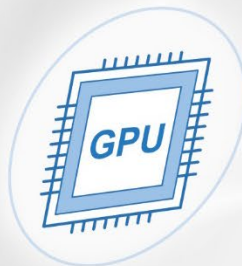
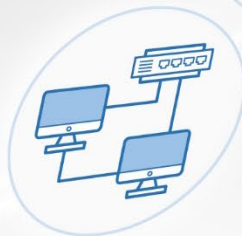


After AI 시리즈 2

Meritz Research 2024. 9. 10



AI 진화론

- Part 1 AI 산업 위치와 핵심 이슈 진단
- Part 2 AI 시대 반도체 - 일시적 아닌 구조적 성장
- Part 3 AI와 네트워크의 변화
- Part 4 AI디바이스 - 머지않은 미래



After AI 시리즈 2

AI 진화론

글로벌 기업

관심종목	투자판단	블룸버그 평균TP
Broadcom (AVGO US)	Not Rated	193.24달러
Arista Networks (ANET US)	Not Rated	365.24달러

반도체/디스플레이

관심종목	투자판단	적정주가
SK하이닉스 (000660)	Buy	230,000원
삼성전자 (005930)	Buy	95,000원

관심종목	투자판단	블룸버그 평균TP
NVIDIA (NVDA US)	Not Rated	-
필라델피아 반도체 지수	Not Rated	-

통신/우주/미디어

관심종목	투자판단	적정주가
SK텔레콤(017670)	Buy	67,500원

관심종목	투자판단	블룸버그 평균TP
SGH(SGH US)	Not Rated	31.33달러

전기전자/IT부품

관심종목	투자판단	적정주가
이수페타시스(007660)	Buy	54,000원
삼성전기 (009150)	Buy	200,000원
Pi첨단소재 (178920)	Buy	36,000원
대덕전자(353200)	Buy	29,000원
기가비스 (420770)	Not Rated	-
아나패스(405100)	Not Rated	-
에프엔에스테크(083500)	Not Rated	-



글로벌 투자전략-선진국
Analyst 황수욱
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr



반도체/디스플레이
Analyst 김선우
02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr



통신/우주/미디어
Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr



전기전자/IT부품
Analyst 양승수
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Contents



Part I	AI 산업 위치와 핵심 이슈 진단	9
Part II	AI 시대 반도체 - 일시적 아닌 구조적 성장	47
Part III	AI와 네트워크의 변화	75
Part IV	AI 디바이스 - 머지않은 미래	101

기업분석	SK하이닉스 (000660)	138
	삼성전자 (005930)	142
	SK텔레콤 (017670)	146
	이수페타시스 (007660)	155
	삼성전기 (009150)	160
	PI첨단소재 (178920)	166
	대덕전자 (353200)	171
	기가비스 (420770)	175
	아나패스 (405100)	178
	에프엔에스테크 (083500)	181
	NVIDIA (NVDA US)	184
	필라델피아 반도체 지수	187
	Broadcom (AVGO US)	190
	Arista Networks (ANET US)	194
Smart Global Holdings (SGH US)	198	



I AI산업의 위치와 핵심 이슈 진단

AI H/W, S/W 산업 어디쯤 와 있나

- 시장의 걱정은 7월 이후 AI 관련주 전반의 조정이 peak-out인지 지연인지. AI 산업 동향은 H/W의 경우 여전히 초과수요 상황에 있으며 S/W 개발에 대한 니즈가 H/W의 초과수요를 뒷받침하고 있다고 봄. 킬러 콘텐츠의 등장 미뤄지며 AI 산업에 대한 기대가 소진 중이지만 AI 파생 기술 중 기술 사이클 초입에 있는 파생 산업에 주목해볼 수 있음
- 앞으로 AI 발전에 걸림돌이 될 가장 큰 문제는 '비용'. 비용 문제와 함께 올해부터 새롭게 주목받기 시작한 기술들에 주목. 비용 효율화 관점에서 1) GPU 대체제 탐색, 2) 데이터센터 네트워크 시스템 교체 수요, 3) LLM에서 SLM 개발로 넘어가는 관심과 여기서 파생되는 온디바이스 AI 산업이 새 기술에 대한 핵심 포인트
- 세가지 현상에 공통적으로 수혜를 볼 수 있는 브로드컴에 대한 긍정적인 시각. 세가지 현상 중 가장 강한 모멘텀 기대되는 데이터센터 네트워크 시스템 교체 흐름에 대한 미국 주식 퓨어 플레이어 아리스타 네트워크스에도 관심. AI 산업에서 GPU의 역할을 고려할 때 엔비디아 실적 성장률의 둔화 속도는 우려보다 빠르지 않을 가능성

II AI 시대의 반도체

일시적 성장이 아닌 구조적 성장

- 글로벌 반도체 시장 성장은 주요 응용처 별로, 15년의 PC 시대 (90~05년), 스마트폰 (05~20년)을 지나 AI 시대로 진입
- 각 시대별로 '전력과 성능'의 두 마리 토끼 중 PC는 '성능', 스마트폰은 '전력'에 방점을 둬. 그 결과 PC 대비 스마트폰 시대에서는 트랜지스터의 집적도 향상 속 칩 크기의 소형화가 발생
- 이제 펼쳐지는 AI 시대는 1) 주요 연산칩의 면적 증가, 2) 소비전력 증가, 3) 필연적인 반도체 Capex·Capa 확대, 4) 생산 난도 증가에 따른 수율 하락과 판가 상승으로 귀결. 향후 글로벌 반도체 매출은 추세선을 넘어서는 초과 성장을 예상
- AI 투자 회수의 불확실성 불구, 업체간·지역간 경쟁 요인을 감안 시 반도체 시장은 구조적 성장을 구가할 전망
- '디지털' 성격을 띄는 광학 기술 중심의 전공정 고도화보다는, '아날로그' 성격의 후공정 개발로 반도체 성능 개선이 지속 추구될 것. 향후 2H24~1H25에 걸쳐 CoWoS-L 등 차세대 이중 접합 기술의 수율 안정화와 HBM의 구조적 성장을 전망
- AI용 패키징기판은 대면적 FC-BGA와 Glass Core Substrate 양측으로 시장이 구분되고 있으며 TSMC의 기술적인 주도권을 바탕으로 당분간은 AI용 FC-BGA의 부가가치가 지속 상승할 전망
- MLB 기판은 AI가속기 시장 성장과 동행하는 Q 성장과 고밀도회로 구현을 위한 HDI 등 신공법 적용을 통한 P 상승이 동시에 진행되고 있으며 초과 성장 기조는 중장기적으로도 분명한 방향성이라 판단



III 통신서비스

AI와 네트워크의 변화

- 국내 민간 데이터센터 매출은 2017년부터 연평균 +10% 성장해 2022년 3.9조원 기록, 2023년 4.3조원으로 증가 전망
- 데이터센터 네트워크 구조는 AI와 클라우드로 인한 횡방향 트래픽 증가로 기존 3계층 구조에서 Spine-Leaf 구조로 변화
- 이더넷 스위치는 성능 개선 및 가격 경쟁력을 앞세워 인피니밴드를 대체. 향후 이더넷 기반의 네트워크 투자 확대 전망
- 2027년 이후 국내 데이터센터 수도권 집중화 비중은 80% 이상. 주민 민원/인허가 이슈로 데이터센터 분산 필요성 대두
- 신속한 구축과 효율적인 설비 확장이 가능한 글로벌 엣지 데이터센터 시장은 2028년까지 연평균 +23% 성장 전망
- 엣지 AI는 ① 사용자 혹은 기기 가까운 위치에서 데이터를 처리/분석함에 따라 대역폭을 줄일 수 있고, ② 서버당 냉각에 필요한 표면적이 적어 전력 사용량 절감에도 용이. 특히, ③ AI 학습(Training)을 위한 고성능 클러스터를 구축한 중앙 데이터센터와 달리 추론(Inference) 영역은 엣지 AI로 충분히 수용이 가능하며, ④ 개인정보 보호 및 사이버 보안에 강점
- 통신사들은 이미 이더넷 기반의 네트워크 환경을 운영 및 관리한 경험을 바탕으로 DC 시장에서 OPEX 절감이 가능하며, 전국 수십개의 백본 및 교환국사와 수백여개의 DU 집중 국사를 통해 500KW 내외 소규모 엣지 AI 인프라 조성이 가능

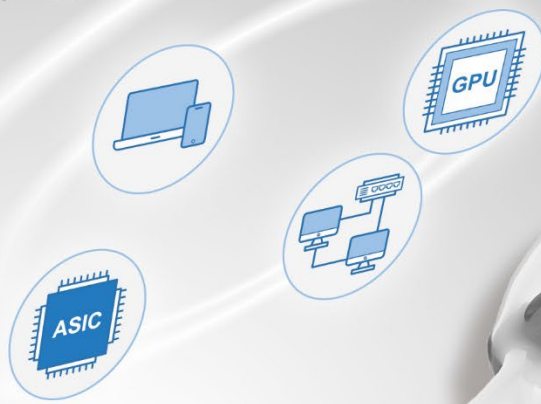
IV AI디바이스 - 머지않은 미래

AI디바이스 무엇을 바꿀까

- 보급률 상승과 함께 IT 세트 시장은 신규 수요가 아닌 교체 수요에 의존하는 시장으로 변화 → 세트 업체들 입장에서 생존의 핵심은 교체 수요의 단축을 위한 새로운 전략 발굴
- 하드웨어 변화의 한계에 도달한 세트 업체들의 새로운 희망은 온디바이스 AI로 귀결 중
- 온디바이스AI의 초기 수요는 긍정적으로 관찰되나 중장기적인 수요로 연결되기 위해서는 킬러 콘텐츠가 필요
- 해당 관점에서 Google의 'Gemini Live'나 Apple의 Apple Intelligence는 'AI Agent'가 온디바이스AI의 킬러 콘텐츠가 될 수 있음을 간접적으로 시사 → AI Agent가 킬러 콘텐츠로 부각되는 시점에 B2C향 온디바이스AI의 가파른 침투 예상
- AI PC는 다수의 시장 참여자들의 등장으로 경쟁이 심화되고 있으며, Windows10 지원 종료를 통한 B2B향 수요 확대가 예상되는 2025년을 변곡점으로 예상
- 온디바이스AI로 인한 수혜 부품으로는 ① OLED, ② 방열부품 ③ MLCC를 제시
- 해당 부품 관련 기업들은 온디바이스AI로 인한 콘텐츠 증가로 중장기적인 구조적 성장을 전망. 세트 수요 둔화의 영향으로 단기 부진이 예상되나 향후 AI 디바이스의 수요가 증가하는 국면에서 동반 Q 성장을 통한 강력한 영업 레버리지 효과 기대

AI 진화론

After AI 시리즈 2



기업분석

국내 기업

종목명	투자판단	적정주가
SK하이닉스 (000660)	Buy	230,000원
삼성전자 (005930)	Buy	95,000원
SK텔레콤(017670)	Buy	67,500원
이수페타시스(007660)	Buy	54,000원
삼성전기 (009150)	Buy	200,000원
PI첨단소재 (178920)	Buy	36,000원
대덕전자(353200)	Buy	29,000원
기가비스 (420770)	Not Rated	-
아나패스(405100)	Not Rated	-
에프엔에스테크(083500)	Not Rated	-

글로벌 기업

종목명	투자판단	블룸버그 평균 TP
NVIDIA (NVDA US)	Not Rated	-
필라델피아 반도체 지수	Not Rated	-
Broadcom (AVGO US)	Not Rated	193.24달러
Arista Networks (ANET US)	Not Rated	365.24달러
Smart Global Holdings(SGH US)	Not Rated	31.33달러



SK하이닉스 (000660) H200 기반 순조로운 실적 개선

Analyst 김선우 02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	230,000원
현재주가 (9.9)	157,000원
상승여력	46.5%
KOSPI	2,535.93pt
시가총액	1,142,964억원
발행주식수	72,800만주
유동주식비율	73.94%
외국인비중	53.72%
52주 최고/최저가	241,000원/113,700원
평균거래대금	10,447.4억원

주요주주(%)	
에스케이스퀘어 외 8 인	20.07
국민연금공단	7.41

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.5	-8.7	38.1
상대주가	-6.6	-3.5	38.7

주가그래프



PC 등 레거시 가격 저항 불구 HBM 실적 기여 기반한 양호한 3Q24 실적 예상

- SK하이닉스의 3Q24 매출 17.8조원 (+8.6% QoQ), 영업이익 7.09조원 예상 (+30% QoQ). 최근 메모리 실적 둔화 우려와 무관하게 양호한 실적 개선세 시현
- 이는 전분기 대비 재고평가손실 환입 효과 제거에도 불구하고 엔비디아의 CoWoS-S 기반 H200 생산 증가에 따라 준독점구조의 HBM3E 매출이 크게 증가하는데 기반
- 3Q24 HBM 매출이 3조원 중반으로 60% 가까이 QoQ상승하며, 영업이익률 역시 60% 육박하는 수준까지 개선
- 2025년 SK하이닉스 HBM 매출/영업이익을 21.7조원/9.9조원으로 소폭 상향조정 (vs 24년 11.3조원/5.5조원)

반도체 공정기술의 아날로그 기술 변화의 최대 수혜주

- 전공정 중심 메모리 고도화는 커머디티·디지털 기술로 요약. HBM 등 후공정 중심 주문형·아날로그 기술 우위 장기 유지 특성 지님. HBM4 이후 로직다이의 Customization 추세는 파운드리 밸류체인 일체화를 유도할 가능성 높음
- DRAM 중심 영업이익 개선은 2025년까지 지속될 전망. 2012~14년의 DRAM 산업 개선세와 유사한 흐름. 동사는 사이클 고점이 연장된 2014년에 주가 리레이팅이 발생했음을 기억할 필요
- 현재 동사는 25E 1.15배 P/B에 불과. 투자의견 Buy, 적정주가 23만원 제시 (24E/25E AVG BPS 2.0배 적용)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	44,621.6	6,809.4	2,229.6	3,062.6	-76.8	86,904.0	62.0	2.2	4.3	3.5	64.1
2023	32,765.7	-7,730.3	-9,112.4	-12,517.0	-508.7	73,494.7	-15.2	2.6	16.7	-17.0	87.5
2024E	66,817.1	24,502.9	17,683.9	24,291.0	-294.1	97,584.1	7.8	1.9	3.7	28.4	77.6
2025E	86,930.6	39,003.5	28,887.6	39,680.7	63.4	136,094.9	4.8	1.4	2.2	34.0	58.3
2026E	98,142.4	42,617.4	32,174.6	44,195.8	11.4	178,029.0	4.3	1.1	1.5	28.1	46.3

SK하이닉스 – 영업이익 개선 전망 그대로 유효

After AI 시리즈 2
AI 진화론

SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	12,429.6	16,423.3	17,830.7	20,141.5	19,471.0	21,756.0	22,696.3	23,007.3	32,765.7	66,817.1	86,930.6	98,142.4
DRAM	7,388.4	10,517.2	11,620.4	13,329.0	12,919.5	14,759.2	15,002.8	15,298.3	20,462.1	42,855.0	57,979.8	65,751.2
NAND	4,635.7	5,532.1	5,692.9	6,111.2	6,048.0	6,471.3	7,124.3	7,117.9	10,333.1	21,972.0	26,761.5	29,983.1
영업이익	2,886.0	5,468.5	7,090.1	9,057.0	8,416.0	9,997.3	10,336.9	10,253.3	-7,730.3	24,502.9	39,003.5	42,617.4
DRAM	2,494.9	4,889.7	6,161.7	7,815.7	7,240.8	8,626.2	8,563.1	8,729.9	536.7	21,361.9	33,160.1	37,042.7
NAND	454.5	765.4	1,021.5	1,346.5	1,235.6	1,418.3	1,768.1	1,493.9	-7,968.9	3,587.9	5,915.9	5,378.2
기타	-62.1	-186.6	-93.1	-105.2	-60.4	-47.3	5.7	29.6	-298.1	-447.0	-72.5	196.5
세전이익	2,372.6	5,052.2	7,332.0	6,918.3	8,646.4	10,014.8	10,385.1	7,955.9	-11,657.8	21,675.2	37,002.3	41,216.5
지배주주순이익	1,919.3	4,120.3	5,980.2	5,664.2	6,746.4	7,811.9	8,101.4	6,228.0	-9,112.4	17,683.9	28,887.6	32,174.6
영업이익률 (%)	23%	33%	40%	45%	43%	46%	46%	45%	-24%	37%	45%	43%
DRAM	34%	46%	53%	59%	56%	58%	57%	57%	3%	50%	57%	56%
NAND	10%	14%	18%	22%	20%	22%	25%	21%	-77%	16%	22%	18%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 – 메모리 전망 주요 가정

After AI 시리즈 2
AI 진화론

SK하이닉스 – 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	15,862	19,192	19,576	20,947	20,318	22,756	24,349	25,080	63,477	75,577	92,504	110,757
	% QoQ	-15%	21%	2%	7%	-3%	12%	7%	3%				
	% YoY	41%	27%	7%	12%	28%	19%	24%	20%	14%	19%	22%	20%
	NAND	305,615	299,503	284,528	298,754	301,742	322,864	351,922	362,479	1,135,175	1,188,401	1,339,006	1,624,619
	% QoQ	-2%	-2%	-5%	5%	1%	7%	9%	3%				
	% YoY	51%	-1%	-11%	-4%	-1%	8%	24%	21%	22%	5%	13%	21%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.35	0.40	0.44	0.47	0.49	0.50	0.47	0.47	0.25	0.42	0.48	0.46
	% QoQ	21%	14%	10%	8%	3%	2%	-5%	-1%				
	% YoY	73%	81%	78%	63%	39%	25%	8%	-1%	-37%	70%	15%	-5%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.02	0.01
	% QoQ	31%	18%	10%	3%	1%	0%	1%	-3%				
	% YoY	67%	122%	141%	75%	35%	14%	5%	-1%	-40%	97%	12%	-8%
영업이익률 (%)	DRAM	34%	46%	53%	59%	56%	58%	57%	57%	3%	50%	56%	58%
	NAND	10%	14%	18%	22%	20%	22%	25%	21%	-77%	16%	20%	22%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 (000660)

After AI 시리즈 2

AI 진화론

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	44,621.6	32,765.7	66,817.1	86,930.6	98,142.4
매출액증가율(%)	3.8	-26.6	103.9	30.1	12.9
매출원가	28,993.7	33,299.2	32,442.5	52,555.9	63,767.8
매출총이익	15,627.9	-533.5	34,374.6	34,374.6	34,374.6
판매비와관리비	8,818.4	7,196.9	9,873.0	12,928.9	14,632.3
영업이익	6,809.4	-7,730.3	24,502.9	39,003.5	42,617.4
영업이익률(%)	15.3	-23.6	36.7	44.9	43.4
금융손익	-1,377.3	-3,831.4	-2,803.2	-2,004.3	-1,404.1
중속/관계기업관련손익	131.2	15.1	8.5	3.1	3.1
기타영업외손익	-1,560.6	-111.2	-2,826.5	-2,001.2	-1,400.9
세전계속사업이익	4,002.8	-11,657.8	21,675.2	37,002.3	41,216.5
법인세비용	1,761.1	-2,520.3	4,017.1	8,140.5	9,067.6
당기순이익	2,241.7	-9,137.6	17,658.1	28,861.8	32,148.8
지배주주지분 순이익	2,229.6	-9,112.4	17,683.9	28,887.6	32,174.6
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	28,733.3	30,468.1	44,078.5	72,082.2	103,360.3
현금및현금성자산	4,977.0	7,587.3	15,991.3	40,998.2	68,878.7
매출채권	5,186.1	6,600.3	10,758.8	11,289.6	11,891.7
재고자산	15,664.7	13,480.7	14,016.6	16,011.0	18,283.1
비유동자산	75,138.2	69,862.1	82,082.0	84,762.0	86,272.1
유형자산	60,228.5	52,704.9	55,607.6	55,607.6	56,907.6
무형자산	3,512.1	3,834.6	3,728.3	3,409.8	3,199.2
투자자산	7,482.7	5,808.6	1,446.9	1,415.0	1,383.0
자산총계	103,871.5	100,330.2	126,160.5	156,844.3	189,632.4
유동부채	19,843.7	21,007.8	37,987.2	45,885.9	51,066.2
매입채무	2,186.2	1,845.5	3,287.9	3,755.8	4,288.7
단기차입금	3,833.3	4,145.7	1,547.7	1,547.7	1,547.7
유동성장기부채	3,590.0	5,711.5	8,675.5	8,409.9	8,103.3
비유동부채	20,737.3	25,818.6	17,135.0	11,884.2	8,964.0
사채	6,497.8	9,490.4	0.0	-4,000.0	-6,000.0
장기차입금	9,073.6	10,121.0	13,433.8	12,112.9	11,112.9
부채총계	40,581.0	46,826.4	55,122.3	57,770.1	60,030.2
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,336.2	4,372.6	4,420.1	4,420.1	4,420.1
기타포괄이익누계액	898.7	1,014.1	1,686.2	1,686.2	1,686.2
이익잉여금	56,685.3	46,729.3	63,509.8	91,545.7	122,073.8
비지배주주지분	24.2	-0.5	-3.3	-3.3	-3.3
자본총계	63,290.5	53,503.8	71,038.2	99,074.1	129,602.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	14,780.5	4,278.2	31,600.8	47,303.9	49,992.4
당기순이익(손실)	2,241.7	-9,137.6	17,658.1	28,861.8	32,148.8
유형자산감가상각비	13,371.9	13,121.1	15,000.0	15,500.0	15,500.0
무형자산상각비	779.6	552.5	699.5	718.5	610.6
운전자본의 증감	-2,689.7	793.8	-5,311.1	-1,878.8	-2,137.8
투자활동 현금흐름	-17,883.8	-7,334.7	-16,318.5	-15,884.7	-17,184.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-19,010.3	-8,325.1	-16,500.0	-15,500.0	-16,800.0
투자자산의 감소(증가)	976.6	1,674.2	-13.7	35.1	35.1
재무활동 현금흐름	2,821.8	5,696.9	-7,016.9	-6,412.3	-4,927.3
차입금증감	5,641.8	9,184.2	-5,955.4	-5,586.4	-3,306.6
자본의증가	1.5	36.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-81.0	2,610.3	8,404.0	25,006.9	27,880.4
기초현금	5,058.0	4,977.0	7,587.3	15,991.3	40,998.2
기말현금	4,977.0	7,587.3	15,991.3	40,998.2	68,878.7
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	61,293	45,008	91,781	119,410	134,811
EPS(지배주주)	3,063	-12,517	24,291	39,681	44,196
CFPS	29,909	8,098	11,544	34,350	38,297
EBITDAPS	28,792	8,164	55,223	75,854	80,670
BPS	86,904	73,495	97,584	136,095	178,029
DPS	1,200	1,200	1,200	3,509	3,610
배당수익률(%)	1.6	0.8	0.6	1.8	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	24.5	-11.3	7.8	4.8	4.3
PCR	2.5	17.5	16.5	5.5	5.0
PSR	1.2	3.1	2.1	1.6	1.4
PBR	0.9	1.9	1.9	1.4	1.1
EBITDA	20,960.9	5,943.4	40,202.4	55,222.0	58,728.0
EV/EBITDA	3.5	21.5	3.7	2.2	1.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.6	-15.6	28.4	34.0	28.1
EBITDA이익률	47.0	18.1	76.6	60.5	56.5
부채비율	64.1	87.5	77.6	58.3	46.3
금융비용부담률	1.2	4.5	1.6	0.2	-1.0
이자보상배율(x)	12.8	-5.3	17.4	38.7	51.0
매출채권회전율(x)	6.6	5.6	7.7	7.9	8.5
재고자산회전율(x)	3.6	2.2	2.4	3.5	3.7

삼성전자 (005930) 일시적 단기 실적 둔화

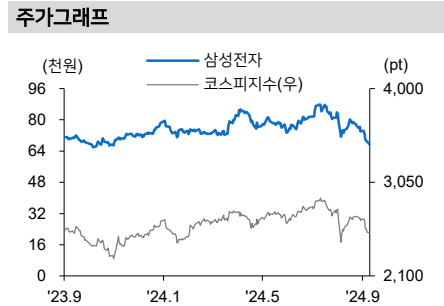
Analyst 김선우 02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	95,000원
현재주가 (9.9)	67,500원
상승여력	40.7%
KOSPI	2,535.93pt
시가총액	4,029,603억원
발행주식수	596,978만주
유동주식비율	76.40%
외국인비중	55.58%
52주 최고/최저가	87,800원/66,000원
평균거래대금	15,572.1억원

주요주주(%)	
삼성생명보험 외 15 인	20.08
국민연금공단	7.68
BlackRock Fund Advisors 외 15 인	5.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.6	-7.9	-4.0
상대주가	-7.8	-2.7	-3.5



3Q24 영업이익의 10.8조원으로 소폭 하향 조정. 상여금 총당 적립, 일회성 효과 제거 및 스마트폰 실적 약세에 기인

- 3Q24 영업이익은 10.8조원으로 시장 기대치 13~14조원을 소폭 하회할 전망
- 지난 7월초 잠정실적 발표 당시 2Q24 실적이 시장 기대치를 상회한데 반해, 최근 3Q24 실적 기대치는 이미 서서히 하향 조정되고 있음
- 동사 메모리 출하량이 기존 기대치를 소폭 하회할 전망이다, 그보다는 1) 상여금 총당 기준 시점 변경에 따른 일시적 적립 영향, 2) 갤럭시 플립6 판매 약세 (3Q24 200만대 초반 vs 전작 3Q23 300만대 초중반) 등 세트 수익성 일부 하향조정, 3) OLED 아이패드 출하량 하향 조정에 따른 패널 매출 소폭 축소에 기반함

이미 조정된 주가. HBM 품질인증과 실적 회복이 주가 모멘텀 제공. Buy 투자 의견, 적정주가 9.5만원

- 동사 주가는 8월 이후 경기 침체 우려에 따른 글로벌 반도체 매출 성장 둔화로 동사 주가는 이미 19.5% 하락한 상황
- 주가 캐털리스트는 1) HBM 주요 고객 확보 ('양산 계획'보다는 '제품 품질 승인'), 2) 4Q24부터 보일 탄력적 실적 개선, 3) 무리한 투자를 제한하는 공급조정 의지 (10월말 3Q24 실적설명회에 주목)
- 마이크론은 9월 26일 (한국시간) 실적설명회에서, 수요 불확실성에 기반한 하향 탄력적 공급증가를 암시할 전망
- 투자 의견 Buy, 적정주가 95,000원 제시 (24/25E 평균 BVPS 1.67배 적용)

(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	302.2	43.4	54.7	9,168	39.5	47,841	8.2	1.57	3.9	15.9	26.4
2023	258.9	6.6	14.5	2,424	-73.6	48,654	31.0	1.55	8.2	4.1	25.4
2024E	313.6	42.9	36.5	5,378	121.8	54,111	14.0	1.39	4.4	9.8	30.7
2025E	360.1	64.4	50.4	7,413	37.8	60,706	10.1	1.24	3.2	12.3	29.9
2026E	392.7	67.9	54.0	7,942	7.1	67,883	9.5	1.11	2.8	11.9	28.8

삼성전자 – 분기 이익은 4Q24부터 개선 가속화

After AI 시리즈 2
AI 진화론

삼성전자 실적추정

(조원)	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	71.9	74.1	78.7	88.9	82.6	86.6	90.9	100.0	258.9	313.6	360.1	392.7
DS	23.1	28.6	30.9	35.8	32.2	36.5	38.1	42.8	67.9	118.4	149.6	173.0
DRAM	10.3	13.2	14.5	16.1	15.9	17.7	17.9	18.4	27.2	54.1	69.9	77.1
NAND	7.2	8.5	9.2	10.1	9.4	10.2	11.3	12.3	16.7	35.0	43.2	50.4
비메모리	5.7	6.8	7.3	9.6	6.8	8.6	8.9	12.1	24.0	29.3	36.5	45.5
SDC	5.7	7.7	8.3	10.4	8.2	7.9	9.8	10.1	31.2	32.0	36.0	36.0
LCD	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	1.8	2.2	2.5	2.9
OLED	5.1	7.1	7.7	9.8	7.6	7.3	9.2	9.4	29.5	29.8	33.5	33.1
MX/네트워크	33.5	27.4	28.4	30.8	33.3	32.4	32.2	35.7	112.8	120.1	133.6	142.1
핸드셋	32.8	26.6	27.6	29.9	32.4	31.5	31.3	34.5	109.0	116.9	129.8	137.5
피쳐폰	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1
스마트폰	29.5	23.2	23.9	25.4	28.7	27.8	27.5	29.5	96.5	102.0	113.6	118.9
테블릿	3.3	3.4	3.7	4.4	3.7	3.6	3.8	5.0	12.3	14.7	16.1	18.5
VD/가전	13.5	14.4	14.9	16.5	13.8	14.7	15.3	16.8	57.6	59.3	60.6	62.7
하만	3.2	3.6	4.2	4.4	3.6	4.0	4.7	4.9	14.4	15.5	17.2	19.0
기타	-7.1	-7.6	-8.0	-9.1	-8.5	-8.9	-9.3	-10.2	-25.0	-31.7	-36.8	-40.1
영업이익	6.6	10.4	10.7	15.1	13.2	15.5	17.2	18.5	6.6	42.9	64.4	67.9
영업이익률 (%)	9.2%	14.1%	13.7%	17.0%	15.9%	17.9%	18.9%	18.5%	2.5%	13.7%	17.9%	17.3%
DS	1.9	6.5	5.6	9.4	8.4	10.3	11.0	12.1	-14.8	23.4	41.9	44.8
DRAM	1.9	4.6	4.3	6.3	6.2	7.5	7.3	7.6	-1.6	17.1	28.5	31.4
NAND	0.9	2.2	1.9	2.8	2.2	2.4	2.9	3.3	-10.8	7.7	10.9	9.7
비메모리	-0.9	-0.3	-0.5	0.3	0.1	0.4	0.8	1.2	-2.5	-1.4	2.5	3.6
SDC	0.3	1.0	1.4	2.1	0.8	1.0	1.9	2.0	5.5	4.8	5.6	5.3
LCD	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-1.2	-0.7	-0.4	-0.3
OLED	0.6	1.1	1.6	2.2	0.9	1.1	1.9	2.1	6.7	5.5	6.0	5.6
MX/네트워크	3.5	2.2	2.7	2.7	3.1	3.1	3.0	3.3	12.5	11.1	12.6	13.2
핸드셋	3.5	2.2	2.7	2.7	3.0	3.1	3.0	3.3	12.1	11.0	12.5	13.2
피쳐폰	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
스마트폰	3.4	2.0	2.5	2.4	2.9	2.9	2.9	3.0	11.5	10.3	11.7	12.3
테블릿	0.1	0.2	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3	0.6	0.7	0.8	0.9
VD/가전	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6	0.8	0.8	0.6	1.7	2.1	2.7	2.8
하만	0.2	0.3	0.5	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5	1.2	1.4	1.7	1.9
기타	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
지배주주 순이익	6.6	9.6	8.6	11.7	10.4	12.1	13.4	14.4	14.5	36.6	50.4	54.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 – 메모리 전망 주요 가정

