2026 Outlook #9. 전기전자/IT부품

Analyst 양승수 seungsoo.yang@meritz.co.kr
RA 우서현 seohyun.woo@meritz.co.kr

Industry Insight 2025. 11. 7

Contents

전기전자/IT부품 Overweight

Top Pick	투자판단	적정주가
두산 (000150)	Buy	1,200,000원
관심종목	**투자판단**	**적정주가**
이수페타시스 (007660)	Buy	120,000원
파미셀 (005690)	Not Rated	-
삼성전기 (009150)	Buy	280,000원
해성디에스 (195870)	Buy	60,000원
대덕전자 (353200)	Buy	60,000원
티엘비 (356860)	Buy	80,000원
파인엠텍 (441270)	Buy	16,000원
LG이노텍 (011070)	Buy	270,000원

Summary

AI 질주 vs IT세트 절치부심

Overweight

1 AI 하드웨어 동향

- 연초 딥시크(DeepSeek) 우려와 달리 주요 CSP들의 AI Capex는 오히려 가속화
  1) ROI 개선, 2) 추론 수요 급증, 3) 견조한 현금흐름, 4) 소버린 AI의 본격 개화 등이 맞물리며 전방의 거대한 수요는 한층 더 확대될 것으로 예상
- 엔비디아는 NVL72 서버랙 제품을 처음으로 출시하며 랙 단위 통합 솔루션 시장을 열었고, 내년에는 Rubin CPX·Kyber 랙·SOCAMM 등 차세대 플랫폼 도입을 통해 시장 주도권을 더욱 강화할 것으로 예상
- '26년 다수의 ASIC 출시가 예정되어 있으며, 외부 판매 확대를 통해 수요 눈높이가 올라갈 TPU 밸류체인에 주목

2 AI 하드웨어 주요 변화

1) MLB + CCL, AI 기반 구조적 P,Q 상승 지속 전망
2) AI용 FC-BGA 수요 급증으로 점진적인 공급 과잉 해소 기대
3) 메모리용 반도체기판도 업황 훈풍에 동참
4) MLCC 내 강해지는 AI의 향기

3 IT 세트 동향 및 주요 변화

- 2026년 스마트폰 출하량 12.6억대(+0.5% YoY) 전망
  메모리 가격 급등 → 가격 인상 → 수요 위축으로 글로벌 스마트폰 출하량은 큰 변동 없이 정체될 것으로 예상
- 2026년 IT 세트 시장 주요 변화
  1) 애플의 라인업 변경 + 폴더블 스마트폰 출시
  2) IT OLED 라인업 확장(iPad Mini OLED, MacBook OLED)
  3) 스마트글래스 시장 개화

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
두산 (000150)	Buy	1,200,000원
이수페타시스 (007660)	Buy	120,000원
파미셀 (005690)	Not Rated	-
삼성전기 (009150)	Buy	280,000원
해성디에스 (195870)	Buy	60,000원
대덕전자 (353200)	Buy	60,000원
티엘비 (356860)	Buy	80,000원
파인엠텍 (441270)	Buy	16,000원
LG이노텍 (011070)	Buy	270,000원

두산 (000150) 2026년 새로운 분기점이 될 'M9 CCL'

Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

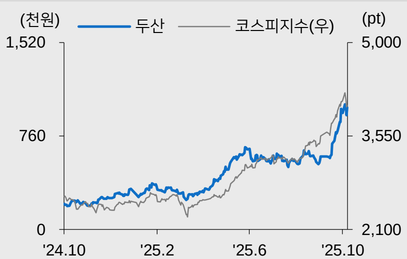
적정주가 (12개월)	**1,200,000원**
현재주가 (11. 6)	**991,000원**
상승여력	**21.1%**

KOSPI	4,026.45pt
시가총액	163,751억원
발행주식수	1,652만주
유동주식비율	41.97%
외국인비중	15.64%
52주 최고/최저가	1,018,000원/193,000원
평균거래대금	993.3억원

주요주주(%)	
박정원 외 26 인	40.11
국민연금공단	9.47

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	66.6	197.2	346.4
상대주가	46.8	88.9	184.2

주가그래프



2026년 M9등급 CCL 도입 본격화 (Feat HVLP4 구리박, Q glass)

- AI 수요가 늘어남에 따라, 저손실·저유전 특성을 갖춘 고품질 고속 CCL에 대한 수요 급증
- 현재 양산 중인 CCL의 최고 등급은 M8이나 차세대 M9등급 CCL이 2026년 하반기에 본격적으로 양산에 들어갈 예정
- 예상되는 적용 분야는 1) 1.6T 스위치용 PCB 보드 2) Nvidia의 Vera Rubin 서버랙용 Midplane 3) Google TPUv7 서버용 PCB 보드 4) AWS Tranium3 PCB 보드 등
- M9 등급 CCL은 0.0007 이하의 초저손실 특성 구현을 위해 Q-Glass, 신호 전송 품질 향상을 위해 HVLP4 동박 등 하이엔드 원재료가 적용된 제품→ 초과 수요의 지속으로 판가 전가 구조가 유지되고 있어, M9등급 CCL 본격 양산과 함께 CCL은 시장 기대를 상회하는 단가 상승세를 이어갈 것으로 전망 (M8 → M9 CCL 전환으로 두 배 이상 단가 상승 예상)

