	0.9	3.7	N/A	0.9
	Flexium	604	(6.9)	N/A	0.9	(11.5)	N/A	0.8	(6.1)	N/A	0.9
	이녹스첨단소재	332	20.5	5.5	0.8	20.4	7.3	0.9	17.8	9.2	0.8
	PI첨단소재	310	13.9	21.2	1.5	16.3	N/A	N/A	13.0	N/A	N/A
	와이엠티	133	2.6	N/A	0.9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	DAP	30	(6.2)	N/A	0.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, SK증권

글로벌 소부장 부품 PEER Valuation

(백만USD, 배, %)			2024			2025F			2026F		
구분	기업명	시가총액	OPM(%)	PER	PBR	BSET OPM(%)	PER	PBR	BSET OPM(%)	PER	PBR
소부장 부품	Technoprobe	11,779	12.4	57.5	3.0	21.8	108.0	7.7	8.4	N/A	6.9
	Formfactor	6,070	8.5	63.7	3.7	12.6	66.8	N/A	7.5	53.1	N/A
	WINWAY	3,909	23.6	33.4	7.4	27.6	75.3	20.5	12.6	53.3	17.0
	리노공업	3,366	44.6	25.7	4.7	46.7	34.0	N/A	31.0	N/A	N/A
	MJC	2,207	22.6	16.5	2.9	20.5	35.8	5.8	16.2	N/A	4.8
	ISC	1,522	25.7	27.0	2.8	26.0	42.8	4.0	17.3	N/A	3.7
	Yamaichi Elec	863	8.1	24.8	1.3	17.6	24.9	3.0	17.6	N/A	2.6
	티에스이	448	11.5	10.4	1.3	10.5	19.4	1.8	9.6	N/A	1.6
	티에프이	280	6.0	126.3	2.3	17.0	25.5	4.3	3.2	N/A	3.4

자료: Bloomberg, SK증권



Part 6.
개별기업

SK securities

이수페타시스 (매수/155,000원) | 박형우

2026-01-20

고다층화 기술변화로 본격적인 도약

- 적층 기술의 고도화로 캐파 축소 효과 및 ASP 상승세 주목
  - 하이브리드 기판 (MLB+MLB 또는 MLB+HDI) 도입으로 캐파 축소 효과 발생
  - 글로벌 주요 기판 업체들의 대규모 증설에도 타이트한 기판 수급 지속될 것

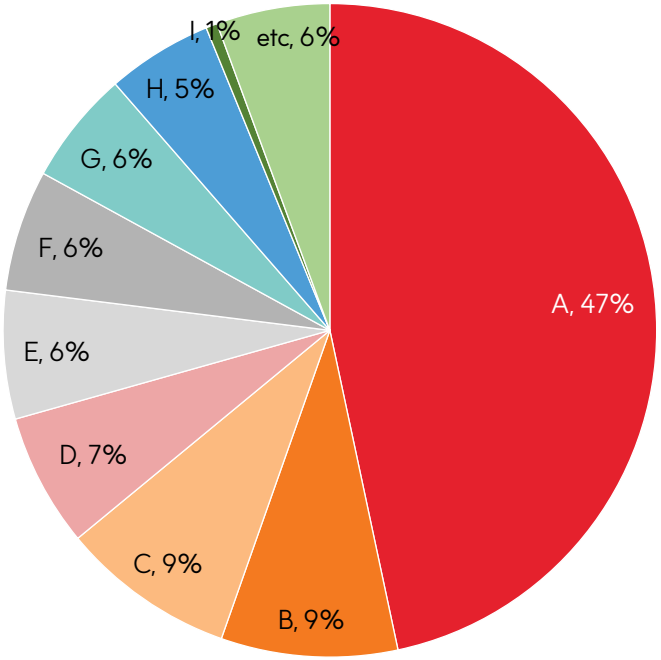
- 본격적인 실적 개선 모멘텀은 동일제품에서의 가격 인상 여부
  - 아직 시작되지 않은 동일제품의 공급단가 인상
  - 현실화 될 경우 실적 레벨, 추가 도약 가능

투자지표	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	643	675	837	1,096	1,339	1,442
영업이익	십억원	117	62	102	207	272	323
순이익(지배주주)	십억원	102	48	74	166	222	268
EPS	원	1,513	719	1,116	2,255	3,028	3,651
PER	배	3.6	39.8	23.8	52.9	39.9	33.1
PBR	배	1.6	7.1	5.4	11.5	9.1	7.2
EV/EBITDA	배	3.9	26.4	15.1	37.0	28.9	24.0
ROE	%	58.9	19.5	24.9	30.3	25.6	24.3

이수페타시스, Key Chart

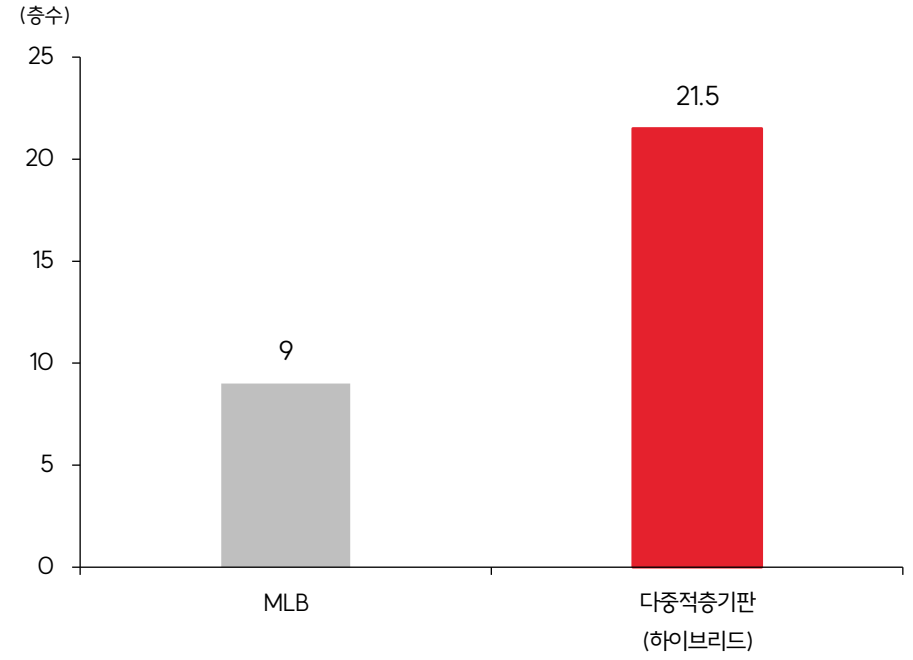
- 핵심 투자포인트는 고객사 포트폴리오 아닌 '쇼티지인 MLB 업황'
  - 북미 데이터센터 고객사 외에도 다수 고객사들로부터 보유 캐파 이상의 추가 수주 확보
  - 하이브리드 기판 쇼티지, 그리고 MLB 기판도 쇼티지
- 하이브리드 기판은 공정 스텝수와 ASP의 폭등을 의미 (+50~150%)

이수페타시스, 고객사별 매출 비중



자료 : SK증권

이수페타시스, 메인보드별 공정 수 비교



자료 : SK증권 / 주: 적층, 도금, 외층, VIA 공정 기준

이수페타시스, 사업부문별 실적

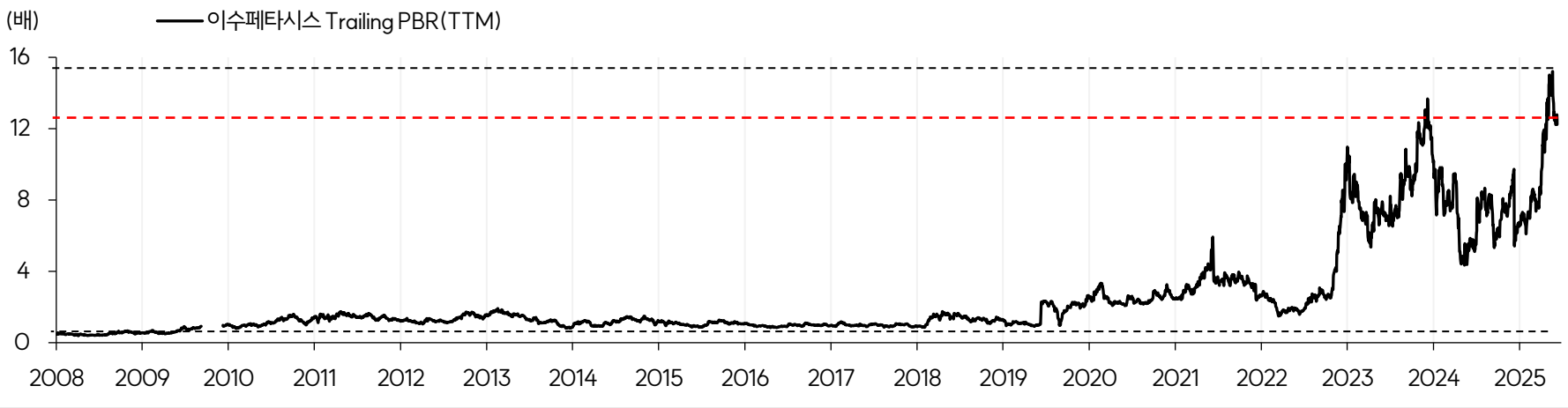
이수페타시스 제품별 실적구분

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**252.5**	**241.4**	**296.1**	**305.5**	**316.1**	**325.5**	**343.3**	**353.9**	**836.9**	**1095.6**	**1338.8**
YoY (%)	26.5	17.9	43.5	35.1	25.2	34.8	15.9	15.8	23.9	30.9	22.2
페타시스	209.6	209.7	258.3	260.8	271.4	281.0	299.3	310.1	718.7	938.4	1161.8
미주법인	5.4	5.3	5.9	5.2	5.2	5.1	5.1	4.9	28.3	21.8	20.3
후난	53.8	50.0	58.5	59.0	59.6	60.2	60.8	61.4	152.4	221.3	242.2
본사 내 제품별 매출	197.1	204.5	213.0	222.3	224.3	229.9	233.2	236.9	718.7	836.9	924.2
유선 통신장비	63.2	69.5	76.5	84.1	85.0	89.2	91.0	91.9	239.0	293.4	357.1
데이터센터	131.1	132.4	133.7	135.1	136.4	137.8	139.2	141.9	468.9	532.3	555.3
서버	32.8	33.1	33.4	33.8	34.1	34.4	34.8	35.5	142.6	133.1	138.8
AI	98.3	99.3	100.3	101.3	102.3	103.3	104.4	106.5	326.3	399.2	416.5
기타	2.8	2.6	2.8	3.1	2.9	2.9	3.0	3.0	10.8	11.3	11.8
Operating Income	**47.7**	**42.1**	**58.4**	**58.5**	**61.2**	**66.4**	**71.3**	**73.3**	**104.2**	**206.7**	**272.1**
페타시스	33.4	31.8	44.1	45.6	46.1	50.6	55.4	60.5	80.8	154.9	212.6
미주법인	2.9	3.2	3.8	2.5	3.1	3.2	3.1	3.0	4.5	12.4	12.4
후난	11.3	7.0	10.5	10.3	11.9	12.6	12.8	9.8	18.4	39.1	47.2
OPM, 전사	*19*	*17*	*20*	*19*	*19*	*20*	*21*	*21*	*12*	*19*	*20*
페타시스	*16*	*15*	*17*	*18*	*17*	*18*	*19*	*20*	*11*	*17*	*18*
미주법인	*54*	*60*	*64*	*48*	*60*	*61*	*62*	*61*	*16*	*57*	*61*
후난	*21*	*14*	*18*	*18*	*20*	*21*	*21*	*16*	*12*	*18*	*19*

자료: SK 증권 추정

이수페타시스, Valuation 매력도 진단

Trailing PBR 추이



12M Forward PER 추이

자료 : QuantiWise, SK증권

이수페타시스 (매수/155,000원)

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	384	523	859	1,045	1,278
현금및현금성자산	48	80	259	352	546
매출채권 및 기타채권	152	229	309	358	379
재고자산	176	187	253	293	309
비유동자산	243	267	394	408	418
장기금융자산	34	29	40	44	46
유형자산	192	202	282	292	300
무형자산	4	7	9	8	7
자산총계	626	790	1,254	1,454	1,696
유동부채	291	377	406	397	382
단기금융부채	165	180	140	92	60
매입채무 및 기타채무	98	157	231	267	283
단기충당부채	5	9	12	13	14
비유동부채	69	85	83	80	81
장기금융부채	64	77	73	69	69
장기매입채무 및 기타채무	3	4	4	4	4
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	360	463	489	478	463
지배주주지분	267	328	763	975	1,233
자본금	63	63	73	73	73
자본잉여금	81	81	352	352	352
기타자본구성요소	-5	-5	-5	-5	-5
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	114	172	329	541	799
비지배주주지분	0	0	1	1	1
자본총계	267	328	764	976	1,233
부채와자본총계	626	790	1,254	1,454	1,696

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	675	837	1,096	1,339	1,442
매출원가	559	680	817	977	1,038
매출총이익	116	157	278	362	404
매출총이익률(%)	17.2	18.7	25.4	27.0	28.0
판매비와 관리비	54	55	72	90	81
영업이익	62	102	207	272	323
영업이익률(%)	9.2	12.2	18.9	20.3	22.4
비영업손익	-8	-10	0	6	12
순금융손익	-9	-9	-2	4	10
외환관련손익	3	12	-5	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	-0	0	0
세전계속사업이익	55	92	207	278	335
세전계속사업이익률(%)	8.1	11.0	18.9	20.8	23.2
계속사업법인세	7	18	41	56	67
계속사업이익	48	74	166	222	268
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	48	74	166	222	268
순이익률(%)	7.1	8.8	15.1	16.6	18.6
지배주주	48	74	166	222	268
지배주주귀속 순이익률(%)	7.1	8.8	15.1	16.6	18.6
비지배주주	0	0	0	-0	-0
총포괄이익	51	67	165	222	268
지배주주	51	67	165	222	268
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	78	126	235	303	355

이수페타시스 (매수/155,000원)

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	52	85	113	204	280
당기순이익(손실)	48	74	166	222	268
비현금성항목등	39	75	87	82	89
유형자산감가상각비	15	24	28	30	32
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타	24	51	59	51	57
운전자본감소(증가)	-23	-48	-99	-49	-20
매출채권및기타채권의감소(증가)	-5	-68	-78	-49	-20
재고자산의감소(증가)	-9	-13	-70	-40	-17
매입채무및기타채무의증가(감소)	3	55	37	37	15
기타	-14	-25	-78	-107	-124
법인세납부	-3	-8	-37	-56	-67
투자활동현금흐름	-61	-63	-160	-45	-42
금융자산의감소(증가)	4	-0	10	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-63	-46	-107	-40	-40
무형자산의감소(증가)	-1	-2	-2	0	0
기타	-2	-14	-60	-5	-2
재무활동현금흐름	10	3	235	-62	-42
단기금융부채의증가(감소)	-23	-5	-40	-48	-32
장기금융부채의증가(감소)	41	14	3	-4	0
자본의증가(감소)	0	0	281	0	0
배당금지급	-6	-6	-9	-10	-10
기타	-2	0	1	-0	-0
현금의 증가(감소)	2	32	179	93	194
기초현금	46	48	80	259	352
기말현금	48	80	259	352	546
FCF	-10	39	6	164	240

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	5.0	23.9	30.9	22.2	7.7
영업이익	-46.7	63.9	102.9	31.7	18.7
세전계속사업이익	-49.3	68.0	125.1	34.5	20.5
EBITDA	-40.2	62.8	86.4	28.7	17.3
EPS	-52.4	55.1	102.0	34.3	20.6
수익성 (%)					
ROA	8.1	10.5	16.2	16.4	17.0
ROE	19.5	24.9	30.3	25.6	24.3
EBITDA마진	11.5	15.1	21.5	22.6	24.7
안정성 (%)					
유동비율	132.1	138.5	211.4	263.1	334.6
부채비율	134.8	141.2	64.1	48.9	37.5
순차입금/자기자본	67.5	53.7	-6.2	-19.7	-33.9
EBITDA/이자비용(배)	6.7	10.8	28.3	53.2	78.4
배당성향	13.3	12.8	6.3	4.7	3.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	719	1,116	2,255	3,028	3,651
BPS	4,022	4,938	10,400	13,285	16,793
CFPS	951	1,483	2,645	3,447	4,093
주당 현금배당금	95	143	143	143	143
Valuation지표 (배)					
PER	39.8	23.8	52.9	39.9	33.1
PBR	7.1	5.4	11.5	9.1	7.2
PCR	30.1	17.9	45.1	35.0	29.5
EV/EBITDA	26.4	15.1	37.0	28.9	24.0
배당수익률	0.3	0.5	0.1	0.1	0.1

자료 : 이수페타시스, SK증권 추정

삼성전기 (매수/400,000원) | 박형우

2026-01-20

국내 FCBGA 대장주 > 글로벌 Top 3 기판 업체로 도약

- MLCC가 끌고, 패키지 기판이 밀고
  - 국내 유일의 AI 반도체 패키지용 FCBGA 직수혜주
  - 일부 고객사 가공비 인상 용인. 향후 가격 상승 흐름 본격화 예상

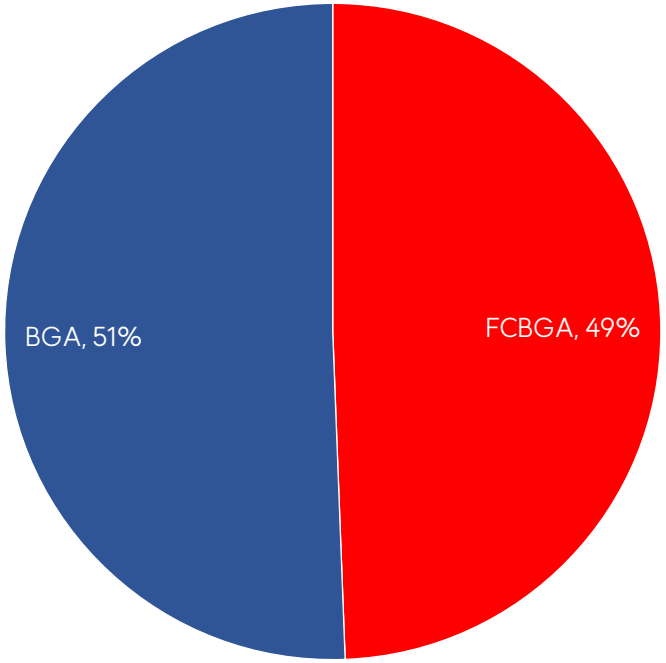
- 2027년, FCBGA 두 번째 빅싸이클 전망. 대면적화 트렌드 영향
  - 글로벌 경쟁사들은 5년 전 싸이클에 두 차례의 투자. 최근 3차 투자 언급, 동사는 한 차례에 불과했음
  - 일본, 오스트리아의 3, 4위 업체를 추월해 Top 3 기판 업체로 도약 가능