After AI 시리즈 2
AI 진화론

삼성전자 – 메모리 출하량 및 평가 전망 가정치

		1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	24,591	25,747	26,004	27,044	26,774	29,183	30,934	32,172	86,224	103,385	119,063	137,789
	% QoQ	-15%	5%	1%	4%	-1%	9%	6%	4%				
	% YoY	43%	35%	22%	-6%	9%	13%	12%	19%	8%	20%	15%	16%
	NAND	728,548	695,035	708,935	765,650	727,368	785,557	864,113	967,806	2,378,266	2,898,168	3,344,844	4,254,440
	% QoQ	-2%	-5%	2%	8%	-5%	8%	10%	12%				
	% YoY	36%	26%	30%	3%	0%	13%	22%	26%	15%	22%	15%	27%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.32	0.37	0.41	0.44	0.46	0.47	0.44	0.44	0.24	0.39	0.45	0.43
	% QoQ	20%	19%	10%	8%	3%	2%	-5%	-1%				
	% YoY	35%	77%	82%	70%	45%	25%	8%	-1%	-40%	61%	16%	-5%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	32%	20%	7%	3%	1%	0%	1%	-3%				
	% YoY	33%	76%	86%	74%	34%	11%	5%	-1%	-47%	67%	11%	-8%
영업이익률 (%)	DRAM	19%	35%	30%	39%	39%	42%	41%	41%	-6%	32%	41%	40%
	NAND	12%	26%	20%	28%	23%	24%	26%	27%	-64%	22%	25%	21%

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

After AI 시리즈 2
AI 진화론

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	302,231.4	258,935.5	313,570.0	360,081.6	392,734.8
매출액증가율(%)	8.1	-14.3	21.1	14.8	9.1
매출원가	190,041.8	180,388.6	186,694.6	199,179.9	219,501.5
매출총이익	112,189.6	78,546.9	126,875.4	160,901.7	173,233.3
판매비와관리비	68,813.0	71,979.9	83,982.7	96,498.7	105,294.1
영업이익	43,376.6	6,567.0	42,888.9	64,402.9	67,939.2
영업이익률(%)	14.4	2.5	13.7	17.9	17.3
금융손익	1,801.3	3,454.6	3,534.7	3,736.1	5,012.5
중속/관계기업관련손익	1,090.6	887.6	810.4	794.0	794.0
기타영업외손익	171.9	97.1	4,482.0	4,530.2	5,806.5
세전계속사업이익	46,440.5	11,006.3	47,374.8	68,933.1	73,745.7
법인세비용	-9,213.6	-4,480.8	9,844.5	17,585.9	18,798.9
당기순이익	55,654.1	15,487.1	37,530.3	51,347.2	54,946.8
지배주주지분 순이익	54,730.0	14,473.4	36,534.1	50,351.0	53,950.7
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	218,470.6	195,936.6	237,611.0	278,543.0	325,079.3
현금및현금성자산	49,680.7	69,080.9	58,111.5	82,945.7	115,137.3
매출채권	35,721.6	36,647.4	48,051.1	54,067.1	59,427.8
재고자산	52,187.9	51,625.9	59,690.5	67,163.7	73,823.0
비유동자산	229,953.9	259,969.4	284,491.9	294,402.9	301,277.6
유형자산	168,045.4	187,256.3	199,694.7	205,694.7	209,694.7
무형자산	20,217.8	22,741.9	22,139.9	18,985.5	15,477.7
투자자산	23,696.4	20,680.1	12,565.3	13,359.3	14,153.4
자산총계	448,424.5	455,906.0	522,102.9	572,945.9	626,356.9
유동부채	78,344.9	75,719.5	104,569.5	113,594.6	121,596.4
매입채무	10,644.7	11,319.8	14,842.3	16,700.5	18,356.4
단기차입금	5,147.3	7,114.6	10,126.6	9,626.6	9,126.6
유동성장기부채	1,089.2	1,308.9	1,716.2	1,931.0	2,122.5
비유동부채	15,330.1	16,508.7	17,976.8	18,151.7	18,318.5
사채	536.1	537.6	20.6	20.6	20.6
장기차입금	33.9	0.0	0.0	100.0	200.0
부채총계	93,674.9	92,228.1	122,546.3	131,746.4	139,914.9
자본금	897.5	897.5	897.5	897.5	897.5
자본잉여금	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9
기타포괄이익누계액	1,851.7	1,181.2	10,259.8	10,259.8	10,259.8
이익잉여금	337,946.4	346,652.2	374,065.7	415,708.6	460,951.2
비지배주주지분	9,563.5	10,444.1	9,857.1	9,857.1	9,857.1
자본총계	354,749.6	363,677.9	399,556.6	441,199.5	486,442.0

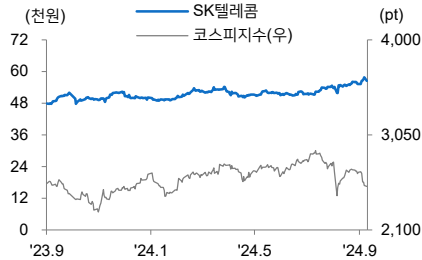
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	62,181.4	44,137.4	68,654.6	83,110.7	88,491.5
당기순이익(손실)	55,654.1	15,487.1	37,530.3	51,347.2	54,946.8
유형자산감가상각비	35,952.1	35,532.4	39,000.0	42,000.0	42,000.0
무형자산상각비	3,155.6	3,134.2	3,395.2	3,896.9	4,250.3
운전자본의 증감	-16,999.0	-5,458.8	-8,408.7	-11,724.0	-10,447.2
투자활동 현금흐름	-31,602.8	-16,922.8	-73,949.2	-48,377.9	-46,377.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-49,430.4	-57,611.3	-51,000.0	-48,000.0	-46,000.0
투자자산의 감소(증가)	1,817.7	3,903.8	3,989.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-19,390.1	-8,593.1	-8,645.2	-9,898.6	-9,922.0
차입금증감	-8,058.9	2,352.7	2,244.0	-185.1	-208.5
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	10,649.3	19,400.2	-10,969.4	24,834.2	32,191.6
기초현금	39,031.4	49,680.7	69,080.9	58,111.5	82,945.7
기말현금	49,680.7	69,080.9	58,111.5	82,945.7	115,137.3
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	44,494	38,120	46,163	53,010	57,817
EPS(지배주주)	9,168	2,424	5,378	7,413	7,942
CFPS	1,568	2,856	-1,615	3,656	4,739
EBITDAPS	12,143	6,659	12,555	16,238	16,811
BPS	47,841	48,654	54,111	60,706	67,883
DPS	1,444	1,444	1,444	1,444	1,444
배당수익률(%)	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	8.2	31.0	14.0	10.1	9.5
PCR	48.0	26.3	-46.6	20.6	15.9
PSR	1.7	2.0	1.6	1.4	1.3
PBR	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
EBITDA	82,484.3	45,233.5	85,284.1	110,299.8	114,189.5
EV/EBITDA	3.9	8.2	4.4	3.2	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.9	4.1	9.8	12.3	11.9
EBITDA이익률	65.0	22.7	56.0	51.5	48.1
부채비율	26.4	25.4	30.7	29.9	28.8
금융비용부담률	-0.6	-1.3	-1.1	-1.0	-1.2
이자보상배율(x)	56.8	7.1	57.6	106.9	114.9
매출채권회전율(x)	7.9	7.2	7.4	7.1	6.9
재고자산회전율(x)	4.1	3.5	3.4	3.1	3.1

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	67,500원
현재주가 (9.9)	56,500원
상승여력	19.5%
KOSPI	2,535.93pt
시가총액	121,356억원
발행주식수	21,479만주
유동주식비율	61.68%
외국인비중	42.35%
52주 최고/최저가	57,800원/47,700원
평균거래대금	286.2억원
주요주주(%)	
SK 외 12 인	30.61
국민연금공단	7.82

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.9	7.6	15.9
상대주가	5.0	13.7	16.4

주가그래프



SK텔레콤과 AI의 동행

- 2016년 시스피커 ‘NUGU’를 시작으로 2021년 ‘사람 중심의 AI’를 핵심 이념으로 제정
- 2022년 에이닷(A.) 출시 및 2023년 Global AI Company 도약 선언, 2024년 Global Telco AI Alliance 설립

이제는 AI의 중심으로

- AI 피라미드 전략 하에 자체 역량 개발과 글로벌 AI 기업들에 대한 지분 투자의 두 트랙으로 AI 경쟁력 강화
- AI 투자 규모는 지난 5년(‘19~‘23)간 전체의 12%에 불과했으나, 향후 5년(‘24~‘28) 전체의 33%를 차지할 전망
- 고객 응대를 위한 마케팅 영역뿐만 아니라 네트워크 운영 효율화 등 통신서비스에 특화된 자체 LLM 개발에 주력
- 500만 가입자를 돌파한 에이닷은 2024년 8월 3.0 개편을 통해 업무 보조 및 정보 탐색에 특화된 서비스 제공 시작
- 전세계 50개국, 13억명 가입자를 보유한 GTAA 기반으로 Telco LLM 개발 및 글로벌 AI기업과의 협상력 강화 가능성

구체화되는 AI 사업 목표

- 2024년 AI B2B 사업 매출액 600억원 이상 달성 등 AI 사업 관련 구체적 재무 목표를 제시한 점 역시 긍정적
- AICC, Vision AI 등 B2B 분야 구체적인 매출 성장 계획 제시 등 AI 사업 성과 가시화

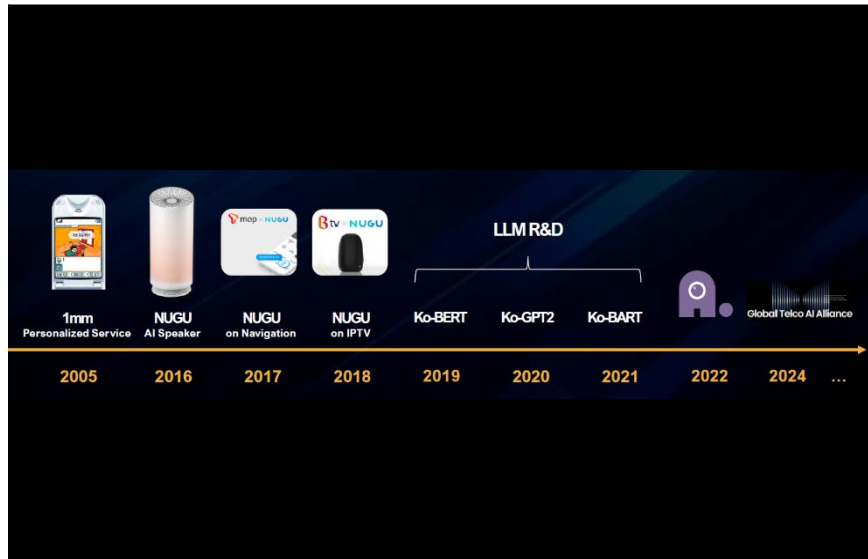
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	17,305.0	1,612.1	912.4	4,169	-37.0	51,721	11.4	0.9	3.8	8.0	157.6
2023	17,608.5	1,753.2	1,093.6	4,998	20.9	52,044	10.0	1.0	3.9	9.6	146.3
2024E	17,893.7	1,880.9	1,188.1	5,521	9.1	55,047	10.2	1.0	3.9	10.2	135.7
2025E	18,098.9	1,929.4	1,201.5	5,594	1.9	57,083	10.1	1.0	3.6	10.0	125.4
2026E	18,304.0	1,976.5	1,278.0	5,950	6.3	59,425	9.5	1.0	3.4	10.2	116.0

SK텔레콤 – SK텔레콤과 AI의 동행

AI와 함께한 10년

- 2016년 시스피커 ‘NUGU’를 시작으로 2019년 한국어에 특화된 BERT 모델 Ko-BERT 개발
- 2021년 ‘사람 중심의 AI’를 핵심 이념으로 제정하고, 2022년 AI 에이전트 서비스 에이닷(A.) 출시
- 2023년 Global AI Company로의 도약 선언, 2024년 GTAA(Global Telco AI Alliance) 설립

SK텔레콤 AI 사업 추진 History



자료: SK텔레콤

Global AI Company 도약 선언 (2023년 9월)



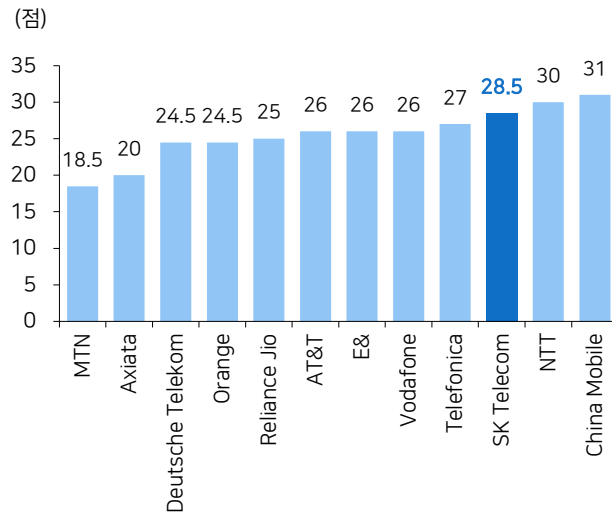
자료: SK텔레콤

SK텔레콤 – AI 기술 경쟁력

SK텔레콤의 AI 역량

- Omdia가 전세계 12개 주요 통신사 대상으로 실시한 Tech 전환 통신사 전략 지표에서 SK텔레콤은 China Mobile과 NTT에 이어 글로벌 3위를 기록
- 특히, ‘AI 역량 개발 및 서비스 운영’ 관련 항목에서는 3.5포인트를 획득하며 NTT와 함께 글로벌 1위 기록

Tech 전환 통신사 전략 지표 비교



자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

Tech 전환 통신사 전략 지표 상세

FACTOR	MTN	AXIATA	DEUTSCHE TELEKOM	ORANGE	RELIANCE JIO	AT&T	E&	VODAFONE	TELEFÓNICA	SK TELECOM	NTT GROUP	CHINA MOBILE
Digital transformation enabler: How advanced is the service provider in high-speed broadband?	2.5	2	3	4	3.5	3.5	3.5	3	4	3.5	4	4.5
Software-based operator: Is the service provider moving to a software-based operating model?	3	3.5	3.5	3.5	3.5	4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	4
Enterprise digital services: How strong is the service provider in enterprise digital services?	2	2	3.5	2.5	2.5	3	2.5	3	3	2.5	3.5	3.5
Digital transformation provider: How advanced is the service provider as an enabler of digital transformation for enterprise clients?	1.5	2	2.5	2	2	2.5	2.5	2.5	2.5	2	3	3
Vertical market focus: How well developed is the service provider's vertical market focus?	1.5	1.5	2.5	2	2.5	3	2	3	2.5	2	2.5	3
Consumer digital services: How strong is the service provider in consumer digital services?	2.5	1.5	2	2	3	1	3	2.5	2.5	3.5	3	3
Partnerships and investments: How effective are the service provider's partnerships and investments in advancing its transformation into a techco?	2	2	2.5	3	2.5	2.5	3.5	3	3	3	3	2.5
AI: How active or advanced is the service provider in developing AI capabilities and/or incorporating AI into its operations and services?	1	2	2.5	2.5	2.5	3	2.5	2.5	2.5	3.5	3.5	3
R&D: How active is the service provider in R&D and does its R&D advance its transition to a techco?	1	1.5	1.5	1.5	1.5	2	1	1.5	2	2.5	2.5	2.5
Techco vision: Is the service provider clear and original in its techco strategy?	1.5	2	2	1.5	1.5	1.5	2	1.5	1.5	2.5	1.5	2
TOTAL	18.5	20	21.5	21.5	25	26	26	26	27	28.5	30	31

Source: Omdia © 2024 Omdia

자료: Omdia, SK텔레콤

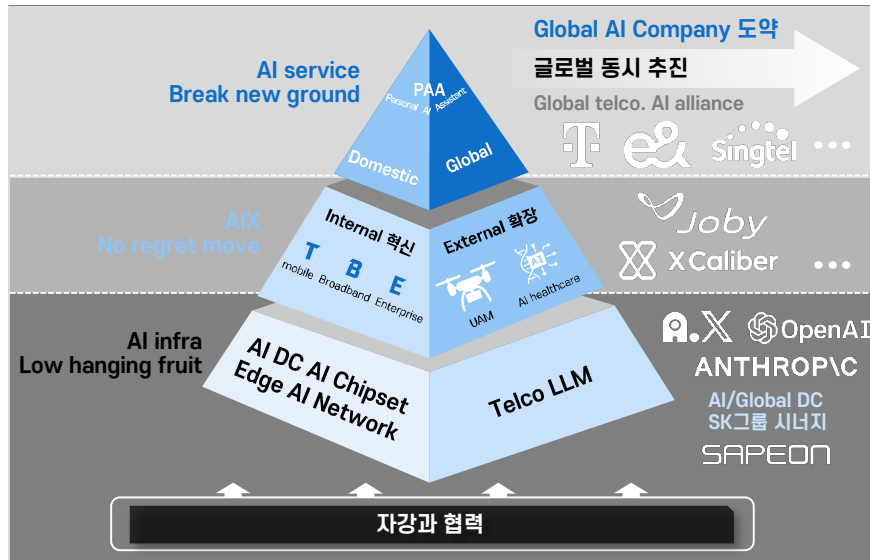
SK텔레콤 – AI 피라미드로 완성된 AI 사업 전략

After AI 시리즈 2
AI 진화론

AI 피라미드 로드맵

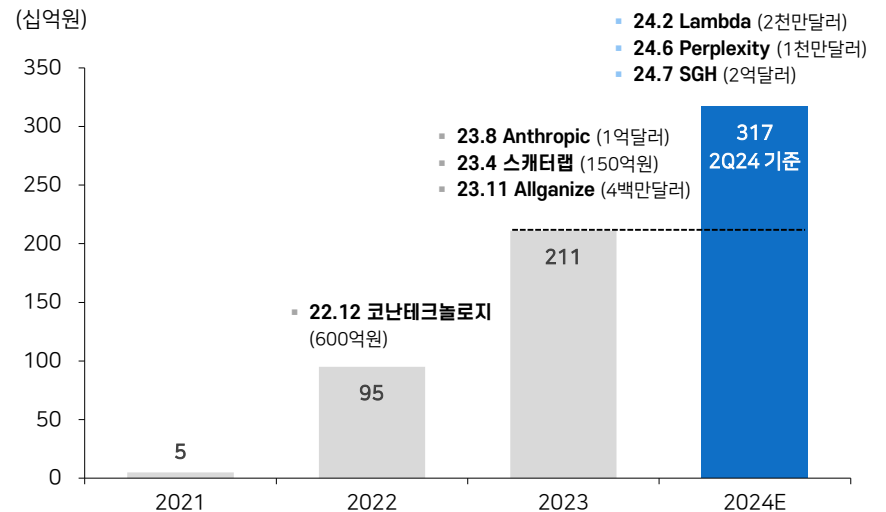
- AI 피라미드 전략 하에 자체 역량 개발과 글로벌 AI 기업들에 대한 지분 투자의 투 트랙으로 AI 경쟁력 강화
- AI 서비스 경쟁력 강화를 위해 2024년 6월 미국의 검색엔진 유니콘 기업 Perplexity에 1천만달러 투자
- AI 인프라 영역에서는 AI 클라우드 서비스 업체 Lambda와 AI 데이터센터 통합 솔루션 업체 SGH에 투자

SK텔레콤 AI 피라미드 전략



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SK텔레콤 AI 지분투자 내역



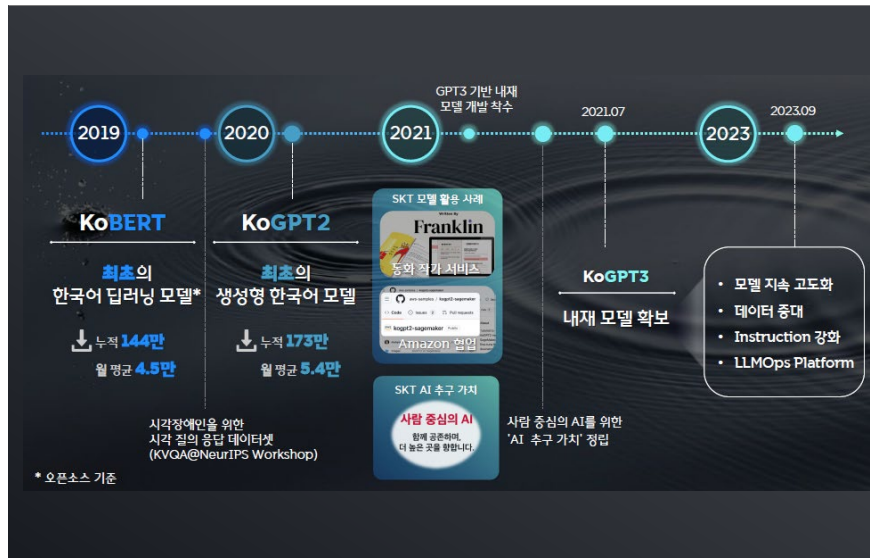
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SK텔레콤 – 자체 AI 개발 역량 강화

자체 LLM 개발 역량

- 자체 LLM 관련해서는 2019년 한국어에 특화된 BERT 모델 Ko-BERT를 시작으로 개발 지속
- ChatGPT 등 기존 모델과 경쟁하기보다 통신서비스에 특화된 LLM 개발에 주력
- AICC 고객 응대를 위한 마케팅 영역뿐만 아니라 네트워크 운용 보조를 통한 운영 효율화에도 최적화
- LLM 학습을 위해 3천개 이상의 GPU로 구성된 TITAN 클러스터를 운영하는 등 자원 투입에도 적극적

SK텔레콤 자체 LLM 개발 History



자료: SK텔레콤

SK텔레콤 AI 인프라 역량



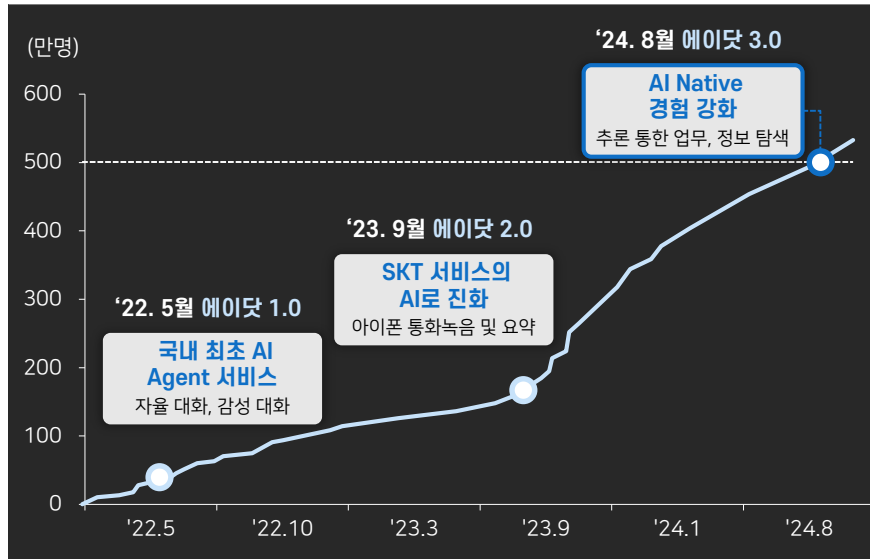
자료: SK텔레콤

SK텔레콤 – 에이닷 고도화에 집중

에이닷 3.0 등 고도화 추진

- 동사는 대표적인 AI 서비스 플랫폼 에이닷(A.)의 고도화를 통해 사업 모델 구체화 및 다변화 추진
- 2024년 8월 에이닷 3.0 개편을 통해 업무 보조 및 정보 탐색에 특화된 서비스 제공 시작
- 에이닷은 2023년 9월 아이폰 통화녹음 서비스를 기점으로 가입자가 꾸준히 증가해 최근 500만명 돌파
- 에이닷은 멀티 LLM을 통한 정보 탐색부터 미디어, 커머스, 증권 등 도메인 특화 정보를 통한 사업 협력 기회를 확대할 계획

에이닷(A.) 고도화 및 가입자 추이



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

에이닷(A.) 성장 추진 전략



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SK텔레콤 – GTAA(Global Telco AI Alliance)를 통한 AI 전략

GTAA의 전략적 의미

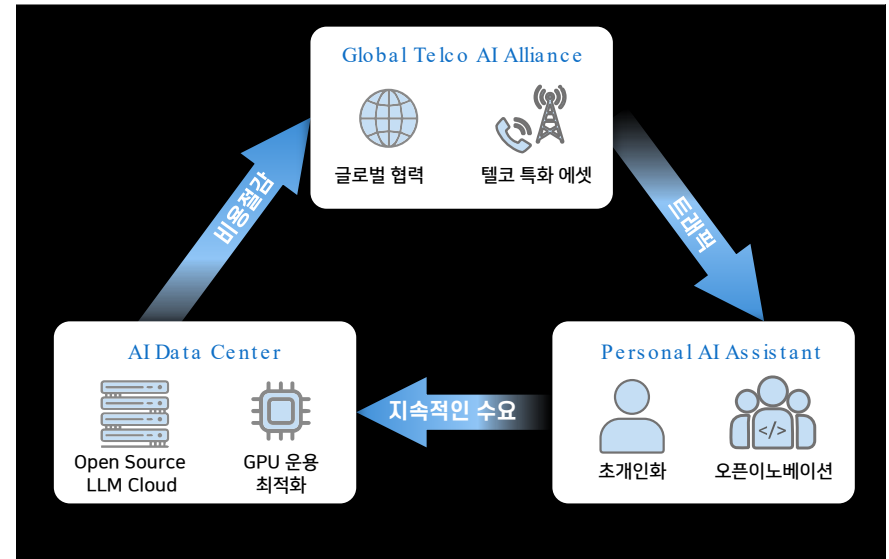
- GTAA(Global Telco AI Alliance)는 SK텔레콤 주도로 만들어진 글로벌 통신 연합체로, 전세계 50개국의 13억명의 가입자를 보유한 대규모 통신 동맹
- 회원사인 Deutsche Telekom은 유럽/미국 등에 2.5억명, e&그룹은 중동/아프리카에 1.7억명, Singtel은 호주/인도 등에 7.7억명의 가입자를 보유, 영어/한국어/독일어/아랍어 등 다양한 언어 지원 LLM 개발 목표
- GTAA는 LLM 개발뿐만 아니라 네트워크 최적화, 마케팅 솔루션, AI 데이터센터 등 다방면에서 협력

GTAA 규모의 경제



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

GTAA 향후 계획



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

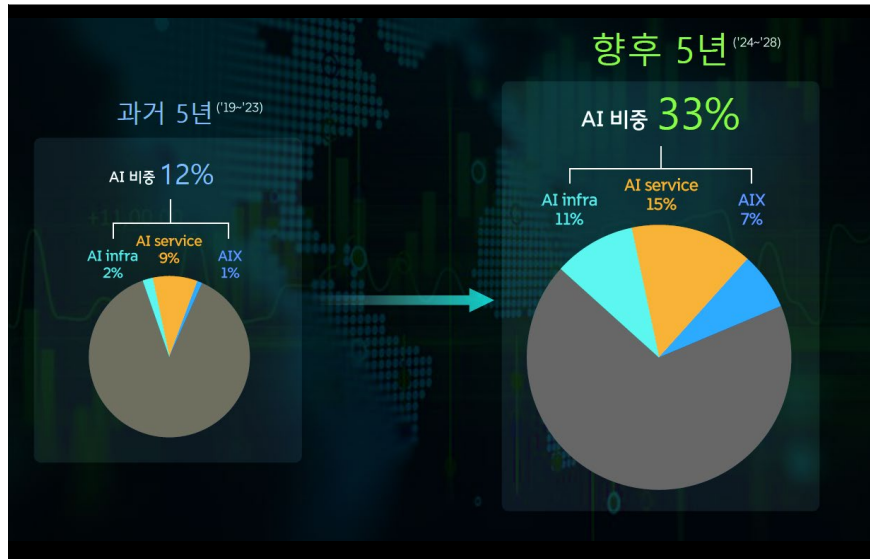
SK텔레콤 – 구체화되는 AI 사업 목표

After AI 시리즈 2
AI 진화론

투자의견 Buy 유지,
적정주가 67,500원으로 상향

- SK텔레콤의 AI 투자 규모는 지난 5년(2019~2023년)간 전체 투자금액의 12%에 불과했으나, 향후 5년(2024~2028년) 동안 전체의 33%를 지출할 전망
- 2022년 전체 매출 17조원 중 9%에 해당하는 AI 관련 매출을 2028년 9조원까지 확대한다는 계획
- 2Q24 실적발표에서 2024년 AI B2B 사업에서 전년 대비 약 +30% 증가한 600억원의 매출액을 달성하겠다는 구체적 목표를 제시한 점 역시 긍정적
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 기존 66,000원에서 67,500원으로 +2.3% 상향

SK텔레콤 AI 투자 계획



자료: SK텔레콤

SK텔레콤 Valuation

(십억원)	12M FWD EBITDA	Target EV/EBITDA(배)	적정가치	비고
영업가치 (A)	4,346.0	4.3	18,609.5	과거 5년 평균('19~'23년)
비영업가치 (B)			4,981.0	
SK브로드밴드 지분가치			3,566.7	인수가치 30% 할인
기타 투자자산 지분가치			1,414.2	
순차입금 (C)			8,838.2	3Q24 기준
총기업가치 (D=A+B-C)			14,752.2	
발행주식수 (E/천주)			218,833	
적정가치 (D/E, 원)			67,413	
적정주가 (원)			67,500	

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK텔레콤(017670)