4분기를 기점으로 제 2의 실적 랠리 시작

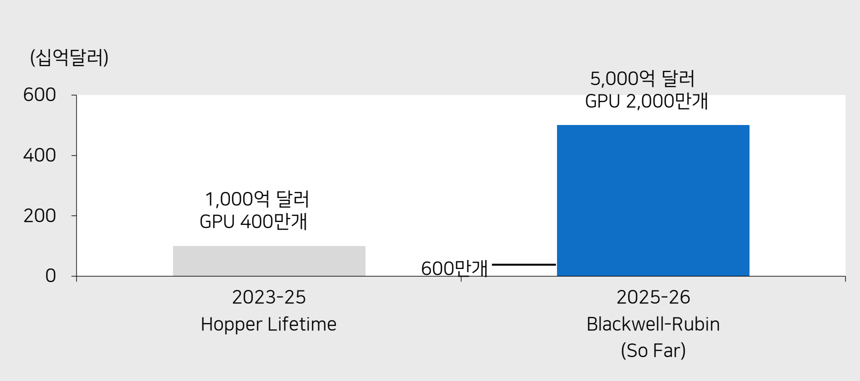
- 북미 NV사향 GB300용 CCL 납품이 시작되며, CCL 수출 실적은 사상 최고치를 재차 경신
- 기존 네트워크용 CCL 공급을 담당하는 증평 공장뿐만 아니라, 김천 공장 역시 물량 대응을 위해 풀가동 체제를 유지 중이며, 중국 공장의 가동률 또한 점진적으로 상승 중
- 내년 기존 북미 NV사 외에도 AWS Tranium3, 구글 TPUv7p향 등 ASIC 향 추가 대응 예상
- 메모리 패키지용 CCL은 글로벌 시장 점유율 60%로 1위를 유지하고 있으며, 특히 GDDR7에서 높은 점유율을 확보 중
  → 내년 말 Vera Rubin CPX의 경우 PCB 콘텐츠 증가 외 AI가속기 내 GDDR7 도입이 본격화 된다는 점도 동사에게 수혜
- 중장기적으로는 N사 Kyber 랙 구현에서의 Midplane PCB 도입과 Coredelia 구조 채택이 CCL 고도화를 주도할 것으로 기대

투자의견 Buy, 적정주가 1,200,000원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	19,130.1	1,436.3	-388.3	-24,026	-43.7	75,846	-3.9	1.2	7.2	-22.7	152.4
2024	18,132.9	1,003.8	-226.2	-14,215	-40.8	69,123	-17.9	3.7	11.5	-14.6	153.5
2025E	20,094.6	1,279.5	350.0	20,648	-245.2	83,254	48.0	11.9	17.6	21.5	162.5
2026E	22,586.2	2,286.2	1,010.5	60,626	193.6	128,960	16.3	7.7	11.6	44.5	153.3
2027E	24,682.6	2,323.9	1,311.2	78,819	30.0	188,704	12.6	5.3	11.0	38.6	145.9

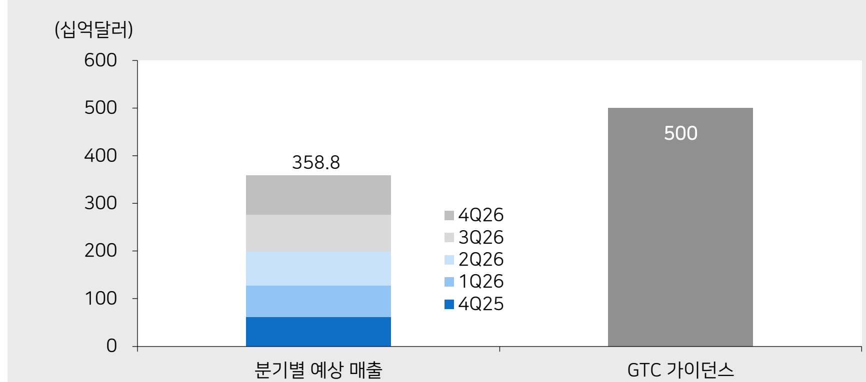
엔비디아 밸류체인 우상향 진입 (NVL 서버랙 출하 확대 구간)

젠슨황의 Blackwell/Rubin 매출 가이던스



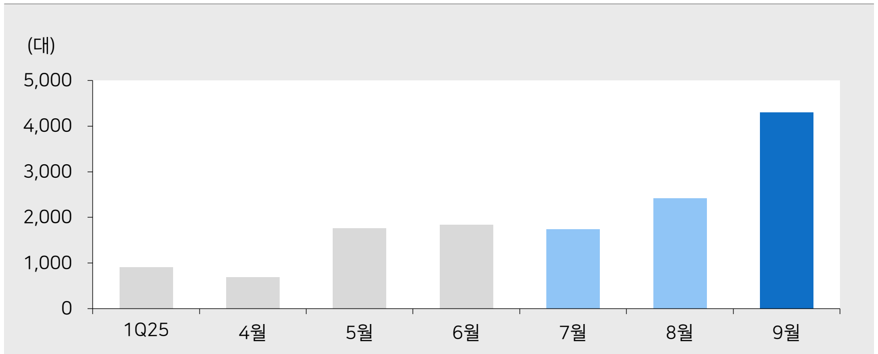
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