투자지표	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	9,425	8,892	10,294	11,283	12,597	13,679
영업이익	십억원	1,183	661	735	904	1,235	1,574
순이익(지배주주)	십억원	981	423	679	652	950	1,211
EPS	원	13,012	5,797	8,258	8,407	12,245	15,611
PER	배	10.0	26.4	15.0	30.3	23.6	18.5
PBR	배	1.3	1.5	1.1	2.1	2.2	2.0
EV/EBITDA	배	4.8	7.8	5.9	10.3	9.6	8.0
ROE	%	13.8	5.5	8.2	7.2	9.7	11.3

삼성전기, Key Chart

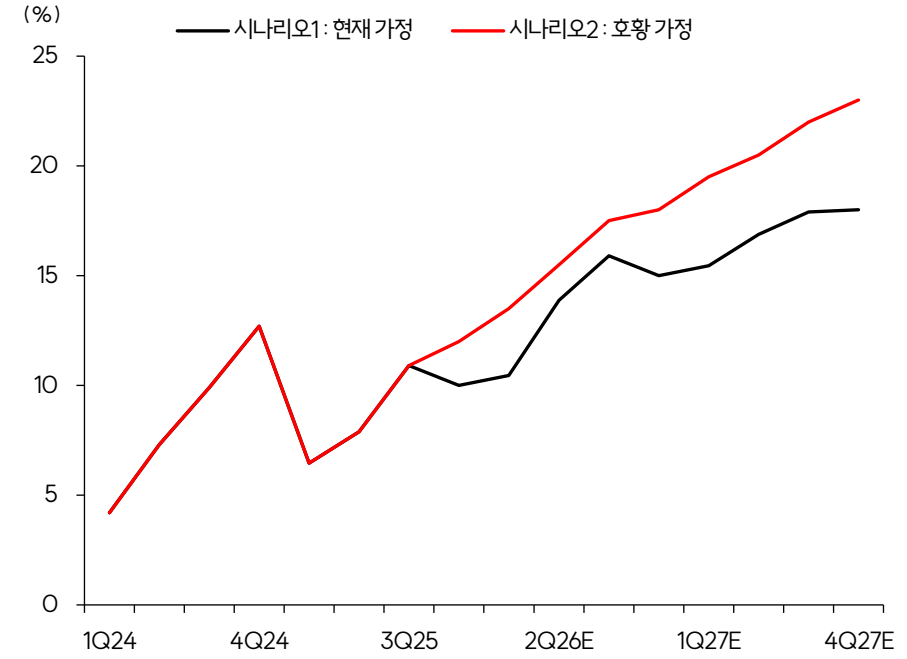
- 패키지 내 기판별 매출 비중 : 2025년 FCBGA, 약 50% > 2027년 70% 상회 예상
- FCBGA 수익성 개선 본격화 예상
  - 2025년 FCBGA 영업이익률, 완만한 반등
  - 2026~2028년, 패키지 대면적화 및 가격 인상 가능성 주목

삼성전기, 제품별 매출 비중 (2025년 기준, 패키지 사업 내)



자료 : SK증권

삼성전기, FCBGA 이익률 추이



자료 : SK증권

삼성전기, 사업부문별 실적

SK 증권

삼성전기 제품별 실적구분

(십억원,%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**2,738.6**	**2,784.6**	**2,889.0**	**2,870.3**	**3,074.6**	**3,104.3**	**3,152.4**	**3,265.9**	**10,294.1**	**11,282.5**	**12,597.1**
컴포넌트	**1,216.2**	**1,280.7**	**1,381.2**	**1,353.9**	**1,381.1**	**1,460.3**	**1,599.9**	**1,636.4**	**4,462.1**	**5,232.0**	**6,077.7**
MLCC	1,094.6	1,153.8	1,256.9	1,235.8	1,260.7	1,337.5	1,474.5	1,517.3	4,052.0	4,741.1	5,590.0
EMC	121.6	126.9	124.3	118.1	120.5	122.9	125.3	119.1	410.1	490.9	487.7
광학통신	**1,023.0**	**939.3**	**914.6**	**897.6**	**1,050.8**	**975.8**	**859.3**	**921.4**	**3,797.4**	**3,774.5**	**3,807.4**
카메라	1,023.0	939.3	914.6	897.6	1,050.8	975.8	859.3	921.4	3,797.4	3,774.5	3,807.4
패키지	**499.4**	**564.6**	**593.2**	**618.7**	**642.6**	**668.1**	**693.2**	**708.1**	**2,034.7**	**2,275.9**	**2,712.0**
FCBGA	224.7	276.7	296.6	326.3	342.6	359.7	377.7	396.6	899.1	1,124.2	1,476.5
BGA	274.7	287.9	296.6	292.5	300.1	308.4	315.5	311.5	1,135.5	1,151.7	1,235.5
매출 증감(YoY,%)											
컴포넌트(%)	*19*	*10*	*15*	*25*	*14*	*14*	*16*	*21*	*14*	*17*	*16*
광학통신(%)	*-12*	*3*	*6*	*4*	*3*	*4*	*-6*	*3*	*15*	*-1*	*1*
패키지(%)	*17*	*13*	*6*	*13*	*29*	*18*	*17*	*14*	*18*	*12*	*19*
매출비중	*44*	*46*	*48*	*47*	*45*	*47*	*51*	*50*	*43*	*46*	*48*
컴포넌트(%)	*37*	*34*	*32*	*31*	*34*	*31*	*27*	*28*	*37*	*33*	*30*
광학통신(%)	*18*	*20*	*21*	*22*	*21*	*22*	*22*	*22*	*20*	*20*	*22*
패키지(%)	*44*	*46*	*48*	*47*	*45*	*47*	*51*	*50*	*43*	*46*	*48*
영업이익	**200.6**	**213.0**	**260.3**	**229.8**	**269.2**	**287.9**	**335.1**	**342.5**	**735.0**	**903.7**	**1,234.7**
컴포넌트	133.5	156.7	180.7	174.9	184.7	202.5	237.9	252.2	439.7	645.7	877.3
광학통신	44.3	31.5	39.6	18.0	36.8	29.3	25.8	23.0	137.6	133.4	114.9
패키지	22.7	24.8	40.0	37.0	47.8	56.1	71.4	67.3	157.6	124.5	242.6
영업이익률(%)	*7*	*8*	*9*	*8*	*9*	*9*	*11*	*10*	*7*	*8*	*10*
컴포넌트(%)	*11*	*12*	*13*	*13*	*13*	*14*	*15*	*15*	*10*	*12*	*14*
광학통신(%)	*4*	*3*	*4*	*2*	*4*	*3*	*3*	*2*	*4*	*4*	*3*
패키지(%)	*5*	*4*	*7*	*6*	*7*	*8*	*10*	*10*	*8*	*5*	*9*

자료: SK 증권 추정

삼성전기, Valuation 매력도 진단

Trailing PBR 추이

12MF Forward PER 추이

자료 : QuantiWise, SK증권

삼성전기 (매수/400,000원)

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,208	5,892	6,598	8,030	9,456
현금및현금성자산	1,669	2,013	2,338	3,183	4,272
매출채권 및 기타채권	1,241	1,492	1,646	1,873	2,003
재고자산	2,120	2,251	2,476	2,817	3,013
비유동자산	6,449	6,901	7,071	7,003	6,984
장기금융자산	355	543	777	820	845
유형자산	5,603	5,933	5,763	5,674	5,648
무형자산	151	146	131	99	75
자산총계	11,658	12,792	13,670	15,034	16,440
유동부채	2,900	3,057	3,224	3,660	3,911
단기금융부채	1,330	1,580	1,501	1,708	1,827
매입채무 및 기타채무	984	750	1,396	1,589	1,699
단기충당부채	1	4	4	5	5
비유동부채	727	720	848	940	993
장기금융부채	267	56	53	53	53
장기매입채무 및 기타채무	80	84	127	127	127
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,628	3,777	4,072	4,600	4,903
지배주주지분	7,848	8,789	9,353	10,167	11,242
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054	1,054
기타자본구성요소	-147	-147	-147	-147	-147
자기주식	-147	-147	-147	-147	-147
이익잉여금	5,873	6,490	7,006	7,820	8,896
비지배주주지분	183	227	245	267	294
자본총계	8,030	9,016	9,598	10,434	11,537
부채와자본총계	11,658	12,792	13,670	15,034	16,440

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,892	10,294	11,283	12,597	13,679
매출원가	7,173	8,335	9,030	9,910	10,590
매출총이익	1,719	1,959	2,253	2,687	3,089
매출총이익률(%)	19.3	19.0	20.0	21.3	22.6
판매비와 관리비	1,059	1,224	1,349	1,452	1,515
영업이익	661	735	904	1,235	1,574
영업이익률(%)	7.4	7.1	8.0	9.8	11.5
비영업손익	-97	62	-47	6	11
순금융손익	-15	-1	-10	6	26
외환관련손익	-18	115	0	0	0
관계기업등 투자손익	-5	-1	-9	0	0
세전계속사업이익	563	797	857	1,241	1,585
세전계속사업이익률(%)	6.3	7.7	7.6	9.9	11.6
계속사업법인세	86	132	180	269	346
계속사업이익	477	665	677	972	1,239
중단사업이익	-27	38	-1	0	0
***법인세효과**	6	3	-0	0	0
당기순이익	450	703	676	972	1,239
순이익률(%)	5.1	6.8	6.0	7.7	9.1
지배주주	423	679	652	950	1,211
지배주주귀속 순이익률(%)	4.8	6.6	5.8	7.5	8.9
비지배주주	28	24	24	22	28
총포괄이익	497	1,074	720	972	1,239
지배주주	468	1,028	698	938	1,195
비지배주주	29	46	22	34	44
EBITDA	1,497	1,575	1,825	2,156	2,474

삼성전기 (매수/400,000원)

SK증권

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	1,180	1,430	1,748	1,724	2,082
당기순이익(손실)	450	703	676	972	1,239
비현금성항목등	1,165	1,057	1,414	1,188	1,224
유형자산감가상각비	789	790	880	889	876
무형자산상각비	48	50	41	32	24
기타	328	217	493	267	324
운전자본감소(증가)	-301	-319	-262	-247	-142
매출채권및기타채권의감소(증가)	-229	-38	-180	-227	-130
재고자산의감소(증가)	-283	-130	-408	-341	-196
매입채무및기타채무의증가(감소)	111	-260	230	192	111
기타	-321	-93	-226	-458	-585
법인세납부	-186	-82	-146	-269	-346
투자활동현금흐름	-1,023	-806	-1,113	-860	-886
금융자산의감소(증가)	0	0	0	-2	-1
유형자산의감소(증가)	-1,204	-772	-845	-800	-850
무형자산의감소(증가)	-47	-51	-26	0	0
기타	229	17	-242	-57	-35
재무활동현금흐름	-173	-309	-306	-4	-98
단기금융부채의증가(감소)	-15	-105	-2	207	119
장기금융부채의증가(감소)	92	-18	-81	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-160	-89	-138	-136	-136
기타	-89	-97	-86	-74	-81
현금의 증가(감소)	-8	344	324	845	1,089
기초현금	1,677	1,669	2,013	2,338	3,183
기말현금	1,669	2,013	2,338	3,183	4,272
FCF	-24	658	903	924	1,232

자료 : 삼성전기, SK증권 추정

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-5.6	15.8	9.6	11.7	8.6
영업이익	-44.2	11.3	22.9	36.6	27.5
세전계속사업이익	-52.5	41.6	7.5	44.8	27.7
EBITDA	-27.4	5.2	15.8	18.2	14.8
EPS	-55.4	42.5	1.8	45.6	27.5
수익성 (%)					
ROA	4.0	5.8	5.1	6.8	7.9
ROE	5.5	8.2	7.2	9.7	11.3
EBITDA마진	16.8	15.3	16.2	17.1	18.1
안정성 (%)					
유동비율	179.6	192.7	204.7	219.4	241.8
부채비율	45.2	41.9	42.4	44.1	42.5
순차입금/자기자본	-1.6	-4.3	-8.3	-13.8	-20.9
EBITDA/이자비용(배)	22.1	21.7	22.9	29.0	30.5
배당성향	20.6	20.0	20.9	14.3	11.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,797	8,258	8,407	12,245	15,611
BPS	103,020	115,152	122,418	132,908	146,765
CFPS	16,232	19,579	20,268	24,116	27,207
주당 현금배당금	1,150	1,800	1,800	1,800	1,800
Valuation지표 (배)					
PER	26.4	15.0	30.3	23.6	18.5
PBR	1.5	1.1	2.1	2.2	2.0
PCR	9.4	6.3	12.6	12.0	10.6
EV/EBITDA	7.8	5.9	10.3	9.6	8.0
배당수익률	0.8	1.5	0.7	0.6	0.6

코리아써키트 (매수/92,000원) I 권민규

2026-01-20

아직도 싸다, 눈높이를 맞추지 않을 이유가 없다

- 메모리 호황, FC-BGA가 만드는 새로운 실적 사이클 돌입
  - HDI: 메모리 모듈 가동률 100%, 고다층 서버향 중심 믹스 개선 중. 모듈 매출 내 서버향 40%로 믹스 조정에 따른 개선 여지 多
  - 패키징: FC-BGA 가동률 상승(1H25 30~40% -> 12월 63% 추정), 달러 노출도 90% 이상으로 고환율 효과

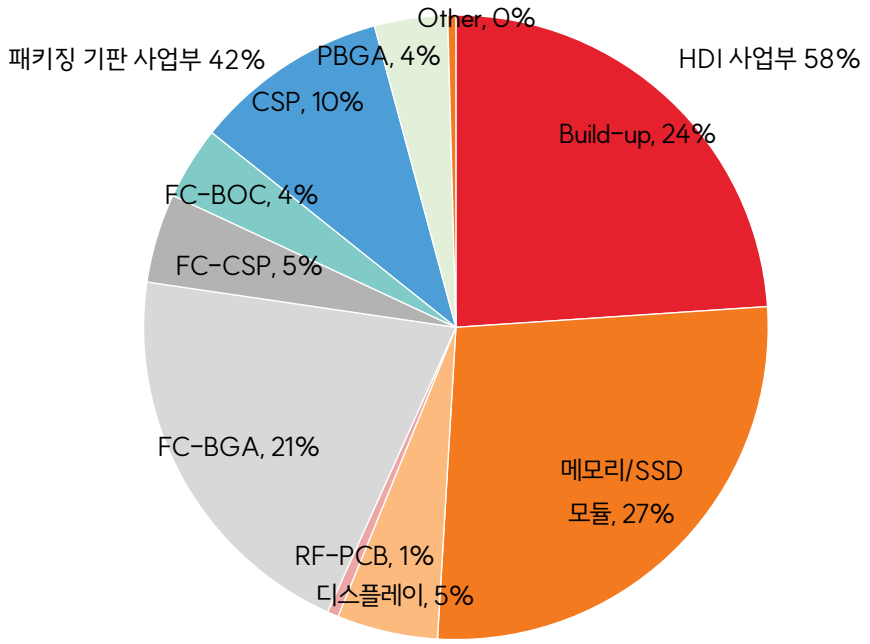
- 4Q25 컨센서스 상회, '26년 컨센서스 상회 예상, 중장기 그림도 준비 중
  - 4Q25 컨센서스 OP (연결기준, 332억원) 상회한 393억원 달성 예상
  - 1) 증설: 고객사 요구로 메모리 모듈 Capa '26년 50% 증가 예상, 상반기 발주, 하반기부터 확장 매출 반영
  - 2) 중장기 아이템: 브로드컴향 네트워크용 FC-BGA 상반기 퀄테스트, 하반기 매출 목표. SOCAMM2 2Q매출 발생 시작 예상

투자지표	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,597	1,332	1,407	1,483	1,773	2,042
영업이익	십억원	99	-32	-33	57	145	181
순이익(지배주주)	십억원	69	-37	-126	68	142	174
EPS	원	2,508	-1,338	-4,601	2,492	5,104	6,262
PER	배	4.8	-	-	19.4	12.2	10.0
PBR	배	0.7	1.3	0.7	3.0	2.9	2.3
EV/EBITDA	배	4.2	14.0	8.0	11.8	7.4	5.5
ROE	%	15.5	-8.1	-31.1	16.5	27.3	25.7

코리아써키트, Key Chart

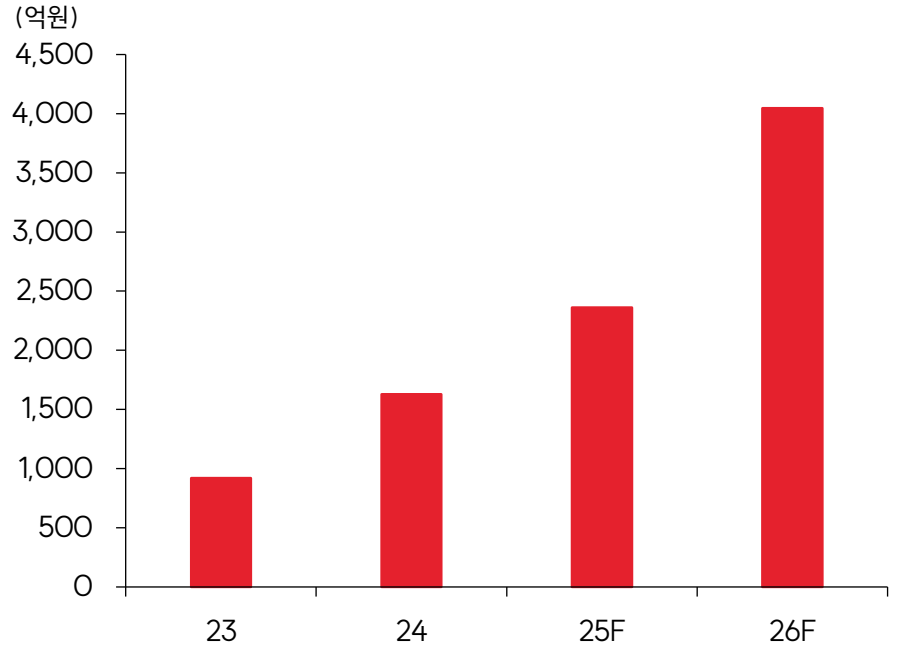
- 메모리 / FC-BGA 수혜 동시 반영
  - 믹스 개선, 증설 감안 시 '26년도 메모리/SSD 모듈 매출액 4,045억원(YoY +71%) 전망
  - FC-BGA 가동률 약 60%, 브로드컴 AI DC향 신규 제품 진입 시 가동률 추가 상승에 따른 이익률 증가 전망