After AI 시리즈 2

AI 진화론

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	17,305.0	17,608.5	17,893.7	18,098.9	18,304.0
매출액증가율(%)	3.3	1.8	1.6	1.1	1.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,305.0	17,608.5	17,893.7	18,098.9	18,304.0
판매관리비	15,692.9	15,855.3	16,012.9	16,169.5	16,327.5
영업이익	1,612.1	1,753.2	1,880.9	1,929.4	1,976.5
영업이익률(%)	9.3	10.0	10.5	10.7	10.8
금융손익	-276.5	-279.0	-307.0	-317.3	-261.9
중속/관계기업손익	-81.7	10.9	25.5	20.9	21.9
기타영업외손익	-17.7	3.1	0.2	12.4	12.3
세전계속사업이익	1,236.2	1,488.2	1,599.5	1,645.3	1,748.7
법인세비용	288.3	342.2	370.1	394.9	419.7
당기순이익	947.8	1,145.9	1,229.4	1,250.5	1,329.0
지배주주지분 손이익	912.4	1,093.6	1,188.1	1,201.5	1,278.0
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	7,219.2	6,585.6	7,133.3	7,710.9	8,599.4
현금및현금성자산	1,882.3	1,455.0	1,919.6	2,437.4	3,266.2
매출채권	1,970.6	1,978.5	2,010.6	2,033.6	2,056.7
재고자산	166.4	179.8	182.7	184.8	186.9
비유동자산	24,089.1	23,533.6	22,814.3	22,016.2	21,085.9
유형자산	13,322.5	13,006.2	12,253.1	11,430.7	10,476.1
무형자산	5,399.9	4,936.2	4,936.2	4,936.2	4,936.2
투자자산	3,480.0	3,764.8	3,798.6	3,822.9	3,847.2
자산총계	31,308.3	30,119.2	29,947.6	29,727.1	29,685.3
유동부채	8,046.5	6,994.0	6,690.5	6,295.4	5,929.7
매입채무	89.3	139.9	142.1	143.8	145.4
단기차입금	143.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	2,366.5	1,989.6	1,900.0	1,710.0	1,539.0
비유동부채	11,106.5	10,896.9	10,552.9	10,241.4	10,011.1
사채	6,524.1	7,106.3	6,996.3	6,897.3	6,852.8
장기차입금	668.1	315.6	235.6	163.6	98.8
부채총계	19,153.1	17,890.8	17,243.4	16,536.7	15,940.8
자본금	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5
자본잉여금	1,771.0	1,771.0	1,771.0	1,771.0	1,771.0
기타포괄이익누계액	391.2	387.2	387.2	387.2	387.2
이익잉여금	22,463.7	22,800.0	23,234.5	23,671.7	24,174.8
비지배주주지분	836.9	839.4	880.7	929.6	980.6
자본총계	12,155.2	12,228.4	12,704.2	13,190.4	13,744.5

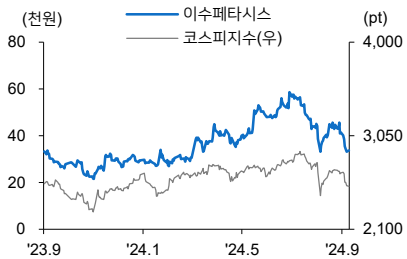
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	5,159.3	4,947.2	4,681.8	4,757.0	4,812.7
당기순이익(손실)	947.8	1,145.9	1,229.4	1,250.5	1,329.0
유형자산상각비	3,755.3	3,750.8	3,708.1	3,721.5	3,709.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	118.1	-274.2	-265.7	-253.0	-242.4
투자활동 현금흐름	-2,807.8	-3,352.9	-2,987.0	-2,948.6	-2,783.7
유형자산의증가(CAPEX)	-2,908.3	-2,973.9	-2,955.0	-2,899.0	-2,755.0
투자자산의감소(증가)	642.3	-284.8	-33.8	-24.3	-24.3
재무활동 현금흐름	-1,349.9	-2,021.0	-1,230.3	-1,290.5	-1,200.2
차입금의 증감	698.2	-458.3	-458.8	-519.7	-419.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,009.6	-427.3	464.6	517.9	828.8
기초현금	872.7	1,882.3	1,455.0	1,919.6	2,437.4
기말현금	1,882.3	1,455.0	1,919.6	2,437.4	3,266.2
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	79,078	80,466	83,158	84,263	85,218
EPS(지배주주)	4,169	4,998	5,521	5,594	5,950
CFPS	25,898	26,012	25,898	26,204	26,323
EBITDAPS	24,527	25,152	25,974	26,309	26,473
BPS	51,721	52,044	55,047	57,083	59,425
DPS	3,320	3,540	3,540	3,590	3,640
배당수익률(%)	7.0	7.1	6.3	6.4	6.4
Valuation(Multiple)					
PER	11.4	10.0	10.2	10.1	9.5
PCR	1.8	1.9	2.2	2.2	2.1
PSR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
PBR	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
EBITDA(십억원)	5,367.4	5,504.0	5,589.0	5,650.9	5,686.1
EV/EBITDA	3.8	3.9	3.9	3.6	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	9.6	10.2	10.0	10.2
EBITDA 이익률	31.0	31.3	31.2	31.2	31.1
부채비율	157.6	146.3	135.7	125.4	116.0
금융비용부담률	1.9	2.2	2.1	2.0	1.9
이자보상배율(x)	4.9	4.5	5.0	5.4	5.8
매출채권회전율(x)	8.9	8.9	9.0	9.0	8.9
재고자산회전율(x)	93.3	101.7	98.7	98.5	98.5

이수페타시스(007660) 고진감래

Analyst 양승수 02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	54,000원		
현재주가 (9. 9)	33,800원		
상승여력	59.8%		
KOSPI	2,535.93pt		
시가총액	21,377억원		
발행주식수	6,325만주		
유동주식비율	73.40%		
외국인비중	11.86%		
52주 최고/최저가	58,700원/21,550원		
평균거래대금	1,025.2억원		
주요주주(%)			
이수 외 5인	26.59		
국민연금공단	12.38		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.6	-13.8	11.7
상대주가	-11.8	-8.9	12.3
주가그래프			



MLB의 구조적인 쇼티지는 심화 중

- AI가속기용 GPU 1개당 1개가 탑재되는 OAM Board는 Q측면에서 AI 가속기와의 동반성장이 가능
- P측명에서 OAM Board는 1) 데이터간 전송 속도 상승과 2) 신호 손실 최소화를 위해 고밀도 회로 구현이 가능한 HDI(High Density Interconnect) 공법이 추가 적용 중
- HDI 제조 공법을 적용하면 기존 일반 MLB보다 데이터 효율이 2배 이상 향상되나 적층, 도금, 드릴, 회로 형성 공정이 추가됨에 따라 Capa Loss가 발생 → 쇼티지 및 단가 상승 요인으로 작용
- 그 외에 800G, 구글향 TPU 7세대 등에도 Sequential 포함 다중적층 기술이 도입 예정
- P,Q 동반 성장을 통해 이수페타시스의 영업이익률은 2024년 13.9% → 2025년 18.7%로 개선될 전망

AI로 인한 수혜는 피크가 아닌 이제 시작

- AI 모멘텀 약화로 인해 동사 주가는 최근 2달간 고점(58,700원) 대비 -42.4% 하락
- 이로 인해 현 주가는 2025년 예상 실적 P/E 기준 13.5배로 동종 업종 다른 기판 업체와의 밸류에이션 부담도 해소
- 추가적인 주가 하락은 과매도 구간이라고 판단하며 AI 피크아웃 우려와 별개로, MLB 기판 내 HDI 기술 적용 및 800G등 고부가 제품 물량 확대로 중장기 이익 개선세는 지속될 전망
- 2025년 EPS 2,590원(환율 가정 변경을 통한 실적 추정치 하향 조정 반영) X 21.5배 (글로벌 AI 관련 밸류체인 업체들의 멀티플이 낮아진 점을 반영해 기존 Target Multiple에 15% 할인 부여를 적용 적정주가 54,000원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	642.9	116.6	102.5	1,620	흑전	3,515	3.5	1.6	3.9	58.9	145.6
2023	675.3	62.2	47.7	755	-53.4	4,218	39.0	7.0	26.4	19.5	134.8
2024E	850.9	118.5	96.4	1,525	102.1	5,643	22.2	6.0	16.0	30.9	104.2
2025E	1,022.5	191.4	158.7	2,509	64.6	8,052	13.5	4.2	10.0	36.6	79.5
2026E	1,157.7	219.3	180.1	2,847	13.4	10,799	11.9	3.1	8.2	30.2	63.1

이수페타시스 실적 테이블

After AI 시리즈 2
AI 진화론

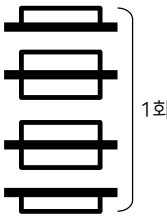
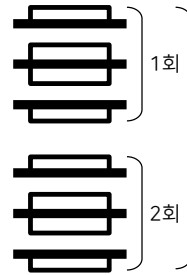
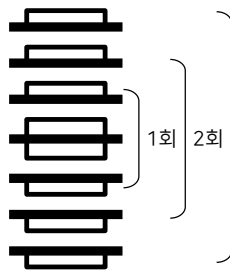
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
환율(원)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,320	1,370	1,360	1,340	1,306	1,348	1,338
매출액	172.0	163.8	166.2	173.3	199.6	204.7	214.4	232.2	675.3	850.9	1,022.5
(% QoQ)	3.8%	-4.7%	1.5%	4.3%	15.2%	2.6%	4.7%	8.3%			
(% YoY)	22.4%	-1.4%	-2.6%	4.6%	16.1%	25.0%	29.0%	34.0%	5.0%	26.0%	20.2%
페타시스	141.9	143.6	145.5	148.1	168.4	174.2	187.6	205.2	579.0	735.3	886.7
중국후난	28.1	28.0	32.0	33.8	36.8	37.2	36.9	37.1	121.9	148.0	160.6
미국법인	10.3	8.6	8.8	7.9	9.9	8.6	4.8	3.4	35.6	26.7	24.7
영업이익	20.2	18.3	13.2	11.0	23.0	27.5	31.3	36.6	62.6	118.5	191.4
(% QoQ)	-33.4%	-9.4%	-27.9%	-16.2%	108.3%	19.6%	14.0%	16.9%			
(% YoY)	6.9%	-44.9%	-61.6%	-63.5%	14.0%	50.5%	138.1%	232.0%	-46.3%	89.2%	61.5%
영업이익률 (%)	11.7%	11.2%	7.9%	6.4%	11.5%	13.4%	14.6%	15.8%	9.3%	13.9%	18.7%
세전이익	19.3	16.7	10.3	8.3	21.4	26.9	27.4	39.1	54.7	114.8	191.2
지배주주순이익	15.7	15.6	8.2	8.2	17.5	22.0	22.6	34.3	47.7	96.4	158.7
지배주주순이익률 (%)	9.1%	9.5%	4.9%	4.7%	8.8%	10.8%	10.5%	14.8%	7.1%	11.3%	15.5%

자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 핵심 차트

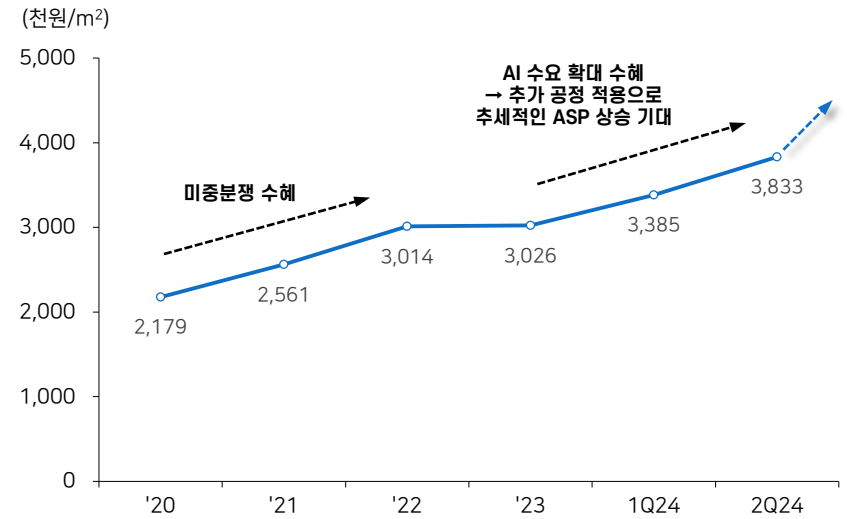
After AI 시리즈 2
AI 진화론

HDI, Sequential 등 고밀도 회로 구현을 위한 새로운 공정 적용 중

구분	일반 MLB	다중적층	
		Sequential	HDI
PCB 구조	 1회	 1회 3회 2회	 1회 2회 3회
APP	Serve	Server / Data center	

자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 ASP 추이



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 밸류에이션 테이블

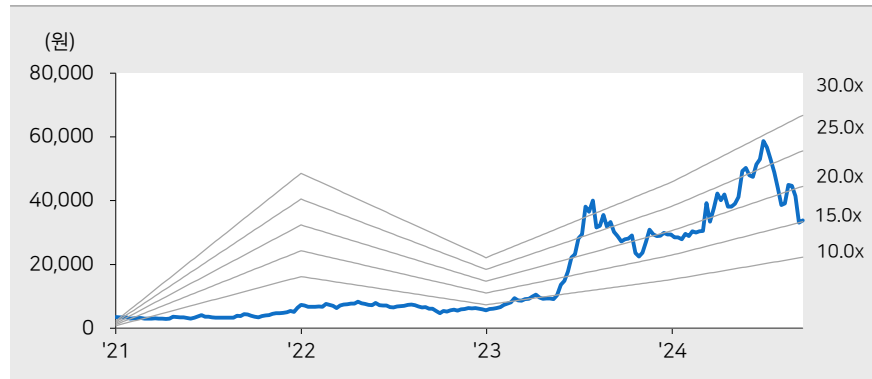
After AI 시리즈 2
AI 진화론

이수페타시스 PER 밸류에이션 테이블

		2021	2022	2023	2024E	2025E	
주가 (원)	High	7,490	8,720	43,300			
	Low	3,185	4,655	5,270			
	Average	4,015	6,693	20,486			
확정치	PER (배)	High	nm	5.4	57.4		
		Low	nm	2.9	7.0		
		Average	nm	4.1	27.1		
	EPS (원)	EPS	-73	1,620	755	1,525	2509.3
		Growth (%)	적축	흑전	-53.4	102.1	64.6
컨센서스	PER (배)	High	152.9	5.4	53.4		
		Low	65.0	2.9	6.5		
		Average	81.9	4.1	25.3		
	EPS (원)	EPS	49	1,613	811	1,559	2,532
		growth (%)	흑전	흑전	-49.9	106.6	66.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 PER 밴드



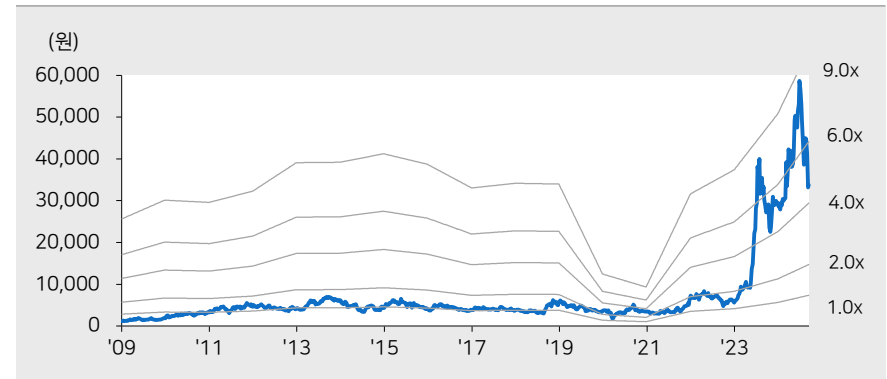
자료: 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 적정주가 산정표

	Fair Value (원)	비고
EPS	2,509	2025년 EPS
적정배수(배)	21.5	2023년 평균 멀티플에 15% 할인 부여
적정가치 (원)	53,876	
적정주가 (원)	54,000	
현재주가 (원)	33,800	
상승여력 (%)	59.8%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 (007660)

After AI 시리즈 2
AI 진화론

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	642.9	675.3	850.9	1,022.5	1,157.7
매출액증가율(%)	36.9	5.0	26.0	20.2	13.2
매출원가	479.0	558.9	666.1	753.2	854.8
매출총이익	163.9	116.5	184.8	269.2	302.8
판매비와관리비	47.3	54.3	66.3	77.8	83.6
영업이익	116.6	62.2	118.5	191.4	219.3
영업이익률(%)	18.1	9.2	13.9	18.7	18.9
금융손익	-9.1	-8.3	-4.8	-1.2	0.3
중속/관계기업관련손익	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.8	1.1	1.1	0.0
세전계속사업이익	107.8	54.7	114.8	191.2	219.6
법인세비용	7.5	6.9	18.4	32.5	39.5
당기순이익	102.5	47.7	96.4	158.7	180.1
지배주주지분 순이익	102.5	47.7	96.4	158.7	180.1
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	373.9	383.6	470.6	649.7	848.3
현금및현금성자산	45.7	48.0	47.8	141.9	273.4
매출채권	142.8	146.7	184.9	222.1	251.5
재고자산	167.5	176.1	221.9	266.6	301.8
비유동자산	172.2	242.8	258.1	264.4	265.6
유형자산	131.6	192.4	203.2	204.2	201.2
무형자산	3.0	4.4	2.9	2.6	2.3
투자자산	24.2	28.5	34.4	40.1	44.6
자산총계	546.0	626.4	728.6	914.1	1,113.8
유동부채	286.0	290.5	301.4	333.2	358.3
매입채무	64.4	70.4	88.7	106.6	120.6
단기차입금	158.6	143.4	143.4	143.4	143.4
유동성장기부채	14.4	21.7	0.0	0.0	0.0
비유동부채	37.7	69.1	70.4	71.6	72.5
사채	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	20.5	60.3	60.3	60.3	60.3
부채총계	323.7	359.7	371.8	404.8	430.8
자본금	63.3	63.3	63.3	63.3	63.3
자본잉여금	81.0	81.0	81.0	81.0	81.0
기타포괄이익누계액	6.5	13.1	13.1	13.1	13.1
이익잉여금	76.5	114.4	204.5	356.9	530.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	222.3	266.8	356.9	509.3	683.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	29.8	52.5	62.7	131.1	172.1
당기순이익(손실)	102.5	47.7	96.4	158.7	180.1
유형자산감가상각비	12.6	15.0	24.2	29.1	33.0
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
운전자본의 증감	-89.6	-23.4	-53.0	-51.8	-40.8
투자활동 현금흐름	-12.3	-61.4	-34.9	-30.8	-34.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-39.7	-65.2	-35.0	-30.0	-30.0
투자자산의 감소(증가)	-9.2	-4.4	-5.8	-5.7	-4.5
재무활동 현금흐름	-17.2	10.3	-28.0	-6.3	-6.3
차입금증감	-18.3	23.1	-21.7	0.1	0.0
자본의증가	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1.3	2.3	-0.2	94.0	131.5
기초현금	44.4	45.7	48.0	47.8	141.9
기말현금	45.7	48.0	47.8	141.9	273.4
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	10,165	10,678	13,454	16,166	18,304
EPS(지배주주)	1,620	755	1,525	2,509	2,847
CFPS	2,220	1,378	2,262	3,491	3,994
EBITDAPS	2,050	1,225	2,262	3,491	3,994
BPS	3,515	4,218	5,643	8,052	10,799
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	1.8	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	3.5	39.0	22.2	13.5	11.9
PCR	2.5	21.4	14.9	9.7	8.5
PSR	0.6	2.8	2.5	2.1	1.8
PBR	1.6	7.0	6.0	4.2	3.1
EBITDA(십억원)	129.7	77.5	143.1	220.8	252.6
EV/EBITDA	3.9	26.4	16.0	10.0	8.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	58.9	19.5	30.9	36.6	30.2
EBITDA이익률	20.2	11.5	16.8	21.6	21.8
부채비율	145.6	134.8	104.2	79.5	63.1
금융비용부담률	1.3	1.7	1.4	1.0	0.9
이자보상배율(x)	13.8	5.4	10.3	19.3	22.1
매출채권회전율(x)	5.0	4.7	5.1	5.0	4.9
재고자산회전율(x)	4.6	3.9	4.3	4.2	4.1

삼성전기 (009150) AI 모멘텀 강화 이상 무

Analyst 양승수 02. 6454-4875
Seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

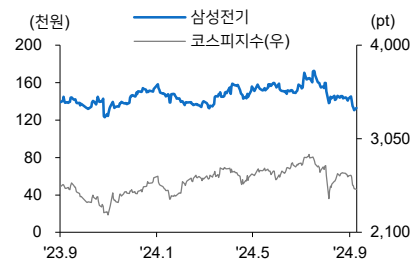
적정주가 (12개월)	200,000원
현재주가 (9. 9)	132,900원
상승여력	50.5%

KOSPI	2,535.93pt
시가총액	99,268억원
발행주식수	7,469만주
유동주식비율	73.48%
외국인비중	34.25%
52주 최고/최저가	172,700원/123,100원
평균거래대금	667.1억원

주요주주(%)	
삼성전자 외 5 인	23.84
국민연금공단	9.98

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.4	-1.8	-4.5
상대주가	-5.5	3.7	-4.1

주가그래프



AI로 인한 MLCC의 콘텐츠 증가는 현재진행형

- AI 구현을 위한 연산량 증가 필요 → 고성능 Processor 탑재 → 소비 전력 증가 및 전류 안정화 요구 상승 → 고용량·고성능 MLCC 수요 증가라는 선순환 흐름 발생 중
- AI 서버 단에는 선제적인 MLCC 탑재량 증가 흐름이 포착되며 Murata에 의하면 AI 서버는 기존 서버 대비 약 10~20배 이상의 MLCC 콘텐츠 증가가 발생 (탑재량 5~10배, 용량 2~4배)
- NPU 추가 탑재 및 전력소비와 작동온도 상승 효과로 AI 디바이스에서도 MLCC의 수요 증가는 필수적
- AI 스마트폰과 AI PC 각각 용량 기준 +10%/+30% 이상, 탑재량 기준 +5%/+20% 이상의 MLCC 콘텐츠 증가 기대
- AI로 인한 MLCC 콘텐츠 증가는 과거 5G로 인한 MLCC 콘텐츠 증가와 유사한 모멘텀 (4G → 5G 당시 스마트폰 기준 MLCC 대당 탑재량은 약 15~20% 증가)

투자의견 Buy, 적정주가는 20만원 유지

- 12개월 선행 BPS 119,250원 X 1.7배 ('20~'23년 평균 멀티플 적용)
- 하반기 IT 수요 둔화의 영향으로 4Q24 영업이익(2,417억원)은 컨센서스(2,527억원)를 -4.6% 소폭 하회할 전망
- 다만 최근 지수 급락과 함께 동사 주가는 12MF BPS 기준 1.11배까지 하락. 이는 -1 STD에 해당하는 주가로 12개월 선행 BPS 기준 2016년 이후 하단이 1.2배임을 상기할 필요
- 현 주가에서 추가적인 다운사이드 리스크는 제한적이라고 판단되며 중장기적인 AI 수요 모멘텀을 겨냥한 저점매수 전략 유효

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	9,424.6	1,182.8	980.6	13,046	8.6	97,145	10.0	1.3	4.8	13.8	42.9
2023	8,909.5	639.4	423.0	5,617	-54.7	101,129	27.3	1.5	7.9	5.5	45.2
2024E	10,433.6	830.8	659.7	8,786	56.4	108,509	15.1	1.2	5.8	8.1	42.9
2025E	11,149.2	1,054.1	884.0	11,789	34.2	118,779	11.3	1.1	4.3	10.0	40.8
2026E	12,005.4	1,221.0	1,029.9	13,743	16.6	130,930	9.7	1.0	3.6	10.6	38.7

삼성전기 실적 테이블

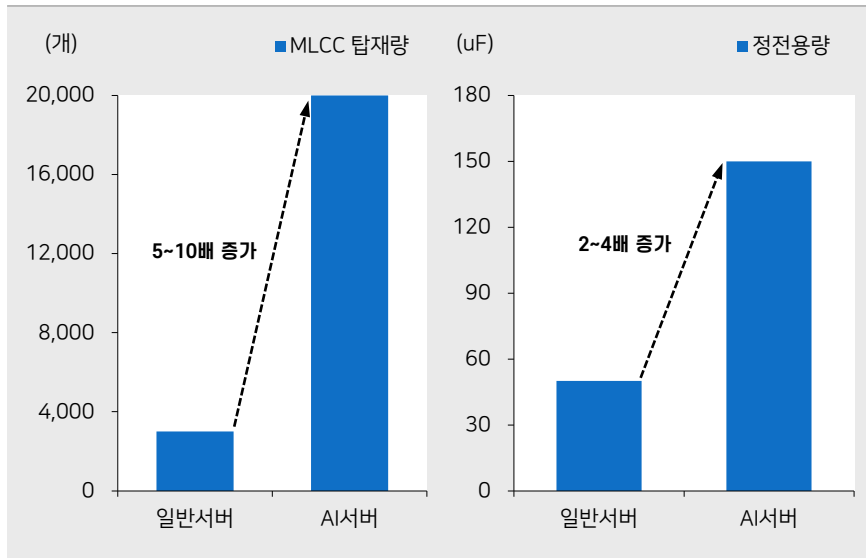
After AI 시리즈 2
AI 진화론

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
환율(원)	1,268	1,315	1,311	1,331	1,325	1,370	1,360	1,340	1,306	1,349	1,338
연결 매출액	2,021.7	2,220.5	2,360.9	2,306.2	2,624.3	2,580.1	2,671.5	2,557.6	8,909.3	10,433.6	11,149.2
(% QoQ)	2.7%	9.8%	6.3%	-2.3%	13.8%	-1.7%	3.5%	-4.3%			
(% YoY)	-22.7%	-9.6%	-1.0%	17.2%	29.8%	16.2%	13.2%	10.9%	-5.5%	17.1%	6.9%
컴포넌트솔루션	826	1,007	1,096	975	1,023	1,160	1,294	1,166	3,903	4,643	5,302
(% QoQ)	-0.9%	21.9%	8.9%	-11.0%	4.9%	13.4%	11.5%	-9.9%			
(% YoY)	-32.8%	-11.7%	17.9%	17.0%	23.9%	15.3%	18.1%	19.6%	-5.5%	19.0%	14.2%
모듈솔루션	799	777	825	888	1,173	921	827	879	3,289	3,799	3,688
(% QoQ)	21.8%	-2.8%	6.3%	7.6%	32.1%	-21.5%	-10.2%	6.3%			
(% YoY)	-8.0%	-0.3%	-8.4%	35.5%	46.9%	18.6%	0.1%	-1.1%	2.7%	15.5%	-2.9%
기판솔루션	398	437	440	443	428	499	551	513	1,717	1,991	2,159
(% QoQ)	-17.1%	10.0%	0.5%	0.7%	-3.3%	16.6%	10.5%	-7.0%			
(% YoY)	-23.5%	-18.5%	-20.4%	-7.7%	7.6%	14.1%	25.4%	15.8%	-17.8%	15.9%	8.5%
영업이익	140.1	205.0	184.0	110.4	180.3	208.1	241.7	200.7	639.4	830.8	1,054.1
(% QoQ)	38.3%	46.3%	-10.2%	-40.0%	63.3%	15.4%	16.2%	-17.0%			
(% YoY)	-65.9%	-43.1%	-40.8%	9.1%	28.7%	1.5%	31.4%	81.7%	-45.9%	29.9%	26.9%
컴포넌트솔루션	55.9	128.0	116.4	61.3	96.9	141.8	180.3	133.6	361.6	552.7	704.1
(% QoQ)	329.4%	129.1%	-9.1%	-47.3%	58.1%	46.3%	27.1%	-25.9%			
(% YoY)	-79.2%	-39.1%	0.6%	371.0%	73.5%	10.8%	54.9%	118.0%	-40.5%	52.9%	27.4%
모듈솔루션	34.4	24.9	19.3	22.7	62.7	24.7	9.6	23.5	101.2	120.5	119.7
(% QoQ)	-1177.7%	-27.7%	-22.5%	17.9%	176.0%	-60.6%	-60.9%	143.3%			
(% YoY)	-16.4%	2.7%	-60.1%	-812.2%	82.4%	-0.7%	-50.0%	3.3%	-8.3%	19.0%	-0.6%
기판솔루션	49.8	52.1	48.3	26.4	20.7	41.6	51.8	43.5	176.6	157.6	230.3
(% QoQ)	-45.5%	4.6%	-7.3%	-45.4%	-21.7%	101.1%	24.5%	-15.9%			
(% YoY)	-50.6%	-58.5%	-67.1%	-71.1%	-58.5%	-20.2%	7.1%	65.0%	-62.0%	-10.8%	46.1%
연결 영업이익률 (%)	6.9%	9.2%	7.8%	4.8%	6.9%	8.1%	9.0%	7.8%	7.2%	8.0%	9.5%
컴포넌트솔루션	6.8%	12.7%	10.6%	6.3%	9.5%	12.2%	13.9%	11.5%	9.3%	11.9%	13.3%
모듈솔루션	4.3%	3.2%	2.3%	2.6%	5.3%	2.7%	1.2%	2.7%	3.1%	3.2%	3.2%
기판솔루션	12.5%	11.9%	11.0%	6.0%	4.8%	8.3%	9.4%	8.5%	10.3%	7.9%	10.7%
세전이익	140.6	139.7	196.2	62.5	219.3	229.8	233.2	205.0	543.2	887.3	1,133.3
지배주주순이익	118.1	119.4	164.9	48.1	186.5	181.4	181.5	153.3	450.5	702.6	941.5
지배주주순이익률 (%)	5.8%	5.4%	7.0%	2.1%	7.1%	7.0%	6.8%	6.0%	5.1%	6.7%	8.4%

자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

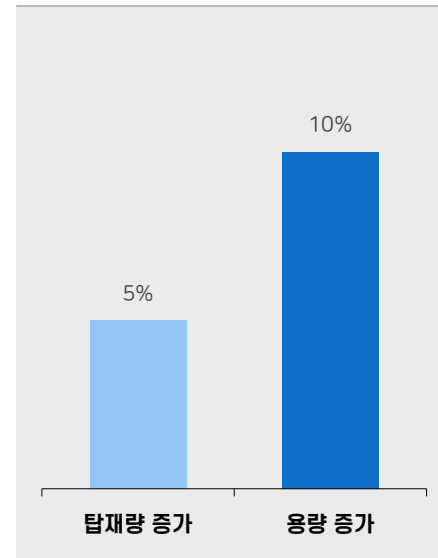
AI에서의 MLCC 기회요인

일반 서버 vs AI 서버 MLCC 탑재량 및 용량



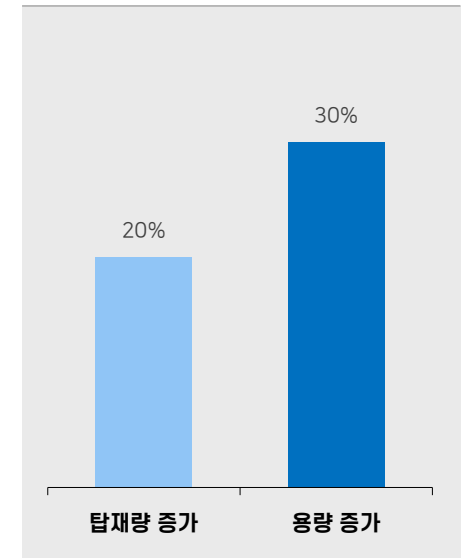
자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터