젠슨황의 가이던스 vs Bloomberg 매출액 컨센서스 비교



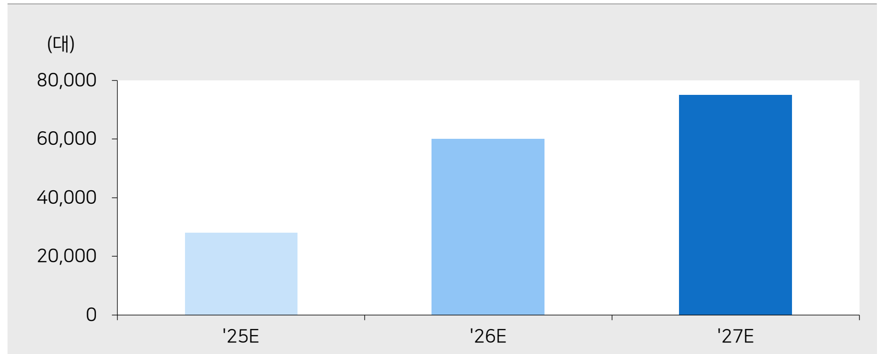
주: CY 기준, Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg. 메리츠증권 리서치센터

GB racks (NVL72) 출하량 추이



주: Foxconn +300% QoQ 가이던스 제시
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

NVL 서버랙 생산량 전망



주: 2026년은 Vera Rubin NVL144 포함
자료: 메리츠증권 리서치센터

엔비디아 NVL 서버랙 출시 로드맵

NVL72 → NVL144 → NVL288/576

	Blackwell	Blackwell Ultra	Rubin	Rubin Ultra	Feynman	
NVL72	GB200 NVL72 ~130kW	GB300 NVL72 ~150kW	Note: Rubin GPU ≈130W per chip			33/72kW Power shelf
NVL144			VR200 NVL144 ~215kW	VR300 NVL144 ~245kW	VF200 NVL144 ~270kW	72/110kW Power shelf
NVL288			VR200 NVL288 ~440kW	VR300 NVL288 ~500kW	VF200 NVL288 ~550kW	1MW HVDC/800V Power rack
NVL576			VR200 NVL576 ~870kW	VR300 NVL576 ~1000kW	VF200 NVL576 ~1500kW	1/1.5MW HVDC/800V Power rack
	1H25	2H25	2H26	2H27	2H28	

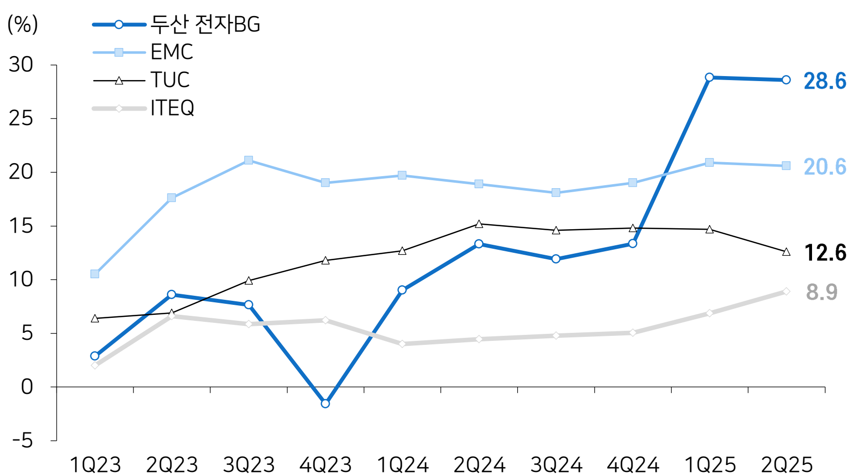
Oberon: GPU-Rack
Kyber: GPU-Rack-Data Center