코리아써키트 매출구성 (25F)



자료 : SK증권

메모리/SSD 모듈 사업 매출액 전망



자료 : SK증권

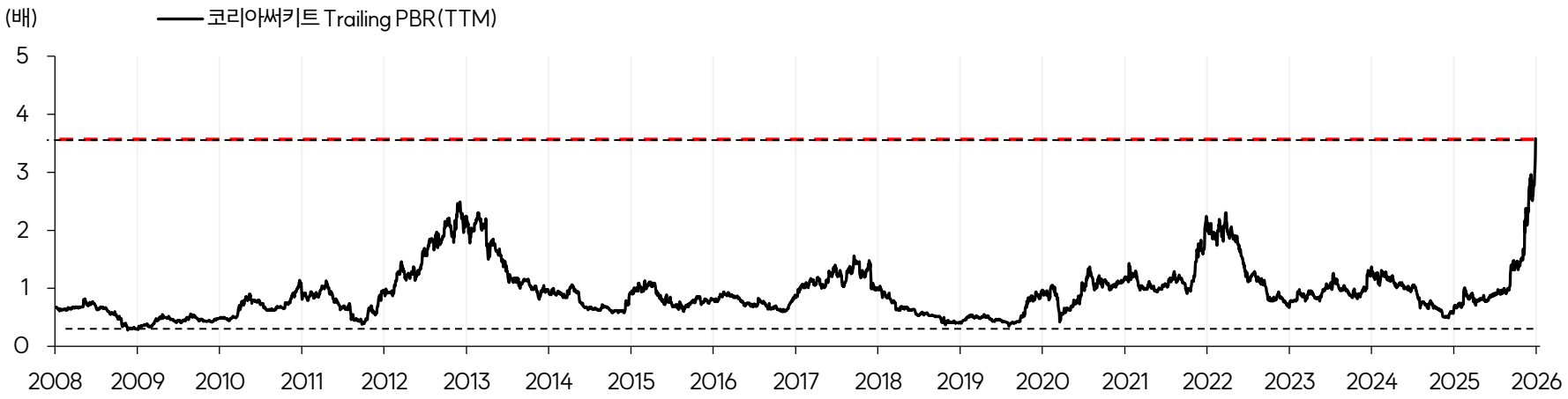
코리아써키트, 사업부문별 실적

코리아써키트 제품별 실적구분											
(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액 (연결)	**3,546**	**3,313**	**3,757**	**4,217**	**4,151**	**4,086**	**4,498**	**4,991**	**14,070**	**14,833**	**17,726**
매출액 (별도)	**1,800**	**2,005**	**2,276**	**2,521**	**2,419**	**2,644**	**2,935**	**3,220**	**7,207**	**8,602**	**11,217**
HDI(별도)	1,044	1,103	1,320	1,526	1,462	1,600	1,813	2,028	4,354	4,993	6,904
PKG Substrate(별도)	756	902	956	995	957	1,043	1,122	1,191	2,853	3,609	4,313
별도 외 연결 업체 합산 *	1,746	1,309	1,481	1,696	1,732	1,443	1,563	1,771	6,863	6,231	6,509
매출 비중 (별도 기준)											
HDI(별도)	58%	55%	58%	61%	60%	61%	62%	63%	60%	58%	62%
PKG Substrate(별도)	42%	45%	42%	39%	40%	39%	38%	37%	40%	42%	38%
- FC-BGA 비중(별도 내)	22%	21%	20%	21%	21%	21%	21%	21%	19%	21%	22%
- FC-BGA 비중(패키징 내)	52%	47%	48%	49%	49%	49%	49%	49%	48%	49%	51%
영업이익 (연결)	**-17**	**62**	**133**	**392**	**340**	**307**	**361**	**442**	**-328**	**570**	**1,451**
영업이익 (별도)	**36**	**85**	**123**	**320**	**275**	**286**	**322**	**371**	**-419**	**564**	**1,253**
영업이익률 (연결)	-0.5%	1.9%	3.5%	9.3%	8.2%	7.5%	8.0%	8.9%	-2.3%	3.8%	8.2%
영업이익률 (별도)	2.0%	4.2%	5.4%	12.7%	11.4%	10.8%	11.0%	11.5%	-5.8%	6.6%	11.2%

자료: SK 증권 추정

코리아써키트, Valuation 매력도 진단

Trailing PBR 추이



12MF Forward PER 추이

자료 : QuantiWise, SK증권

코리아써키트 (매수/92,000원)

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	522	577	636	721	851
현금및현금성자산	90	137	155	146	156
매출채권 및 기타채권	220	238	251	300	356
재고자산	131	121	127	152	198
비유동자산	714	679	686	713	722
장기금융자산	100	245	255	256	256
유형자산	582	397	395	420	427
무형자산	3	3	3	3	3
자산총계	1,236	1,255	1,322	1,434	1,573
유동부채	243	291	307	332	350
단기금융부채	54	83	87	70	49
매입채무 및 기타채무	151	172	182	217	250
단기충당부채	2	2	2	3	3
비유동부채	284	283	264	206	149
장기금융부채	207	215	193	121	51
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	527	574	571	538	499
지배주주지분	432	379	447	589	762
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	94	94	94	94	94
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	331	204	272	414	587
비지배주주지분	278	302	304	307	312
자본총계	710	681	751	896	1,074
부채와자본총계	1,236	1,255	1,322	1,434	1,573

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,332	1,407	1,483	1,773	2,042
매출원가	1,306	1,389	1,366	1,541	1,776
매출총이익	26	18	118	231	266
매출총이익률(%)	1.9	1.3	7.9	13.0	13.0
판매비와 관리비	58	51	61	86	85
영업이익	-32	-33	57	145	181
영업이익률(%)	-2.4	-2.4	3.8	8.2	8.9
비영업손익	6	-125	19	26	29
순금융손익	-3	-6	-3	-2	-0
외환관련손익	6	12	13	18	19
관계기업등 투자손익	1	-3	0	0	0
세전계속사업이익	-26	-158	76	171	209
세전계속사업이익률(%)	-2.0	-11.3	5.1	9.6	10.3
계속사업법인세	2	-29	6	26	31
계속사업이익	-28	-129	70	145	178
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	-28	-129	70	145	178
순이익률(%)	-2.1	-9.2	4.7	8.2	8.7
지배주주	-37	-126	68	142	174
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.7	-8.9	4.6	8.0	8.5
비지배주주	8	-3	2	3	4
총포괄이익	-42	-28	70	145	178
지배주주	-45	-53	133	277	339
비지배주주	4	25	-63	-132	-162
EBITDA	62	79	132	245	309

코리아써키트 (매수/92,000원)

SK증권

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	53	100	126	206	235
당기순이익(손실)	-28	-129	70	145	178
비현금성항목등	117	255	68	106	138
유형자산감가상각비	95	112	75	100	128
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	23	143	-7	6	10
운전자본감소(증가)	-25	-28	-5	-21	-52
매출채권및기타채권의감소(증가)	-12	-16	-13	-49	-56
재고자산의감소(증가)	36	3	-7	-25	-46
매입채무및기타채무의증가(감소)	-46	15	9	35	33
기타	-29	-3	-13	-50	-60
법인세납부	-18	-4	-6	-26	-31
투자활동현금흐름	-65	-65	-83	-123	-131
금융자산의감소(증가)	2	-9	-14	-14	-13
유형자산의감소(증가)	-77	-49	-72	-125	-135
무형자산의감소(증가)	-0	0	0	0	0
기타	10	-6	2	16	17
재무활동현금흐름	32	8	-18	-89	-91
단기금융부채의증가(감소)	-7	-11	4	-17	-21
장기금융부채의증가(감소)	38	19	-22	-72	-70
자본의증가(감소)	0	-0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	19	47	18	-9	10
기초현금	71	90	137	155	146
기말현금	90	137	155	146	156
FCF	-24	50	54	81	100

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-16.6	5.6	5.4	19.5	15.2
영업이익	적전	적지	흑전	154.6	24.6
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	123.4	22.7
EBITDA	-59.2	26.2	66.9	86.0	26.2
EPS	적전	적지	흑전	104.9	22.7
수익성 (%)					
ROA	-2.2	-10.4	5.4	10.5	11.8
ROE	-8.1	-31.1	16.5	27.3	25.7
EBITDA마진	4.7	5.6	8.9	13.8	15.1
안정성 (%)					
유동비율	215.2	198.0	207.2	217.3	243.3
부채비율	74.2	84.3	76.1	60.0	46.5
순차입금/자기자본	13.5	13.8	7.3	-4.3	-14.2
EBITDA/이자비용(배)	7.6	6.1	28.0	63.8	130.4
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,338	-4,601	2,492	5,104	6,262
BPS	15,784	13,848	16,340	21,231	27,493
CFPS	2,118	-508	5,218	8,699	10,880
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-14.9	-2.0	19.4	12.2	10.0
PBR	1.3	0.7	3.0	2.9	2.3
PCR	9.4	-17.9	9.3	7.2	5.7
EV/EBITDA	14.0	8.0	11.8	7.4	5.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 코리아써키트, SK증권 추정

티엘비 (Not Rated) | 박형우

2026-01-20

메모리용 모듈PCB 노출도 99%

- 메모리기판 중 가장 높은 가동률
  - BVH (Blind Via Hole) 공정 기준 풀캐파
  - 기판의 고다층화에 따른 신규 공정 도입으로 BVH 수요 폭증
  - 현재의 높은 가동률은 협상력 우위와 우호적인 가격/수익성 전망을 의미

- SOCAMM, CXL 등 차세대 메모리 패키지에서도 BVH 필요성 확대
  - 경쟁사들 다수가 중국 내 공장 보유한 점도 향후 유리하게 작용 가능 (미중분쟁 반사수혜)

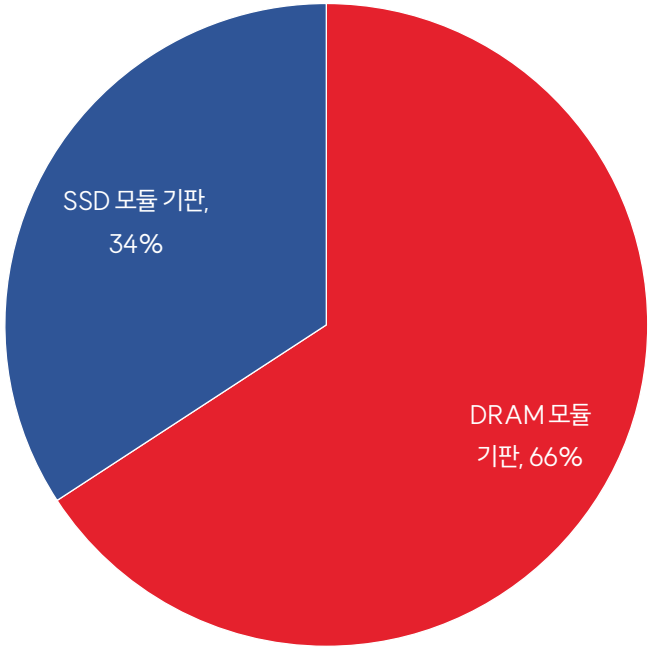
투자지표	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	178	222	171	180	258	344
영업이익	십억원	13	38	3	3	26	46
순이익(지배주주)	십억원	12	31	3	4	19	36
EPS	원	1,262	3,108	256	366	1,889	3,693
PER	배	16.1	6.0	119.5	35.5	29.8	15.8
PBR	배	2.4	1.6	2.7	1.1	4.4	3.5
EV/EBITDA	배	11.8	4.0	34.6	12.6	17.7	10.9
ROE	%	16.1	31.3	2.3	3.2	15.5	25.1

주) 미래 수치는 컨센서스 입니다

티엘비, Key Chart

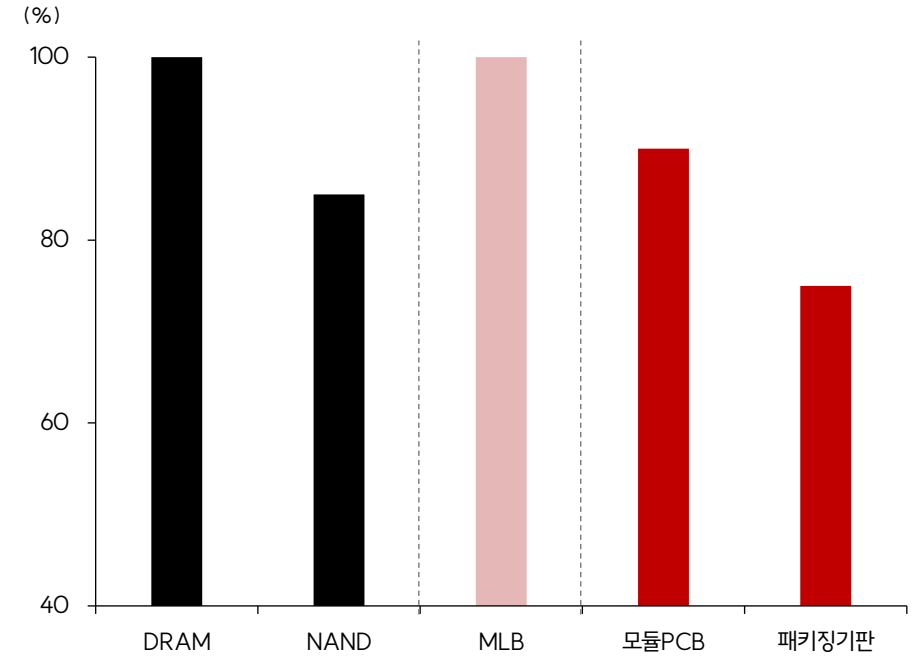
- 2025년부터 시작된 BVH 공정 쇼티지
  - 기존 하이엔드 SSD 제품군에 이어 서버용 DDR5에도 적용 확대되며 공급 부족
  - 현재 차세대 패키지에서도 활용되며 쇼티지 심화 우려
  - 과거 수년간 미미했던 대형 경쟁사들의 투자. 경쟁사들은 모듈PCB 아닌 FCBGA와 MSAP 기판 등 하이엔드 기판 투자에 집중

티엘비, 제품별 매출 비중



자료 : SK증권

메모리와 주요 기판 가동률



자료 : SK증권 / 주: 적층, 도금, 외층, VIA 공정 기준

티엘비, 사업부문별 실적

티엘비 제품별 실적구분

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
제품별 매출액	53.0	64.1	68.9	72.5	75.2	78.0	80.9	84.0	180.0	258.4	318.1
DRAM모듈 기판	32.1	40.6	47.2	49.3	51.6	53.9	56.4	59.0	91.0	169.3	220.8
DDR4	4.6	2.8	3.1	3.0	2.9	2.9	2.8	2.7	23.2	13.5	11.3
DDR5	27.6	37.8	44.1	46.3	48.6	51.0	53.6	56.3	67.8	155.8	209.5
SSD모듈 기판	20.7	23.1	21.4	22.9	23.3	23.8	24.3	24.7	88.0	88.0	96.1
기타	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.0	1.2	1.2
매출 비중 (%)											
DRAM모듈 기판 (%)	*61*	*63*	*69*	*68*	*69*	*69*	*70*	*70*	*51*	*65*	*69*
SSD모듈 기판 (%)	*39*	*36*	*31*	*32*	*31*	*30*	*30*	*29*	*49*	*34*	*30*
기타 (%)	*0*	*1*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*1*	*0*	*0*
YoY (매출액) (%)	*20*	*62*	*48*	*46*	*42*	*22*	*17*	*16*	*5*	*44*	*23*
DRAM모듈 기판 (%)	*38*	*83*	*94*	*133*	*61*	*33*	*19*	*20*	*-1*	*86*	*30*
SSD모듈 기판 (%)	*-1*	*36*	*-2*	*-19*	*13*	*3*	*14*	*8*	*13*	*0*	*9*
기타 (%)	*89*	*33*	*0*	*0*	*50*	*-19*	*2*	*3*	*10*	*19*	*3*
영업이익	1.9	6.9	8.7	8.9	10.4	11.8	12.5	12.6	3.4	26.3	47.3
OPM (%)	*4*	*11*	*13*	*12*	*14*	*15*	*15*	*15*	*2*	*10*	*15*
YoY (%)	*흑자전환*	*흑자전환*	*212*	*878*	*454*	*72*	*45*	*42*	*10*	*682*	*80*

자료: SK 증권 추정

티엘비, Valuation 매력도 진단

Trailing PBR 추이

12MF Forward PER 추이

자료 : QuantiWise, SK증권

대덕전자 (Not Rated) | 권민규

2026-01-20

기판 삼신기(메모리/FC-BGA/MLB), 모두가 호황

- FC-BGA의 조기 BEP 도달, 4Q25 OP 컨센서스 부합, '26년 컨센서스 상회 전망
  - 4분기는 통상적으로 비수기이나(재고조정), 데이터향 메모리 제품군 중심(DDR, GDDR7, eSSD) 수요 지속 강세 확인
  - FC-BGA의 가동률 상승(Auto, 네트워크향 수요 증가)으로 BEP 조기달성(기존에는 2Q26에 BEP 수준 도달 예상). FC-BGA가 기존 연간 500~600억 적자였음을 감안하면, BEP이상의 수익률이 온기로 반영되는 '26년의 수익성 대폭 상향

- 수요 강세에 따른 증설: 현재 수요 강세가 지속과 중장기적 성장성을 의미
  - MLB 기판은 상반기 증설 완료 이후 AI DC향 제품 공급 본격화 예상. 하반기부터 매출 본격 발생에 따른 매출 증가 기대
  - 수요 강세에 따라 메모리, FC-BGA 증설 예상. 메모리 수요 강세 및 FC-BGA 대면적, 고다층화 추세 지속 대응 가능