스마트폰 온디바이스AI로 인한 MLCC 콘텐츠 증가 추정



자료: Trendforce, 메리츠증권 리서치센터

AI PC로 인한 MLCC 콘텐츠 증가 추정



자료: Trendforce, 메리츠증권 리서치센터

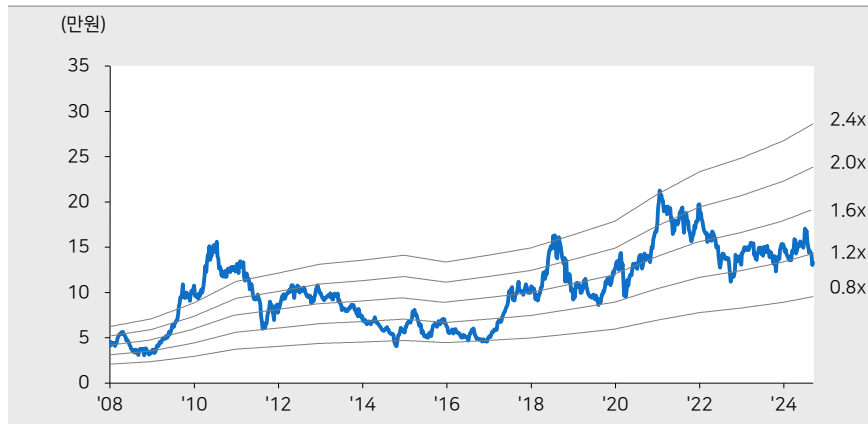
삼성전기 밸류에이션 테이블

After AI 시리즈 2
AI 진화론

(배)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	
주가 (원)	High	102,000	74,700	82,000	63,300	114,500	166,000	126,000	179,000	223,000	199,000	165,000		
	Low	71,500	39,800	48,800	44,800	49,850	88,900	84,100	81,700	153,000	108,500	119,100		
	Average	87,690	60,348	63,848	52,509	84,932	124,684	103,177	132,818	182,411	146,884	144,878		
확정치	PBR	High	1.9	1.2	1.5	1.1	2.1	2.6	1.8	2.4	2.5	2.0	1.6	
		Low	1.3	0.7	0.9	0.8	0.9	1.4	1.2	1.1	1.7	1.1	1.2	
		Average	1.6	1.0	1.1	0.9	1.5	2.0	1.5	1.7	2.1	1.5	1.4	
컨센서스	BPS (원)	High	54,871	59,829	55,610	55,896	55,818	63,743	69,975	76,164	88,545	99,142	103,483	111,415
		Low	54,670	56,486	58,791	55,669	58,824	64,033	70,286	76,941	90,371	100,341	103,728	112,248
		Average	54,670	56,486	58,791	55,669	58,824	64,033	70,286	76,941	90,371	100,341	103,728	112,248
컨센서스	ROE (%)	High	8.2	11.5	0.3	0.3	3.8	14.5	10.2	10.9	14.3	13.8	5.5	8.1
		Low	1.9	1.3	1.4	1.1	1.9	2.6	1.8	2.3	2.5	2.0	1.6	
		Average	1.6	1.1	1.1	0.9	1.4	1.9	1.5	1.7	2.0	1.5	1.4	
컨센서스	BPS (원)	High	1.9	1.3	1.4	1.1	1.9	2.6	1.8	2.3	2.5	2.0	1.6	
		Low	1.3	0.7	0.8	0.8	0.8	1.4	1.2	1.1	1.7	1.1	1.1	
		Average	1.6	1.1	1.1	0.9	1.4	1.9	1.5	1.7	2.0	1.5	1.4	
컨센서스	ROE (%)	High	10.2	7.2	1.6	0.5	4.1	15.1	10.7	10.7	17.1	13.5	6.12	8.5
		Low	1.9	1.3	1.4	1.1	1.9	2.6	1.8	2.3	2.5	2.0	1.6	
		Average	1.6	1.1	1.1	0.9	1.4	1.9	1.5	1.7	2.0	1.5	1.4	

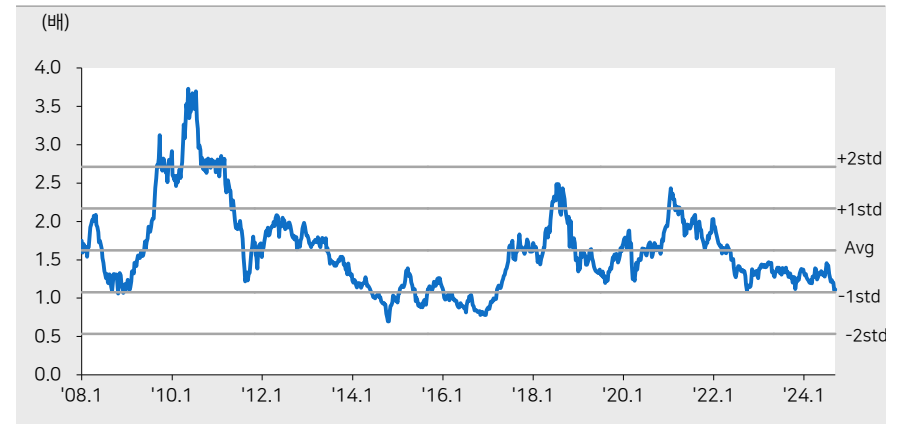
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 PBR 변화 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

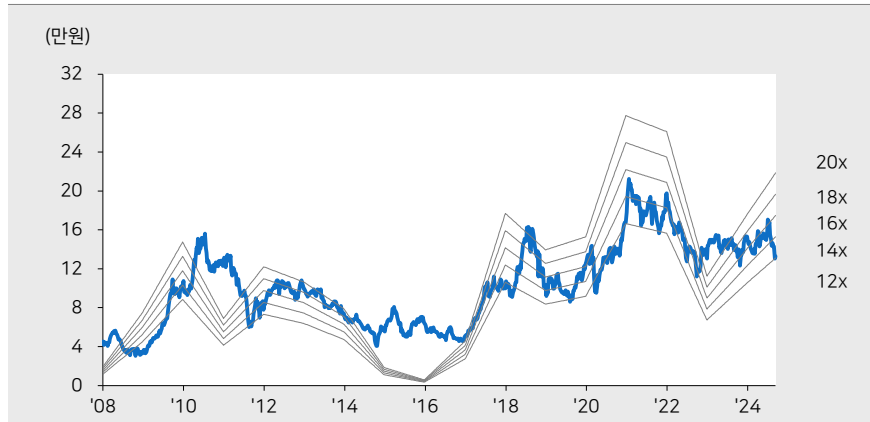
삼성전기 밸류에이션 테이블 (2)

After AI 시리즈 2
AI 진화론

(배)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	
주가 (원)	High	102,000	74,700	82,000	63,300	114,500	166,000	126,000	179,000	223,000	199,000	165,000		
	Low	71,500	39,800	48,800	44,800	49,850	88,900	84,100	81,700	153,000	108,500	119,100		
	Average	87,690	60,348	63,848	52,509	84,932	124,684	103,177	132,818	182,411	146,884	144,878		
확정치	PER	High	23.2	11.1	636.7	359.9	53.6	19.0	18.4	22.3	18.8	15.3	29.4	
		Low	16.3	5.9	378.9	254.7	23.4	10.2	12.3	10.2	12.9	8.3	21.2	
		Average	20.0	9.0	495.8	298.5	39.8	14.3	15.1	16.5	15.4	11.3	25.8	
	EPS	(원)	4,391	6,700	129	176	2,135	8,746	6,841	8,030	11,866	13,045	5,617	8,786
		Growth (%)	-25.1	52.6	-98.1	36.6	1,113.7	309.7	-21.8	17.4	47.8	9.9	-56.9	56.4
컨센서스	PER	High	19.2	18.9	88.6	219.8	50.0	18.8	18.1	23.4	16.1	16.0	27.2	
		Low	13.4	10.1	52.7	155.6	21.8	10.0	12.1	10.7	11.0	8.7	19.6	
		Average	16.5	15.3	69.0	182.3	37.1	14.1	14.8	17.4	13.2	11.8	23.9	
	EPS	(원)	5,319	3,942	926	288	2,288	8,846	6,972	7,640	13,869	12,434	6,064	8,952
		Growth (%)	-9.3	-10.2	-86.2	123.6	1,200.8	314.4	-21.2	9.6	81.5	-10.3	-53.5	59.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
BPS	119,255	12MF BPS
적정배수(배)	1.7	'20~'23년 평균
적정가치 (원)	196,619	
적정주가 (원)	200,000	
현재주가 (원)	132,900	
상승여력 (%)	50.5%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

After AI 시리즈 2

AI 진화론

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	9,424.6	8,909.5	10,433.6	11,149.2	12,005.4
매출액증가율(%)	-2.6	-5.5	17.1	6.9	7.7
매출원가	7,161.4	7,188.6	7,981.8	8,560.4	8,974.4
매출총이익	2,263.2	1,720.9	2,451.8	2,588.8	3,031.0
판매비와관리비	1,080.3	1,081.5	1,621.0	1,534.7	1,810.0
영업이익	1,182.8	639.4	830.8	1,054.1	1,221.0
영업이익률(%)	12.6	7.2	8.0	9.5	10.2
금융손익	-17.1	-14.7	7.4	30.5	66.1
종속/관계기업관련손익	-2.9	-4.7	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	24.0	-76.8	49.1	48.7	47.4
세전계속사업이익	1,186.8	543.2	887.3	1,133.3	1,334.4
법인세비용	164.1	84.9	184.7	191.7	237.5
당기순이익	993.5	450.5	702.6	941.5	1,097.0
지배주주지분 손이익	980.6	423.0	659.7	884.0	1,029.9
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,888.3	5,208.4	5,863.4	6,938.6	8,233.7
현금및현금성자산	1,677.1	1,669.2	1,718.8	2,509.6	3,464.6
매출채권	990.7	1,126.4	1,319.1	1,409.6	1,517.9
재고자산	1,901.6	2,119.5	2,482.1	2,652.4	2,856.1
비유동자산	6,108.9	6,449.5	6,495.4	6,438.0	6,348.0
유형자산	5,235.3	5,603.3	5,682.9	5,651.4	5,575.7
무형자산	150.1	151.4	103.3	70.5	48.1
투자자산	339.9	295.6	310.1	316.9	325.1
자산총계	10,997.2	11,657.9	12,358.9	13,376.6	14,581.7
유동부채	2,525.1	2,900.5	2,907.1	3,033.3	3,184.2
매입채무	381.8	595.9	697.9	745.8	803.0
단기차입금	810.3	1,067.9	1,067.9	1,067.9	1,067.9
유동성장기부채	298.3	262.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	778.6	727.1	805.9	842.9	887.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	336.6	216.5	216.5	216.5	216.5
부채총계	3,303.7	3,627.6	3,713.0	3,876.1	4,071.3
자본금	388.0	388.0	388.0	388.0	388.0
자본잉여금	1,053.5	1,053.5	1,053.5	1,053.5	1,053.5
기타포괄이익누계액	623.2	679.8	679.8	679.8	679.8
이익잉여금	5,620.5	5,873.1	6,445.7	7,242.7	8,185.7
비지배주주지분	155.0	182.6	225.5	283.1	350.1
자본총계	7,693.5	8,030.3	8,645.9	9,500.4	10,510.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	1,575.4	1,180.4	1,338.1	1,899.0	2,066.7
당기순이익(손실)	993.5	450.5	702.6	941.5	1,097.0
유형자산감가상각비	833.7	789.0	820.4	1,031.5	1,075.7
무형자산상각비	45.1	47.7	48.1	32.8	22.4
운전자본의 증감	-431.9	-300.7	-247.9	-116.4	-139.3
투자활동 현금흐름	-1,327.6	-1,022.9	-875.5	-962.8	-966.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,296.5	-1,209.8	-900.0	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의 감소(증가)	25.5	39.6	-14.5	-6.8	-8.2
재무활동 현금흐름	193.1	-173.1	-413.0	-145.3	-145.3
차입금증감	422.7	91.3	-262.0	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	444.5	-7.9	49.6	790.9	955.0
기초현금	1,232.6	1,677.1	1,669.2	1,718.8	2,509.6
기말현금	1,677.1	1,669.2	1,718.8	2,509.6	3,464.6
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	126,176	119,280	139,685	149,266	160,729
EPS(지배주주)	13,046	5,617	8,786	11,789	13,743
CFPS	30,991	21,629	22,750	28,361	31,048
EBITDAPS	27,601	19,762	22,750	28,361	31,048
BPS	97,145	101,129	108,509	118,779	130,930
DPS	2,100	1,150	1,150	1,150	1,150
배당수익률(%)	1.6	0.8	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	10.0	27.3	15.1	11.3	9.7
PCR	4.2	7.1	5.8	4.7	4.3
PSR	1.0	1.3	1.0	0.9	0.8
PBR	1.3	1.5	1.2	1.1	1.0
EBITDA	2,061.6	1,476.1	1,699.3	2,118.4	2,319.1
EV/EBITDA	4.8	7.9	5.8	4.3	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.8	5.5	8.1	10.0	10.6
EBITDA이익률	21.9	16.6	16.3	19.0	19.3
부채비율	42.9	45.2	42.9	40.8	38.7
금융비용부담률	0.5	0.8	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(x)	25.5	9.4	13.0	18.1	21.0
매출채권회전율(x)	8.5	8.4	8.5	8.2	8.2
재고자산회전율(x)	5.1	4.4	4.5	4.3	4.4

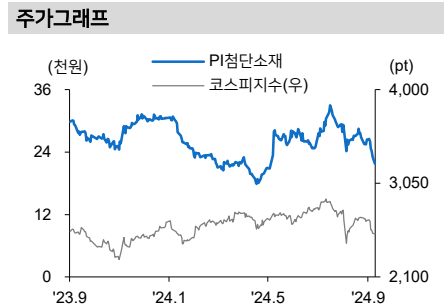
PI첨단소재 (178920) 방열시트는 지속 성장

Analyst 양승수 02.6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	36,000원
현재주가 (9.9)	21,750원
상승여력	65.5%
KOSPI	2,535.93pt
시가총액	6,387억원
발행주식수	2,937만주
유동주식비율	45.63%
외국인비중	8.73%
52주 최고/최저가	33,000원/17,910원
평균거래대금	40.6억원
주요주주(%)	
아케마코리아홀딩 외 1 인	54.15
국민연금공단	8.49

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.1	-1.4	-24.9
상대주가	-15.4	4.3	-24.5



3Q24 매출액 703억원(+14.5% YoY), 영업이익 140억원(+230.8% YoY, Opm:20.0%) 전망

- 3Q24 북미고객사향 방열시트 매출액은 전분기 대비 성장하나 FPCB용(중화권 스마트폰 부진)과 첨단산업용(2차전지 부진) 매출은 2분기 대비 부진 예상
- 믹스 악화와 일부 원재료 가격의 상승으로 수익성 하락(2Q24 24.4% → 3Q24E 20.0%) 추정
- 다만 2분기에 이어서 2개 분기 연속 20% 안팎의 영업이익률을 기록 회복된 동사의 이익 체력을 입증할 전망

온디바이스시는 더 많은 방열부품이 필요

- 온디바이스시의 핵심은 데이터 처리 및 복잡한 AI 연산을 클라우드가 아닌 기기 자체에서 처리한다는 점 → 연산량이 많아짐에 따라 CPU, NPU등이 높은 부하로 작동 → 필연적으로 발열 문제가 발생 → 효율적인 열 관리 필수
- 이에 따라 방열 부품들의 탑재량 증가 및 대당 면적 증가로 인한 구조적인 성장 추세 지속 전망 (방열시트용 PI 매출액 '23년 535억원 → '24년 743억원 → '25년 965억원 전망)
- 실제로 올해 북미 고객사의 경우 온디바이스시가 적용되는 아이폰16부터 전모델에 그래파이트 시트를 재탑재 + 프로/프로맥스의 경우 새시 내부에 그래파이트 시트의 면적을 추가로 확대할 계획

투자 의견 Buy, 적정주가 36,000원 제시

- 12개월 선행 EPS(1,543원) X 23.5배('20~'22년 평균 멀티플 적용)
- 동사 현 주가는 12MF P/E 14.0배로 과거 밴드 평균을 크게 하회 중. 방열시트의 지속적인 성장이 기대되고 '25년부터 모기업인 아케마와의 시너지가 구체화된다는 측면에서 저점 매수 접근이 유효하다고 판단
- 수익성 정상화와 함께 연말 당기순이익 기준 50%를 현금배당하는 동사의 배당 매력에 재차 부각될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	276.4	52.1	45.7	1,557	-28.6	11,627	18.6	2.5	12.0	13.7	46.1
2023	217.6	-3.9	-1.8	-61	적전	10,724	-499.2	2.8	39.3	-0.5	64.5
2024E	257.4	42.3	33.3	1,133	흑전	11,857	19.2	1.8	10.0	10.0	55.0
2025E	301.8	66.2	50.7	1,726		13,583	12.6	1.6	7.0	13.6	49.1
2026E	331.7	75.3	59.9	2,040		15,623	10.7	1.4	5.8	14.0	43.5

PI첨단소재 실적 테이블

After AI 시리즈 2
AI 진화론

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
환율 (원)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,320	1,370	1,360	1,340	1,306	1,348	1,338
매출액	42.6	60.2	61.4	53.4	51.8	72.4	70.3	62.9	217.6	257.4	301.8
(% QoQ)	-19.4%	41.3%	2.0%	-13.0%	-3.1%	39.8%	-2.9%	-10.5%			
(% YoY)	-45.6%	-19.8%	-12.7%	1.1%	21.6%	20.3%	14.5%	17.8%	-21.3%	18.3%	17.2%
FPCB용 PI	21.8	30.3	28.8	24.4	26.4	33.4	29.7	26.7	105.3	116.2	121.8
방열시트용 PI	7.4	15.0	16.9	14.2	9.3	22.5	23.9	18.6	53.5	74.3	96.5
일반산업용 PI	12.0	13.0	13.6	13.6	14.7	16.1	13.8	14.0	52.2	58.6	65.3
PI Varnish 및 기타	1.4	1.9	2.1	1.2	1.4	1.5	1.7	2.2	6.6	6.8	10.7
영업이익	-11.7	2.5	4.2	1.1	2.5	17.7	14.0	9.5	-3.9	43.7	66.2
(% QoQ)	적전	흑전	71.7%	-74.2%	125.5%	616.6%	-20.8%	-32.6%			
(% YoY)	적전	-80.9%	-69.9%	-90.8%	흑전	616.7%	230.8%	763.6%	-107.6%	흑전	51.7%
영업이익률 (%)	-27.6%	4.1%	6.9%	2.0%	4.8%	24.4%	20.0%	15.0%	-1.8%	17.0%	21.9%
세전이익	-12.2	1.6	4.2	-0.3	1.8	17.0	14.3	9.6	-6.6	42.7	65.0
지배주주순이익	-8.0	2.2	4.2	-0.1	1.5	13.5	11.5	6.8	-1.8	33.3	50.7
지배주주순이익률 (%)	-18.9%	3.6%	6.9%	-0.3%	2.9%	18.6%	16.4%	10.8%	-0.8%	12.9%	16.8%

자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

PI첨단소재 핵심차트

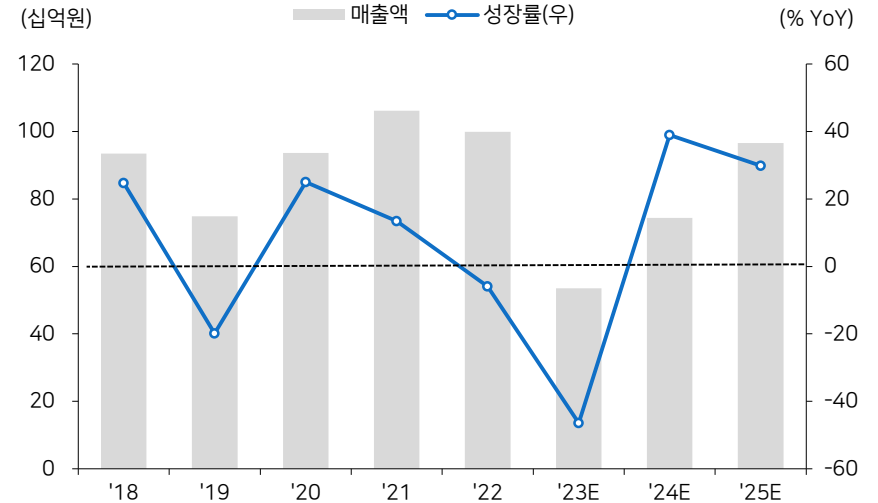
아이폰15에서 발생했던 발열 이슈 → 아이폰16 그라파이트 시트 면적 증가

		Starting temperature	Peak temperature	Temperature variation
iPhone models	iPhone 13	73.2°F	100.2°F	27°F
	iPhone 15	81°F	114°F	33°F
	iPhone 15 Pro Max	79.3°F	111°F	31.7°F
Other devices	Xiaomi 12 Pro	77.2°F	101.1°F	23.9°F
	Samsung S22 Ultra	74.7°F	99.7°F	25°F
	Oppo Find X5	74.5°F	97.7°F	23.2°F
	Google Pixel 6	71.4°F	95.5°F	24.1°F

Apple is finally going to fix the overheating problem that we've had for many years, ever since the iPhone 12's A14 chip that started to use a lot more power. We got a recent leak from The Information that pointed to Apple making a huge internal upgrade on the iPhone 16 models, now including a **larger graphite sheet** inside of the chassis to help reduce overheating.

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

PI첨단소재 방열시트 매출액 추이 및 전망 (2023년 부진 후 회복 예상)



자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

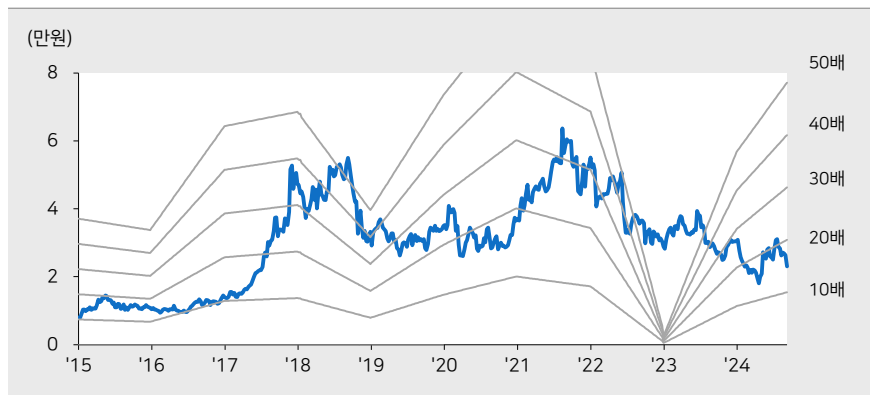
PI첨단소재 밸류에이션 테이블

After AI 시리즈 2
AI 진화론

(배)			2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
주가 (원)	High		14,700	55,300	57,900	38,000	41,700	67,800	56,000	39,500	
	Low		8,970	13,250	29,450	25,550	21,300	36,200	28,200	24,500	
	Average		11,268	26,180	43,827	31,763	31,884	49,583	39,377	31,882	
확정치	PER	High	20.6	49.5	48.6	63.0	29.3	31.1	36.0	nm	
		Low	12.6	11.9	24.7	42.3	15.0	16.6	18.1	nm	
		Average	15.8	23.5	36.8	52.6	22.4	22.8	25.3	nm	
	EPS	(원)	714	1,116	1,191	603	1,421	2,179	1,557	-61	1,133
		Growth (%)	23.5	56.3	6.7	-49.4	135.5	53.4	-28.6	-103.9	흑전
컨센서스	PER	High	21.8	43.0	42.2	48.0	28.4	33.8	32.6	745.3	
		Low	13.3	10.3	21.5	32.3	14.5	18.0	16.4	462.3	
		Average	16.7	20.3	32.0	40.1	21.7	24.7	22.9	601.5	
	EPS	(원)	675	1,287	1,371	792	1,469	2,007	1,716	53	1,308
		Growth (%)	16.7	80.2	22.8	-42.2	85.5	36.6	-14.5	-96.6	흑전

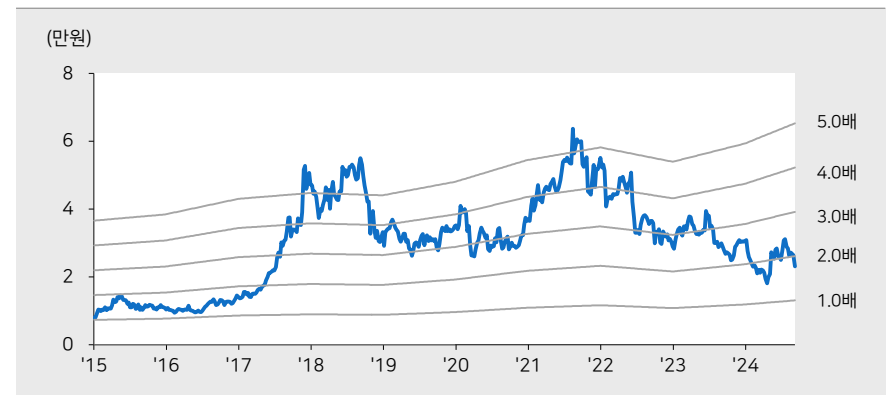
자료: 메리츠증권 리서치센터

PI첨단소재 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

PI첨단소재 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

PI첨단소재 (178920)

After AI 시리즈 2
AI 진화론

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	276.4	217.6	257.4	301.8	331.7
매출액증가율(%)	-8.4	-21.3	18.3	17.2	9.9
매출원가	196.9	192.3	184.3	201.3	217.3
매출총이익	79.6	25.3	73.1	100.5	114.4
판매비와관리비	27.4	29.2	30.8	34.3	39.1
영업이익	52.1	-3.9	42.3	66.2	75.3
영업이익률(%)	18.9	-1.8	16.4	21.9	22.7
금융손익	-0.0	-2.7	-3.3	-2.4	-0.9
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.9	-0.0	3.6	1.1	1.5
세전계속사업이익	54.0	-6.7	42.7	65.0	75.8
법인세비용	8.3	-4.9	9.4	14.3	15.9
당기순이익	45.7	-1.8	33.3	50.7	59.9
지배주주지분 손이익	45.7	-1.8	33.3	50.7	59.9
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	131.7	128.1	135.1	190.8	256.8
현금및현금성자산	16.4	56.4	50.6	91.7	147.9
매출채권	30.0	31.7	37.2	43.6	47.9
재고자산	83.7	38.8	45.9	53.8	59.1
비유동자산	367.3	389.8	404.7	403.7	401.5
유형자산	342.9	366.6	383.0	383.3	382.2
무형자산	14.0	12.7	11.0	9.6	8.4
투자자산	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1
자산총계	499.0	518.0	539.8	594.5	658.3
유동부채	64.5	88.0	66.9	76.0	78.0
매입채무	13.3	10.1	12.2	14.3	15.7
단기차입금	20.2	53.4	18.0	20.0	25.0
유동성장기부채	3.3	0.0	7.7	7.7	0.0
비유동부채	93.0	115.1	124.8	119.7	121.5
사채	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0
장기차입금	73.0	100.1	102.3	94.6	94.6
부채총계	157.5	203.0	191.6	195.7	199.5
자본금	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7
자본잉여금	187.5	187.5	187.5	187.5	187.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	217.4	190.8	224.1	274.8	334.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	341.5	314.9	348.2	398.9	458.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	17.4	60.0	55.7	75.5	87.3
당기순이익(손실)	45.7	-1.8	33.3	50.7	59.9
유형자산감가상각비	23.5	27.5	28.6	29.7	31.1
무형자산상각비	2.4	1.8	1.6	1.4	1.2
운전자본의 증감	-46.1	35.9	-4.2	-5.2	-3.5
투자활동 현금흐름	-97.8	-52.4	-41.6	-29.1	-28.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-107.8	-52.2	-45.0	-30.0	-30.0
투자자산의 감소(증가)	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	5.1	32.5	-20.0	-5.3	-2.5
차입금증감	37.9	56.1	-20.0	-5.3	-2.5
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-74.1	40.0	-5.8	41.1	56.2
기초현금	90.5	16.4	56.4	50.6	91.7
기말현금	16.4	56.4	50.6	91.7	147.9
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	9,414	7,411	8,766	10,278	11,295
EPS(지배주주)	1,557	-61	1,133	1,726	2,040
CFPS	2,848	1,019	2,471	3,315	3,665
EBITDAPS	2,654	863	2,471	3,315	3,665
BPS	11,627	10,724	11,857	13,583	15,623
DPS	779	0	0	0	0
배당수익률(%)	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	18.6	-499.2	19.2	12.6	10.7
PCR	10.1	29.9	8.8	6.6	5.9
PSR	3.1	4.1	2.5	2.1	1.9
PBR	2.5	2.8	1.8	1.6	1.4
EBITDA	78.0	25.4	72.6	97.4	107.6
EV/EBITDA	12.0	39.3	10.0	7.0	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.7	-0.5	10.0	13.6	14.0
EBITDA이익률	28.2	11.6	28.2	32.3	32.4
부채비율	46.1	64.5	55.0	49.1	43.5
금융비용부담률	0.3	1.6	1.8	1.4	1.3
이자보상배율(x)	74.0	-1.1	8.9	15.2	17.8
매출채권회전율(x)	7.4	7.0	7.5	7.5	7.2
재고자산회전율(x)	4.4	3.6	6.1	6.1	5.9

대덕전자(353200) K-기판의 원조

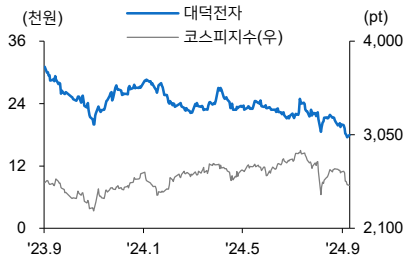
Analyst 양승수 02. 6454-4875
Seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	29,000원
현재주가 (9. 9)	17,970원
상승여력	61.4%
KOSPI	2,535.93pt
시가총액	8,880억원
발행주식수	4,942만주
유동주식비율	67.24%
외국인비중	9.91%
52주 최고/최저가	29,300원/17,520원
평균거래대금	88.2억원
주요주주(%)	
대덕 외 5인	32.76
국민연금공단	8.45