자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

두산, 북미 N사와 함께 Outperform 지속

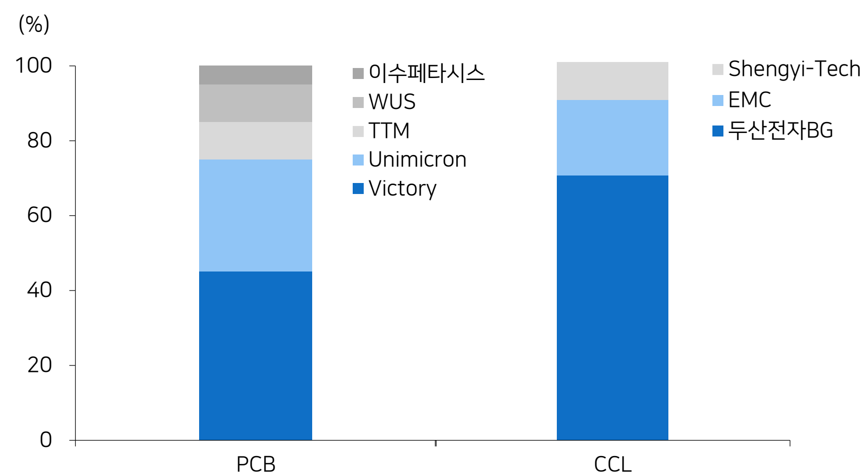
- 북미 N사의 경우 높은 마진과 안정적인 수요를 기반으로 납기와 품질을 최우선시 하고 있으며, 공급처 다변화에 대한 시도는 제한적인 수준
- 동사는 북미 N사의 GB200에 이어 GB300 컴퓨팅 트레이용 CCL을 단독 공급하고 있으며, 차세대 제품에서도 기술적 격차를 기반으로 시장의 우려를 넘어서는 높은 점유율을 확보할 것으로 전망
- 경쟁사 대비 동사의 강점은 1) AI 가속기의 대면적화 과정에서 반도체 패키지용 CCL 기술의 네트워크 CCL 적용이 확대되고 있으나 경쟁사는 관련 제품 공급 경험이 없다는 점 2) 저유전율 특성 구현 과정에서 동사만의 레시피를 적용한 레진이 경쟁사 대비 우수한 특성을 갖추고 있다는 점

두산 전자BG vs 대만 CCL 경쟁사 영업이익률 비교



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

북미 N사 PCB/CCL 점유율 비교

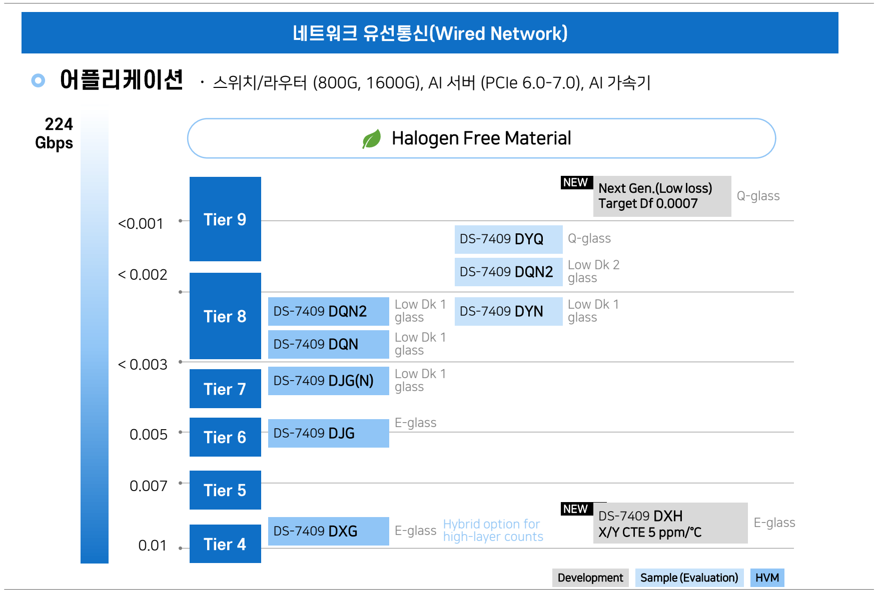


자료: 메리츠증권 리서치센터

2026년 기준 M9 등급 CCL 도입 본격화 예상

- AI 기반 고속 연산 수요가 늘어남에 따라, 저손실·저유전 특성을 갖춘 고품질 고속 CCL에 대한 수요 급증
- 현재 CCL의 최고 등급은 M8이나 차세대 M9등급 CCL이 2026년 하반기에 본격적으로 양산에 들어갈 예정
- 예상되는 적용 분야는 1) 1.6T 스위치용 PCB 보드 2) Nvidia의 Vera Rubin 서버랙용 Midplane 3) Google TPU V7 서버용 PCB 보드 4) AWS Tranium3 PCB 보드 등
- 차세대 M9 CCL은 폴리페닐렌옥사이드 수지(PPO) + HVLP4 또는 HVLP5 동박 + NEZ Glass 또는 Q glass로 구성 예상

두산 전자BG CCL 포트폴리오



자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

CCL 등급 기준 스펙 비교 (수정 필요)