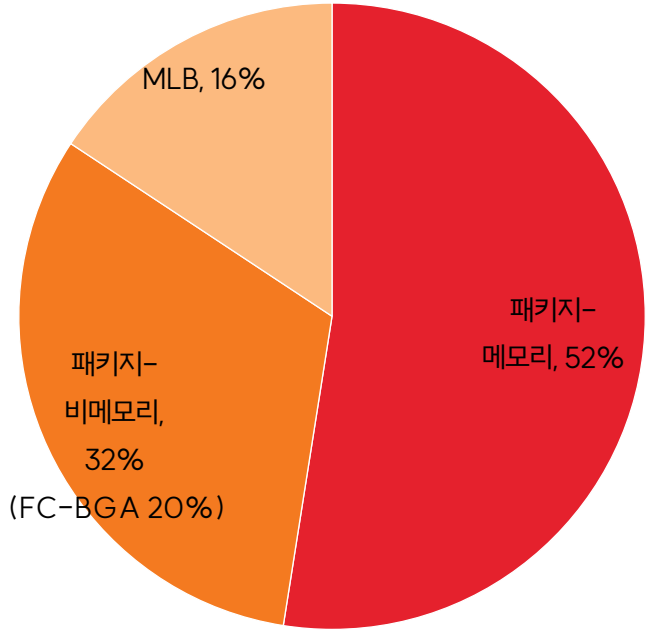
투자지표	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,001	1,316	910	892	1,047	1,314
영업이익	십억원	72	233	24	11	48	150
순이익(지배주주)	십억원	63	184	25	24	47	129
EPS	원	1,309	3,570	493	461	906	2,489
PER	배	19.0	5.3	54.9	33.6	57.2	20.7
PBR	배	1.9	1.1	1.6	0.9	3.0	2.6
EV/EBITDA	배	6.8	2.4	8.5	4.5	15.9	9.1
ROE	%	9.6	23.9	2.9	2.7	5.3	13.4

주) 미래 수치는 컨센서스 입니다

대덕전자, Key Chart

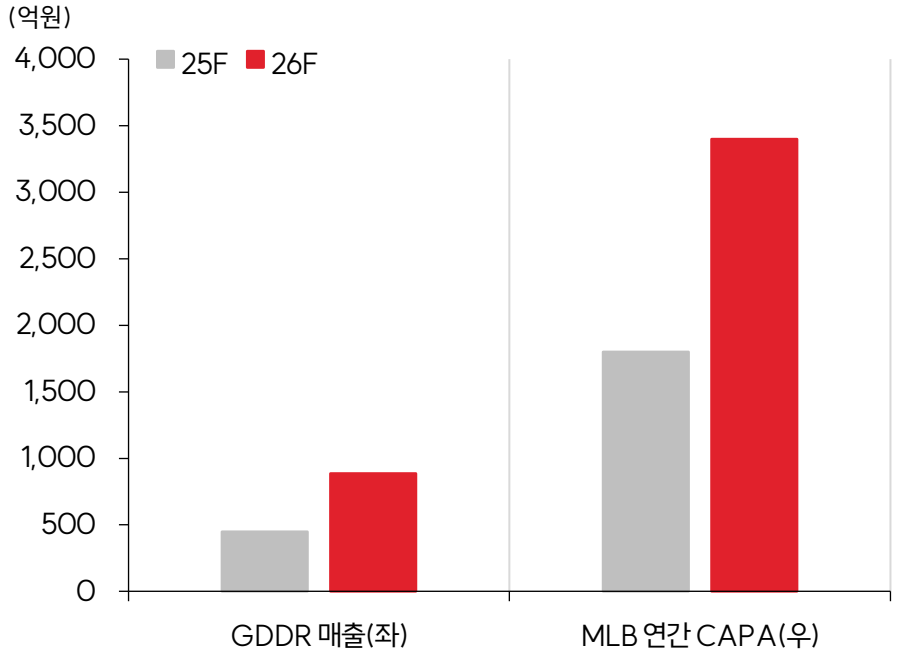
- 메모리, 극단적 호황 지속
  - GDDR7 신규 고객사 진입 및 기존 고객사 내 점유율 확대, SOCAMM 매출 발생 시작 예상. eSSD도 니즈 확대
- 기판 업체 중 판가 우려 가장 낮음: 일회성 비용에도 4Q실적 양호, 신규 모델 중심 수주 지속이 유효
  - 메모리 업체 공정 전환에 따라 DDR5 스펙 상향, 신규 모델 납품 확대에 따라 원자재 가격 상승분 판가 전가 여력 확대

대덕전자 매출비중 (2025F)



자료 : SK증권

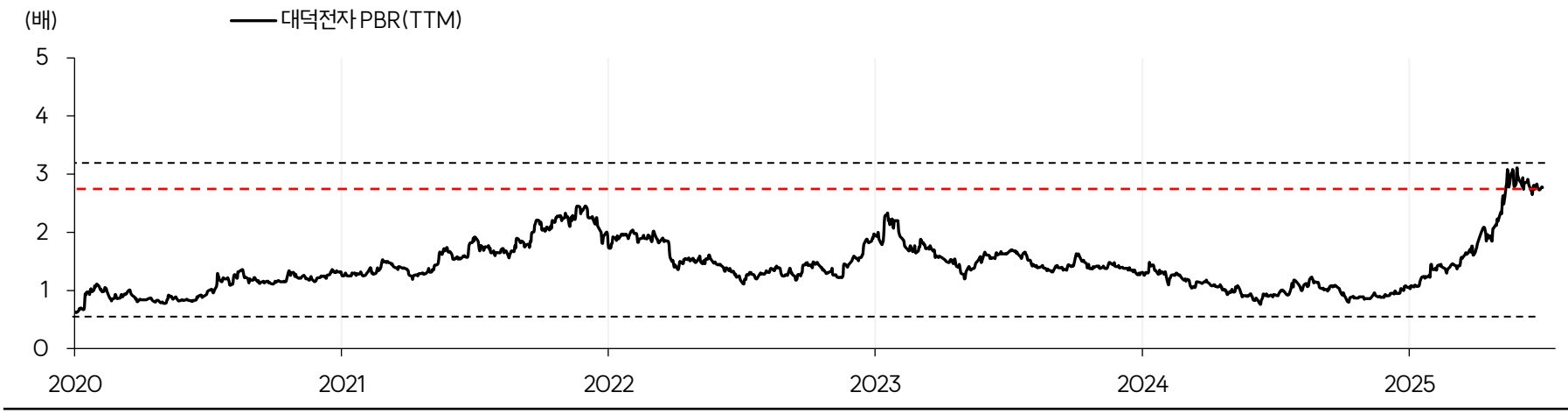
성장동력: 1) GDDR 매출, 2) MLB Capa 전망



자료 : SK증권

대덕전자, Valuation 매력도 진단

Trailing PBR 추이



12MF Forward PER 추이

자료 : QuantiWise, SK증권

대덕전자 (Not Rated)

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	264	373	498	433	466
현금및현금성자산	23	77	122	77	38
매출채권 및 기타채권	147	183	194	129	135
재고자산	93	111	120	91	101
비유동자산	545	568	694	694	623
장기금융자산	0	0	26	36	27
유형자산	522	539	641	629	568
무형자산	14	13	12	13	11
자산총계	809	941	1,192	1,128	1,089
유동부채	158	182	265	177	160
단기금융부채	10	1	8	7	9
매입채무 및 기타채무	107	90	68	64	54
단기충당부채	3	4	7	14	6
비유동부채	14	77	72	82	54
장기금융부채	4	0	19	13	7
장기매입채무 및 기타채무	0	0	8	12	17
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	171	259	337	259	213
지배주주지분	568	571	572	572	574
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	545	545	545	545	545
기타자본구성요소	-0	-0	-0	-0	-0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	70	111	283	297	302
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	638	682	855	868	876
부채와자본총계	809	941	1,192	1,128	1,089

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	611	1,001	1,316	910	892
매출원가	574	883	1,019	835	831
매출총이익	37	118	297	75	62
매출총이익률(%)	6.1	11.8	22.6	8.3	6.9
판매비와 관리비	29	45	64	51	50
영업이익	9	72	233	24	11
영업이익률(%)	1.4	7.2	17.7	2.6	1.3
비영업손익	-11	7	12	5	19
순금융손익	0	-0	2	5	7
외환관련손익	-10	8	8	4	10
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-3	80	245	28	30
세전계속사업이익률(%)	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업법인세	-1	12	61	3	6
계속사업이익	-2	67	184	25	24
중단사업이익	-7	-4	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	63	184	25	24
순이익률(%)	-1.4	6.3	14.0	2.8	2.7
지배주주	-9	63	184	25	24
지배주주귀속 순이익률(%)	-1.4	6.3	14.0	2.8	2.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-13	59	189	34	23
지배주주	-13	59	189	34	23
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	66	174	337	139	129

대덕전자 (Not Rated)

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동현금흐름	83	204	294	181	98
당기순이익(손실)	-9	63	184	25	24
비현금성항목등	81	149	201	162	139
유형자산감가상각비	55	97	100	110	113
무형자산상각비	2	4	4	5	4
기타	24	47	96	47	21
운전자본감소(증가)	11	-6	-62	40	-64
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	-31	-31	64	-1
재고자산의감소(증가)	0	-30	-21	13	-16
매입채무및기타채무의증가(감소)	-2	9	-29	9	-4
기타	-2	-3	-60	-101	-8
법인세납부	-1	-1	-31	-53	-7
투자활동현금흐름	-84	-134	-259	-197	-116
금융자산의감소(증가)	0	0	-6	-1	-0
유형자산의감소(증가)	-94	-129	-201	-116	-58
무형자산의감소(증가)	-3	-2	-3	-4	-3
기타	13	-2	-49	-76	-56
재무활동현금흐름	-6	-16	12	-29	-21
단기금융부채의증가(감소)	-5	-0	0	-8	-5
장기금융부채의증가(감소)	-1	-1	28	-0	-0
자본의증가(감소)	571	-0	0	0	0
배당금지급	0	-15	-15	-21	-15
기타	-571	0	-0	0	0
현금의 증가(감소)	-8	54	46	-46	-38
기초현금	30	23	77	122	77
기말현금	23	77	122	77	38
FCF	-11	75	93	65	40

자료: 대덕전자

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
성장성 (%)					
매출액	N/A	63.8	31.5	-30.9	-1.9
영업이익	N/A	721.5	220.9	-89.8	-52.6
세전계속사업이익	N/A	흑전	388.6	-95.1	113.6
EBITDA	N/A	164.4	94.4	-58.9	-7.3
EPS	N/A	흑전	172.7	-86.2	-6.4
수익성 (%)					
ROA	-2.2	7.2	17.2	2.2	2.1
ROE	-2.7	9.6	23.9	2.9	2.7
EBITDA마진	10.7	17.3	25.6	15.3	14.4
안정성 (%)					
유동비율	167.4	204.4	187.9	245.0	291.7
부채비율	26.9	38.0	39.4	29.9	24.4
순차입금/자기자본	-1.4	-11.3	-17.0	-21.1	-23.4
EBITDA/이자비용(배)	1,622.8	303.6	526.3	150.6	188.5
배당성향	-176.9	24.5	11.2	60.9	86.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-62	1,309	3,570	493	461
BPS	11,021	11,086	11,102	11,097	11,142
CFPS	1,394	3,185	5,605	2,726	2,741
주당 현금배당금	300	300	400	300	400
Valuation지표 (배)					
PER	N/A	19.0	5.3	54.9	33.6
PBR	1.1	2.2	1.7	2.4	1.4
PCR	9.0	7.8	3.4	9.9	5.7
EV/EBITDA	1.1	0.3	0.4	0.9	0.9
배당수익률	2.4	1.2	2.1	1.1	2.6

롯데에너지머티 (매수/56,000원) | 박형우

2026-01-20

동박 국산화 트렌드

- EV 배터리에서 AI 기판 소재로 미래 전략 피봇(Pivot)
  - 미중분쟁과 중일분쟁으로 한국산 동박 부각. 그러나 국내 경쟁사들은 회로박 축소 중
  - MLB 호황과 FCBGA 반등 맞물리며, 일본 선두 업체 동박 수급 반전

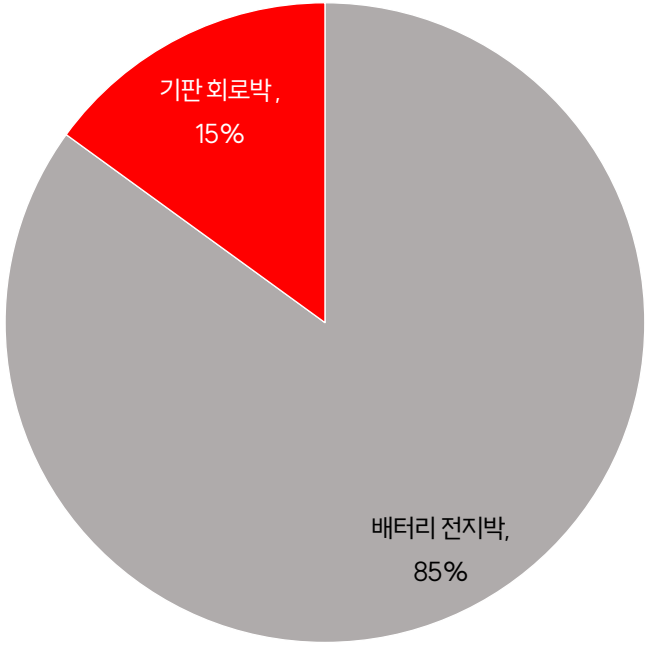
- AI 기판용 회로박 쇼티지 가능성 주목
  - 동박 서플라이체인 내 다수의 병목 발생 : 구리가격, FCBGA용 CCL 등
  - 동박은 모든 기판에 들어가는 소재. 국산화 성공 시, MLB/메모리기판/패키징 등 다수 영역에서 수혜 가능

투자지표	단위	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	729	809	902	663	823	1,220
영업이익	십억원	85	12	-64	-147	-51	55
순이익(지배주주)	십억원	44	-33	6	-163	-73	33
EPS	원	950	-706	137	-3,113	-1,390	635
PER	배	54.6	-59.6	172.8	-9.8	-24.3	53.1
PBR	배	1.6	1.4	0.8	1.0	1.1	1.1
EV/EBITDA	배	16.4	22.8	60.5	-27.4	47.6	11.4
ROE	%	3.6	-2.2	0.5	-11.0	-4.6	2.1

롯데에너지머티리얼즈, Key Chart

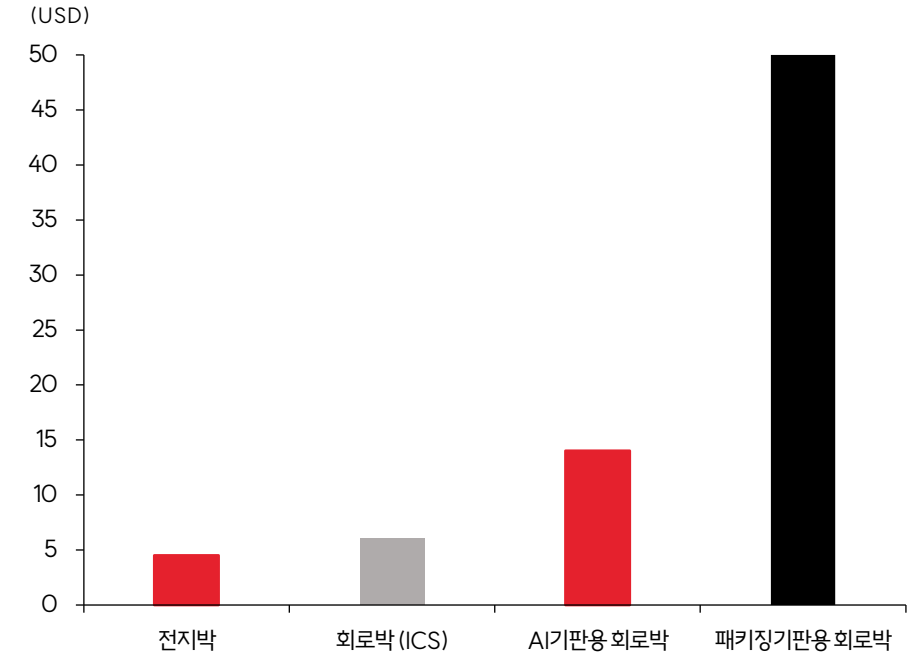
- 배터리용 전지박보다 월등히 높은 기판용 회로박 (T 값 기준)
  - 향후 가공비 인상 가능성 주목. 이미 일부 IT 기판용 (메인보드) T값 인상 시작
- 안정적 재무구조 (타 2차전지 Peer들과 차별화되는 요소)
  - 현금, 현금성자산 및 단기금융상품, 4,000억원 이상 보유. 순현금 상황

롯데에너지머티리얼즈, 제품별 매출 비중 (2025년 기준)



자료 : SK증권

롯데에너지머티리얼즈, 동박 제품별 T Value 비교 (per kg)



자료 : SK증권 추정

롯데에너지머티리얼즈, 사업부문별 실적

롯데에너지머티리얼즈, 사업부문별 실적구분

(억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**1,580**	**2,049**	**1,437**	**1,562**	**1,692**	**1,904**	**2,187**	**2,447**	**9,023**	**6,627**	**8,230**
동박 부문	1,206	1,613	1,061	1,121	1,286	1,489	1,778	2,029	6,957	5,001	6,581
건설 부문	403	456	382	457	425	430	424	434	2,243	1,698	1,712
기타 및 조정	-29	-20	-6	-17	-18	-15	-14	-16	-177	-72	-63
YoY, 매출액	-35%	-22%	-32%	-16%	7%	-7%	52%	57%	12%	-27%	24%
동박 부문	-39%	-22%	-34%	-13%	7%	-8%	68%	81%	6%	-28%	32%
건설 부문	-17%	-27%	-29%	-22%	5%	-6%	11%	-5%	10%	-24%	1%
QoQ, 매출액	-15%	30%	-30%	9%	8%	13%	15%	12%	-	-	-
동박 부문	-6%	34%	-34%	6%	15%	16%	19%	14%	-	-	-
건설 부문	-32%	13%	-16%	20%	-7%	1%	-2%	2%	-	-	-
매출비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
동박 부문	76%	79%	74%	72%	76%	78%	81%	83%	77%	75%	80%
건설 부문	25%	22%	27%	29%	25%	23%	19%	18%	25%	26%	21%
영업이익	**-460**	**-311**	**-343**	**-353**	**-296**	**-194**	**-100**	**79**	**-644**	**-1,467**	**-511**
동박 부문	-486	-347	-336	-381	-321	-223	-133	41	-833	-1,550	-638
건설 부문	20	31	-7	23	21	26	30	35	153	67	111
기타 및 조정	6	5	0	5	4	4	3	4	0	0	0
OPM	-29%	-15%	-24%	-23%	-18%	-10%	-5%	3%	-7%	-22%	-6%
동박 부문	-40%	-22%	-32%	-34%	-25%	-15%	-8%	2%	-12%	-31%	-10%
건설 부문	5%	7%	-2%	5%	5%	6%	7%	8%	7%	4%	7%