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.4	-23.5	-36.8
상대주가	-13.7	-19.2	-36.5

주가그래프



3Q24 OP 120억원(+9.7% QoQ, +744.2% YoY) 전망

- 업황 부진 계속되나 메모리와 FC-BGA 중심으로 패키지기판 물량 소폭 개선 전망
- 4Q부터 GDDR, AI가속기 MLB 등 신제품 양산, FC-BGA 신규 고객사 확보 등을 통해 시장 기대치에 부합하는 회복 기대

AI 가속기향 MLB 4분기 양산 시작 확정

- AI 가속기향 MLB 최종 양산 쿼 11월 통과 → 12월 진입 예상
- 이번 신규 진입 제품은 OAM Board로, HDI 기술력이 요구됨에 따라 고밀도 PCB 관련 다수의 래퍼런스를 갖춘 동사의 경쟁력이 부각
- 향후 OAM이 아닌 UBB 공급망 합류 가능성도 상존하며, 신규 진입 시 고객사가 요청하는 물량에 대응하기 위한 증설 가능성 상존. 현재 동사의 MLB Capa는 약 2,000억원으로, AI 가속기 제외한 물량으로 약 1,200억원의 매출이 발생 중
- AI가속기 매출액이 온기에 반영되는 '25년 동사 MLB 매출액은 1,637억원(+36.1% YoY)의 가파른 성장 전망

투자의견 Buy, 적정주가 29,000원 유지

- 12개월 선행 EPS(1,517원) X 19.4배('20~'23년 Historical 12MF PER)
- 2025년 매출액 1.15조원(+19.6% YoY), 영업이익 1,018억원(+180.2% YoY)의 완전한 실적 턴어라운드 시현 전망
- 현 주가는 12MF PBR 0.95배로 밴드 하단에 위치하며 실적 정상화에 증설 모멘텀 또한 상존한다는 점을 감안 시 선제적인 매수 관점 접근 유효

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,316.2	232.5	183.9	3,705	193.4	16,598	5.1	1.1	2.4	23.9	39.4
2023	909.7	23.7	25.4	501	-86.5	16,857	54.0	1.6	8.5	2.9	29.9
2024E	966.1	36.5	42.3	857	71.2	17,391	21.0	1.0	4.2	4.8	29.8
2025E	1,155.6	101.8	93.1	1,884	119.8	18,910	9.5	1.0	2.9	10.0	32.5
2026E	1,374.5	147.0	132.7	2,685	42.5	21,198	6.7	0.8	1.7	12.8	34.3

대덕전자 실적 테이블

After AI 시리즈 2
AI 진화론

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
환율(원)	1,276	1,315	1,311	1,331	1,325	1,370	1,360	1,340	1,308	1,350	1,340
매출액	217.7	219.9	237.8	234.4	214.9	238.3	249.9	263.4	909.7	966.0	1,155.6
(% QoQ)	-26.6%	1.0%	8.1%	-1.4%	-8.3%	10.9%	4.9%	5.4%			
(% YoY)	-28.7%	-35.9%	-36.0%	-20.9%	-1.3%	8.4%	5.1%	12.4%	-30.9%	6.2%	19.6%
패키지기판	180.8	191.3	213.6	211.0	188.5	208.6	219.7	228.1	796.7	844.9	991.9
Memory	88.0	115.9	131.4	130.9	117.5	129.6	134.3	138.3	466.2	519.7	578.5
Non-Memory	92.7	75.4	82.2	80.2	71.0	79.0	85.4	89.8	330.5	325.2	413.4
MLB기판	35.4	28.1	23.6	22.9	25.5	29.6	30.1	35.1	110.0	120.3	163.7
FPCB	1.5	0.5	0.6	0.4	0.8	0.0	0.0	0.0	3.0	0.8	0.0
영업이익	10.3	5.6	1.4	6.4	-2.9	10.9	12.0	16.8	23.7	36.8	101.8
(% QoQ)	-78.7%	-45.4%	-74.8%	354.1%	-144.9%	-477.8%	9.7%	40.8%			
(% YoY)	-77.1%	-90.9%	-98.2%	-86.7%	-128.1%	94.3%	744.2%	161.8%	-89.8%	55.1%	180.2%
영업이익률 (%)	4.7%	2.6%	0.6%	2.7%	-1.3%	4.6%	4.8%	6.4%	2.6%	3.8%	8.9%
세전이익	14.1	5.2	4.6	4.5	2.6	15.4	16.2	20.1	28.4	54.3	119.3
지배주주순이익	11.2	4.3	3.8	6.1	2.0	12.2	12.1	16.0	25.4	42.3	93.1
지배주주순이익률(%)	5.2%	2.0%	1.6%	2.6%	0.9%	5.1%	4.9%	6.1%	2.8%	4.4%	8.1%

자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

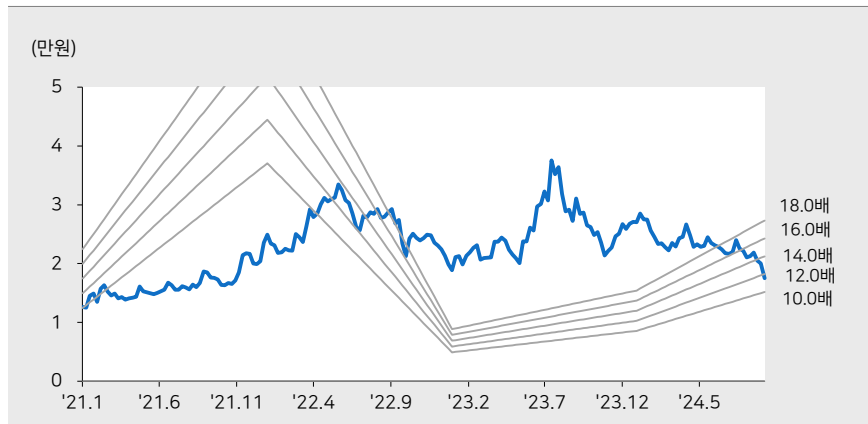
대덕전자 밸류에이션 테이블

After AI 시리즈 2
AI 진화론

(배)			2020	2021	2022	2023	2024E
주가 (원)		High	14,900	25,450	34,100	39,650	
		Low	7,720	11,800	18,700	17,900	
		Average	10,659	16,558	26,165	25,464	
확정치	PER	High	nm	20.2	9.2	79.2	
		Low	nm	9.3	5.0	35.8	
		Average	nm	13.1	7.1	50.9	
	EPS	(원)	-284	1,262	3,705	501	857
		Growth (%)	Nm	흑전	193.4	-86.5	71.1
컨센서스	PER	High	nm	21.2	8.6	65.2	
		Low	nm	9.8	4.7	29.4	
		Average	nm	13.8	6.6	41.9	
	EPS	(원)	-874	1,200	3,980	608	811
		Growth (%)	Nm	흑전	231.7	-83.6	62.0

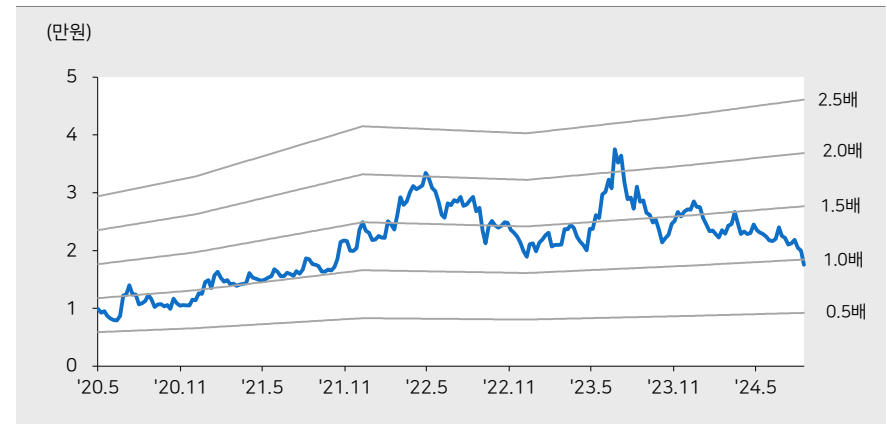
자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자(353200)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,316.2	909.7	966.1	1,155.6	1,374.5
매출액증가율(%)	31.5	-30.9	6.2	19.6	18.9
매출원가	1,019.3	834.5	876.8	986.7	1,140.2
매출총이익	296.9	75.1	89.2	168.9	234.4
판매비와관리비	64.3	51.4	52.7	67.1	87.3
영업이익	232.5	23.7	36.5	101.8	147.0
영업이익률(%)	17.7	2.6	3.8	8.8	10.7
금융손익	9.4	9.1	17.8	17.5	23.0
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.6	-4.5	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	244.5	28.4	54.3	119.3	170.1
법인세비용	60.6	3.0	11.9	26.3	37.4
당기순이익	183.9	25.4	42.3	93.1	132.7
지배주주지분 순이익	183.9	25.4	42.3	93.1	132.7

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	498.1	433.1	490.7	603.1	868.6
현금및현금성자산	122.4	76.6	112.1	150.2	330.0
매출채권	189.0	123.2	130.8	156.5	186.2
재고자산	120.2	90.6	96.2	115.0	136.8
비유동자산	693.7	694.5	672.4	688.1	598.0
유형자산	641.4	629.2	611.3	629.6	541.7
무형자산	12.1	12.8	8.6	6.0	3.7
투자자산	6.0	7.0	7.1	7.1	7.1
자산총계	1,191.8	1,127.5	1,163.1	1,291.2	1,466.6
유동부채	265.0	176.7	180.4	215.8	256.7
매입채무	37.0	46.2	49.1	58.7	69.8
단기차입금	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	6.8	6.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	71.7	82.5	86.8	101.2	118.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	19.0	12.9	12.9	12.9	12.9
부채총계	336.8	259.2	267.2	317.1	374.7
자본금	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8
자본잉여금	545.1	545.1	545.1	545.1	545.1
기타포괄이익누계액	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	283.1	296.7	324.3	402.5	520.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	855.0	868.3	895.9	974.1	1,092.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	293.6	180.8	156.8	192.9	217.3
당기순이익(손실)	183.9	25.4	42.3	93.1	132.7
유형자산감가상각비	100.4	110.5	117.9	101.7	87.9
무형자산상각비	4.4	4.6	5.2	3.6	2.3
운전자본의 증감	-62.0	40.5	1.2	1.9	2.2
투자활동 현금흐름	-258.8	-197.5	-99.0	-140.0	-22.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-204.8	-117.1	-100.0	-120.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-5.9	-1.0	-0.0	-0.0	-0.1
재무활동 현금흐름	12.2	-28.9	-22.3	-14.8	-14.8
차입금증감	25.9	-7.2	-6.8	0.1	0.1
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	45.7	-45.8	35.5	38.1	179.8
기초현금	76.7	122.4	76.6	112.1	150.2
기말현금	122.4	76.6	112.1	150.2	330.0

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	26,634	18,408	19,549	23,385	27,815
EPS(지배주주)	3,705	501	857	1,884	2,685
CFPS	7,790	3,800	3,231	4,192	4,800
EBITDAPS	6,826	2,808	3,231	4,192	4,800
BPS	16,598	16,857	17,391	18,910	21,198
DPS	400	300	300	300	300
배당수익률(%)	2.1	1.1	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	5.1	54.0	21.0	9.5	6.7
PCR	2.4	7.1	5.6	4.3	3.7
PSR	0.7	1.5	0.9	0.8	0.6
PBR	1.1	1.6	1.0	1.0	0.8
EBITDA	337.3	138.8	159.7	207.2	237.2
EV/EBITDA	2.4	8.5	4.2	2.9	1.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.9	2.9	4.8	10.0	12.8
EBITDA이익률	25.6	15.3	16.5	17.9	17.3
부채비율	39.4	29.9	29.8	32.5	34.3
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)	362.8	25.8	49.8	173.9	250.0
매출채권회전율(x)	7.4	5.8	7.6	8.0	8.0
재고자산회전율(x)	11.4	8.6	10.3	10.9	10.9

기가비스 (420770) 재도약 준비 중

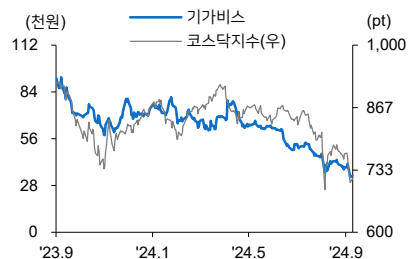
Analyst 양승수 02. 6454-4875
Seungsoo.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (9.9)	34,050원
상승여력	-
KOSDAQ	714.46pt
시가총액	4,316억원
발행주식수	1,268만주
유동주식비율	34.91%
외국인비중	1.16%
52주 최고/최저가	88,100원/33,050원
평균거래대금	36.3억원
주요주주(%)	
김종준 외 5인	61.56

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.5	-46.8	-61.4
상대주가	-4.3	-35.0	-50.5

주가그래프



AI 중심 FC-BGA 도약의 수혜 기대

- 기가비스는 반도체 기판 검사의 핵심인 내층 검사 및 수리 장비 시장 내 독점적 지위를 보유한 검사장비 전문 업체
- 주요 전방시장인 FC-BGA 기판은 과거의 공격적인 증설 + 코로나 이후 수요 감소로 인한 공급 과잉이 아직 존재하나 AI 서버용 FC-BGA 등 특정 제품은 대면적화와 층수 증가로 인한 수율 감소 및 부가가치 상승 지속
- 이에 따라 AI향 신규 수주에 성공한 일부 기판 고객사들은 관련 증설을 준비 중이며, 동사 신규 수주에 일부 기여할 전망
- 또한 FC-BGA 업황 자체적으로도 Bottom-out 조짐이 포착되고 있으며, 2026년을 기점으로 수요-공급의 균형점을 되찾고 업황의 본격 정상화가 이뤄질 것으로 기대

유리기판의 핵심은 수율, 낮은 수율 보안을 위한 검사장비 수요 증가 기대

- 반도체 기판 고객사들과의 협력 관계를 바탕으로 Glass Core Substrate로 동사 검사장비의 응용처 확대가 진행 중
- Glass Core Substrate는 기판의 코어만 글라스로 바뀔 뿐, 글라스 위에 ABF를 적층하고 패터를 형성하는 제조과정은 기존 FC-BGA 기판과 동일. 즉 응용 조명 등 일부 변화를 제외하고 전체적인 검사로직은 기존 유리기판과 유사하기 때문에 기존 유리기판 내 No.1 검사장비 업체인 동사의 기술적 우위 지속 전망
- 국내 S사향 유리기판 패턴 검사기 샘플 테스트 통과 후 L사향 TGV 비아홀 검사 의뢰 진행 중
- 향후 주요 고객사들의 유리기판 시장 참여 확대 기조 속에서, 수율 개선을 위한 검사장비 수요 증가 예상

2H24 흑자 기조 유지 전망. AI FC-BGA향 수주 증가와 신사업 매출 확대로 2025년 실적 정상화 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	32.2	6.0	5.2	493	0.0	3,202	0.0	0.0	-2.4	16.4	18.0
2020	68.3	27.3	24.4	2,323	371.1	5,048	0.0	0.0	-1.0	56.3	13.6
2021	44.0	15.9	14.5	1,376	-40.8	5,826	0.0	0.0	-2.0	25.3	18.9
2022	99.7	33.8	27.8	2,633	91.4	9,464	0.0	0.0	-2.1	34.4	40.9
2023	91.5	35.0	32.7	2,745	4.2	16,773	26.9	4.4	23.5	20.9	6.2

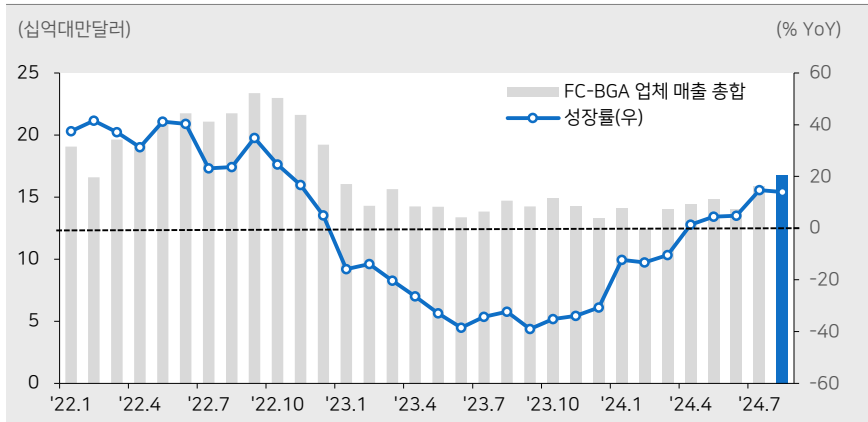
기가비스 실적 테이블

After AI 시리즈 2
AI 진화론

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
환율 (원)	1,276	1,315	1,311	1,331	1,325	1,370	1,360	1,340	1,308	1,350	1,340
매출액	32.6	26.7	11.2	20.9	6.2	9.0	8.5	10.5	91.5	34.3	79.5
(% QoQ)		-18.1%	-57.9%	86.5%	-70.2%	44.9%	-6.0%	23.5%			
(% YoY)					-80.9%	-66.1%	-24.3%	-49.9%	-8.3%	-62.5%	131.9%
영업이익	16.8	7.8	2.3	8.1	-0.9	0.4	0.2	1.1	35.0	0.8	23.3
(% QoQ)		-53.5%	-70.3%	247.0%	적전	흑전	-42.9%	450.0%			
(% YoY)					적전	-95.5%	-91.4%	-86.3%	3.4%	-97.8%	2925.1%
영업이익률 (%)	51.5%	29.3%	20.7%	38.4%	-14.1%	3.9%	2.4%	10.5%	38.3%	2.2%	29.3%

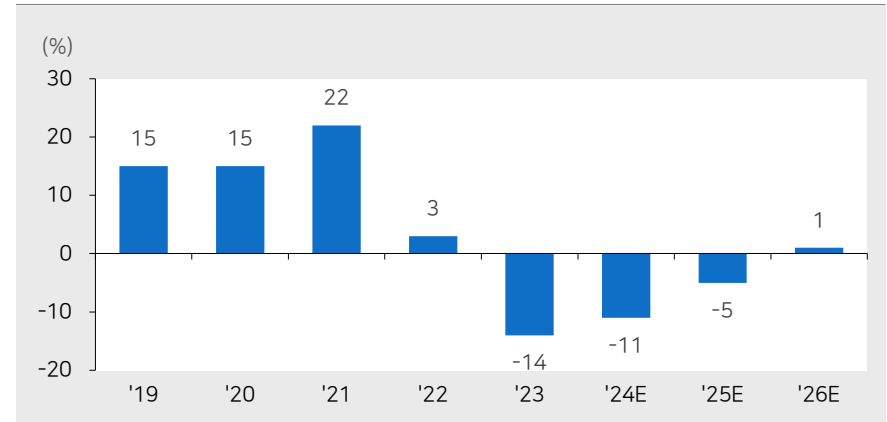
자료: 아나패스, 메리츠증권 리서치센터

대만 FC-BGA 업체 3사 합산 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

FC-BGA 공급부족률 추이 및 전망



자료: Unalyze, 메리츠증권 리서치센터

기가비스(420770)

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	32.2	68.3	44.0	99.7	91.5
매출액증가율(%)	241.1	111.9	-35.6	126.8	-8.3
매출원가	20.0	33.9	17.7	42.0	38.2
매출총이익	12.3	34.4	26.3	57.8	53.3
판매비와관리비	6.3	7.1	10.3	23.9	18.3
영업이익	6.0	27.3	15.9	33.8	35.0
영업이익률(%)	18.6	40.0	36.2	33.9	38.3
금융손익	0.2	0.4	0.3	0.5	4.5
중속/관계기업관련손익	-0.9	-0.1	0.3	-0.1	0.8
기타영업외손익	0.0	-0.9	0.4	-0.3	-0.1
세전계속사업이익	5.4	26.7	16.9	33.9	40.3
법인세비용	0.2	2.3	2.5	6.2	7.6
당기순이익	5.2	24.4	14.5	27.8	32.7
지배주주지분 손이익	5.2	24.4	14.5	27.8	32.7
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	27.9	47.5	59.2	123.0	145.2
현금및현금성자산	7.6	8.3	4.7	17.5	30.6
매출채권	5.9	14.9	11.7	25.3	25.4
재고자산	5.7	3.8	14.0	21.5	17.9
비유동자산	11.8	12.7	13.6	18.5	80.6
유형자산	10.2	10.9	6.0	6.7	6.4
무형자산	0.1	0.0	0.1	0.1	0.7
투자자산	1.5	1.5	1.7	1.4	68.1
자산총계	39.7	60.2	72.8	141.5	225.9
유동부채	4.5	7.1	11.4	38.2	12.8
매입채무	1.2	2.8	5.3	9.3	2.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.6	0.1	0.2	2.9	0.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	6.0	7.2	11.6	41.1	13.2
자본금	0.1	0.1	0.1	2.1	2.5
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	13.8	102.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	33.5	52.9	61.1	84.4	107.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	33.6	53.0	61.2	100.4	212.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동현금흐름	4.9	18.5	10.0	35.8	13.2
당기순이익(손실)	5.2	24.4	14.5	27.8	32.7
유형자산감가상각비	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-4.0	-7.9	-4.8	-11.7	-10.0
투자활동 현금흐름	2.9	-12.9	-8.5	-27.0	-80.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.1	-1.3	-0.5	-1.2	-4.4
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.1	0.2	-65.9
재무활동 현금흐름	-1.0	-5.0	-5.0	4.7	81.1
차입금증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	15.9	89.0
현금의증가(감소)	6.9	0.7	-3.5	12.8	13.1
기초현금	0.7	7.6	8.3	4.7	17.5
기말현금	7.6	8.3	4.7	17.5	30.6
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022	2023
주당데이터(원)					
SPS	3,070	6,506	4,188	9,463	7,684
EPS(지배주주)	493	2,323	1,376	2,633	2,745
CFPS	848	2,511	1,691	4,711	3,010
EBITDAPS	635	2,657	1,572	3,268	3,002
BPS	3,202	5,048	5,826	9,464	16,773
DPS	190	857	476	750	800
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	26.9
PCR	0.0	0.0	0.0	0.0	24.5
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	9.6
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	4.4
EBITDA	6.7	27.9	16.5	34.4	35.7
EV/EBITDA	-2.4	-1.0	-2.0	-2.1	23.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.4	56.3	25.3	34.4	20.9
EBITDA이익률	20.7	40.8	37.5	34.5	39.1
부채비율	18.0	13.6	18.9	40.9	6.2
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
이자보상배율(x)				253.5	
매출채권회전율(x)	7.9	6.6	3.3	5.4	3.6
재고자산회전율(x)	7.4	14.5	5.0	5.6	4.6

아나패스(405100) AI PC 시대의 준비된 원석

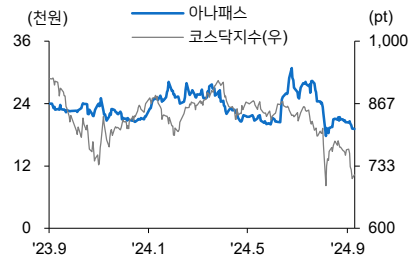
Analyst 양승수 02. 6454-4875
Seungsoo.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (9. 9)	19,140원
상승여력	-
KOSDAQ	714.46pt
시가총액	2,320억원
발행주식수	1,212만주
유동주식비율	85.06%
외국인비중	4.11%
52주 최고/최저가	30,850원/17,760원
평균거래대금	61.4억원
주요주주(%)	
이경호 외 3 인	14.94
아이베스트투자 외 6 인	13.44

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.8	-23.6	-16.2
상대주가	6.2	-6.6	7.2

주가그래프



IT OLED 시대의 핵심 기업 아나패스

- 동사는 2002년 설립된 디스플레이용 반도체 T-Con(Timing Controller) 전문 제조 팹리스 업체
- 동사의 T-CON은 DDI에 전송되는 데이터의 양을 조절함으로써 화질을 개선해주는 역할을 담당
- 모바일을 제외한 동사 OLED 매출액은 국내 디스플레이 고객사의 IT OLED향 제품에서 발생 중

AI PC 확대 + 모바일 물량 확대를 통한 실적 성장 Cycle 시작

- AI PC 제품의 출하 확대로 올해를 기점으로 저전력에서 강점이 있는 OLED 패널의 IT OLED 시장 침투 확대 시작 → AI PC로 인한 OLED의 침투율 상승은 동사의 IT OLED향 T-CON 매출액의 성장 본격화를 의미
- 동사의 T-CON은 Intel, Qualcomm, NVIDIA, AMD 등의 주요 AI PC 제조업체와의 호환성 인증도 선제적으로 완료
- 1Q24 국내 고객사향 중저가 스마트폰 모델 물량 첫 진입으로 창사 이후 역대 두 번째로 높은 분기 매출(369억원) 달성
- 2Q24 매출액 407억원(+153.7%YoY), 영업이익 33억원(+17.6% YoY) 기록, 1분기에 이어 IT OLED 물량 확대 및 국내 중저가 스마트폰 진입 효과에 따른 성장 지속

하반기 점진적인 이익 개선 유효. IT OLED향 매출 확대로 2025년 최대 실적 전망

- 3Q24는 마진률 높은 IT OLED 매출액 확대로 인한 믹스 개선 효과로 마진율 추가 개선 전망
- 1) AI PC 확대를 통한 IT OLED향 매출 성장 + 2) 모바일향 공급 물량 증가 및 레버리지 효과를 통한 이익 개선 효과로 2025년 매출액 2,826억원(+80.8% YoY), 영업이익 489억원(+320.1% YoY, OPM: 17.3%)의 창사 이후 최대 실적 달성 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	60.8	-23.6	-22.2	-2,193	0.0	5,451	-13.4	5.4	-14.2	-35.7	125.5
2020	101.0	-22.4	-49.0	-4,785	적지	1,720	-5.6	15.7	-15.3	-132.6	396.9
2021	48.4	7.8	12.7	1,124	흑전	4,169	24.0	6.5	21.3	37.7	122.4
2022	43.3	-7.0	-13.1	-1,122	적전	3,231	-21.6	7.5	-106.4	-30.4	172.8
2023	71.5	4.5	2.7	227	흑전	4,438	94.3	4.8	24.6	5.8	107.9

아나패스 실적 테이블

After AI 시리즈 2
AI 진화론

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
환율 (원)	1,276	1,315	1,311	1,331	1,325	1,370	1,360	1,340	1,308	1,350	1,340
매출액	13.9	16.0	16.1	25.4	36.9	40.7	40.9	37.8	71.5	156.3	282.6
(% QoQ)	32.3%	15.2%	0.4%	57.6%	45.4%	10.2%	0.5%	-7.6%			
(% YoY)	22.8%	42.6%	58.3%	141.3%	165.2%	153.7%	153.9%	48.9%	65.1%	118.7%	80.8%
LCD향 T-CON	0.1	0.2	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2	0.1
OLED향 T-CON	8.0	11.8	15.9	22.5	33.6	36.8	37.9	35.5	58.2	143.8	270.0
기타	5.8	4.0	0.2	2.8	3.2	3.9	3.0	2.3	12.9	12.4	12.5
영업이익	1.6	2.8	1.3	-1.2	1.7	3.3	4.0	3.0	4.5	12.0	48.9
(% QoQ)	-159.0%	76.6%	-52.0%	-192.5%	-238.7%	90.7%	22.2%	-25.9%			
(% YoY)	흑전	2690.0%	-125.7%	-53.7%	8.9%	17.6%	199.1%	-339.5%	흑전	168.0	308.3
영업이익률 (%)	11.4%	17.4%	8.3%	-4.9%	4.7%	8.1%	9.8%	7.9%	6.3%	7.7%	17.3%

자료: 아나패스, 메리츠증권 리서치센터

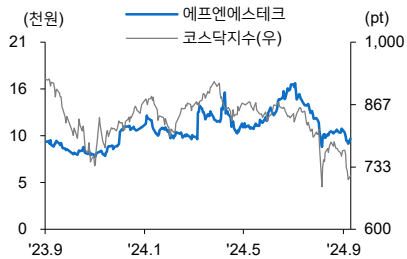
애나패스(405100)