자료: 메리츠증권 리서치센터

업체별 고속 CCL 제품 라인업 비교

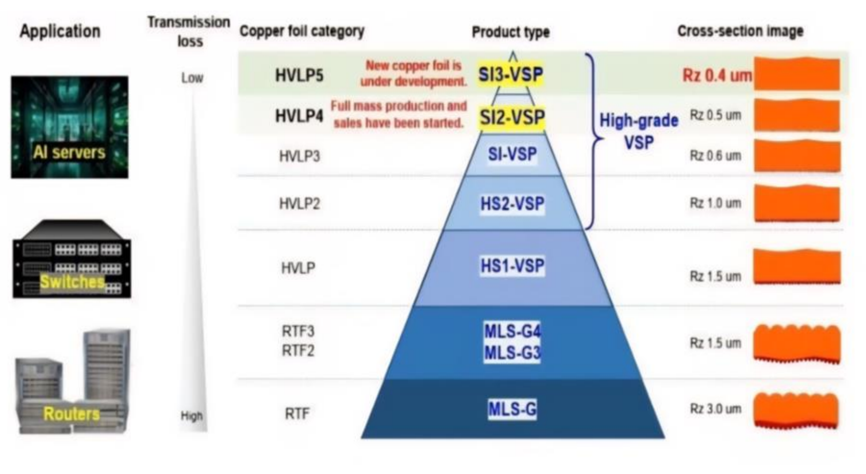
	Very-low Loss (M6)	Ultra-low Loss (M7)	Extreme-low Loss (M8)	Beyond (M9)
Ethernet	28Gbs	56Gbps	112Gbs above	1.6TE(224Gbps)
PCle	Pcle 5.0 (32GT/S)	Pcle 6.0(64GT/s)	Pcle 7.0(128GT/S) and above	
Panasonic (JP)	Megtron-6 Megtron-6N	Megtron-7/7N (E-glass 및 low Dk glass),	Megtron 8/8S (L1 및 L2-level)	Megtron 9
AGC-Nelco (JP)	MW2000, MW3000, MW3350	MW4000	MW8000, MW8300, MW8350, ELL101, ELL102	ELL103
Doosan (KR)	DS-7409D(V)	DS-7409DV(NT) DS-7409DJG(N)	DS-7409DD(N/N2) DS-7409DJGN DS-7409DJZ(L)	DS-7409DYQ(2.91/.07) DS-7409DYL2(2.99/.10)
TUC (TW)	ThunderClad 2 (TU883)	ThunderClad 3 (TU933) ThunderClad 2A (TU883A)	ThunderClad 4SN/SR (TU-943SN/SR) ThunderClad 4/R/HN (TU-943/R/HN) ThunderClad 5Q (TU-953Q)	TU-953Q(3.0/<.07)
ITEQ (TW)	IT-968, IT968SE	IT998SE IT988G/SE IT-968GSE/SE	IT-998 IT988GSE/GSE3 IT-999GSE	IT-988GSE2(3.05/.11) IT-988GSE3(2.93/.07)
EMC (TW)	EM-891, EM-528K EM890	EM-890K EM-891K	EM-892K/K2(2.8/.17) EM-892K2(2.8/.13)	EM-896K2(2.8/.08) EM-896K3(2.8/.07)
Nan Ya Plastics (TW)	NPG186/186K	NPG198K	NPG-199K	NPG-199HK/199HKB
SYTECH (CN)	Synamic 6	Synamic 6N/8G/8GN	Synamic-8GN/8GNB Synamic-09N/GN2	Synamic 10GQ (-/<.07)
Nan Ya New Materials (CN)	NY-P1	NY-P2	NY-P4/P5	NY-P6/P7
Isola (US)	I-TERA MT40 TerraGreen	TerraGreen 100G/400GE TACHYON	TerraGreen 400G2 TerraGreen 400G	TerraGreen 400GE
Glass Fiber Cloth	**E Glass**	**NE/L Glass**	**NER/L2 Glass**	**Q Glass**
DK	6.6	4.7	4.5	3.4
DF	0.006	0.003	0.001	0.0007
CTE	5.4~5.5	3.1~3.8	3.0~3.5	<1.0
Copper	RTF3/HVLP2	RTF4/HVLP2~4	RTF5/HVLP3~5	

자료: Prismask, 메리츠증권 리서치센터

단가 상승 요인 1. HVLP4 구리박 적용

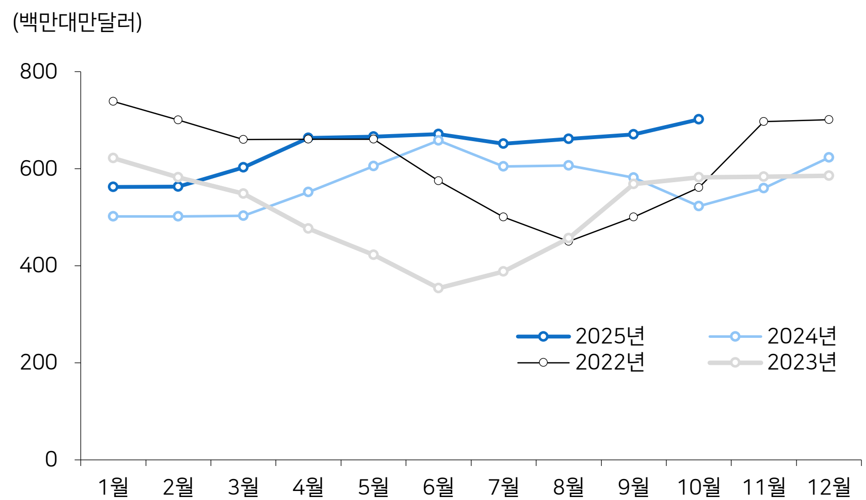
- HVLP 구리박은 전자 제품에서 신호 손실을 최소화하기 위해 표면의 거칠기(Rz)를 0.6마이크로미터(㎛) 이하로 낮춘 제품
- HVLP 등급은 표면 거칠기에 따라 구분되며 AI 애플리케이션의 고주파, 고속 신호 전송 요구에 힘입어 하이엔드 제품의 채택률이 증가
- 대표적으로 NVIDIA Rubin, Google TPU v7, Meta MTIA2 등 다수의 신규 제품부터 HVLP4 구리박이 신규로 채택 예정
- 하이엔드 구리박 제품의 경우 생산 가능한 업체가 제한적인 상황이기 때문에 초과 수요 흐름이 지속 (일본 Mitsui Mining, 대만 Co-Tech 등)
- 이에 따라 최근 일본의 Mitsui Mining은 2025년 10월부터 동박 가격을 ㎏당 2달러 인상한다고 최근 발표
- 하이엔드 구리박으로의 전환 + 초과 수요로 인한 제품 단가 상승 = CCL 제품 단가 상승이 불가피한 구조