자료: SK 증권 추정

롯데에너지머티리얼즈, Valuation 매력도 진단

Trailing PBR 추이

12M Forward PER 추이

자료 : QuantiWise, SK증권

롯데에너지머티리얼즈 (매수/56,000원)

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,262	1,031	924	1,008	1,206
현금및현금성자산	552	419	372	366	462
매출채권 및 기타채권	211	182	153	182	215
재고자산	345	333	317	332	349
비유동자산	1,130	1,251	1,220	1,171	1,125
장기금융자산	96	24	23	25	28
유형자산	1,000	1,128	1,055	1,010	966
무형자산	12	29	36	30	26
자산총계	2,392	2,282	2,144	2,179	2,331
유동부채	333	118	222	261	307
단기금융부채	205	26	151	151	151
매입채무 및 기타채무	59	28	64	100	141
단기충당부채	1	2	2	3	4
비유동부채	94	262	169	235	310
장기금융부채	23	124	53	53	53
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	1	1	1	2
부채총계	426	380	391	496	616
지배주주지분	1,433	1,334	1,619	1,546	1,579
자본금	23	23	26	26	26
자본잉여금	1,138	929	1,349	1,349	1,349
기타자본구성요소	0	0	-0	-0	-0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	243	237	78	5	38
비지배주주지분	532	568	135	137	136
자본총계	1,966	1,902	1,753	1,683	1,715
부채와자본총계	2,392	2,282	2,144	2,179	2,331

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	809	902	663	823	1,220
매출원가	740	891	688	672	984
매출총이익	69	11	-25	151	236
매출총이익률(%)	8.6	1.3	-3.8	18.4	19.3
판매비와 관리비	58	76	121	202	180
영업이익	12	-64	-147	-51	55
영업이익률(%)	1.5	-7.1	-22.1	-6.2	4.5
비영업손익	-49	48	-58	-23	-21
순금융손익	-6	7	4	2	3
외환관련손익	-9	49	-66	-24	-24
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-37	-16	-205	-74	34
세전계속사업이익률(%)	-4.6	-1.8	-31.0	-9.0	2.8
계속사업법인세	8	-45	-33	-4	2
계속사업이익	-45	29	-172	-70	32
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	-45	29	-172	-70	32
순이익률(%)	-5.6	3.2	-25.9	-8.6	2.6
지배주주	-33	6	-163	-73	33
지배주주귀속 순이익률(%)	-4.0	0.7	-24.6	-8.8	2.7
비지배주주	-13	22	-9	2	-1
총포괄이익	-11	187	-148	-70	32
지배주주	-10	118	-129	-58	26
비지배주주	-1	69	-19	-13	6
EBITDA	89	22	-55	35	134

롯데에너지머티리얼즈 (매수/56,000원)

SK증권

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-90	87	-96	93	197
당기순이익(손실)	-45	29	-172	-70	32
비현금성항목등	149	34	93	97	94
유형자산감가상각비	76	85	86	80	74
무형자산상각비	1	1	5	6	5
기타	72	-53	1	11	15
운전자본감소(증가)	-173	29	-6	61	70
매출채권및기타채권의감소(증가)	-86	49	25	-29	-33
재고자산의감소(증가)	-83	25	21	-16	-17
매입채무및기타채무의증가(감소)	17	-42	-7	36	41
기타	-34	-13	-25	9	-0
법인세납부	-13	-9	-14	4	-2
투자활동현금흐름	472	97	-38	-90	-90
금융자산의감소(증가)	566	120	23	-37	-41
유형자산의감소(증가)	-186	-87	-58	-35	-30
무형자산의감소(증가)	-4	-14	-12	0	0
기타	96	78	9	-19	-19
재무활동현금흐름	-29	-345	54	0	0
단기금융부채의증가(감소)	138	-185	27	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-153	92	27	0	0
자본의증가(감소)	-3	-209	423	0	0
배당금지급	-14	-9	0	0	0
기타	3	-33	-423	0	0
현금의 증가(감소)	351	-133	-47	-6	97
기초현금	201	552	419	372	366
기말현금	552	419	372	366	462
FCF	-275	0	-154	58	167

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	10.9	11.5	-26.5	24.2	48.2
영업이익	-86.1	적전	적지	적지	흑전
세전계속사업이익	적전	적지	적지	적지	흑전
EBITDA	-35.4	-75.6	적전	흑전	283.2
EPS	적전	흑전	적전	적지	흑전
수익성 (%)					
ROA	-1.9	1.2	-7.8	-3.3	1.4
ROE	-2.2	0.5	-11.0	-4.6	2.1
EBITDA마진	11.0	2.4	-8.3	4.2	11.0
안정성 (%)					
유동비율	379.2	876.8	417.0	385.7	393.5
부채비율	21.7	20.0	22.3	29.5	35.9
순차입금/자기자본	-22.6	-18.2	-13.2	-15.6	-23.3
EBITDA/이자비용(배)	7.0	1.6	-7.9	4.3	16.5
배당성향	-28.3	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-706	137	-3,113	-1,390	635
BPS	31,088	28,922	30,911	29,521	30,156
CFPS	963	2,004	-1,360	254	2,139
주당 현금배당금	200	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-59.6	172.8	-9.8	-24.3	53.1
PBR	1.4	0.8	1.0	1.1	1.1
PCR	43.7	11.8	-22.5	132.6	15.8
EV/EBITDA	22.8	60.5	-27.4	47.6	11.4
배당수익률	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0

자료 : 롯데에너지머티리얼즈, SK증권 추정

두산 (Not Rated) | 박형우

2026-01-20

2026년 CCL 산업, 쇼티지 진입? vs 경쟁심화?

- 장비 기판용 CCL 쇼티지 가능성 주목
  - FCBGA (ABF) 용 CCL 은 쇼티지 임박. 연이은 공급단가 인상 (일본 업체)
  - MLB, HDI용 CCL은 아직 공급과잉. 그러나 향후 수급 전환 시 업황 탄력성 확대 전망 (두산, 파나소닉, 대만 업체 등)
  - 또한, 미중분쟁과 중일분쟁의 심화는 동사의 영업 환경에 긍정적 영향

- 관전포인트는 엔비디아향 CCL의 과점 공급 지속 여부
  - 향후 대만 경쟁사의 벤더 진입 시 동사의 중장기 영업이익률과 밸류에이션에 위협

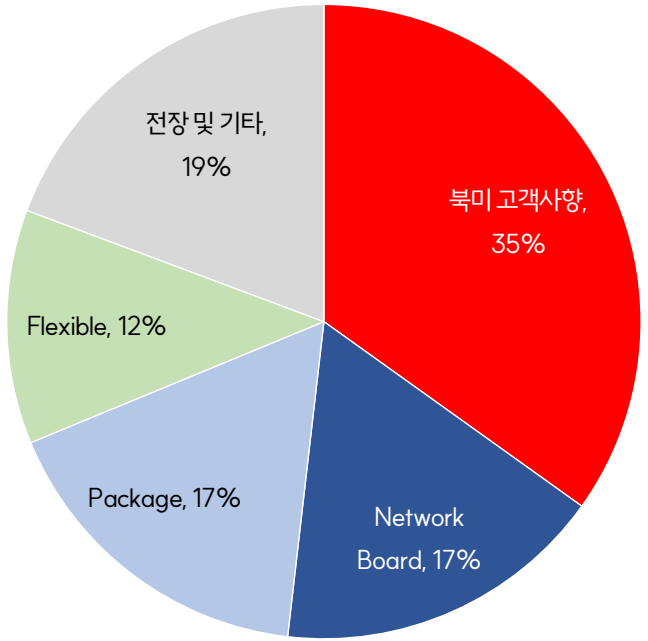
투자지표	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	12,851	16,996	19,130	18,133	19,643	21,495
영업이익	십억원	921	1,126	1,436	1,004	1,272	1,902
순이익(지배주주)	십억원	204	-696	-388	-226	257	504
EPS	원	-4,642	-28,602	-18,133	-10,562	28,288	48,141
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	70.4	36.7
PBR	배	0.3	0.2	0.2	0.4	8.4	6.5
EV/EBITDA	배	5.2	3.7	2.2	3.3	10.3	7.9
ROE	%	10.9	-36.0	-22.7	-14.6	4.9	7.3

주) 미래 수치는 컨센서스 입니다

두산, Key Chart

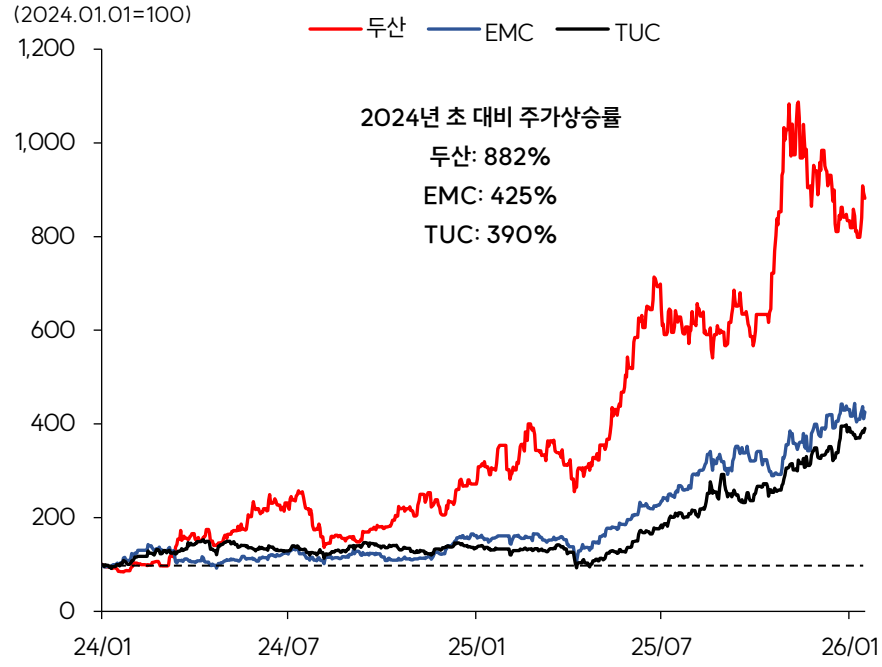
- 핵심 변수는 북미 반도체 업체로 과점 공급 지속 여부
  - 동사의 실적에서 북미 고객사 비중은 매출 내 35 %, 이익 내 65% 로 추산 (두산전자 기준)
  - 과점 공급 > 가공비 인상 > 높은 수익성 > 밸류에이션 리레이팅 가능
  - 2026년에는 과점 공급 유력 (AI 가속기 메인보드용 CCL 기준)

두산, 제품별 매출 비중 (2025년, 두산전자 기준)



자료 : SK증권

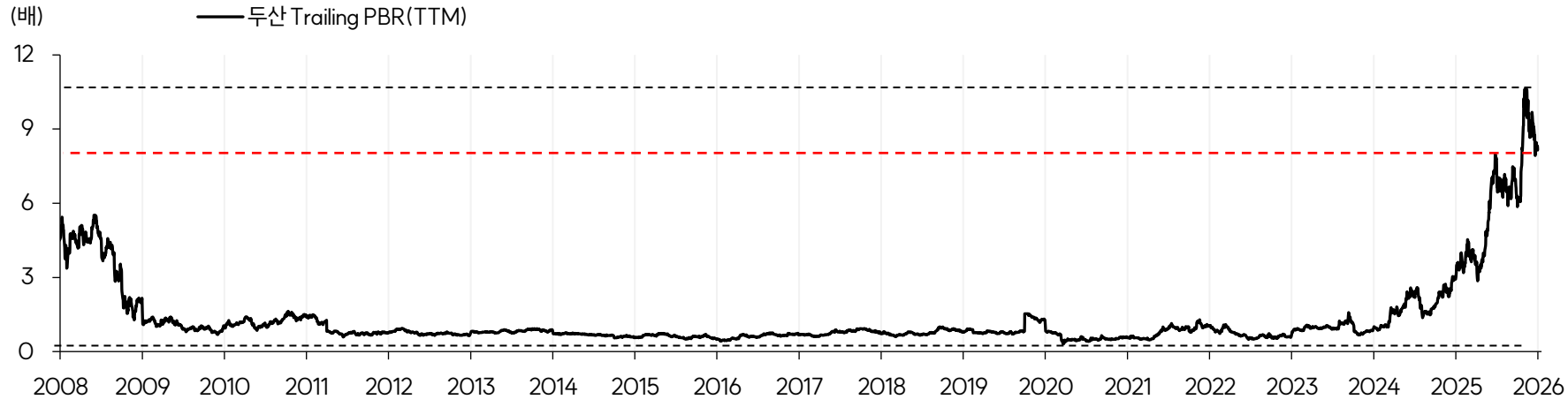
CCL 주요 기업, 주가 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

두산, Valuation 매력도 진단

Trailing PBR 추이



12MF Forward PER 추이

자료 : QuantiWise, SK증권

LG이노텍 (매수/350,000원) | 박형우

2026-01-20

북미 반도체 레퍼런스로 FCBGA 확장 전략

- 단기 실적 개선 보다는 중장기 성장 도모
  - 현재의 북미 반도체 고객사향 FCBGA 제품군, 저수익성 수주이나 지금보다는 미래를 도모하기에 바람직한 방향
  - 글로벌 탑티어 밸류체인 진입 여부 주목 (CPU/GPU 이상 스펙)

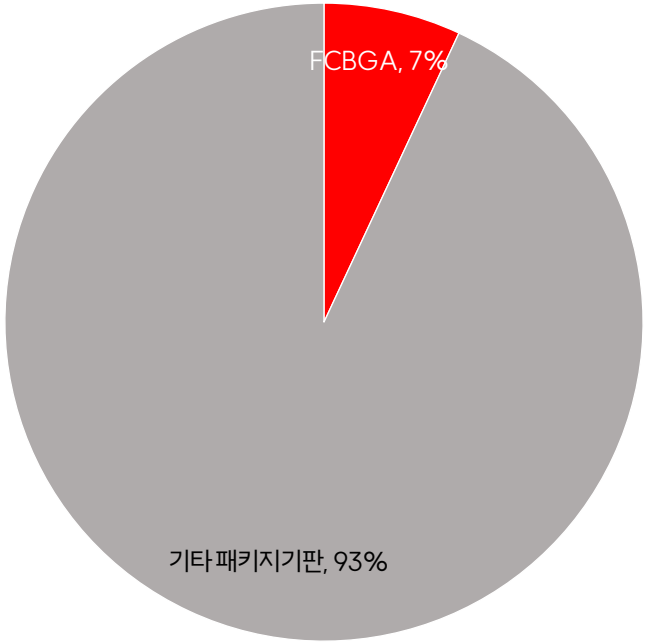
- FCBGA 빅싸이클 현실화 시, 기판의 실적 레버리지 효과 가장 강할 수 있음
  - 기판이 주가에 성장모멘텀으로 부각되기 위해서는 SiP/메모리용기판 넘어 FCBGA 공급사로 발돋움 필요
  - FCCSP > SiP > FCBGA > H-L FCBGA

투자지표	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	19,589	20,605	21,201	21,833	23,586	24,858
영업이익	십억원	1,272	831	706	639	921	1,029
순이익(지배주주)	십억원	980	565	449	413	627	737
EPS	원	41,275	23,881	18,983	17,470	26,501	31,157
PER	배	6.1	10.0	8.5	15.5	10.8	9.2
PBR	배	1.4	1.2	0.7	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	3.4	3.8	2.6	4.0	3.4	2.9
ROE	%	25.9	12.6	8.9	7.5	10.5	11.1

LG이노텍, Key Chart

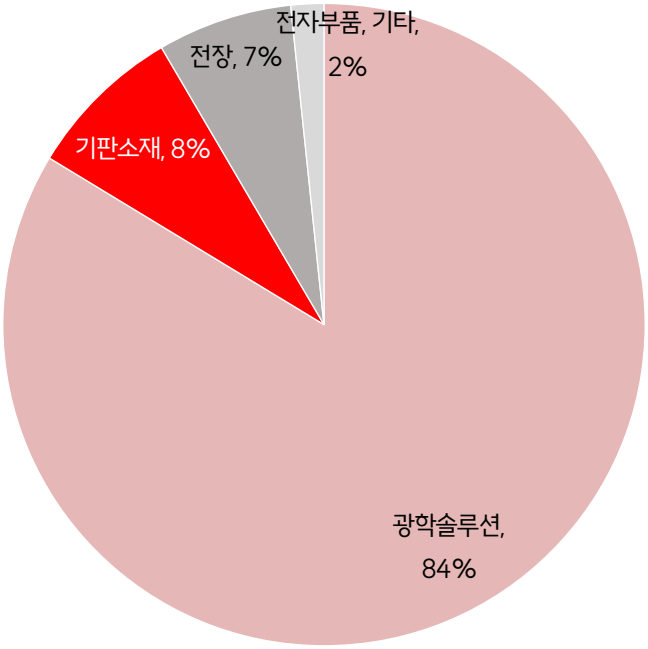
- 국내 FCBGA 벤더 중, FCBGA 매출 비중 가장 낮음
  - 현재 북미 스마트폰 제조사향 SiP 중심의 기판 사업 포트폴리오
- 관세분쟁 및 원가 상승으로 IT 세트 불확실성 확대. 신성장 동력 필요
  - 유망한 반도체 분야에서 성장 모멘텀 (FCBGA) 확장 여부 주목

LG이노텍, 제품별 매출 비중 (2025년 기준, 기판소재 사업 내)



자료 : SK증권

LG이노텍, 제품별 매출 비중 (2025년 기준, 전사 기준)