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	60.8	101.0	48.4	43.3	71.5
매출액증가율(%)	18.1	66.0	-52.1	-10.5	65.1
매출원가	46.1	90.5	21.8	31.9	45.3
매출총이익	14.7	10.4	26.6	11.4	26.1
판매비와관리비	38.3	32.9	18.8	18.4	21.7
영업이익	-23.6	-22.4	7.8	-7.0	4.5
영업이익률(%)	-38.8	-22.2	16.1	-16.2	6.3
금융손익	2.0	-4.3	0.9	2.4	-0.6
중속/관계기업관련손익	0.0	-18.2	0.0	-7.0	0.0
기타영업외손익	-1.1	-1.7	0.8	1.4	-1.2
세전계속사업이익	-22.7	-46.6	9.5	-10.2	2.7
법인세비용	-0.5	2.4	-3.2	2.9	0.0
당기순이익	-22.2	-49.0	12.7	-13.1	2.7
지배주주지분 손이익	-22.2	-49.0	12.7	-13.1	2.7
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	102.5	79.7	91.4	94.3	102.2
현금및현금성자산	9.2	17.2	21.5	10.4	15.2
매출채권	4.5	1.0	1.7	1.2	2.6
재고자산	15.7	4.8	16.2	37.5	37.3
비유동자산	22.0	13.2	16.2	8.9	9.7
유형자산	12.4	8.4	6.8	6.9	8.5
무형자산	0.8	0.4	0.2	0.2	0.1
투자자산	5.9	2.6	3.2	0.0	0.0
자산총계	124.5	92.8	107.5	103.2	111.9
유동부채	33.2	69.6	53.7	63.5	55.2
매입채무	7.1	2.2	2.8	6.4	3.4
단기차입금	5.0	5.4	3.0	4.0	6.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	36.1	4.5	5.4	1.8	2.8
사채	24.5	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	69.3	74.2	59.2	65.4	58.1
자본금	5.1	5.4	5.8	5.9	6.1
자본잉여금	45.6	60.6	77.3	79.8	90.6
기타포괄이익누계액	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
이익잉여금	0.9	-48.1	-36.0	-49.2	-46.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	55.2	18.7	48.4	37.8	53.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동현금흐름	-16.5	-0.2	3.0	-15.2	10.9
당기순이익(손실)	-22.2	-49.0	12.7	-13.1	2.7
유형자산감가상각비	3.9	4.6	4.5	4.5	4.4
무형자산상각비	0.7	0.5	0.2	0.1	0.1
운전자본의 증감	-7.6	4.6	-12.2	-25.1	-4.9
투자활동 현금흐름	-15.9	9.6	-3.8	2.1	-5.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-9.3	-7.1	-2.7	-5.0	-4.9
투자자산의 감소(증가)	-3.0	-14.9	-0.6	-3.8	0.0
재무활동 현금흐름	35.0	-0.1	4.0	0.4	-0.1
차입금증감	29.7	-4.0	-16.4	-3.5	-10.2
자본의증가	3.9	15.4	17.0	2.6	11.0
현금의증가(감소)	2.7	7.9	4.4	-11.1	4.8
기초현금	6.5	9.2	17.2	21.5	10.4
기말현금	9.2	17.2	21.5	10.4	15.2
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022	2023
주당데이터(원)					
SPS	6,007	9,863	4,299	3,704	6,064
EPS(지배주주)	-2,193	-4,785	1,124	-1,122	227
CFPS	-1,232	-555	1,303	724	1,217
EBITDAPS	-1,881	-1,695	1,117	-207	758
BPS	5,451	1,720	4,169	3,231	4,438
DPS	100	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-13.4	-5.6	24.0	-21.6	94.3
PCR	-23.8	-48.6	20.7	33.4	17.6
PSR	4.9	2.7	6.3	6.5	3.5
PBR	5.4	15.7	6.5	7.5	4.8
EBITDA	-19.1	-17.4	12.6	-2.4	8.9
EV/EBITDA	-14.2	-15.3	21.3	-106.4	24.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-35.7	-132.6	37.7	-30.4	5.8
EBITDA이익률	-31.3	-17.2	26.0	-5.6	12.5
부채비율	125.5	396.9	122.4	172.8	107.9
금융비용부담률	1.1	1.8	2.7	2.1	2.9
이자보상배율(x)	-35.8	-12.6	5.9	-7.6	2.2
매출채권회전율(x)	21.5	36.9	36.4	30.5	37.6
재고자산회전율(x)	6.3	9.9	4.6	1.6	1.9

Not Rated

적정주가 (12개월)	-		
현재주가 (9.9)	10,090원		
상승여력	-		
KOSDAQ	714.46pt		
시가총액	865억원		
발행주식수	858만주		
유동주식비율	60.22%		
외국인비중	8.60%		
52주 최고/최저가	16,240원/8,060원		
평균거래대금	12.9억원		
주요주주(%)			
한경희 외 10 인	32.99		
한국증권금융	5.23		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.7	-26.7	7.7
상대주가	6.3	-10.4	37.8
주가그래프			



투자포인트 1. 유리 식각 장비의 달인

- 동사는 다수의 디스플레이 장비를 제조하는 전문 장비기업으로, 그 중 GSM(Glass Sliming Machine) 장비는 Chemical을 사용하여 OLED 패널을 얇게 식각할 때 사용
- 아이패드/맥북의 OLED 전환이 시작됨에 따라 신규로 탑재되는 Hybrid OLED 식각을 위해 동사 IT OLED용 GSM 장비의 신규 수요가 발생 중 (1,2차 각각 110.8억원, 40.7억원 수주)
- 또한 Glass 식각을 담당하는 고객사가 유리기판 및 UTG로 사업 다변화를 추진함에 따라 동사 GSM 장비 동반 진입 기대

투자포인트 2. IT OLED 확대 수혜

- 동사의 Wet장비(Cleaner+Stripper+Etcher)은 2019년 경쟁사인 세메스 철수 이후 고객사의 투자가 진행될 경우 단독 수주 받아서 납품 중 → Phase1 수주 360억원에 이어서 연말 혹은 내년 상반기 Phase 2 추가 수주 기대
- 그 외에 동사의 Open Metal Mask Cleaning는 IT OLED에서는 단독 사업자로 선정되어 비즈니스를 진행 중. 해당 비즈니스는 고객사 확대 가능성 또한 상존

투자포인트 3. 반도체 부품(CMP 패드 등) 매출액 성장

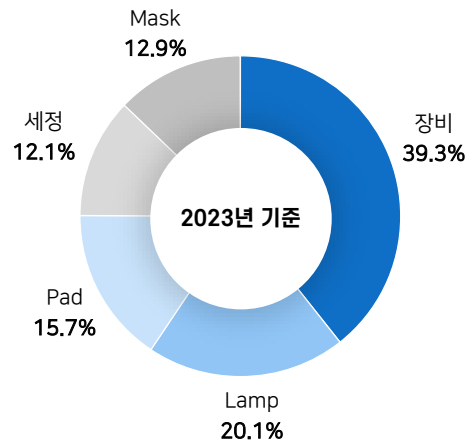
- 동사는 2015년 미국의 이노패드를 인수하며 CMP 패드 사업에 진출. 2019년 삼성전자와 재생 연마패드를 공동 특허로 출원하면서 2022년부터 본격적인 매출 성장 기록 중 ('21년 39억원 → '22년 56억원 → '23년 61억원)
- 그 외 고객사와 HBM 공정용 CMP 패드 등 다수의 신규패드 개발을 진행 중이며 반도체 부품 관련 고객사 다변화를 위한 사업 협력 방안 모색 중
- 동사의 부품 매출액은 '23년 236억원 → '24년 300억원 → '25년 400~500억원 수준으로 성장 전망(전사BEP 수준)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	34.1	2.2	1.4	198	0.0	6,180	43.0	1.4	16.9	3.3	70.2
2020	91.9	11.2	8.2	1,030		6,802	11.8	1.8	6.7	14.4	87.5
2021	66.1	2.4	1.6	185	-89.3	6,925	69.7	1.9	26.5	2.7	65.0
2022	67.6	5.8	4.8	566	330.4	7,289	12.3	1.0	6.8	8.0	44.4
2023	38.9	2.3	1.8	207	-64.5	7,464	54.7	1.5	16.4	2.8	66.7

장비와 부품 동반 성장 국면 진입

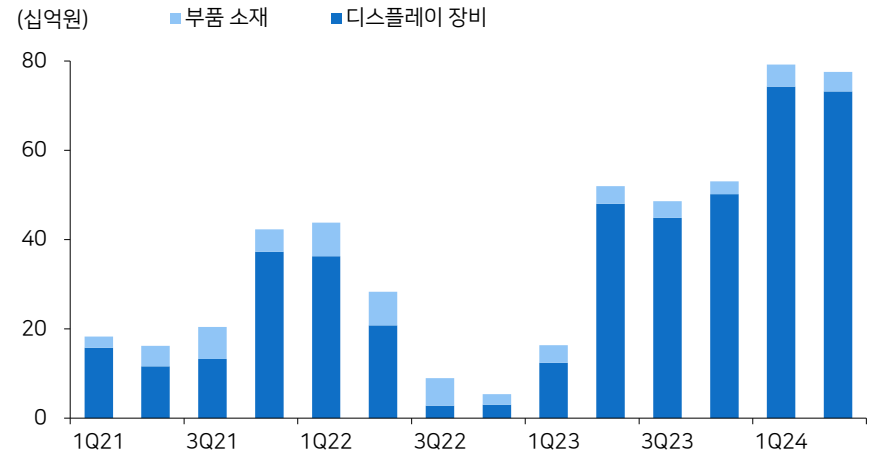
- 에프엔에스테크는 디스플레이 제조용 장비 및 디스플레이/반도체 소재, 부품 공급 업체
- 동사의 디스플레이 장비 중 GSM(Glass Sliming Machine) 장비는 Chemical을 사용하여 OLED 패널을 얇게 식각하는 장비로 중소형을 넘어 IT OLED용 8.6G용 장비로 활용 중
- 또한 Glass 식각을 담당하는 고객사가 유리기판 및 UTG로 사업 다변화를 추진함에 따라 동사 GSM 장비 동반 진입 기대감 상존
- 그 외에 소재/부품 단에서 반도체향 CMP 패드 매출액이 성장하고 있으며, IT OLED용 Metal Mask Cleaner 또한 단독으로 수주 받아서 진행 중
- 소재/부품 매출액의 규모는 내년 기준 전사 BEP 수준을 달성, 안정적인 실적 회복의 원동력이 될 전망

2023년 기준 제품별 매출액 비중



자료: 에프엔에스테크, 메리츠증권 리서치센터

에프엔에스테크 수주잔고 추이



자료: 에프엔에스테크, 메리츠증권 리서치센터

에프엔에스테크(083500)

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	34.1	91.9	66.1	67.6	38.9
매출액증가율(%)	-26.4	169.3	-28.1	2.4	-42.5
매출원가	27.3	71.3	54.7	55.9	31.3
매출총이익	6.8	20.7	11.4	11.7	7.6
판매비와관리비	4.6	9.5	9.0	5.9	5.3
영업이익	2.2	11.2	2.4	5.8	2.3
영업이익률(%)	6.3	12.1	3.6	8.6	5.9
금융손익	-0.8	-0.7	-0.4	-0.7	-0.9
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	-0.2	-0.5	0.4	0.3
세전계속사업이익	1.7	10.3	1.4	5.6	1.7
법인세비용	0.3	2.1	0.4	1.6	0.3
당기순이익	1.4	8.2	0.9	4.1	1.4
지배주주지분 손이익	1.4	8.2	1.6	4.8	1.8
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	38.5	64.6	36.2	28.3	45.1
현금및현금성자산	22.2	33.6	14.6	22.2	25.6
매출채권	8.9	3.2	5.3	3.2	3.1
재고자산	7.2	26.3	15.5	2.5	15.6
비유동자산	39.5	48.0	63.6	64.0	63.5
유형자산	37.4	43.0	58.3	56.3	57.0
무형자산	0.3	2.3	1.5	1.5	1.4
투자자산	1.0	1.3	2.3	4.0	4.0
자산총계	78.1	112.6	99.8	92.4	108.6
유동부채	21.1	42.6	20.6	16.0	33.5
매입채무	3.8	6.9	0.8	0.9	5.2
단기차입금	5.0	0.0	0.0	0.0	2.0
유동성장기부채	1.7	4.5	5.1	5.2	5.1
비유동부채	11.1	9.9	18.7	12.4	10.0
사채	0.0	0.0	3.5	0.0	0.0
장기차입금	10.6	9.2	14.7	12.1	9.6
부채총계	32.2	52.5	39.3	28.4	43.5
자본금	3.7	4.2	4.2	4.3	4.3
자본잉여금	32.8	36.8	37.7	38.7	38.7
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.1
이익잉여금	10.3	18.5	18.5	23.6	24.2
비지배주주지분	0.0	3.0	2.4	2.1	1.8
자본총계	45.9	60.1	60.5	64.0	65.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동현금흐름	3.9	21.4	-9.4	14.6	12.1
당기순이익(손실)	1.4	8.2	0.9	4.1	1.4
유형자산감가상각비	1.5	1.6	2.1	3.0	3.1
무형자산상각비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-2.0	3.2	-14.7	6.4	8.0
투자활동 현금흐름	-1.2	21.4	-9.4	14.6	12.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.2	-3.0	-17.1	-1.5	-3.4
투자자산의 감소(증가)	0.1	-1.3	-1.0	-1.7	0.0
재무활동 현금흐름	3.6	-8.2	8.9	-3.7	-6.1
차입금증감	2.5	13.9	9.7	-2.1	-4.3
자본의증가	1.7	41.0	0.9	1.1	0.0
현금의증가(감소)	6.3	11.5	-19.0	7.6	3.4
기초현금	15.9	22.2	33.6	14.6	22.2
기말현금	22.2	33.6	14.6	22.2	25.6
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022	2023
주당데이터(원)					
SPS	4,671	11,561	7,881	7,979	4,580
EPS(지배주주)	198	1,030	185	566	207
CFPS	850	2,367	1,011	1,090	646
EBITDAPS	501	1,613	538	1,048	643
BPS	6,180	6,802	6,925	7,289	7,464
DPS	0	200	50	100	80
배당수익률(%)	0.0	1.6	0.4	1.4	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	43.0	11.8	69.7	12.3	54.7
PCR	10.0	5.2	12.8	6.4	17.5
PSR	1.8	1.1	1.6	0.9	2.5
PBR	1.4	1.8	1.9	1.0	1.5
EBITDA	3.7	12.8	4.5	8.9	5.5
EV/EBITDA	16.9	6.7	26.5	6.8	16.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.3	14.4	2.7	8.0	2.8
EBITDA이익률	10.7	14.0	6.8	13.1	14.1
부채비율	70.2	87.5	65.0	44.4	66.7
금융비용부담률	2.6	0.7	0.7	1.3	2.3
이자보상배율(x)	2.4	17.7	5.0	6.8	2.5
매출채권회전율(x)	4.4	29.1	15.6	15.9	12.4
재고자산회전율(x)	5.5	3.5	3.2	7.5	4.3

NVIDIA (NVDA US) 지연 우려는 출시 기대감으로

Analyst 김선우 02.6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

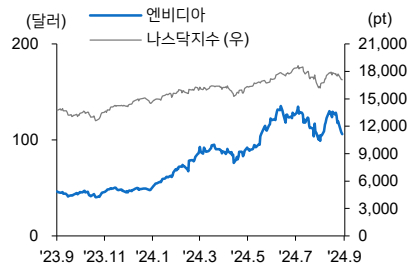
Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (9. 6)	102.83달러
상승여력	-
NASDAQ	16,690.83pt
시가총액	2,522,420백만달러
발행주식수	2,453,000만주
유동주식비율	96.04%
52주 최고/최저가	140.76달러/39.23달러
평균거래대금	412.1억달러

주요주주(%)		
VANGUARD GROUP	8.74	
BLACKROCK	7.50	
FMR	4.26	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.0	11.0	122.4
상대주가	4.3	7.2	101.1

주가그래프



NVIDIA 기업 개요

- 동사는 게이밍, 3D 그래픽, AI 연구 개발 등에 사용되는 GPU를 설계·판매하는 팹리스 사업 영위. PC 그래픽 부문에서 시작해 최근 AI·데이터 사이언스·자율주행·로봇 등으로 적용 분야 확대
- FY24 기준 매출 비중은 Datacenter 78%, Gaming 17%, Professional Visualization 3%. AI 투자를 위한 GPU 수요 폭증 지속되며 FY24 Datacenter 매출액은 +217% YoY 성장
- Computex 2024를 통해 차세대 플랫폼 Blackwell과 Rubin에 대한 로드맵 공개. 2025년 Blackwell Ultra가 라인업에 새롭게 포함됨. 2H24E B100, GB200 본격 출하 예정
- 차세대 플랫폼 출시 주기를 과거 2년에서 1년으로 단축. 2027년에는 새로운 CPU Vera 출시 예정
- 분기별 매출액은 1Q24 260억달러, 2Q24 300억달러 이후 3Q24 326억달러, 4Q24 359억달러로 지속 개선. 이런 추세는 내년 4Q25 429억달러까지 지속될 전망

AI 플랫폼 공급업체로서 견고한 리더십 증명

- 최근 동사는 CoWoS-L 수율 이슈 기반 Blackwell 시리즈 출시 지연으로 주가 급락한 상황. 하지만 해당 패키징 기술은 18매 내외의 마스크 재제작 공정개선 작업을 통해 수율이 빠르게 회복되고 있는 것으로 파악됨
- 경쟁사의 AI GPU 시장 진입 불구 동사의 지배력은 견고한 모습. 현재 FY25E P/E 36.3배 밸류에이션에 거래되는 중

FY 기준 (백만달러)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	10,918	2,846	2,796	0.03	-83.1	0.50	218.5	12.56	43.4	26.0	21.7
2021	16,675	4,532	4,332	0.18	512.2	0.68	64.1	19.06	55.1	29.8	45.7
2022	26,914	10,041	9,752	0.39	122.2	1.06	57.4	21.51	49.5	44.8	44.5
2023	26,974	4,224	4,368	0.18	-55.0	0.90	78.7	22.72	84.0	17.9	54.4
2024	60,922	32,972	29,760	1.21	584.7	1.74	50.7	34.99	42.8	91.5	25.7

NVIDIA (NVDA US) – 실적 추이

After AI 시리즈 2
AI 진화론

NVIDIA 실적추정

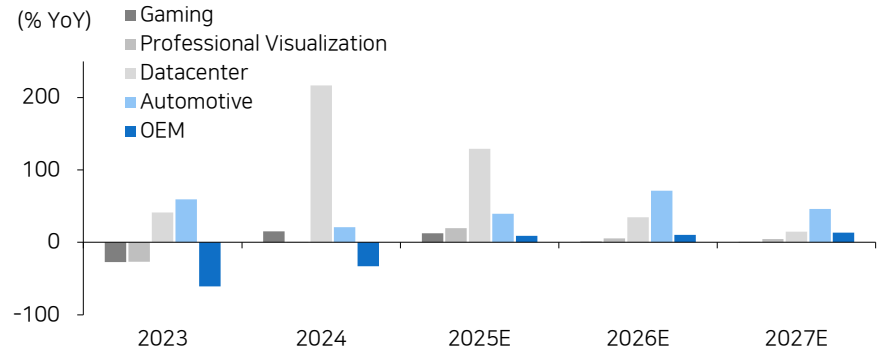
(백만달러)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	26,974	60,922	124,493	163,578	186,944
Gaming	9,067	10,447	11,775	11,887	11,968
Professional Visualization	1,544	1,553	1,859	1,959	2,047
Datacenter	15,005	47,525	109,003	146,760	168,699
Automotive	903	1,091	1,521	2,604	3,811
OEM	455	306	334	369	419

성장률 (% YoY)

매출액	0.2	125.9	104.3	31.4	14.3
Gaming	-27.2	15.2	12.7	1.0	0.7
Professional Visualization	-26.9	0.6	19.7	5.3	4.5
Datacenter	41.4	216.7	129.4	34.6	14.9
Automotive	59.5	20.8	39.5	71.1	46.4
OEM	-60.8	-32.7	9.1	10.5	13.5

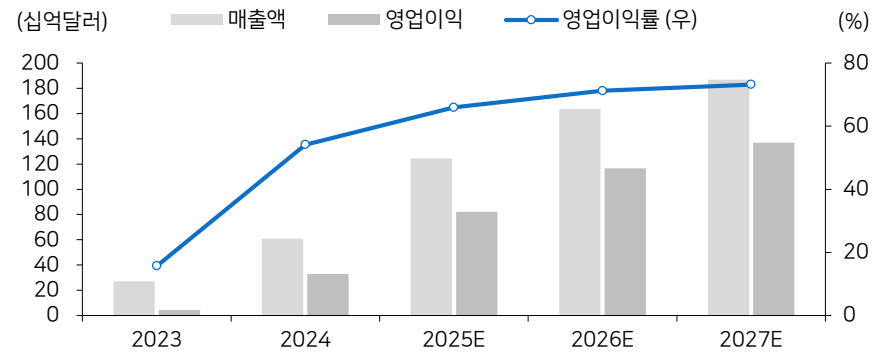
주: FY 기준 / FY2025 : 2024.02 ~ 2025.01
자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

NVIDIA 매출액 부문 별 성장률



주: FY 기준
자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

NVIDIA 연간 주요 실적 추이



주: FY 기준 / 영업이익 추정치는 BBG 컨센서스 기준
자료: NVIDIA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

NVIDIA (NVDA US)

After AI 시리즈 2
AI 진화론

Income Statement					
(백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	10,918	16,675	26,914	26,974	60,922
매출액증가율(%)	-6.8	52.7	61.4	0.2	125.9
매출원가	4,150	6,279	9,439	11,618	16,621
매출총이익	6,768	10,396	17,475	15,356	44,301
판매비와관리비	3,922	5,864	7,434	11,132	11,329
영업이익	2,846	4,532	10,041	4,224	32,972
영업이익률(%)	26.1	27.2	37.3	15.7	54.1
금융손익	126	-127	-207	5	-609
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	-4	-107	48	-237
세전계속사업이익	2,970	4,409	9,941	4,181	33,818
법인세비용	174	77	189	-187	4,058
당기순이익	2,796	4,332	9,752	4,368	29,760
지배주주지분 순이익	2,796	4,332	9,752	4,368	29,760
Balance Sheet					
(백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	13,690	16,055	28,829	23,073	44,345
현금및현금성자산	10,897	11,561	21,208	13,296	25,984
매출채권	1,657	2,429	4,650	3,827	9,999
재고자산	979	1,826	2,605	5,159	5,282
비유동자산	3,625	12,736	15,358	18,109	21,383
유형자산	2,292	2,856	3,607	4,845	5,260
무형자산	667	6,930	6,688	6,048	5,542
투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	17,315	28,791	44,187	41,182	65,728
유동부채	1,784	3,925	4,335	6,563	10,631
매입채무	748	1,149	1,915	1,660	2,995
단기차입금	0	999	0	1,250	1,250
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,327	7,973	13,240	12,518	12,119
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1,991	5,964	10,946	9,703	8,459
부채총계	5,111	11,898	17,575	19,081	22,750
자본금	1	3	3	2	2
자본잉여금	7,045	8,719	10,385	11,971	13,132
기타포괄이익누계액	1	19	-11	-43	27
이익잉여금	14,971	18,908	16,235	10,171	29,817
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	12,204	16,893	26,612	22,101	42,978

Statement of Cash Flow					
(백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동현금흐름	4,761	5,822	9,108	5,641	28,090
당기순이익(손실)	2,796	4,332	9,752	4,368	29,760
유형자산감가상각비	381	1,098	1,174	1,544	1,508
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본의 증감	689	-866	-3,555	-2,459	-4,236
투자활동 현금흐름	6,145	-19,675	-9,830	7,375	-10,566
유형자산의 증가(CAPEX)	-489	-1,128	-976	-1,833	-1,069
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-792	3,804	1,865	-11,617	-13,633
차입금증감	0	0	-1,000	0	-1,250
자본의증가	149	194	281	-9,684	-9,130
현금의증가(감소)	10,114	-10,049	1,143	1,399	3,891
기초현금	7,422	10,897	11,561	21,208	13,296
기말현금	10,897	11,561	21,208	13,296	25,984
Key Financial Data					
	2020	2021	2022	2023	2024
주당데이터(달러)					
SPS	1.12	6.76	10.78	10.85	2.47
EPS(지배주주)	0.29	1.76	3.91	1.76	1.21
CFPS	0.49	2.36	3.65	2.27	1.14
EBITDAPS	0.34	2.34	4.56	2.40	1.41
BPS	4.99	6.81	10.62	8.96	1.74
DPS	0.16	0.16	0.16	0.16	0.02
배당수익률(%)	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	218.5	64.1	59.0	83.3	50.7
PCR	128.3	55.0	62.6	89.8	53.6
PSR	56.0	19.2	21.2	18.8	24.7
PBR	12.56	19.06	21.51	22.72	34.99
EBITDA	3,341	5,775	11,383	5,961	34,749
EV/EBITDA	43.4	55.1	49.5	84.0	42.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.0	29.8	44.8	17.9	91.5
EBITDA이익률	30.6	34.6	42.3	22.1	57.0
부채비율	17.8	31.4	30.8	35.2	20.5
금융비용부담률	0.5	1.1	0.9	1.0	0.4
이자보상배율(x)	54.7	24.6	42.5	16.1	128.3
매출채권회전율(x)	7.1	8.2	7.6	6.4	8.8
재고자산회전율(x)	3.2	4.5	4.3	3.0	3.2

필라델피아 반도체 지수 (PHLX Semiconductor Sector Index; SOX)

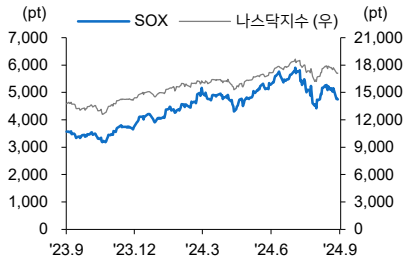
Analyst 김선우 02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (9. 6)	4528.22pt
상승여력	-
NASDAQ	16,690.83pt

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.8	-8.7	27.0
상대주가	-3.5	-12.4	5.7

주가그래프



필라델피아 반도체 지수 (PHLX Semiconductor Sector Index; SOX) 개요

- 필라델피아 반도체 지수(SOX)는 상위 30개의 미국 반도체 회사의 주가를 가중평균한 주가 지수
- 1993년 12월 1일 200pt를 기준으로 시작되었으며 1995년 7월 24일 기준점이 100pt로 2대1 분할됨
- 2010년 이후 PER 11.2배 (11년)~30.3배 (20년) 범위에서 등락. 24년 PER 27.9배, 25년 PER 20.0배에 거래 중

연간 수익률

	2020	2021	2022	2023	2024 YTD
기초 지수 (pt)	1,875.3	2,822.0	3,974.3	2,574.7	4,100.2
기말 지수 (pt)	2,795.5	3,946.2	2,532.1	4,175.5	4,528.2
각 해 연간 수익률 (%)	49.1	39.8	-36.3	62.2	10.4

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

관련 ETF 소개

	특징	수익률 (% , 2024.9.6 기준)			
		1M	3M	6M	12M
iShares Semiconductor ETF (SOXX)	ICE 반도체 지수 실적을 1배로 추종	2.3	-15.0	-14.2	23.2
Invesco PHLX Semiconductor ETF (SOXQ)	SOX 지수 실적을 1배로 추종	2.5	-14.3	-12.3	26.3
Proshares Ultra Semiconductors (USD)	다우존스 미국 반도체 지수 실적을 2배로 추종	3.4	-33.0	-17.9	108.8
Direxion Daily Semiconductor Bull 3X Shares (SOXL)	ICE 반도체 지수 실적을 3배로 추종	-1.0	-50.0	-53.1	18.7
Proshares UltraShort Semiconductors (SSG)	다우존스 미국 반도체 지수 실적을 -2배로 추종	-11.7	12.8	-18.9	-73.8
Direxion Daily Semiconductor Bear 3X Shares (SOXS)	ICE 반도체 지수 실적을 -3배로 추종	-16.4	22.3	8.6	-69.2

주: ETF 별로 기준 Index가 조금씩 상이하니 수익률은 대체로 유사
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

필라델피아 반도체 지수 (SOX)

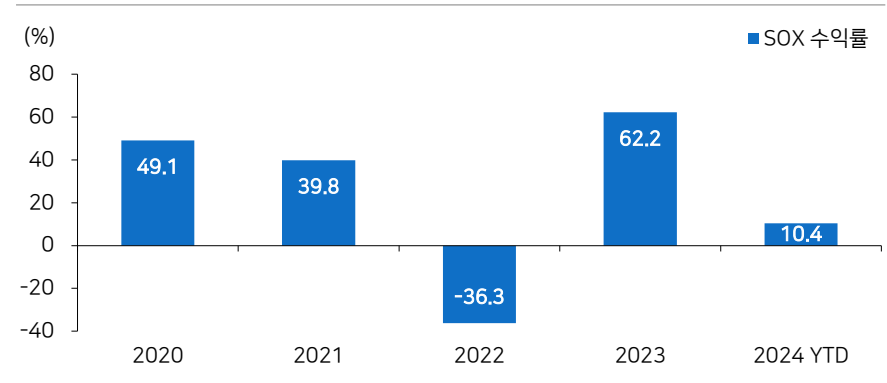
After AI 시리즈 2
AI 진화론

SOX 구성종목 (2024.9.6 기준)

기업명	시가총액 (백만달러)	주가 추이 (%)		
		1M	3M	6M
NVIDIA	2,522,420	4.0	-14.9	11.0
TSMC	813,382	1.1	-4.6	5.1
BROADCOM	637,696	0.5	-2.6	-2.6
ASML	300,803	-10.0	-26.8	-28.1
ADVANCED MICRO DEVICES	217,443	4.4	-20.0	-36.4
TEXAS INSTRUMENTS	180,281	7.3	0.9	12.7
QUALCOMM	176,224	1.3	-23.4	-10.0
APPLIED MATERIALS	144,065	-2.1	-21.2	-17.8
ANALOG DEVICES	106,071	6.1	-9.0	7.8
MICRON TECHNOLOGY	95,782	-0.5	-34.0	-12.7
LAM RESEARCH	95,307	-1.9	-23.8	-26.2
KLA	94,474	0.7	-8.6	-2.8
INTEL	80,774	-0.5	-38.5	-59.1
NXP SEMICONDUCTORS	57,748	-1.1	-16.6	-12.5
MARVELL TECHNOLOGY	57,342	17.9	-2.6	-22.2
MICROCHIP TECHNOLOGY	39,750	2.9	-20.2	-20.6
MONOLITHIC POWER SYSTEMS	39,309	6.5	7.3	5.0
ON SEMICONDUCTOR	29,094	2.3	-6.1	-18.1
GLOBALFOUNDRIES	22,287	-6.0	-16.3	-25.4
TERADYNE	19,818	6.3	-13.8	10.4
ENTEGRIS	16,171	9.2	-17.7	-26.3
SKYWORKS SOLUTIONS	15,778	2.5	8.8	-8.4
COHERENT	10,507	19.8	4.0	6.6
QORVO	9,899	3.7	4.9	-12.2
AMKOR TECHNOLOGY	7,025	-0.1	-13.5	-21.0
LATTICE SEMICONDUCTOR	5,737	-0.3	-31.5	-50.2
ALLEGRO MICROSYSTEMS	4,125	3.9	-27.6	-32.0
RAMBUS	4,077	-6.1	-31.9	-42.1
AXCELIS TECHNOLOGIES	3,163	-5.6	-22.4	-18.3
WOLFSPEED	1,044	-35.1	-69.9	-71.7

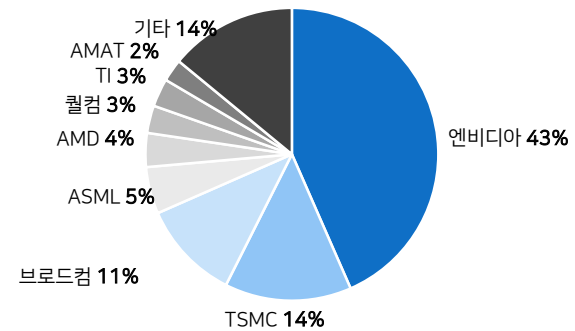
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