Mitsui Mining VSP(HVLP) 구리박 제품 포트폴리오



자료: Mitsui Mining

대만 Co-Tech 월별 매출액

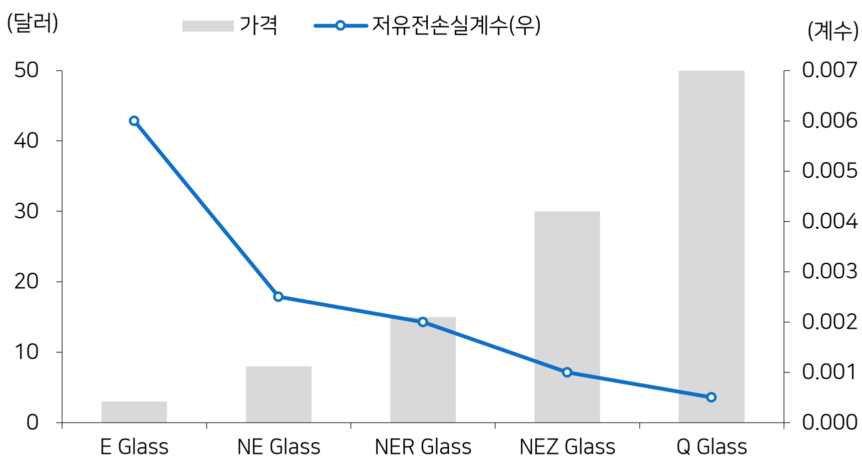


자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

단가 상승 요인 2. Q Glass 적용

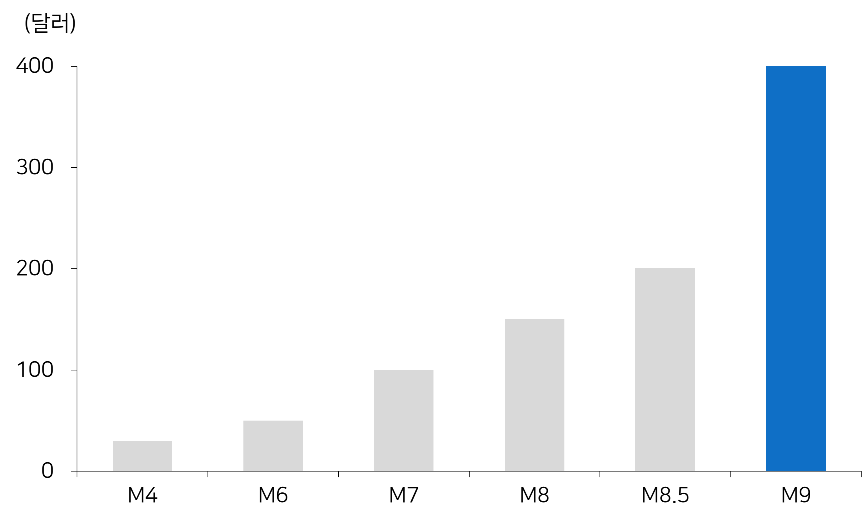
- Q-Glass는 현재의 NEZ Glass 대비 1.7~2배 높은 가격의 제품으로 기존 유리 섬유와 달리 실리카 함량이 최대 99%에 달하는 석영 직물을 활용해, 유전 손실을 0.0007 이하로 낮춘 초저손실 특성을 구현
- 저유전 특성에 장점이 있으나 가격이 기존 유리섬유 대비 비싸고, 드릴링 과정에서 홀에 섬유가 잔류하여 돌출될 위험이 높아 생산 수율이 저하되고 제조 비용이 실질적으로 증가하는 문제가 존재
- 다만 1) 유리 섬유로는 0.0007이하의 Df 달성이 어렵고, 2) 고속 전송 성능 향상의 가치가 추가 비용보다 크며 3) 고사양 AI 서버 애플리케이션 내 CCL의 비용 차지하는 비중이 매우 작다는 점에서 Q glass의 본격 적용 확대 예상
- Q Glass 적용으로 CCL은 M8 → M9으로의 전환 과정에서 두 배 이상의 단가 상승 기대