자료 : SK증권

LG이노텍, 사업부문별 실적

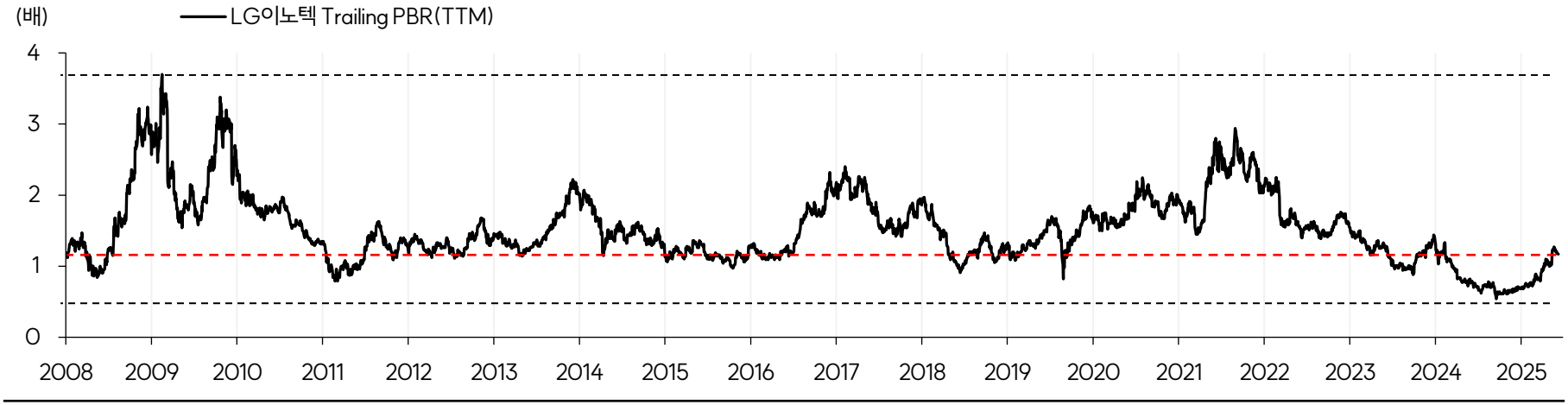
LG이노텍 사업부문별 실적구분

(십억원,%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	4,982.8	3,934.6	5,369.4	7,546.2	5,340.0	4,362.9	6,210.6	7,672.6	21,200.8	21,833.1	23,586.1
광학솔루션	4,138.4	3,052.7	4,481.2	6,596.8	4,406.0	3,362.7	5,178.0	6,532.0	17,800.1	18,269.1	19,478.7
기판소재	376.9	416.2	437.7	489.8	419.2	462.5	489.5	549.2	1,460.0	1,720.5	1,920.4
전장	373.5	370.7	365.0	372.3	413.7	433.7	431.2	487.7	1,504.4	1,481.5	1,766.2
전자부품, 기타	94.0	95.0	85.6	87.3	101.1	104.0	111.9	103.8	436.2	361.9	420.7
매출비중 (%)	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*
광학솔루션	*83*	*78*	*83*	*87*	*83*	*77*	*83*	*85*	*84*	*84*	*83*
기판소재	*8*	*11*	*8*	*6*	*8*	*11*	*8*	*7*	*7*	*8*	*8*
전장	*7*	*9*	*7*	*5*	*8*	*10*	*7*	*6*	*7*	*7*	*7*
전자부품, 기타	*2*	*2*	*2*	*1*	*2*	*2*	*2*	*1*	*2*	*2*	*2*
매출액 YoY (%)	*15*	*-14*	*-6*	*14*	*7*	*11*	*16*	*2*	*3*	*3*	*8*
광학솔루션	*18*	*-17*	*-7*	*14*	*6*	*10*	*16*	*-1*	*3*	*3*	*7*
기판소재	*15*	*10*	*18*	*28*	*11*	*11*	*12*	*12*	*10*	*18*	*12*
전장	*-3*	*-4*	*0*	*1*	*11*	*17*	*18*	*31*	*-4*	*-2*	*19*
전자부품, 기타	*-13*	*-14*	*-24*	*-17*	*8*	*9*	*31*	*19*	*2*	*-17*	*16*
영업이익	125.1	11.4	203.7	298.7	191.9	70.9	316.1	341.9	706.0	638.9	920.9
광학솔루션	73.4	-33.6	161.9	236.9	130.7	-6.0	228.1	263.4	596.6	438.6	616.2
기판소재	28.8	22.6	28.8	49.9	40.8	51.2	64.0	59.7	70.8	130.0	215.7
전장	7.5	14.9	9.7	9.3	10.3	17.3	15.1	14.6	-7.8	41.4	57.4
전자부품, 기타	15.4	7.5	3.4	2.6	10.1	8.3	8.9	4.2	46.5	28.9	31.5
영업이익률 (%)	*3*	*0*	*4*	*4*	*4*	*2*	*5*	*4*	*3*	*3*	*4*
광학솔루션	*2*	*-1*	*4*	*4*	*3*	*0*	*4*	*4*	*3*	*2*	*3*
기판소재	*8*	*5*	*7*	*10*	*10*	*11*	*13*	*11*	*5*	*8*	*11*
전장	*2*	*4*	*3*	*3*	*3*	*4*	*4*	*3*	*-1*	*3*	*3*
전자부품, 기타	*16*	*8*	*8*	*3*	*10*	*8*	*8*	*4*	*11*	*8*	*7*

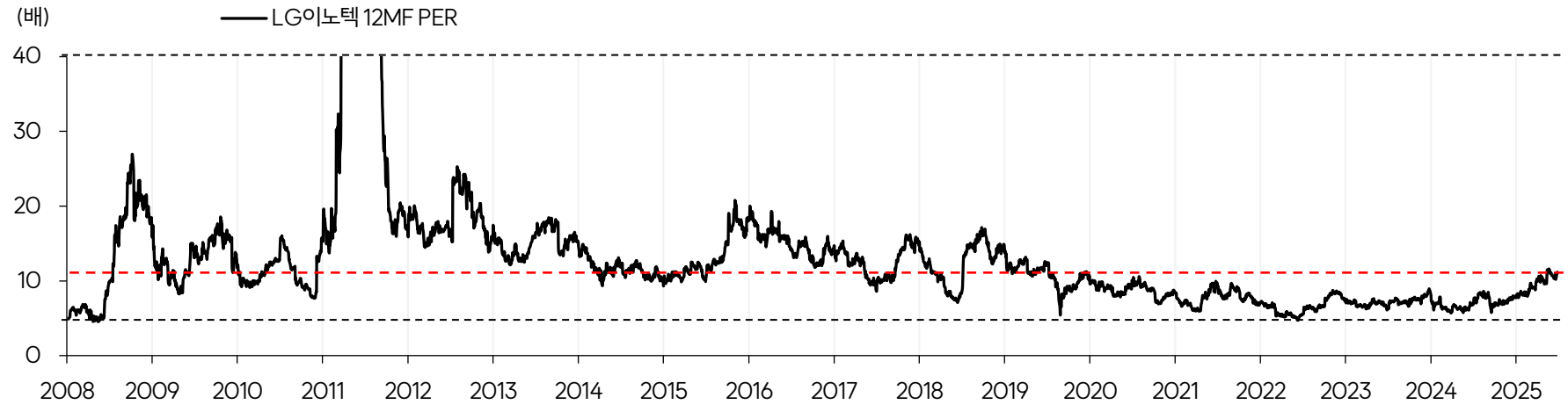
자료: SK 증권 추정

LG이노텍, Valuation 매력도 진단

Trailing PBR 추이



12MF Forward PER 추이



자료 : QuantiWise, SK증권

LG이노텍 (매수/350,000원)

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,349	5,853	6,513	7,222	8,061
현금및현금성자산	1,390	1,329	1,643	2,270	2,863
매출채권 및 기타채권	2,293	2,810	3,092	3,144	3,301
재고자산	1,572	1,575	1,733	1,762	1,849
비유동자산	5,855	5,525	5,238	5,061	5,021
장기금융자산	324	367	486	492	510
유형자산	4,856	4,480	3,925	3,785	3,763
무형자산	222	219	246	201	165
자산총계	11,204	11,378	11,751	12,282	13,082
유동부채	4,219	3,955	4,442	4,515	4,737
단기금융부채	557	693	789	803	843
매입채무 및 기타채무	3,163	2,737	3,488	3,547	3,723
단기충당부채	86	56	64	65	68
비유동부채	2,271	2,069	1,615	1,495	1,385
장기금융부채	2,213	2,007	1,552	1,431	1,320
장기매입채무 및 기타채무	38	49	47	47	47
장기충당부채	9	9	11	11	11
부채총계	6,490	6,024	6,057	6,010	6,122
지배주주지분	4,715	5,354	5,694	6,272	6,960
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134	1,134
기타자본구성요소	-0	-0	-0	-0	-0
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	3,414	3,868	4,254	4,832	5,520
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,715	5,354	5,694	6,272	6,960
부채와자본총계	11,204	11,378	11,751	12,282	13,082

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	20,605	21,201	21,833	23,586	24,858
매출원가	18,742	19,457	20,093	21,365	22,154
매출총이익	1,863	1,744	1,740	2,221	2,704
매출총이익률(%)	9.0	8.2	8.0	9.4	10.9
판매비와 관리비	1,032	1,038	1,101	1,300	1,675
영업이익	831	706	639	921	1,029
영업이익률(%)	4.0	3.3	2.9	3.9	4.1
비영업손익	-192	-117	-116	-85	-46
순금융손익	-68	-74	-42	-26	-6
외환관련손익	-39	46	-4	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	639	589	523	836	983
세전계속사업이익률(%)	3.1	2.8	2.4	3.5	4.0
계속사업법인세	74	140	110	209	246
계속사업이익	565	449	413	627	737
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	565	449	413	627	737
순이익률(%)	2.7	2.1	1.9	2.7	3.0
지배주주	565	449	413	627	737
지배주주귀속 순이익률(%)	2.7	2.1	1.9	2.7	3.0
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	547	701	390	627	737
지배주주	547	701	390	627	737
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,877	1,986	1,780	2,005	2,088

LG이노텍 (매수/350,000원)

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	2,104	1,110	1,616	1,695	1,738
당기순이익(손실)	565	449	413	627	737
비현금성항목등	1,343	1,547	1,383	1,322	1,314
유형자산감가상각비	1,000	1,229	1,092	1,040	1,022
무형자산상각비	46	51	49	44	36
기타	297	267	242	239	256
운전자본감소(증가)	341	-816	23	-20	-61
매출채권및기타채권의감소(증가)	-516	-285	-301	-52	-156
재고자산의감소(증가)	365	9	-156	-29	-88
매입채무및기타채무의증가(감소)	485	-494	484	58	177
기타	-294	-189	-348	-444	-498
법인세납부	-149	-118	-145	-209	-246
투자활동현금흐름	-1,904	-969	-1,003	-910	-1,023
금융자산의감소(증가)	-1	0	-5	-0	-1
유형자산의감소(증가)	-1,789	-872	-674	-900	-1,000
무형자산의감소(증가)	-83	-70	-76	0	0
기타	-32	-28	-249	-10	-22
재무활동현금흐름	608	-220	-409	-157	-121
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-44	13	40
장기금융부채의증가(감소)	707	-158	-315	-120	-111
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-98	-62	-49	-49	-49
기타	-0	-0	-0	0	0
현금의 증가(감소)	812	-60	313	627	593
기초현금	578	1,390	1,329	1,643	2,270
기말현금	1,390	1,329	1,643	2,270	2,863
FCF	315	238	942	795	738

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	5.2	2.9	3.0	8.0	5.4
영업이익	-34.7	-15.0	-9.5	44.1	11.8
세전계속사업이익	-43.7	-7.9	-11.1	59.8	17.6
EBITDA	-13.0	5.8	-10.4	12.6	4.2
EPS	-42.1	-20.5	-8.0	51.7	17.6
수익성 (%)					
ROA	5.4	4.0	3.6	5.2	5.8
ROE	12.6	8.9	7.5	10.5	11.1
EBITDA마진	9.1	9.4	8.2	8.5	8.4
안정성 (%)					
유동비율	126.8	148.0	146.6	159.9	170.2
부채비율	137.7	112.5	106.4	95.8	88.0
순차입금/자기자본	29.1	25.4	12.1	-0.8	-10.2
EBITDA/이자비용(배)	18.4	17.5	20.9	25.0	26.9
배당성향	10.9	11.0	12.0	7.9	6.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	23,881	18,983	17,470	26,501	31,157
BPS	199,217	226,229	240,606	265,018	294,085
CFPS	68,082	73,067	65,668	72,292	75,881
주당 현금배당금	2,610	2,090	2,090	2,090	2,090
Valuation지표 (배)					
PER	10.0	8.5	15.5	10.8	9.2
PBR	1.2	0.7	1.1	1.1	1.0
PCR	3.5	2.2	4.1	4.0	3.8
EV/EBITDA	3.8	2.6	4.0	3.4	2.9
배당수익률	1.1	1.3	0.8	0.7	0.7

자료 : LG이노텍, SK증권 추정

해성디에스 (매수/72,000원) | 권민규

2026-01-20

예상보다 더 좋은 실적, 더 좋은 상황

- 4Q 실적 Beat는 시작에 불과하다. 구조적인 변곡점 돌입
  - 4Q25 OP 컨센서스(195억원) 상회한 236억원 추정, 가동률 상승에 따른 이익 증가폭이 예상보다 큰 것으로 파악
  - ① D4, D5 수요 강세에 따른 가동률 상승, ② 고객사 내 D4, D5 M/S상승, ③ 고객사의 리드프레임 재고조정 완료

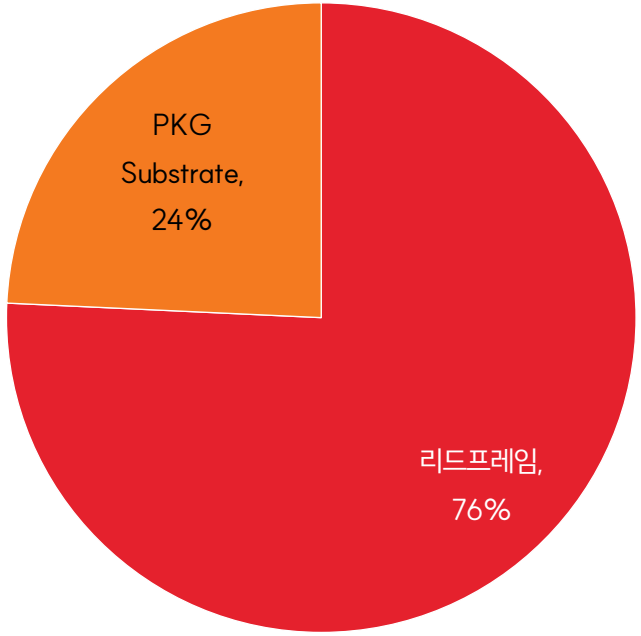
- '26년 실적도 우상향 지속 전망
  - '26년부터 국내 A사 D1b Prime향, B사향 D1b, C사향 D1y, D사향 D5 공급 진입, 추가적인 매출액 업사이드 연중 지속 발생
  - 리드프레임 단가 협상 환경, 현재 우호적인 것으로 파악됨에 따라 '26년 단가 인상에 따른 이익률 추가 업사이드 보유

투자지표	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	655	839	672	603	656	784
영업이익	십억원	86	204	103	57	48	109
순이익(지배주주)	십억원	71	159	84	59	40	94
EPS	원	4,192	9,376	4,966	3,453	2,371	5,552
PER	배	11.7	3.8	11.2	6.8	21.1	9.0
PBR	배	2.8	1.4	1.8	0.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	7.4	2.4	6.0	4.1	8.0	4.7
ROE	%	27.1	43.0	17.5	11.0	7.1	15.1

해성디에스, Key Chart

- M/S의 지속 우상향이 실적 견인 -> 물량 확대에 따른 가동률 상승은 이익률 개선을 의미
  - 기존 경쟁사들이 하이엔드 패키징 기판 공급에 집중하면서 중/저부가 Capa를 보유한 해성디에스의 수혜 지속을 예상
  - 현재 패키징 사업부 가동률 60%까지 상승(추정), 과거 가동률 80% 이상 기준 OPM 17%이상. 업사이드 多

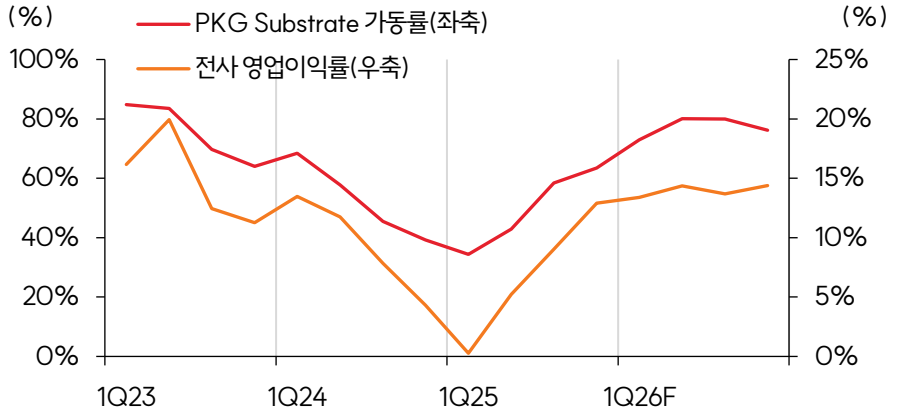
해성디에스 매출비중 (2025F)



자료 : SK증권

양산 돌입 시기/ 가동률 vs 이익률 추이 및 전망

구분	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
A 社	D1b Prime 공급 시작 예상			
B 社		D1b 공급 시작 예상		
C 社	D1y 공급 시작 예상			
D 社	퀄테스트 진행 예상			양산 시작 예상