SOX 연도 별 수익률 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

SOX 시가 총액 비중 추이

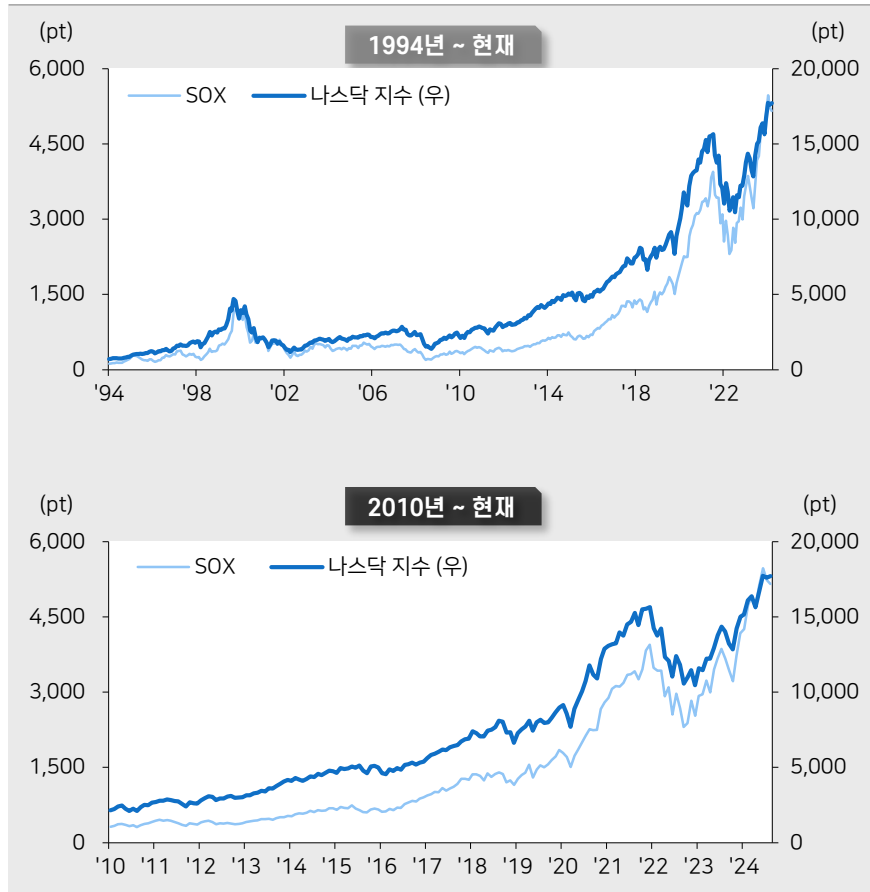


주: 기타에 속한 기업들의 시가총액 비중은 모두 1~3% 수준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

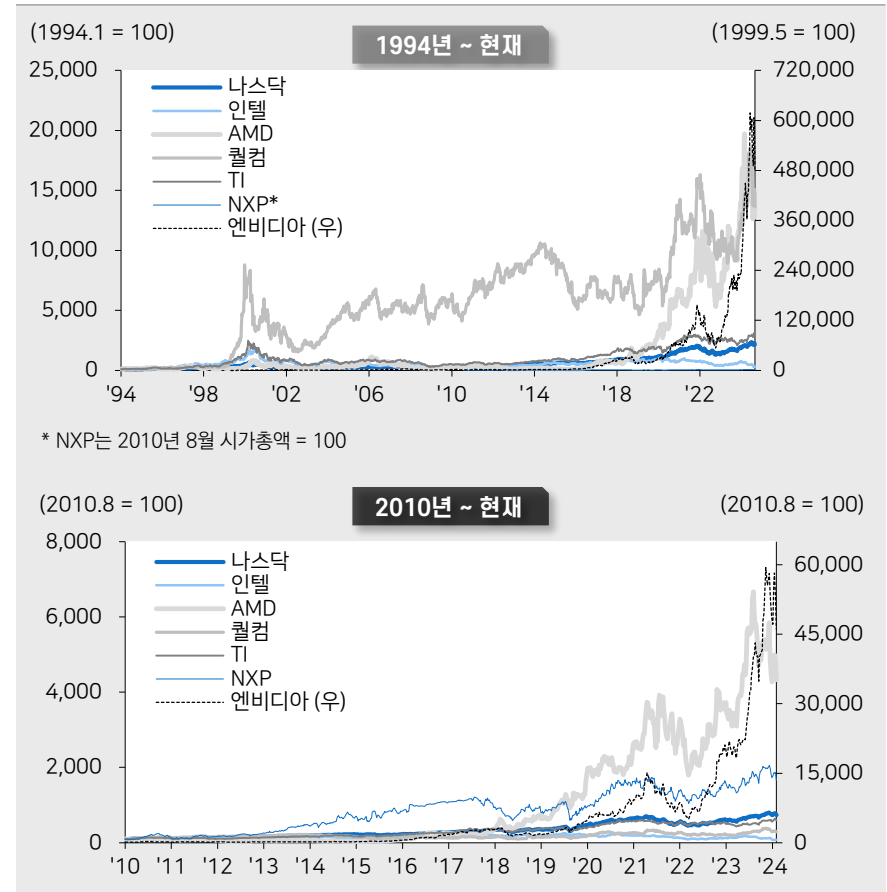
SOX 장기 상승의 이면에는 설계·제조업의 분업화가 존재

나스닥 지수와 SOX



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

나스닥 지수와 주요 반도체 기업 시가총액 추이



* NXP는 2010년 8월 시가총액 = 100

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Broadcom (AVGO US) AI 칩도, 인프라도 다 하는 멀티 플레이어

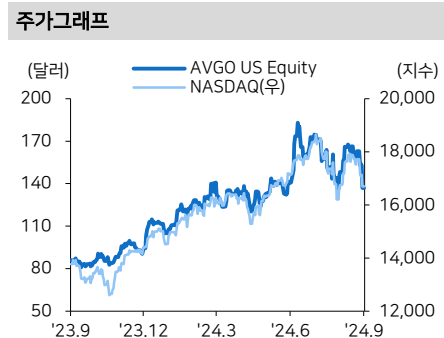
Analyst 황수욱 02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

Not Rated

Bloomberg TP (12M)	193.24 달러
현재주가 (9.6)	136.95 달러
상승여력	41.1%
NASDAQ	16,690.83Pt
시가총액	637,695.8 백만달러
유통주식비율	93.4%
52주 최고/최저가	185.16/79.50

주요주주(%)	
Capital Group Companies Inc	11.42
Vanguard	9.63
Blackrock	7.35

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.00	4.68	59.75
상대주가	-6.18	0.91	38.46



AI 반도체와 AI 인프라 둘 다 하는 브로드컴

- 칩, 네트워크 장비 멀티플레이어로서, 1) 자체 반도체 생산 및 2) AI 인프라 개선 수요 두 마리 토끼 모두 잡을 수 있음
- 2Q24 실적발표: 매출 \$12,487.0mn (+42.99%) / 영업이익 \$3,400.0mn (-17.28%) / 순이익 \$2,121 (-39.07%)

투자 포인트

- 1) ASIC: 네트워크 반도체 레퍼런스를 기반으로 주요 글로벌 클라우드 서비스 제공 기업들에게 ASIC 납품 중
- 2) 네트워크: 성능과 패킷 손실 측면에서 인피니밴드를 따라잡음

매출 비중 현황

- 품목별: 반도체 솔루션 78.8% / 인프라 소프트웨어 21.2%
- 지역별: 미국 19.6% / 중국 32.1% / 싱가포르 12.6% / 기타 지역 35.8%

(백만달러)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	27,450	8,805	6,736	1.50	137%	5.2	33.7	10.3	17.2	31.1	53.3
2022	33,203	14,402	11,495	2.65	77%	5.4	17.3	8.7	11.7	51.1	54.6
2023	35,819	16,706	14,082	3.30	24%	5.8	24.8	14.5	18.5	60.3	54.4
2024E	51,578	30,569	23,573	2.01	-70%	14.7	28.4	9.3	21.9	36.7	-
2025E	60,463	37,733	29,995	4.15	106%	18.7	22.1	7.3	18.3	33.4	-

주: GAAP 기준, 12월 결산, 전망치는 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

빅테크 자체 AI 칩 개발의 최대 수혜주

ASIC 반도체와 네트워크 장비 둘 다 한다

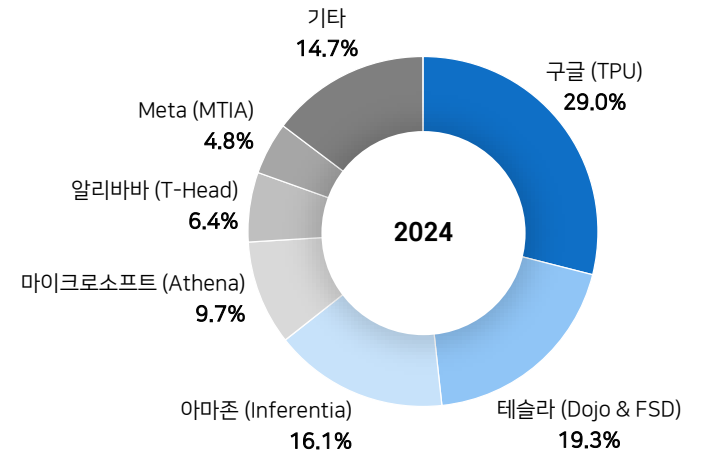
- 브로드컴은 구글의 TPU, 메타의 MTIA, 바이트댄스, OpenAI의 자체 AI 칩 설계 담당 중
- ASIC 반도체 시장 내 구글과 메타의 자체 AI 칩 점유율 합산은 32%에 달함
- ASIC 반도체에 더해 네트워크 장비인 이더넷 스위치, 라우터까지 브로드컴이 납품 중

빅테크 자체 AI 칩 벤더 현황

	AI ASIC		네트워크 반도체			
	파이프라인	규격	스위치, 라우터	DSP	PCIe 스위치	PCIe Retimer
구글	브로드컴	7nm, 5nm, 3nm	브로드컴	마벨	브로드컴	아스테라
메타	브로드컴	7nm, 5nm, 3nm				
바이트댄스	브로드컴	5nm, 3nm				
아마존	마벨	5nm, 3nm				
마이크로소프트	마벨	3nm				

자료: JP Morgan, 메리츠증권 리서치센터

ASIC 반도체 시장 비중 (2024)



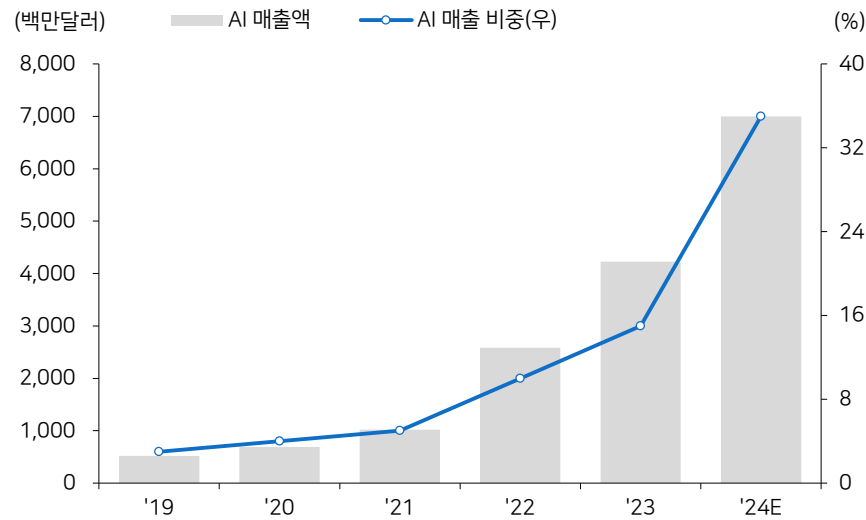
자료: Morgan Stanley, 메리츠증권 리서치센터

ASIC: 검증된 기술력

네트워크 반도체 레퍼런스를 바탕으로 AI 매출 비중 확대

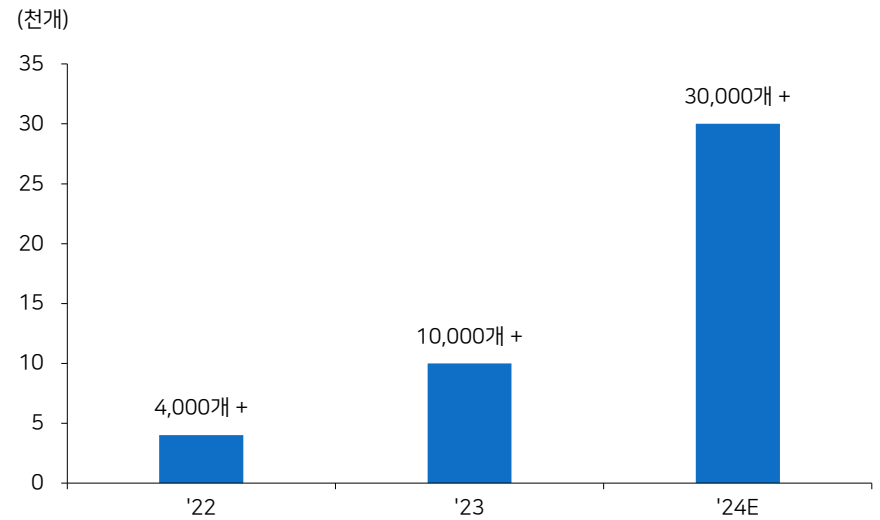
- 브로드컴은 네트워크 장비 납품 시, 고객사가 요구하는 규격에 맞춰 네트워크 반도체를 설계하여 납품
- 전통적 네트워크 장비 기업들은 자체 네트워크 반도체를 제작해서 고객사가 사양을 맞추도록 요구
- 이 과정에서 FPGA · ASIC 기술 및 경쟁력 확보 → 레퍼런스를 바탕으로 글로벌 고객사 확보
- '24년에 3만개 이상의 XPU(ASIC 반도체) 출하 예상, AI 매출 비중 또한 30%를 상회할 것으로 기대

브로드컴 반도체 솔루션 사업부 내 AI 매출액 및 비중



자료: Broadcom, 메리츠증권 리서치센터

브로드컴 XPU(ASIC 반도체) 출하량 및 전망



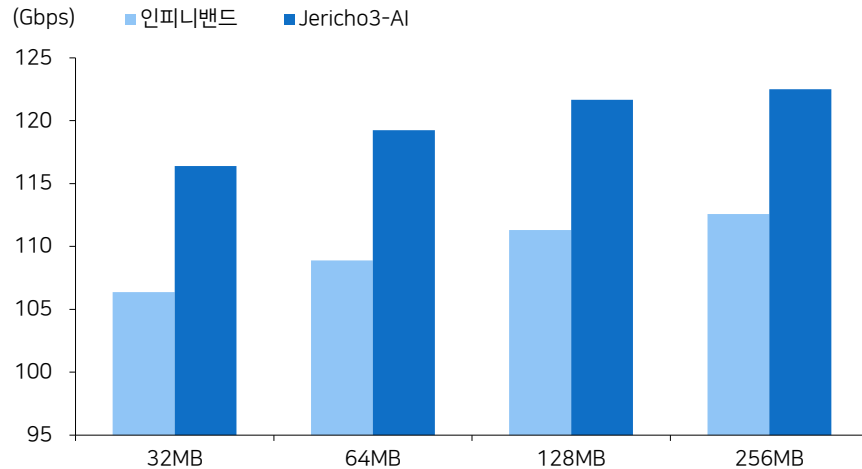
자료: Broadcom, 메리츠증권 리서치센터

네트워크 장비: 인피니밴드와의 격차 축소

성능, 패킷 손실 기술력도 보완

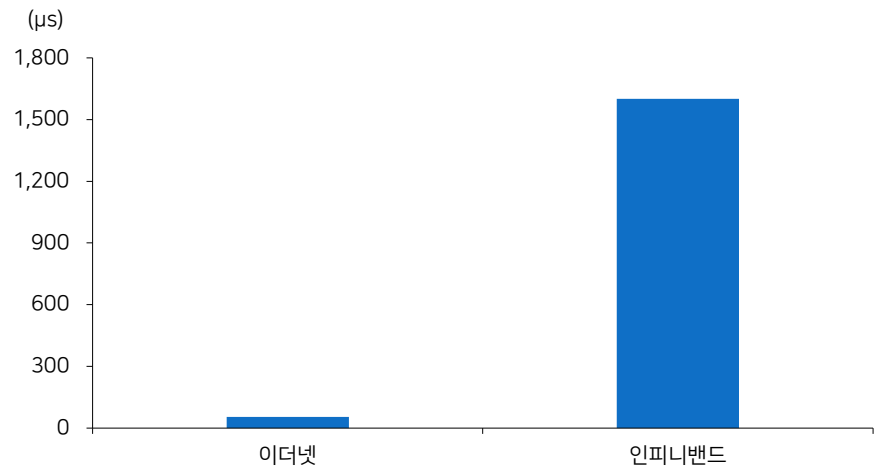
- 기존에 이더넷이 주목받지 못했던 이유는 1) 인피니밴드의 성능 우위, 2) 패킷 손실 문제
- 1) 성능: 데이터 크기와 무관하게 동일 대역폭·시간에서 이더넷이 약 10% 많은 데이터 전송
- 2) 패킷 손실: 서버 간 통신 시 데이터가 손실되는 현상을 의미, 패킷 재전송 과정에서 지연 발생
- 인피니밴드는 패킷 무손실이 전제되나, 이더넷은 패킷 손실이 발생. 손실 발생 후 데이터가 목적지까지 도착하는 데 소요되는 시간인 리커버리 타임을 줄이는 게 전체 작업 시간을 줄이는 데 관건
- 브로드컴의 이더넷 장비는 리커버리 타임을 최소화: 인피니밴드 대비 30배 빠름

동일 대역폭/시간에서 데이터 전송량: 브로드컴 이더넷 스위치 10% 이상 많음



자료: Broadcom, 메리츠증권 리서치센터

리커버리 타임(microseconds)은 인피니밴드 대비 30배 빠름



자료: Broadcom, 메리츠증권 리서치센터

Arista Networks (ANET US) AI 데이터센터용 네트워크 장비 퓨어 플레이어

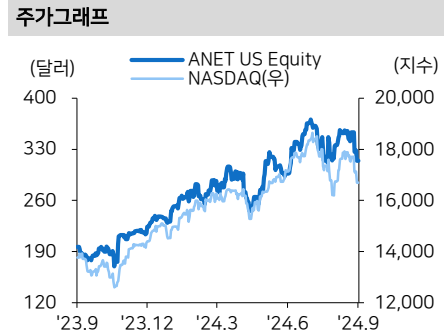
Analyst 황수욱 02. 6454-4896
sooook.hwang@meritz.co.kr

Not Rated

Bloomberg TP (12M)	365.24 달러
현재주가 (9.6)	314.31 달러
상승여력	16.2%
NASDAQ	16,690.83Pt
시가총액	98,741.4백만달러
유동주식비율	78.09
52주 최고/최저가	376.50/168.25

주요주주(%)	
Von Bechtolsheim Andreas	14.7
Vanguard Group Inc	13.7
Blackrock	5.9

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.04	15.09	59.98
상대주가	-6.22	11.32	38.69



AI 데이터센터 이더넷 전환의 최대 수혜주

- '23년 미국에서 총 5개의 AI 클러스터 프로젝트 개시, 이 중 4개의 프로젝트 수주에 성공. '24년 파일럿 단계를 거쳐 '25년부터 본격적인 AI 매출 발생할 것으로 기대
- 2Q24 실적발표: 매출 \$1690.4mn(+15.87%) / 영업이익 \$699.6mn(+26.32%) / 순이익 \$665.6mn(+35.28%)

투자 포인트

- 빅테크 투자 수혜주: 기술력 및 탈 수직계열화를 바탕으로 이더넷 스위치 시장 내 점유율 확대해 갈 전망
- Front-End 기대감: 장기적으로는 AI 온디바이스 확산 시 Front-End 단에서의 이더넷 사용 확대 기대

매출 비중 현황

- 품목별: 제품 84.2% / 서비스 15.8 %
- 고객군별: Cloud Titan 43% / Enterprise 36% / Campus 21%
- 지역별: 북미 79.1% / EMEA 11.5% / 아시아 9.4%

(백만달러)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	2,948	934	841	2.39	13%	12.9	62.7	11.1	41.0	23.0	1.3
2022	4,381	1,532	1,352	3.99	67%	15.9	31.5	7.6	21.2	30.5	0.9
2023	5,860	2,273	2,087	6.74	69%	23.1	35.8	10.2	29.2	34.5	0.7
2024E	6,797	3,075	2,539	7.97	18%	29.9	38.2	10.5	29.7	30.2	-
2025E	8,008	3,592	2,778	8.70	9%	37.8	33.6	8.3	25.8	26.5	-

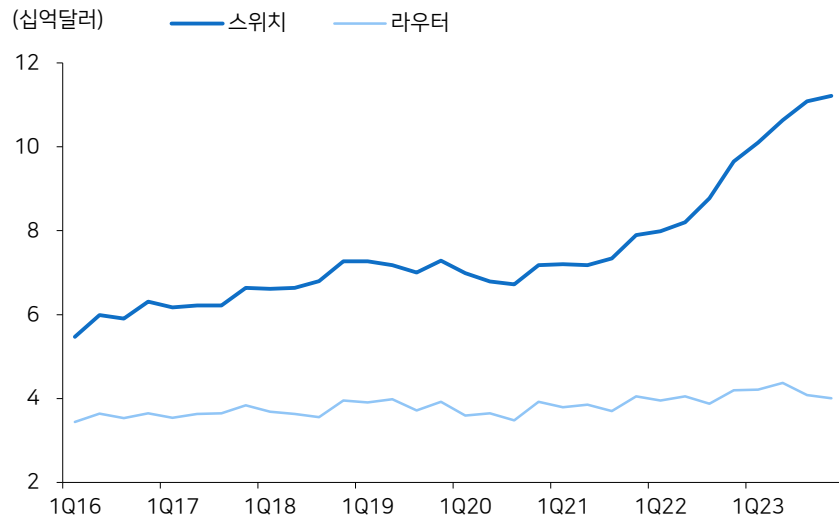
주: GAAP 기준, 12월 결산, 전망치는 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

네트워크 장비도 비용 절감이 중요

라우터보다는 스위치 반도체를 활용하는 것이 저렴

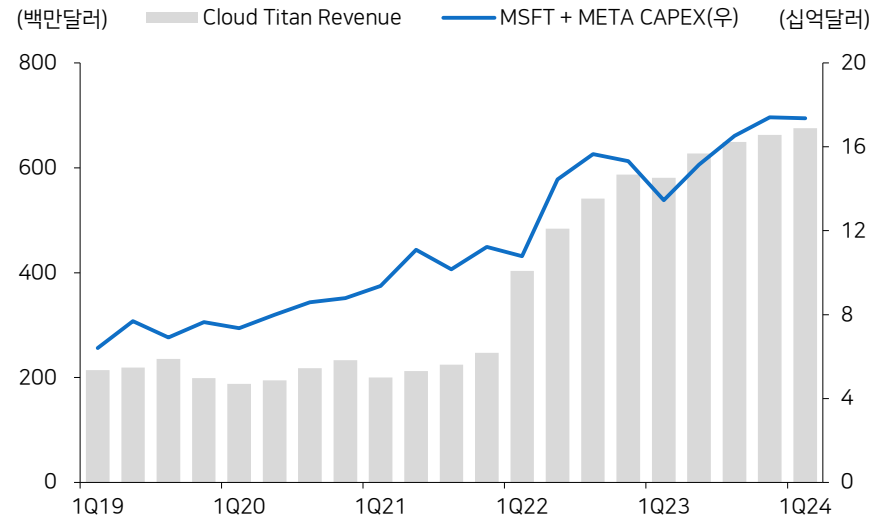
- 네트워크 장비 중 스위치 매출과 라우터 매출의 차별화 발생, '22년 2분기를 기점으로 스위치 매출 급증
 - 라우터: 네트워크-네트워크 사이의 경로를 찾아주고, 경로에 맞게 전달해주는 역할
 - 스위치: 네트워크 내 다른 위치로의 경로를 찾아주고, 경로에 맞게 전달해주는 역할
- 스위치 반도체에 라우팅 기능이 포함되기 시작한 것이 차별화의 계기. 빅테크들이 값비싼 라우터를 구매하는 대신, 스위치 반도체를 활용하여 자체적으로 라우터 제작 가능 → 비용 절감 가능
- 스위치 매출, 주요 고객사 CAPEX 투자, Arista의 하이퍼스케일러 고객들의 매출이 동행하는 모습

글로벌 네트워크 장비 매출액 추이



자료: The Next Platform, 메리츠증권 리서치센터

Arista의 Cloud Titan향 매출 및 고객사 CAPEX 추이



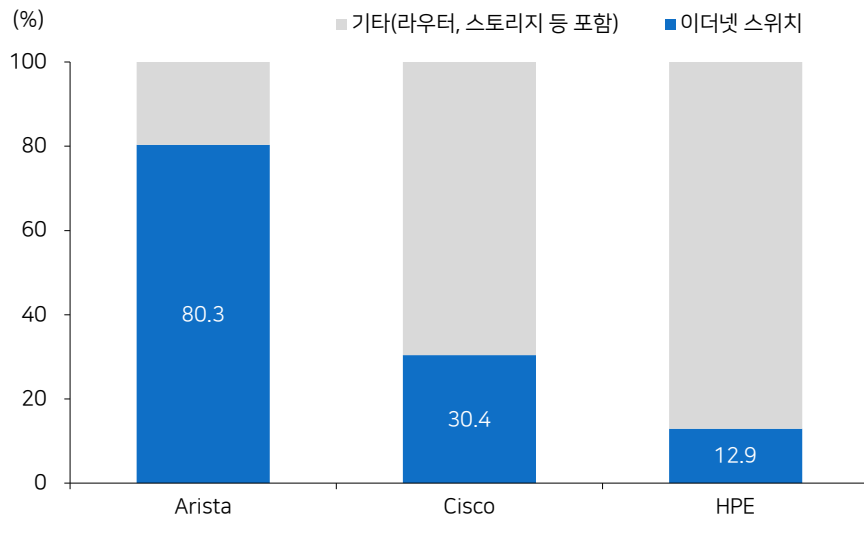
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

스위치 Pure Player로 시장 점유율 확대 중

Pure Player

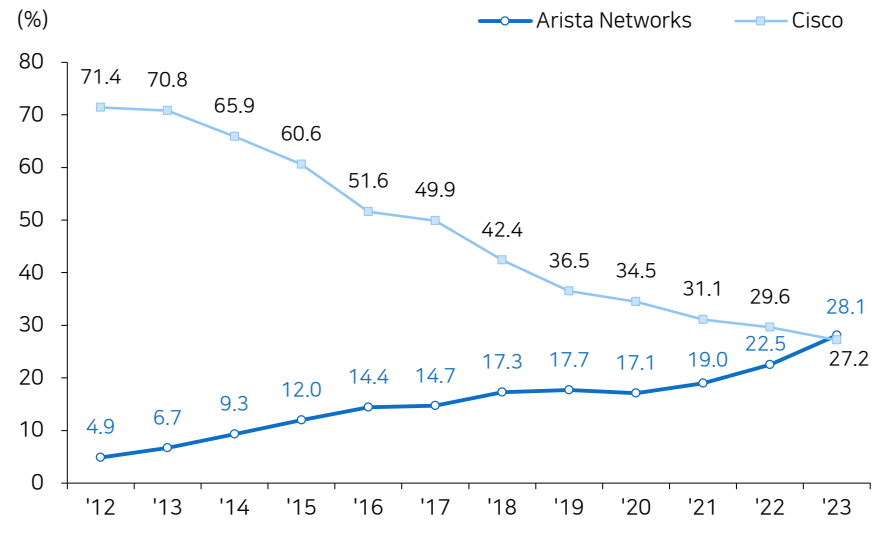
- Arista는 이더넷 스위치 Pure Player로 매출 비중이 약 80% → 전통 네트워크 장비 기업들 대비 이더넷 전환에 따른 수혜가 가장 클 것으로 예상
- '23년 데이터센터향 고대역폭 이더넷 스위치 시장 내 Arista의 점유율이 Cisco의 점유율을 Catch-Up

주요 네트워크 기업의 데이터센터향 매출 비중(4Q23)



자료: IDC, Arista Networks, Cisco, HPE, 메리츠증권 리서치센터

판매량 기준 데이터센터향 고대역폭 이더넷 스위치 점유율 추이



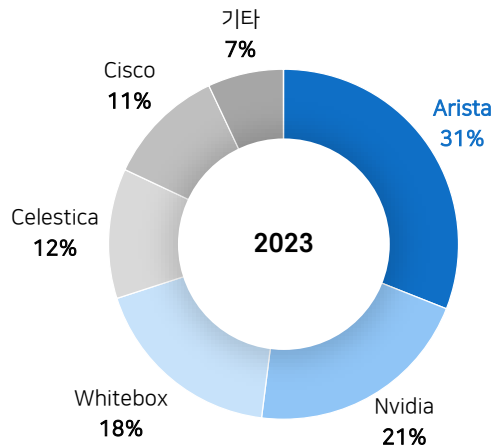
주: 고대역폭은 10Gbps 이상 의미
자료: Crehan Research, 메리츠증권 리서치센터

플러스 알파, 프론트엔드 기대감

프론트엔드 단에서는
이더넷이 더 적합

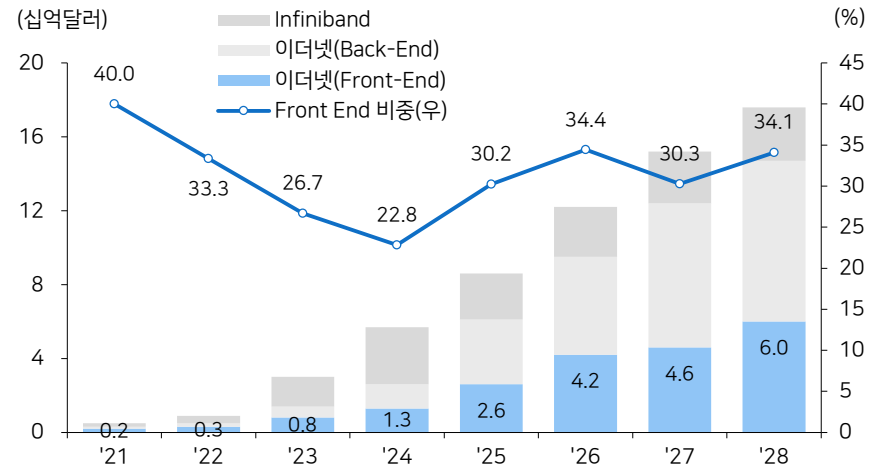
- AI 인프라는 최종 사용자와의 거리에 따라 크게 백엔드, 프론트엔드로 구분
 - 백엔드: 개발자 차원, 데이터센터 내 연산 작업
 - 프론트엔드: 최종소비자 차원, 작업물을 고객으로 넘기는 과정
- AI 온디바이스 확산 이뤄질 시 프론트엔드 차원에서의 네트워크 수요 확대도 고려해야 할 것
- '26년까지 AI 네트워크 시장 내 프론트엔드 비중이 34%까지 확대될 전망; 프론트엔드에서 점유율 1위를 차지하고 있는 Arista의 수혜가 두드러질 것