CCL 원재료 유리섬유 가격, 저유전손실 특성 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

CCL 등급별 가격 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

두산 실적 Snapshot

실적 전망 (십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율(원)		1,329	1,371	1,358	1,400	1,452.9	1,401.4	1,380.0	1,350.0	1,364.7	1,396.1	1,380.0
연결매출액		**4,462.3**	**4,592.2**	**3,878.5**	**5,199.8**	**4,298.7**	**5,346.4**	**4,672.4**	**5,777.0**	**18,132.9**	**20,094.6**	**22,586.2**
	두산자체사업	269.3	325.1	342.5	440.1	485.0	558.5	555.6	590.6	1,377.0	2,189.7	2,619.2
	전자BG	**186.5**	**235.2**	**249.6**	**335.9**	**402.9**	**476.2**	478.1	507.2	1,007.2	1,864.4	2,294.0
	두산에너빌리티	4,097.9	4,150.5	3,395.6	4,589.1	3,748.6	4,569.0	3,880.4	4,813.1	16,233.1	17,011.0	18,574.1
	두산로보틱스	10.9	14.4	10.0	11.5	5.3	23.5	16.3	18.7	46.8	63.8	98.1
	기타 및 연결조정	84.3	102.2	130.4	159.1	59.9	195.4	220.2	354.6	476.0	830.0	1,294.8
전자BG 매출 성장률 (% YoY)		21.2%	18.2%	22.3%	72.2%	116.0%	102.5%	91.5%	51.0%	33.9%	85.1%	23.0%
연결영업이익		**246.1**	**336.7**	**110.2**	**208.9**	**198.5**	**357.8**	**177.4**	**545.8**	**901.9**	**1,279.5**	**2,286.2**
	두산자체사업	23.6	37.9	35.5	44.2	121.1	142.1	134.7	156.3	141.2	554.3	745.9
	전자BG	**16.8**	**31.3**	**29.7**	**44.8**	**116.1**	**136.2**	**129.4**	**152.8**	**122.6**	**534.5**	**721.0**
	두산에너빌리티	358.1	309.8	114.8	234.9	142.5	271.1	137.1	290.1	1,017.6	840.8	1,238.1
	두산로보틱스	-6.9	-7.9	-9.6	-16.9	-6.7	-8.9	-5.0	-8.2	-41.2	-28.8	-9.5
	기타 및 연결조정	-145.5	-34.4	-60.2	-98.2	-174.5	-182.7	-218.8	-45.2	-338.3	-621.3	-409.4
전자BG 영업이익률 (%)		5.5%	7.3%	2.8%	4.0%	28.8%	28.6%	27.1%	30.1%	12.2%	28.7%	31.4%
세전이익		233.3	304.0	-27.0	-19.2	105.9	396.2	45.4	395.0	491.1	942.4	1,796.5
지배주주순이익		**5.0**	**20.6**	**-88.3**	**-163.5**	**23.6**	**78.6**	**25.5**	**222.2**	**-226.2**	**349.9**	**1,010.5**
지배주주순이익률 (%)		0.1%	0.4%	-2.3%	-3.1%	0.6%	1.5%	0.5%	3.8%	-1.2%	1.7%	4.5%

자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

두산 Valuation, 지분가치 보수적으로 80% 할인율 적용

투자의견 Buy, 적정주가 1.200,000원 제시

- 영업가치 : 13.6조원
  두산 전자BG 2026년 예상 순이익 5,980억원에 대만 CCL 경쟁사 '26년 평균 PER 22.8배 적용
- 지분가치 : 3.9조원
  주요 상장 자회사 (두산에너빌리티, 두산로보틱스, 오리콤) 및 비상장 자회사 지분가치는 80% 할인율 적용

두산 Valuation Table

구분		시가총액,장부가액 등 (십억원)	지분율 (%)	Value (십억원)	비고
영업가치					
전자BG		598	100.0	13,644.8	대만 CCL 경쟁사 '26년 PER 22.8배 적용
지분가치					
상장 자회사	두산에너빌리티	51,996	30.4	15,802	최근 1개월 평균 종가 기준
	오리콤	71	60.9	43	최근 1개월 평균 종가 기준
	두산로보틱스	4,806	68.2	3,277	최근 1개월 평균 종가 기준
비상장 자회사	두산 포트폴리오홀딩스	254	100.0	254	두산 테스나 지분 38.7% 보유. 장부가 적용
	두산 로지스틱스솔루션	89	100.0	89	장부가 적용
	두산 모빌리티이노베이션	72	86.1	72	장부가 적용
	기타 투자자산	158	100.0	158	장부가 적용
지분가치 합계				3,937	80% 할인율 적용
합계 (a)				17,582	
순차입금 (b)				1,314	두산(별도) 순차입금
NAV (a - b)				16,268	
적정시가총액				**16,268**	
유통주식수 (주)				13,522,969	발행주식수(1,652만주) – 자사주(296만주)
적정 주가 (fair value, 원)				**1,202,989**	
적정 주가 ('0000 rounding, 원)				1,200,000	
현재 주가 (원)				991,000	11/6 기준 종가
괴리율				21.1%	