자료 : SK증권

해성디에스, 사업부문별 실적

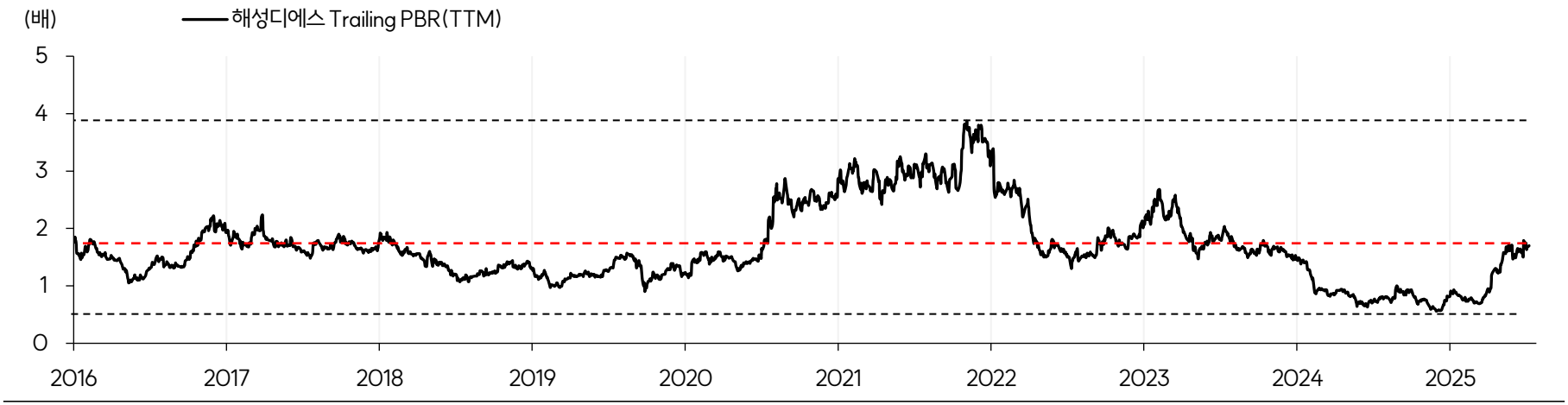
해성디에스 제품별 실적구분

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**1,375**	**1,574**	**1,786**	**1,830**	**1,899**	**1,972**	**2,029**	**1,939**	**6,030**	**6,565**	**7,839**
리드프레임	1,100	1,231	1,319	1,322	1,315	1,332	1,389	1,329	4,343	4,972	5,366
- IT 및 가전용	365	419	486	481	457	448	461	448	1,466	1,751	1,814
- 차량용	735	812	833	841	858	884	928	882	2,877	3,221	3,552
PKG Substrate	275	343	467	508	584	641	639	609	1,687	1,593	2,473
QoQ											
매출액	-5%	14%	13%	2%	4%	4%	3%	-4%			
리드프레임	-3%	12%	7%	0%	-1%	1%	4%	-4%			
- IT 및 가전용	-4%	15%	16%	-1%	-5%	-2%	3%	-3%			
- 차량용	-3%	10%	3%	1%	2%	3%	5%	-5%			
PKG Substrate	-12%	25%	36%	9%	15%	10%	0%	-5%			
YoY											
매출액	-11%	3%	20%	26%	38%	25%	14%	6%	-10%	9%	19%
리드프레임	10%	15%	17%	16%	20%	8%	5%	1%	1%	14%	8%
- IT 및 가전용	19%	8%	24%	27%	25%	7%	-5%	-7%	-9%	19%	4%
- 차량용	6%	18%	13%	11%	17%	9%	11%	5%	7%	12%	10%
PKG Substrate	-50%	-26%	28%	62%	112%	87%	37%	20%	-30%	-6%	55%
영업이익	**4**	**82**	**161**	**236**	**254**	**283**	**278**	**279**	**569**	**483**	**1,093**
영업이익률	0%	5%	9%	13%	13%	14%	14%	14%	9%	7%	14%
QoQ	-94	2,218	96	46	8	11	-2	0	-	-	-
YoY	-98	-54	38	276	7,060	244	72	18	-45	-15	126

자료: SK 증권 추정

해성디에스, Valuation 매력도 진단

Trailing PBR 추이



12MF Forward PER 추이

자료 : QuantiWise, SK증권

해성디에스 (매수/72,000원)

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	371	344	322	283	351
현금및현금성자산	76	140	84	49	112
매출채권 및 기타채권	140	106	122	105	101
재고자산	116	90	107	115	120
비유동자산	288	345	472	556	613
장기금융자산	13	10	7	8	9
유형자산	254	306	425	502	559
무형자산	20	23	32	31	29
자산총계	660	689	794	839	964
유동부채	196	132	201	219	262
단기금융부채	63	43	96	105	125
매입채무 및 기타채무	46	53	73	80	100
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	16	42	36	37	38
장기금융부채	13	37	31	31	31
장기매입채무 및 기타채무	1	1	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	212	174	238	256	300
지배주주지분	447	515	556	583	664
자본금	85	85	85	85	85
자본잉여금	22	22	22	22	22
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	341	408	449	476	556
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	447	515	556	583	664
부채와자본총계	660	689	794	839	964

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	839	672	603	656	784
매출원가	574	512	492	557	600
매출총이익	265	161	111	99	184
매출총이익률(%)	31.6	23.9	18.5	15.1	23.4
판매비와 관리비	61	58	55	51	74
영업이익	204	103	57	48	109
영업이익률(%)	24.4	15.2	9.4	7.4	13.9
비영업손익	1	3	10	1	4
순금융손익	-0	-1	-0	-2	-2
외환관련손익	1	3	12	4	14
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	205	106	67	50	114
세전계속사업이익률(%)	24.5	15.7	11.1	7.6	14.5
계속사업법인세	46	21	8	9	19
계속사업이익	159	84	59	40	94
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	159	84	59	40	94
순이익률(%)	19.0	12.6	9.7	6.1	12.0
지배주주	159	84	59	40	94
지배주주귀속 순이익률(%)	19.0	12.6	9.7	6.1	12.0
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	163	83	57	40	94
지배주주	163	83	57	40	94
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	243	147	107	117	192

해성디에스 (매수/72,000원)

SK증권

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	197	143	61	124	191
당기순이익(손실)	159	84	59	40	94
비현금성항목등	104	81	73	76	97
유형자산감가상각비	38	43	48	67	81
무형자산상각비	1	1	2	2	2
기타	65	37	23	7	14
운전자본감소(증가)	-41	30	-60	19	20
매출채권및기타채권의감소(증가)	-13	31	-12	17	4
재고자산의감소(증가)	-24	22	-21	-8	-6
매입채무및기타채무의증가(감소)	-6	4	-9	8	19
기타	-49	-106	-21	-21	-40
법인세납부	-24	-53	-11	-9	-19
투자활동현금흐름	-122	-68	-144	-149	-126
금융자산의감소(증가)	0	0	0	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-78	-94	-148	-145	-138
무형자산의감소(증가)	-2	-4	-11	0	0
기타	-42	30	15	-4	12
재무활동현금흐름	-27	-11	27	-5	7
단기금융부채의증가(감소)	-17	-22	22	9	20
장기금융부채의증가(감소)	-0	26	21	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-10	-15	-15	-14	-14
기타	-0	0	-0	0	0
현금의 증가(감소)	47	63	-56	-35	63
기초현금	29	76	140	84	49
기말현금	76	140	84	49	112
FCF	119	49	-87	-21	53

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	28.1	-19.9	-10.3	8.9	19.4
영업이익	136.8	-49.9	-44.5	-15.1	126.4
세전계속사업이익	129.3	-48.4	-36.8	-25.7	128.5
EBITDA	104.1	-39.5	-27.3	9.4	63.8
EPS	123.7	-47.0	-30.5	-31.3	134.1
수익성 (%)					
ROA	28.1	12.5	7.9	4.9	10.5
ROE	43.0	17.5	11.0	7.1	15.1
EBITDA마진	29.0	21.9	17.8	17.8	24.5
안정성 (%)					
유동비율	189.0	261.1	159.7	128.9	133.7
부채비율	47.5	33.7	42.8	43.9	45.2
순차입금/자기자본	-6.8	-11.6	7.8	14.9	6.6
EBITDA/이자비용(배)	126.0	31.6	33.7	51.6	76.2
배당성향	9.6	18.1	23.2	33.7	14.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,376	4,966	3,453	2,371	5,552
BPS	26,311	30,297	32,722	34,294	39,046
CFPS	11,672	7,594	6,406	6,423	10,406
주당 현금배당금	900	900	800	800	800
Valuation지표 (배)					
PER	3.8	11.2	6.8	23.5	9.8
PBR	1.4	1.8	0.7	1.6	1.4
PCR	3.1	7.3	3.7	8.7	5.2
EV/EBITDA	2.4	6.0	4.1	8.0	4.7
배당수익률	2.5	1.6	3.4	1.6	1.6

자료: 해성디에스, SK증권 추정

심텍 (Not Rated) | 박형우

2026-01-20

공급단가 (가공비) 인상 여부 주목

- 커머디티 기판군을 넘어 중장기 성장 모멘텀 확보 노력
  - DRAM 가동률 100% vs 메모리 기판 가동률 75% > 신규 성장동력 필요
  - 2026년 : GDDR7 지속 성장 & SOCAMM 매출 본격화
  - 2027년 : LPDDR6 최대 수혜주 (MCP 기판) & 차량용 하이엔드 FCCSP 사업화

- 2026년 실적의 최대 변수는 가공비 인상
  - 원재료 비용 부담 전가를 넘어선 저수익 제품군 공급단가 현실화 기대. 업황 개선으로 가격 인상 가능성 높아짐

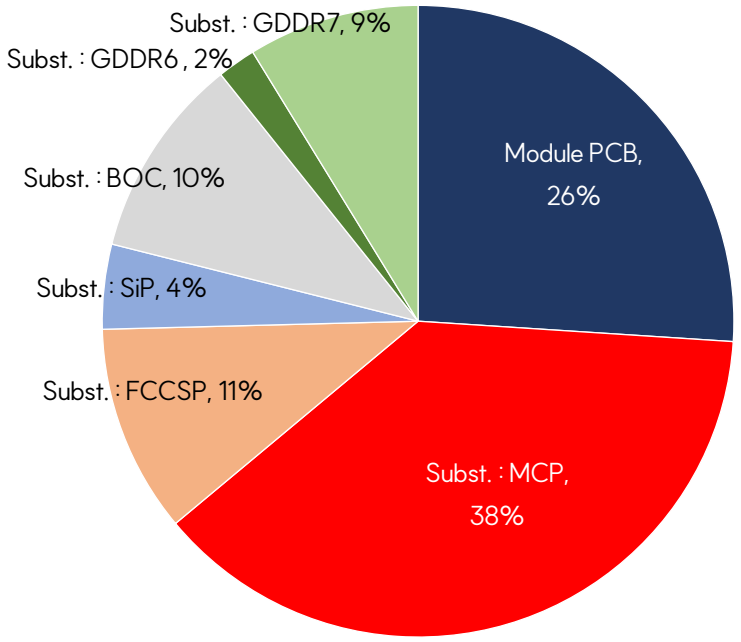
투자지표	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	1,366	1,697	1,042	1,231	1,400	1,624
영업이익	십억원	174	352	-88	-47	19	142
순이익(지배주주)	십억원	117	246	-115	-31	-33	98
EPS	원	3,679	7,717	-3,606	-953	-1,020	2,662
PER	배	12.4	3.4	-10.7	-11.58	N/A	19.7
PBR	배	3.8	1.4	2.6	0.8	4.2	3.4
EV/EBITDA	배	6.3	1.8	-191.1	12.3	23.3	10.3
ROE	%	35.1	49.7	-21.3	-6.7	-7.4	19.4

주) 미래 수치는 컨센서스 입니다

심텍, Key Chart

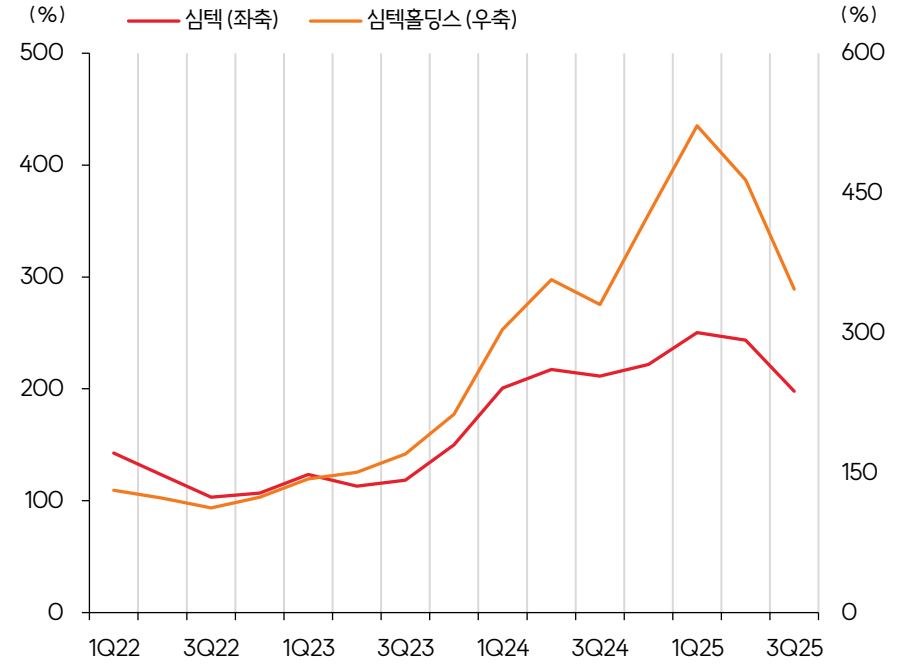
- 메모리기판 중심의 사업 포트폴리오 > 신규 성장동력 필요
  - 비메모리 제품군으로 확장 노력
  - 차세대 메모리 패키지 수주 선점 가시화
  - 리스크: 모회사의 재무구조 불확실성

심텍, 제품별 매출 비중 (2025년 기준)



자료 : SK증권

심텍 & 심텍홀딩스, 부채비율 추이



자료 : Quantiwise, SK증권

심텍, 사업부문별 실적

심텍 제품별 실적구분

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**303.6**	**340.8**	**372.8**	**347.8**	**352.9**	**382.1**	**424.8**	**408.1**	**1,231.5**	**1,364.9**	**1,568.0**
심텍	280.3	312.1	332.3	315.4	319.1	348.1	384.7	371.0	1,113.2	1,240.2	1,422.9
일본 자회사	23.3	28.6	40.4	32.4	33.8	34.0	40.1	37.1	118.3	124.7	145.1
Module PCB	**85.1**	**90.4**	**85.2**	**90.9**	**96.2**	**102.4**	**109.0**	**116.4**	**310.0**	**351.6**	**423.9**
PC	15.8	18.4	20.4	21.0	21.6	22.3	23.2	24.1	60.2	75.6	91.3
Server	48.1	50.0	41.6	44.9	48.6	52.7	57.2	62.2	186.7	184.6	220.7
SSD	21.1	20.9	23.1	24.3	25.5	26.7	28.1	29.5	61.3	89.4	109.8
Substrate	**215.2**	**248.7**	**284.6**	**254.7**	**254.2**	**277.4**	**313.4**	**289.3**	**905.0**	**1,003.2**	**1,134.3**
MCP	111.3	129.5	154.0	117.3	114.0	132.6	157.7	120.1	533.8	512.0	524.3
FCCSP	33.2	35.7	36.2	38.8	42.7	47.0	51.7	56.9	123.9	143.9	198.2
SiP	6.0	13.5	18.6	20.5	22.5	24.8	27.2	30.0	43.2	58.6	104.5
BOC	38.2	32.4	33.1	35.8	31.7	27.2	28.2	30.8	99.0	139.6	117.9
GDDR6	7.9	6.6	7.9	4.2	2.7	2.5	2.3	2.2	102.0	26.6	9.8
GDDR7	18.0	29.5	33.8	37.1	39.6	42.3	45.2	48.3	-	118.4	175.4
비중 (%)											
심텍 (%)	*92*	*92*	*89*	*91*	*90*	*91*	*91*	*91*	*90*	*91*	*91*
일본 자회사 (%)	*8*	*8*	*11*	*9*	*10*	*9*	*9*	*9*	*10*	*9*	*9*
Module PCB (%)	***28***	***27***	***23***	***26***	***27***	***27***	***26***	***29***	***25***	***26***	***27***
PC (%)	*5*	*5*	*5*	*6*	*6*	*6*	*5*	*6*	*5*	*6*	*6*
Server (%)	*16*	*15*	*11*	*13*	*14*	*14*	*13*	*15*	*15*	*14*	*14*
SSD (%)	*7*	*6*	*6*	*7*	*7*	*7*	*7*	*7*	*5*	*7*	*7*
Substrate (%)	***71***	***73***	***76***	***73***	***72***	***73***	***74***	***71***	***73***	***73***	***72***
MCP (%)	*37*	*38*	*41*	*34*	*32*	*35*	*37*	*29*	*43*	*38*	*33*
FCCSP (%)	*11*	*10*	*10*	*11*	*12*	*12*	*12*	*14*	*10*	*11*	*13*
SiP (%)	*2*	*4*	*5*	*6*	*6*	*6*	*6*	*7*	*4*	*4*	*7*
BOC (%)	*13*	*10*	*9*	*10*	*9*	*7*	*7*	*8*	*8*	*10*	*8*
GDDR6 (%)	*3*	*2*	*2*	*1*	*1*	*1*	*1*	*1*	*8*	*2*	*1*
GDDR7 (%)	*6*	*9*	*9*	*11*	*11*	*11*	*11*	*12*	*-*	*9*	*11*
영업이익	**-9.3**	**-2.0**	**20.0**	**24.4**	**30.8**	**37.5**	**49.4**	**50.8**	**-47.0**	**33.2**	**168.5**
OPM (%)	***-3***	***-1***	***5***	***7***	***9***	***10***	***12***	***12***	***-4***	***2***	***11***

자료: SK 증권 추정

심텍, Valuation 매력도 진단

Trailing PBR 추이

12MF Forward PER 추이

자료 : QuantiWise, SK증권

ISC (매수/125,000원) I 이동주

2026-01-20

빛을 발하기 시작하는 AI 효과

- 3Q25에 이어 4Q25도 AI GPU가 실적 견인
  - 4Q25 생성형 AI 관련 매출액은 510억원 수준으로 추정되며 전사의 70% 비중
  - AI GPU의 고속 처리 신호 요구가 증대됨에 따라 고주파 특성 우위에 강점을 바탕으로 양산용 소켓 시장 침투 확대

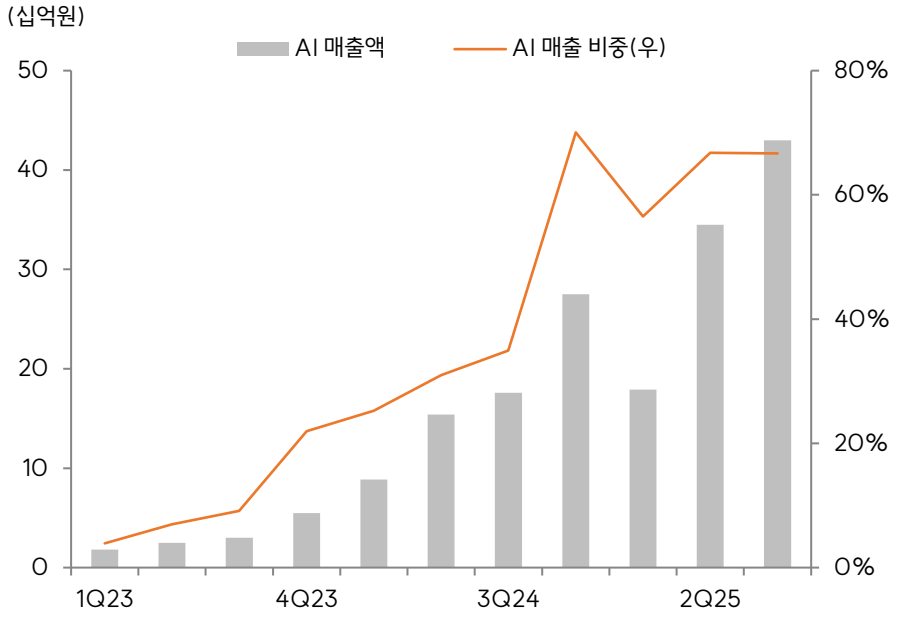
- 투자의견 매수, 목표주가 12.5만원으로 상향
  - 2026년 OP +21% 상향 조정. AI GPU 매출 기여 확대에 따른 수익성 개선 효과
  - 국내외 후공정 주요 테스트 업체 2026년 P/E 35x 수준에 형성