Front-End 네트워크 시장 점유율(2023)



자료: 650 Group, 메리츠증권 리서치센터

AI 네트워크 시장 전망



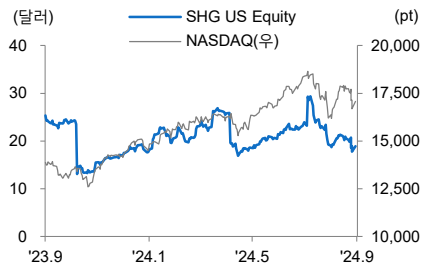
자료: 650 Group, 메리츠증권 리서치센터

Smart Global Holdings(SGH US) AI DC에 특화된 역량

Analyst 정지수 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated

블룸버그 평균 TP (12M)	31.33달러		
현재주가 (9.6)	17.79달러		
상승여력	76.1%		
NASDAQ	16,690.83pt		
시가총액	941.4백만달러		
유동주식비율	94.9%		
52주 최고/최저가	29.81달러/12.66달러		
주요주주(%)			
BlackRock inc	15.6		
Vanguard Group Inc	13.0		
FMR	7.4		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.9	-26.5	-26.8
상대주가	-4.5	-30.2	-48.1
주가그래프			



Smart Global Holdings 회사 소개

- AI 클러스터를 설계/구축/운영하는 지능형 플랫폼 솔루션(IPS) 사업과 Memory 모듈, LED 솔루션 등 3개 사업 영역
- AI 인프라 솔루션 사업에 집중하기 위해 회사를 대표하는 브랜드 Penguin Solutions로 사명 변경 예정
- 2023년 IPS 부문 매출액은 7.5억달러(전체 매출의 52% 비중)로 지난 4년간 +145.6% 성장

AI 인프라 구축 레퍼런스를 통한 고객 확장 및 제품 다각화

- AI 인프라 구축 시장은 2023년 905억달러에서 2027년에는 2.5배 증가한 2,255억달러로 성장 전망
- 다양한 협력사 확보로 AI Cluster 설계, 구축, 운영 전 단계에 걸쳐 고객 맞춤형 End-to-End 솔루션 제공
2023년 Meta GPU 16,000개, 2024년 Voltage Park GPU 24,000개 등 현재까지 누적 GPU 75,000개 구축 완료
- Meta, Shell, NASA 등 AI 인프라 자체 구축 역량이 부족한 대기업과 연방정부를 추가적인 고객사로 확보 목표
- 엔비디아, 인텔, AMD 등 다양한 AI 칩셋 제조사와 Edge AI 시스템 공동 개발을 추진해 엣지 인프라 시장에 대응

SK 그룹과의 시너지

- SK텔레콤은 글로벌 AI DC 솔루션 사업 확장을 위해 2024년 7월 SGH에 2억달러 투자해 지분 약 10% 확보.
Lambda와 협력한 AI Chip 개발과 서버 액침냉각 기술 등을 통해 AI 클러스터 구축에 특화된 SGH와의 시너지 기대

(백만달러)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1395.9	67.2	66.6	1.35	207%	7.65	14.9	2.5	11.3	19.5	172.0
2023	1441.3	8.7	-187.5	-3.78	적전	4.29	18.0	5.6	13.7	-63.1	378.2
2024E	1185.0	123.0	68.8	1.28	흑전	N/A	14.8	N/A	7.4	N/A	N/A
2025E	1373.0	167.5	107.3	1.92	50%	N/A	9.9	N/A	5.9	N/A	N/A

주: GAAP 기준, 8월 결산, 전망치는 블룸버그 컨센서스
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

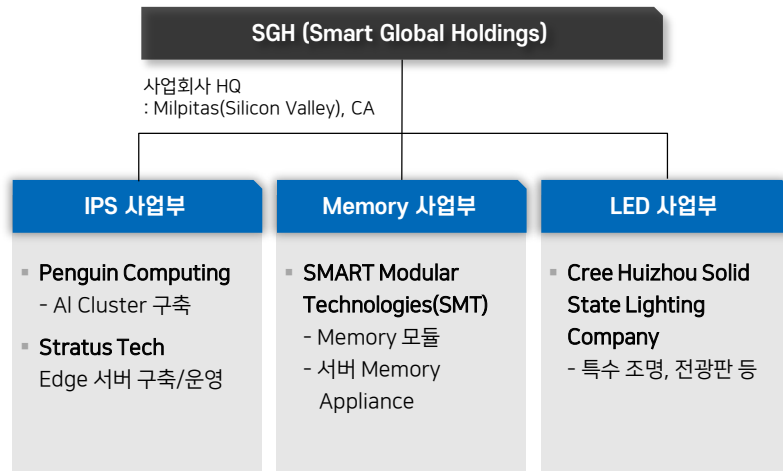
SGH US – Smart Global Holdings 기업 개요

After AI 시리즈 2
AI 진화론

SGH 기업 개요

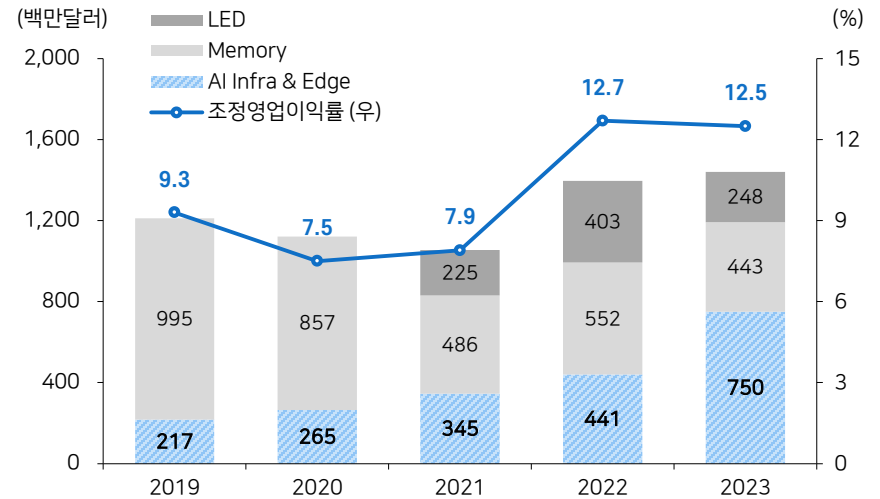
- 나스닥에 상장된 SGH는 AI 클러스터를 설계/구축/운영하는 지능형 플랫폼 솔루션(IPS) 사업과 Memory 모듈 사업, LED 솔루션 사업 3개의 축으로 사업을 운영
- AI 인프라 솔루션 사업에 집중하기 위해 회사를 대표하는 브랜드 Penguin Solutions로 사명 변경 예정
- 2023년 IPS 부문 매출액은 7.5억달러(전체 매출의 52% 비중)로 지난 4년간 +145.6% 성장

SGH 사업 구조



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SGH 매출액 구성 및 조정영업이익률 추이



자료: SGH, 메리츠증권 리서치센터

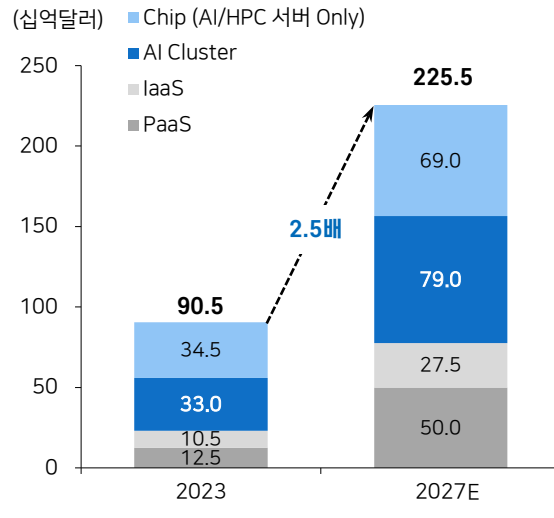
SGH US – AI 인프라 구축 확대에 따른 수혜

After AI 시리즈 2
AI 진화론

고성장하는 AI 인프라 산업

- AI 인프라 구축 시장은 2023년 905억달러에서 2027년에는 2.5배 증가한 2,255억달러로 성장 전망
- 특히, AI 클러스터 영역은 2023년 330억달러에서 2027년 790억달러로 연평균 +24% 성장 전망
- SGH의 주요 사업 영역으로는 AI 클러스터 구축 및 운영, GPU 기반 서버 및 Rack 생산을 담당

빠르게 성장하는 AI 인프라 구축 시장



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

AI 인프라 산업 세부 구분 내 SGH 사업 영역

CAGR	Value Chain	상품/서비스	주요 Player
+19%	Chip	Cpu/Gpu, ASIC 등	NVIDIA, AMD, Intel
+24%	서버 및 Rack 제조 (460억달러)	GPU 기반 서버 및 Rack 생산	Hewlett Packard Enterprise, SGH, Dell
	구축/운영 (330억달러)	AI Cluster 구축/운영	IBM
+27%	IaaS	GPU 임대	Lambda, CoreWeave, AWS
+41%	PaaS	AI 워크로드 최적화/모델 성능 개선	Google Cloud, Azure

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SGH US – 설계부터 운영까지 End-to-End 제공

After AI 시리즈 2
AI 진화론

AI 클러스터 End-to-End 서비스 제공

- 다양한 협력사 확보로 AI Cluster 설계, 구축, 운영 전 단계에 걸쳐 고객 맞춤형 End-to-End 솔루션 제공
- 고객 환경에 맞춰 최대의 성능을 확보하는 설계부터 최적화된 구축 및 검증을 통해 호환성 문제 감소
- 구축 후 자체 소프트웨어를 통한 점검 및 관리로 보안과 확장성 확보. 사후 유지 보수 지원

AI Cluster 설계부터 운영까지 End-to-End 제공

DESIGN	BUILD	DEPLOY	MANAGE
<ul style="list-style-type: none">▪ 거대 규모 AI Cluster 설계<ul style="list-style-type: none">- 주어진 제약 조건에 맞춰 최대의 성능을 확보할 수 있는 Architecture 제시	<ul style="list-style-type: none">▪ 설치 및 검증 (H/W 레벨)<ul style="list-style-type: none">- 해당 DC의 수전, 쿨링 상황에 따라 서버 및 랙 설치- 네트워크 케이블링- Burn-in Test	<ul style="list-style-type: none">▪ 설치된 Server에 AI S/W Stack 적용/가동<ul style="list-style-type: none">- On-Site 구축 및 S/W 기반 Infra 최적화	<ul style="list-style-type: none">▪ AI Cluster 운영/유지 보수<ul style="list-style-type: none">- NVIDIA Certified Engineer들이 Managed Service 수행
			

자료: SK텔레콤

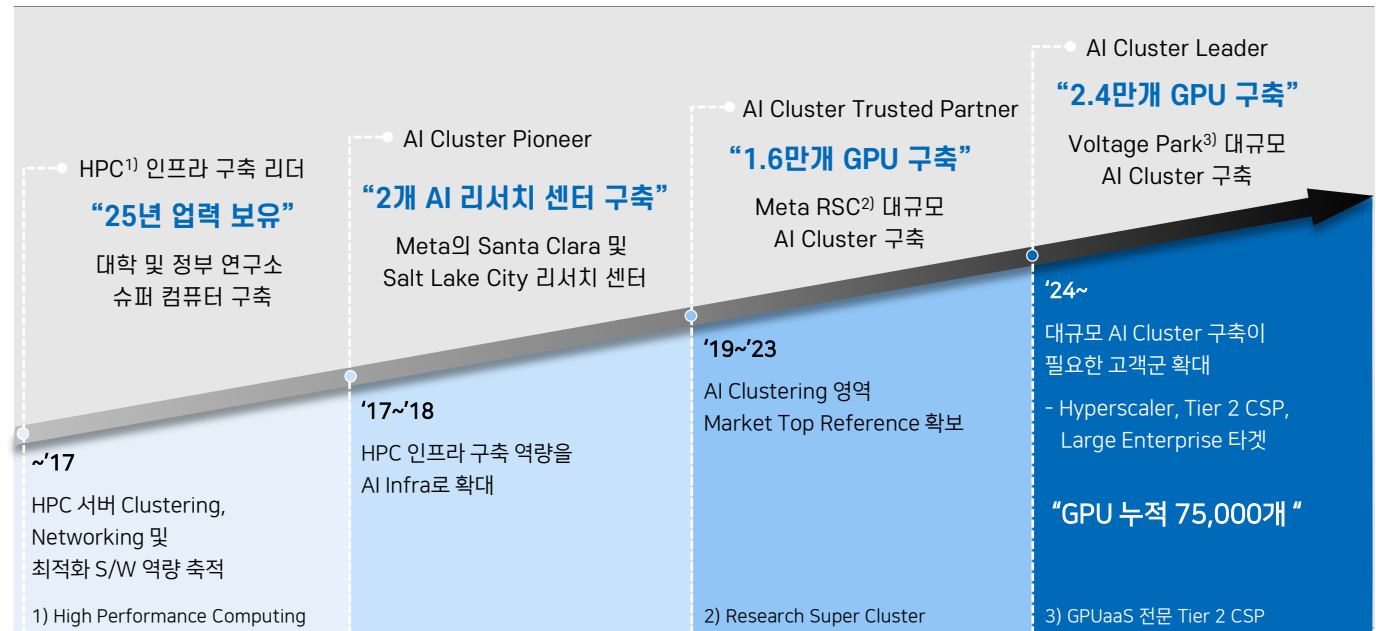
SGH US – AI 인프라 구축 레퍼런스 I

After AI 시리즈 2
AI 진화론

AI 인프라 구축 레퍼런스

- 1988년 SMART Modular Technologies 설립 후 HPC 서버 군집화, 네트워크 및 최적화 S/W 역량을 축적
- 기존 AI 클러스터 구축 사업 외에도 산업 현장에 특화된 엣지 솔루션 사업도 영위
- 2017년 나스닥에 상장했으며, 현재까지 AI 클러스터 사업에서 누적 GPU 7만5천개 구축 완료

HPC 리더에서 AI 인프라 구축 리더로



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SGH US – AI 인프라 구축 레퍼런스 II

After AI 시리즈 2
AI 진화론

대형 고객사 신뢰 확보

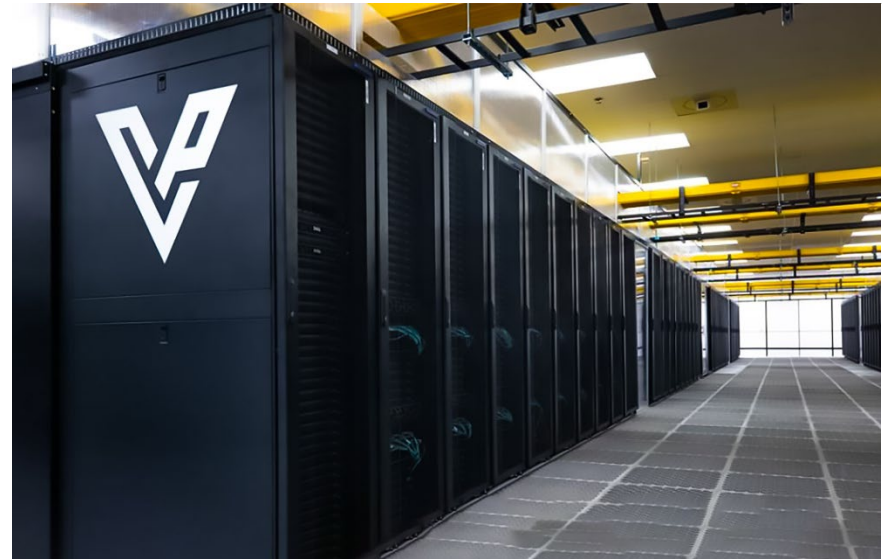
- 2017년 Meta AI Cluster Santa Clara 구축에 착수하며 2018년 Meta FAIR AI Cluster 구축
- 2022년과 2023년 두 단계에 걸쳐 세계 최대 규모인 GPU 16,000개 규모 500PB 용량 AI Cluster 구축
- 최근 미국 GPU 클라우드 서비스 업체인 Voltage Park의 대규모 AI Cluster 운영 사업자로 선정
- 클러스터 운영 소프트웨어와 서비스를 제공하고, 운영 환경을 최적화하는 End to End 노하우 지원 예정

Meta AI Cluster



자료: SK텔레콤

Voltage Park AI Cluster





















자료: SK텔레콤

SGH US – 다양한 고객으로의 확장 가능성

다양한 잠재적 고객군

- Meta, NASA 등 AI 인프라 자체 구축 역량이 부족한 대기업과 연방정부를 고객사로 확보할 계획
- 1차 목표는 전세계 대규모 데이터센터를 운영하는 하이퍼스케일러, 포춘 100대기업, 연방 및 국방 기관들
- 2차 목표는 클라우드 서비스 제공 기업 중 인프라 자체 구축 역량이 없는 기업들

SGH의 잠재 고객군

Tier 1 CSP						
1 st Target	Hyperscaler					
	대기업 & 연방정부	Fortune 100				
	연방정부&국방					
2 nd Target	Tier2 CSP					
AI Startups						

자료:SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SGH US – Edge AI 시장을 위한 제품 다각화

Edge AI 제품 라인업

- 엔비디아, 인텔, AMD 등 다양한 AI 칩셋 제조사와 Edge AI 시스템 공동 개발을 추진 중
- 현재 생산중인 제품 라인업으로는 데이터 센터, Edge 스토리지용 SSD 및 CXL 메모리

Edge AI 제품 라인업



자료: Smart Modular Technologies

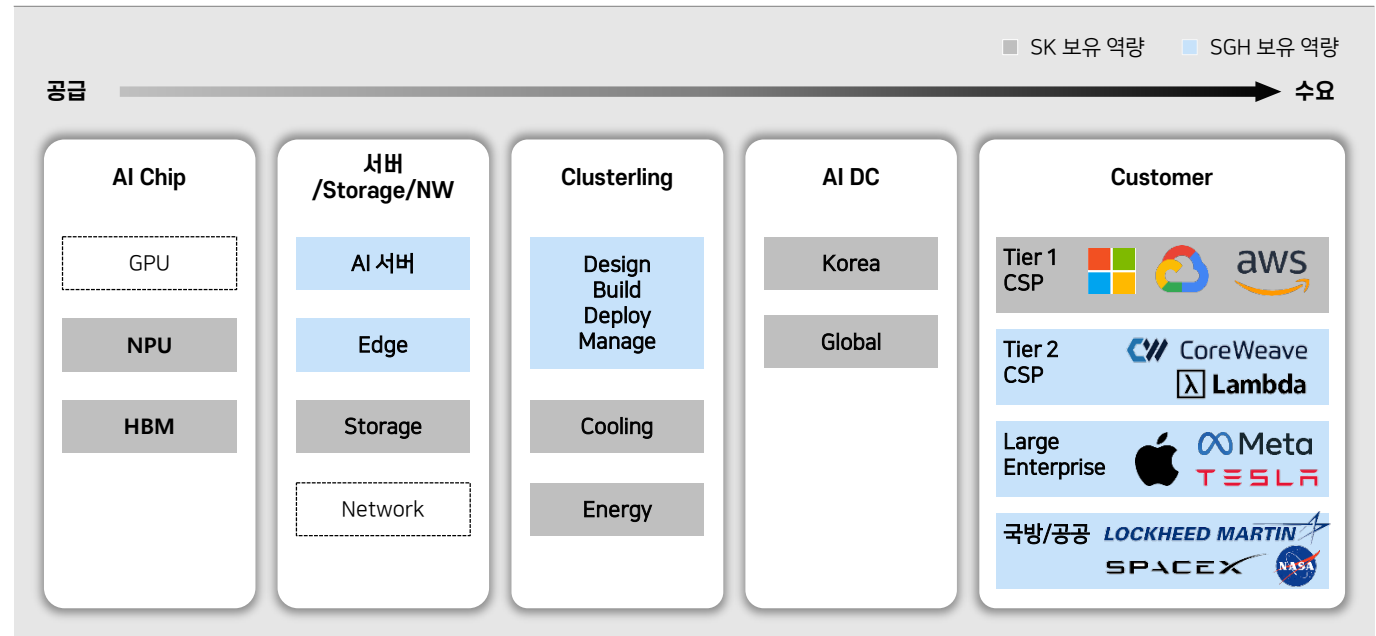
SGH US – SK텔레콤과 SGH의 시너지

After AI 시리즈 2
AI 진화론

AI 산업 전반적인 시너지 기대

- SK텔레콤은 글로벌 AI DC 솔루션 사업 확장을 위해 2024년 7월 SGH에 2억달러를 투자, 지분 약 10% 확보
- Lambda와의 협력을 통한 GPUaaS 확장 및 AI Chip 개발과 서버 액침냉각 기술 상용화 등을 통해 AI 클러스터 구축에 특화된 SGH와의 시너지 기대
- 궁극적으로 SK텔레콤 중심의 AI 통신 연합체 GTAA와의 협력 가능성 또한 유효

AI DC 밸류체인 내 SKT와 SGH의 상호 보완적 역량



자료:SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

Smart Global Holdings(SGH US)

After AI 시리즈 2

AI 진화론

Income Statement					
(백만달러)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	6,731	9,763	16,434	23,601	22,680
매출액증가율(%)	4.0	45.0	68.3	43.6	-3.9
매출원가	3,863	5,416	8,505	12,998	12,220
매출총이익	2,868	4,347	7,929	10,603	10,460
판매비와관리비	2,237	2,978	4,281	9,339	10,059
영업이익	631	1,369	3,648	1,264	401
영업이익률(%)	9.4	14.0	22.2	5.4	1.8
금융손익	-79	-39	-34	-88	-100
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	180	55	-55	-8	9
세전계속사업이익	372	1,275	3,669	1,184	492
법인세비용	31	-1,210	513	-122	-346
당기순이익	341	2,490	3,162	1,320	854
지배주주지분 순이익	341	2,490	3,162	1,320	854
Balance Sheet					
(백만달러)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	4,597	6,143	8,583	15,019	16,768
현금및현금성자산	1,503	2,290	3,608	5,855	5,773
매출채권	1,859	2,066	2,706	4,126	5,376
재고자산	982	1,399	1,955	3,771	4,351
비유동자산	1,431	2,819	3,836	52,561	51,117
유형자산	705	849	1,069	1,973	2,222
무형자산	289	289	289	48,295	45,625
투자자산	58	63	69	83	99
자산총계	6,028	8,962	12,419	67,580	67,885
유동부채	2,359	2,417	4,240	6,369	6,689
매입채무	2,072	2,264	3,745	5,570	5,137
단기차입금	0	0	312	0	751
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	842	708	682	6,461	5,304
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	486	330	1	2,467	1,717
부채총계	3,201	3,125	4,922	12,830	11,993
자본금	12	12	12	16	17
자본잉여금	9,963	10,544	11,069	58,005	59,676
기타포괄이익누계액	0	17	-3	-41	-10
이익잉여금	-7,095	-4,605	-1,451	-131	723
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,827	5,837	7,497	54,750	55,892

Statement of Cash Flow					
(백만달러)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동현금흐름	493	1,071	3,521	3,565	1,667
당기순이익(손실)	341	2,490	3,162	1,320	854
유형자산감가상각비	222	312	407	4,174	3,453
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본의 증감	-549	-796	-781	-2,225	-2,949
투자활동 현금흐름	-149	-952	-686	1,999	-1,423
유형자산의 증가(CAPEX)	-217	-294	-301	-450	-546
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	43	6	-1,895	-3,264	-1,146
차입금증감	-473	0	0	-312	0
자본의증가	517	7	-1,895	-3,535	-1,144
현금의증가(감소)	387	125	940	2,300	-902
기초현금	1,156	1,503	2,290	3,608	5,855
기말현금	1,503	2,290	3,608	5,855	5,773
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022	2023
주당데이터(달러)					
SPS	6.17	8.25	13.55	15.12	14.05
EPS(지배주주)	0.31	2.10	2.61	0.85	0.53
CFPS	0.45	0.90	2.90	2.28	1.03
EBITDAPS	0.83	1.47	3.40	3.56	2.47
BPS	2.42	4.82	6.21	33.96	34.59
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	106.7	89.4	57.1	59.3	229.1
PCR	102.2	101.5	50.3	28.4	142.7
PSR	7.5	11.1	10.8	4.3	10.5
PBR	19.11	19.05	23.53	1.91	4.26
EBITDA	909	1,740	4,126	5,556	3,981
EV/EBITDA	58.5	62.9	42.0	18.3	59.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.7	57.5	47.4	4.2	1.5
EBITDA이익률	13.5	17.8	25.1	23.5	17.6
부채비율	20.5	8.9	8.9	5.1	5.3
금융비용부담률	1.4	0.5	0.2	0.4	0.5
이자보상배율(x)	6.7	29.1	107.3	14.4	3.8
매출채권회전율(x)	4.4	5.0	6.9	6.9	4.8
재고자산회전율(x)	4.2	4.5	5.1	4.5	3.0

Compliance Notice

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 정지수은(는) SK텔레콤의 기업설명회에 SK텔레콤의 비용으로 참석하신 사실이 있음을 고지합니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.07.28	기업브리프	Buy	134,000	김선우	-34.4	-25.8	
2023.01.10	Indepth	Buy	119,000	김선우	-25.1	-8.2	
2023.05.30	Indepth	Buy	132,000	김선우	-13.3	-9.5	
2023.07.27	기업브리프	Buy	147,000	김선우	-18.4	-11.6	
2023.10.26	기업브리프	Buy	167,000	김선우	-21.6	-15.3	
2024.01.02	기업브리프	Buy	185,000	김선우	-25.6	-18.9	
2024.02.15	산업분석	Buy	190,000	김선우	-10.9	-0.8	
2024.04.22	기업브리프	Buy	220,000	김선우	-15.1	-5.7	
2024.06.10	산업분석	Buy	260,000	김선우	-21.7	-7.3	
2024.09.09	기업브리프	Buy	230,000	김선우	-	-	

삼성전자 (005930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.07.29	기업브리프	Buy	82,000	김선우	-28.5	-23.3	
2023.01.10	Indepth	Buy	79,000	김선우	-19.9	-11.0	
2023.05.30	Indepth	Buy	87,000	김선우	-17.7	-15.6	
2023.07.27	기업브리프	Buy	94,000	김선우	-25.3	-16.5	
2024.01.02	기업브리프	Buy	95,000	김선우	-22.1	-16.2	
2024.03.14	기업브리프	Buy	100,000	김선우	-19.9	-12.2	
2024.07.31	기업브리프	Buy	108,000	김선우	-29.9	-22.3	
2024.09.09	기업브리프	Buy	95,000	김선우	-	-	

SK텔레콤 (017670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.08.09	기업브리프	Buy	75,000	정지수	-32.0	-28.7	
2022.11.04	Indepth	Buy	68,000	정지수	-29.5	-24.7	
2023.04.26	산업브리프	Buy	65,000	정지수	-26.0	-20.0	
2023.11.06	산업분석	Buy	62,000	정지수	-17.6	-12.7	
2024.04.03	산업분석	Hold	62,000	정지수	-17.6	-15.6	
2024.05.08	기업브리프	Buy	62,000	정지수	-16.4	-14.8	
2024.06.05	산업분석	Buy	63,000	정지수	-18.2	-16.8	
2024.07.09	기업브리프	Buy	64,500	정지수	-17.5	-15.3	
2024.08.06	기업브리프	Buy	66,000	정지수	-16.1	-12.4	
2024.09.10	산업분석	Buy	67,500	정지수	-	-	

이수페타시스 (007660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.01.22	기업브리프	Buy	37,000	양승수	-7.9	21.4	
2024.04.05	기업브리프	Buy	54,000	양승수	-26.8	-20.1	
2024.05.16	기업브리프	Buy	57,000	양승수	-11.3	-7.0	
2024.05.31	산업분석	Buy	62,000	양승수	-19.8	-9.5	
2024.06.19	기업브리프	Buy	66,000	양승수	-29.5	-11.1	
2024.09.09	기업브리프	Buy	54,000	양승수	-	-	

삼성전기 (009150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.11.09	Indepth	Buy	160,000	양승수	-14.1	-9.4	
2023.01.06	기업브리프	Buy	175,000	양승수	-15.5	-12.6	
2023.03.14	기업브리프	Buy	180,000	양승수	-18.4	-12.3	
2023.05.25	Indepth	Buy	170,000	양승수	-14.1	-12.0	
2023.07.07	기업브리프	Buy	180,000	양승수	-20.3	-12.2	
2024.01.31	기업브리프	Buy	170,000	양승수	-18.1	-12.0	
2024.03.27	기업브리프	Buy	180,000	양승수	-16.3	-11.7	
2024.04.30	기업브리프	Buy	190,000	양승수	-17.5	-9.1	
2024.08.01	기업브리프	Buy	200,000	양승수	-	-	

PI첨단소재 (178920) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.08.01	Indepth	Buy	46,000	양승수	-22.7	-13.8	
2022.10.25	기업브리프	Buy	40,000	양승수	-19.5	-6.4	
2023.03.17	기업브리프	Buy	44,000	양승수	-21.5	-10.2	
2023.06.16	기업브리프	Buy	47,000	양승수	-35.4	-16.2	
2023.11.02	기업브리프	Hold	27,000	양승수	5.7	15.7	
2024.02.07	기업브리프	Hold	24,000	양승수	-2.8	18.3	
2024.07.01	기업브리프	Buy	32,000	양승수	-7.3	3.1	
2024.07.31	기업브리프	Buy	38,000	양승수	-31.0	-23.2	
2024.09.10	기업브리프	Buy	36,000	양승수	-	-	

대덕전자 (353200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.08.16	기업브리프	Buy	38,000	양승수	-32.1	-21.7	
2022.11.04	기업브리프	Buy	33,000	양승수	-32.4	-21.1	
2023.01.13	기업브리프	Buy	30,000	양승수	-27.1	-21.2	
2023.02.22	기업브리프	Buy	28,000	양승수	-7.2	37.1	
2023.08.04	기업브리프	Hold	34,000	양승수	-19.1	-6.3	
2023.10.25	기업브리프	Hold	29,000	양승수	-26.8	-21.2	
2023.11.03	기업브리프	Hold	27,000	양승수	-7.5	5.9	
2024.05.07	기업브리프	Hold	25,000	양승수	-8.9	-0.4	
2024.08.02	기업브리프	Buy	29,000	양승수	-	-	