투자지표	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	179	140	174	221	284	328
영업이익	십억원	56	11	45	58	80	97
순이익(지배주주)	십억원	44	13	55	57	75	105
EPS	원	2,526	623	2,579	2,712	3,518	4,953
PER	배	12.4	128.9	28.0	41.0	29.9	21.3
PBR	배	1.9	3.5	2.8	4.2	3.6	3.2
EV/EBITDA	배	6.9	73.3	22.0	29.8	20.5	16.3
ROE	%	17.9	3.6	11.0	10.9	13.2	16.4

ISC, Key Chart

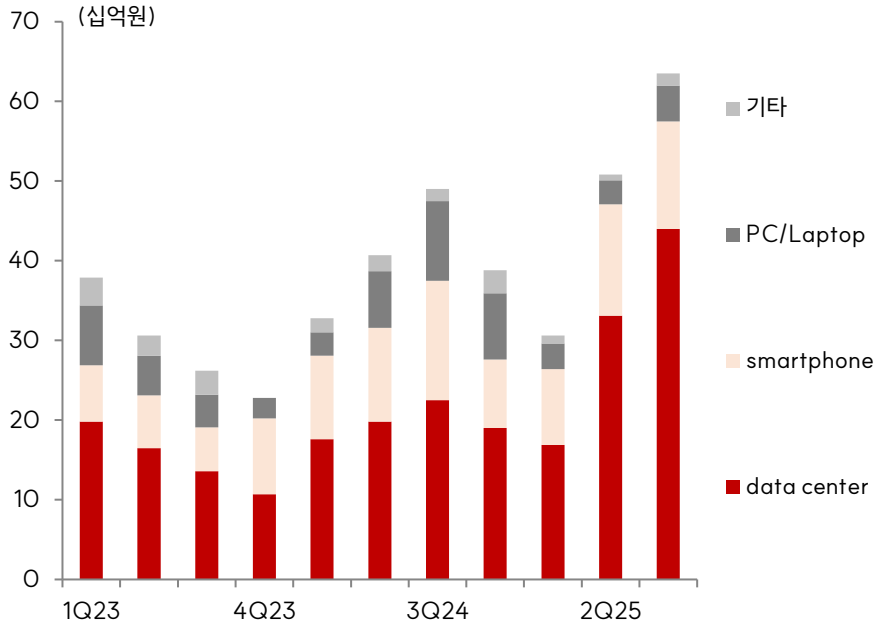
- AI GPU 내 존재감을 드러내는 중. N사 올해 출시 예정 제품, 전작 대비 양산용 소켓 점유율 확대 예상
- ASIC에서도 주요 고객 다수 확보. 글로벌 소켓 업체 중 해당 영역은 선두적 지위
- CoWoS 이전 인터페이스 단계에서 테스트 소켓의 시장도 점차 생겨날 것 (고객사의 수율 개선 목적)
- 패키징 구조의 복잡성 증가와 아키텍쳐 변화의 속도가 빨라지면서 테스터 장비와 테스트 소켓의 융합 및 협업이 필요해지는 시점
- 동사는 아이세미를 통한 테스터 영역을 강화. 고객사에 턴키 테스트 솔루션을 제공을 준비

ISC, AI 매출 비중



자료 : ISC, SK증권

ISC, Application별 매출 비중



자료 : ISC, SK증권

ISC, 사업부문별 실적

ISC 제품별 실적구분

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**32**	**52**	**65**	**73**	**59**	**73**	**80**	**73**	**174**	**221**	**284**
QoQ	-19%	63%	25%	13%	-20%	25%	9%	-9%			
YoY	-10%	4%	28%	86%	85%	41%	23%	-1%	24%	27%	28%
Test 소켓	**30**	**50**	**54**	**62**	**48**	**63**	**67**	**60**	**166**	**195**	**237**
장비/소재		2	11	10	10	10	12	12		24	44
기타	1	0	0	2	1	1	1	1	8	2	3
영업이익	**7**	**14**	**17**	**20**	**15**	**21**	**23**	**20**	**45**	**58**	**80**
QoQ	-7%	96%	27%	17%	-27%	41%	12%	-14%			
YoY	-18%	-8%	26%	171%	113%	53%	34%	-1%	317%	31%	36%
OPM(%)	**22%**	**27%**	**27%**	**28%**	**25%**	**29%**	**29%**	**28%**	**26%**	**26%**	**28%**

자료: SK 증권 추정

ISC, Valuation 매력도 진단

Trailing PBR 추이

12MF Forward PER 추이

자료 : QuantiWise, SK증권

ISC (매수/125,000원)

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	362	405	454	500	590
현금및현금성자산	268	40	52	53	75
매출채권 및 기타채권	23	40	61	60	69
재고자산	15	15	23	23	26
비유동자산	180	178	176	188	200
장기금융자산	12	11	5	5	5
유형자산	93	92	96	110	122
무형자산	21	18	19	18	17
자산총계	542	583	630	688	790
유동부채	58	52	84	84	95
단기금융부채	40	21	38	38	44
매입채무 및 기타채무	7	10	36	35	41
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	10	7	8	8	9
장기금융부채	4	0	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	3	3	0	0	0
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	68	60	92	92	104
지배주주지분	473	523	537	595	683
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	316	316	290	290	290
기타자본구성요소	-27	-27	-27	-27	-27
자기주식	-18	-18	-18	-18	-18
이익잉여금	173	222	262	320	409
비지배주주지분	0	0	1	2	2
자본총계	473	523	538	596	686
부채와자본총계	542	583	630	688	790

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	140	174	221	284	328
매출원가	85	100	124	156	174
매출총이익	55	74	97	128	154
매출총이익률(%)	39.3	42.6	44.0	45.2	46.9
판매비와 관리비	44	30	39	49	56
영업이익	11	45	58	80	97
영업이익률(%)	7.7	25.7	26.5	28.0	29.7
비영업손익	7	25	13	13	32
순금융손익	4	10	9	9	10
외환관련손익	1	9	-3	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	18	70	71	92	129
세전계속사업이익률(%)	12.5	39.9	32.1	32.4	39.5
계속사업법인세	4	15	13	17	23
계속사업이익	14	55	58	75	106
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	14	55	58	75	106
순이익률(%)	9.7	31.5	26.2	26.5	32.3
지배주주	13	55	57	75	105
지배주주귀속 순이익률(%)	9.4	31.3	26.0	26.3	32.0
비지배주주	0	0	0	1	1
총포괄이익	16	54	57	75	106
지배주주	15	54	57	75	105
비지배주주	0	0	0	1	1
EBITDA	19	55	68	91	110

ISC (매수/125,000원)

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	22	51	55	87	113
당기순이익(손실)	14	55	58	75	106
비현금성항목등	25	7	17	20	26
유형자산감가상각비	7	9	9	10	12
무형자산상각비	2	1	1	1	1
기타	16	-3	7	9	13
운전자본감소(증가)	0	-11	-17	0	-6
매출채권및기타채권의감소(증가)	4	-12	-24	0	-9
재고자산의감소(증가)	6	-3	-9	0	-3
매입채무및기타채무의증가(감소)	-10	5	12	-0	5
기타	-36	-6	-22	-25	-36
법인세납부	-19	-6	-17	-17	-23
투자활동현금흐름	-2	-252	-29	-70	-78
금융자산의감소(증가)	11	-254	9	-46	-53
유형자산의감소(증가)	-13	-5	-14	-24	-24
무형자산의감소(증가)	0	-0	-3	0	-0
기타	0	7	-21	0	-1
재무활동현금흐름	194	-27	1	-17	-11
단기금융부채의증가(감소)	4	-23	18	-0	6
장기금융부채의증가(감소)	-0	-0	-0	0	0
자본의증가(감소)	200	0	-26	0	0
배당금지급	-10	-4	-17	-17	-17
기타	0	0	26	0	0
현금의 증가(감소)	214	-228	12	1	23
기초현금	54	268	40	52	53
기말현금	268	40	52	53	76
FCF	9	46	39	63	89

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-21.6	24.4	26.6	28.4	15.4
영업이익	-80.8	317.1	30.6	36.0	22.3
세전계속사업이익	-71.7	296.2	2.0	29.6	40.7
EBITDA	-72.1	181.2	25.2	33.2	21.0
EPS	-75.3	314.0	5.2	29.7	40.8
수익성 (%)					
ROA	3.0	9.8	9.5	11.4	14.3
ROE	3.6	11.0	10.9	13.2	16.4
EBITDA마진	13.9	31.3	31.0	32.1	33.6
안정성 (%)					
유동비율	621.1	775.0	539.2	597.5	621.0
부채비율	14.4	11.4	17.2	15.4	15.2
순차입금/자기자본	-58.5	-62.3	-59.5	-61.5	-63.7
EBITDA/이자비용(배)	9.1	34.4	59.8	56.5	60.6
배당성향	31.0	30.3	28.8	22.2	15.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	623	2,579	2,712	3,518	4,953
BPS	23,173	25,507	26,165	28,901	33,072
CFPS	1,033	3,044	3,180	4,065	5,564
주당 현금배당금	200	810	810	810	810
Valuation지표 (배)					
PER	128.9	28.0	41.0	29.9	21.3
PBR	3.5	2.8	4.2	3.6	3.2
PCR	77.7	23.7	34.9	25.9	18.9
EV/EBITDA	73.3	22.0	29.8	20.5	16.3
배당수익률	0.2	1.1	0.7	0.8	0.8

자료: ISC, SK증권 추정

목표주가 밸류에이션

삼성전기 목표주가 밸류에이션 분석

구분			비고
목표 주가	400,000	원	
26F&27F EPS 평균	13,928	원	2026년과 2027년 EPS의 평균
목표 PER	29.18	배	과거 성장기 고점 PER의 평균
주당가치	406,414	원	

자료 : SK증권

ISC 목표주가 밸류에이션 분석

구분			비고
목표 주가	125,000	원	
26F EPS	3,518	원	2026년 추정 EPS
목표 PER	35	배	PER 35배 적용
주당가치	123,310	원	

자료 : SK증권

LG이노텍 목표주가 밸류에이션 분석

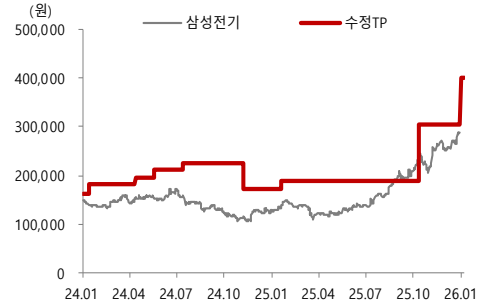
구분			비고
목표 주가	350,000	원	
27년 EPS	31,157	원	2027년 EPS로 대체
목표 PER	11	배	2024년 평균 PER 11배 유지
주당가치	354,611	원	

자료 : SK증권

Compliance Notice

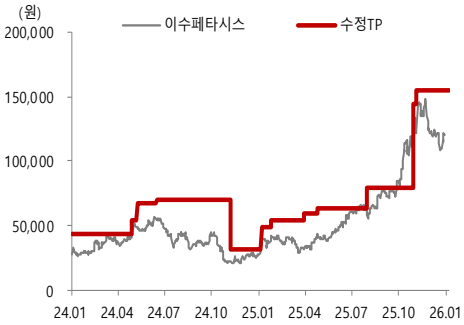
삼성전기

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율 평균주가 대비	괴리율 최고(최저) 주가대비
2026.01.20	매수	400,000원	6개월		
2025.10.30	매수	305,000원	6개월	-17.62%	-5.08%
2025.02.07	매수	187,000원	6개월	-20.43%	24.06%
2024.11.25	매수	172,000원	6개월	-28.43%	-21.74%
2024.08.01	매수	224,000원	6개월	-42.08%	-32.77%
2024.06.05	매수	213,000원	6개월	-26.01%	-18.92%
2024.04.30	매수	195,000원	6개월	-20.25%	-18.15%
2024.02.01	매수	182,000원	6개월	-21.01%	-12.69%



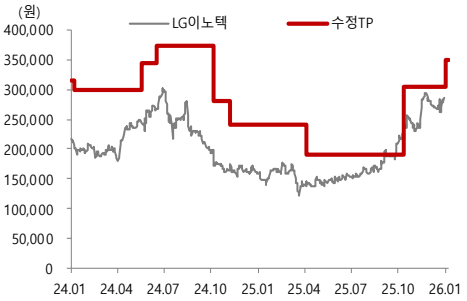
이수페타시스

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율 평균주가 대비	괴리율 최고(최저) 주가대비
2025.11.24	매수	155,000원	6개월		
2025.11.17	매수	144,000원	6개월	-12.03%	-7.43%
2025.08.18	매수	79,000원	6개월	4.08%	51.39%
2025.05.15	매수	63,000원	6개월	-17.35%	5.24%
2025.04.18	매수	59,000원	6개월	-38.42%	-26.27%
2025.02.13	매수	53,975원	6개월	-31.01%	-20.70%
2025.01.24	매수	48,626원	6개월	-24.23%	-18.60%
2024.11.25	매수	31,121원	6개월	-18.74%	-0.16%
2024.07.04	매수	70,021원	6개월	-44.99%	-21.25%
2024.05.27	매수	68,076원	6개월	-26.09%	-16.14%
2024.05.16	매수	53,975원	6개월	-7.42%	-4.50%
2024.02.16	매수	43,763원	6개월	-16.27%	-0.22%



LG이노텍

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율 평균주가 대비	괴리율 최고(최저) 주가대비
2026.01.20	매수	350,000원	6개월		
2025.10.31	매수	305,000원	6개월	-13.61%	-3.44%
2025.04.24	매수	190,000원	6개월	-13.74%	21.58%
2024.11.25	매수	240,000원	6개월	-33.83%	-26.04%
2024.10.24	매수	280,000원	6개월	-39.25%	-36.57%
2024.07.05	매수	375,000원	6개월	-35.08%	-19.47%
2024.06.05	매수	345,000원	6개월	-24.67%	-20.87%
2024.01.26	매수	300,000원	6개월	-30.61%	-17.00%
2024.01.19	매수	315,000원	6개월	-32.70%	-31.90%
2023.03.31	담당자 변경				



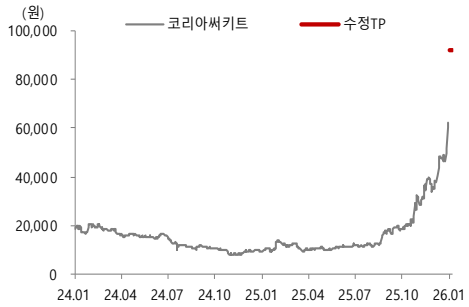
롯데에너지머티리얼즈

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율 평균주가 대비	괴리율 최고(최저) 주가대비
2025.11.24	매수	56,000원	6개월		
2025.11.11	매수	44,500원	6개월	-14.80%	-7.42%
2025.08.07	매수	32,000원	6개월	-20.92%	0.00%
2025.05.13	매수	29,500원	6개월	-22.52%	-10.34%
2023.03.01	담당자 변경				

Compliance Notice

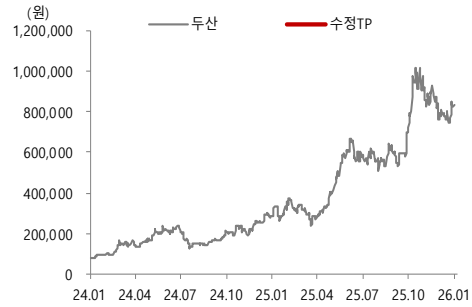
코리아써키트

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2026.01.20	매수	92,000원	6개월		



두산

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2026.01.20	Not Rated				

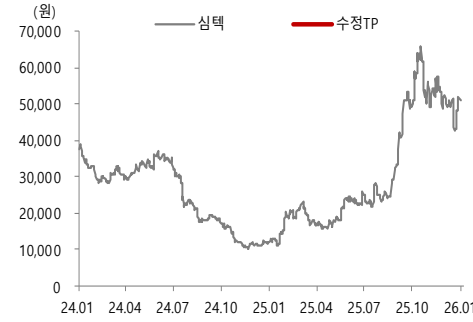


대덕전자

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2026.01.20	Not Rated				

심텍

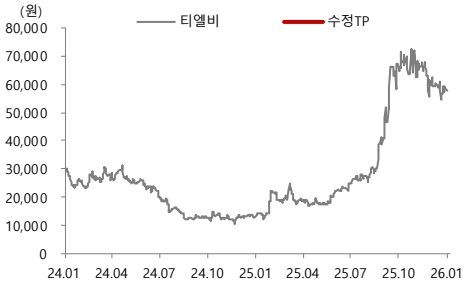
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2026.01.20	Not Rated				



Compliance Notice

티엘비

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2026.01.20	Not Rated				

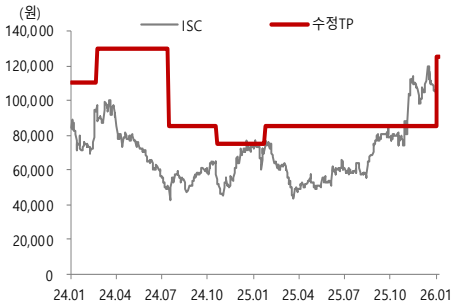


해성디에스

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2025.12.17	매수	72,000원	6개월		

ISC

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2026.01.20	매수	125,000원	6개월		
2025.02.11	매수	85,000원	6개월	-17.10%	41.18%
2024.11.06	매수	75,000원	6개월	-17.15%	2.40%
2024.08.02	매수	85,000원	6개월	-33.72%	-23.18%
2024.03.12	매수	130,000원	6개월	-42.12%	-22.85%
2024.01.19	매수	110,000원	6개월	-29.29%	-13.64%



Compliance Notice

COMPLIANCE NOTICE

작성자(박형우, 이동주, 권민규)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 01월 20일 기준)	**매수**	**93.90%**	**중립**	**6.10%**	**매도**	**0.00%**