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

두산(000150)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**19,130.1**	**18,132.9**	**20,094.6**	**22,586.2**	**24,682.6**
매출액증가율(%)	12.6	-5.2	10.8	12.4	9.3
매출원가	15,885.1	15,170.7	16,641.3	17,977.0	19,876.0
매출총이익	3,245.1	2,962.1	3,453.3	4,609.3	4,806.7
판매비와관리비	1,808.8	1,958.4	2,173.8	2,323.0	2,482.8
영업이익	**1,436.3**	**1,003.8**	**1,279.5**	**2,286.2**	**2,323.9**
영업이익률(%)	7.5	5.0	6.4	10.1	9.4
금융손익	-400.6	-216.1	-185.5	-49.7	87.0
종속/관계기업관련손익	-42.3	27.9	9.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-542.4	-222.6	-160.7	-440.0	-80.0
세전계속사업이익	451.0	593.0	942.3	1,796.5	2,330.9
법인세비용	178.9	290.7	367.6	449.1	582.7
당기순이익	**272.1**	**302.2**	**574.8**	**1,347.4**	**1,748.2**
지배주주지분 순이익	-388.3	-226.2	350.0	1,010.5	1,311.2

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,446.3	11,912.7	13,739.9	15,776.1	18,822.2
현금및현금성자산	3,539.2	3,704.1	3,752.3	4,745.7	6,232.1
매출채권	1,665.7	1,718.4	2,279.6	2,517.6	2,873.5
재고자산	2,927.1	3,136.4	3,392.0	3,746.2	4,275.9
비유동자산	16,840.5	18,230.4	18,304.4	18,480.9	18,642.5
유형자산	6,509.4	7,012.6	7,011.9	7,138.3	7,239.9
무형자산	8,031.7	8,547.4	8,414.9	8,386.3	8,328.5
투자자산	938.9	1,196.4	1,425.8	1,504.5	1,622.3
자산총계	**28,286.8**	**30,143.1**	**32,044.3**	**34,257.0**	**37,464.7**
유동부채	11,438.9	11,024.2	12,352.1	13,099.7	14,217.7
매입채무	2,694.1	2,495.1	2,772.0	3,061.5	3,494.3
단기차입금	1,717.5	3,081.1	4,373.9	4,373.9	4,373.9
유동성장기부채	2,270.9	790.8	818.5	818.5	818.5
비유동부채	5,641.2	7,229.4	7,486.1	7,635.6	8,008.9
사채	626.6	1,089.1	1,099.1	1,099.1	1,099.1
장기차입금	2,308.7	3,313.8	3,170.8	3,070.8	3,070.8
부채총계	**17,080.1**	**18,253.6**	**19,838.2**	**20,735.3**	**22,226.6**
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,881.2	1,928.3	1,935.1	1,935.1	1,935.1
기타포괄이익누계액	599.6	688.9	677.3	677.3	677.3
이익잉여금	208.0	-81.6	233.4	1,212.1	2,491.4
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	10,423.4	10,760.2	11,197.3
자본총계	**11,206.7**	**11,889.5**	**12,206.1**	**13,521.7**	**15,238.1**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	**1,908.7**	**307.8**	**-211.3**	**2,073.2**	**2,496.2**
당기순이익(손실)	272.1	302.2	574.8	1,347.4	1,748.2
유형자산감가상각비	547.5	603.3	634.5	670.5	695.3
무형자산상각비	156.8	164.0	108.2	58.6	57.7
운전자본의 증감	432.7	-1,052.6	-1,581.4	-3.4	-5.1
투자활동 현금흐름	**-1,106.3**	**-994.8**	**-882.7**	**-976.5**	**-1,020.6**
유형자산의 증가(CAPEX)	-583.9	-710.4	-557.2	-796.9	-796.9
투자자산의 감소(증가)	-26.6	-143.2	-130.5	-78.7	-117.8
재무활동 현금흐름	**636.3**	**573.9**	**1,250.4**	**-103.3**	**10.8**
차입금증감	184.7	1,406.3	1,217.4	-71.5	42.7
자본의증가	276.5	47.2	6.8	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,465.0	164.9	48.2	993.4	1,486.4
기초현금	2,074.2	3,539.2	3,704.1	3,752.3	4,745.7
기말현금	3,539.2	3,704.1	3,752.3	4,745.7	6,232.1

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	1,157,729	1,097,377	1,216,097	1,366,888	1,493,760
EPS(지배주주)	-24,026	-14,215	20,648	60,626	78,819
CFPS	140,780	127,486	126,915	173,728	205,181
EBITDAPS	129,547	107,177	122,382	182,488	186,214
BPS	75,846	69,123	83,254	128,960	188,704
DPS	2,000	2,000	1,700	1,700	1,700
배당수익률(%)	2.1	0.8	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	-3.9	-17.9	48.0	16.3	12.6
PCR	0.7	2.0	7.8	5.7	4.8
PSR	0.1	0.2	0.8	0.7	0.7
PBR	1.2	3.7	11.9	7.7	5.3
EBITDA(십억원)	2,140.6	1,771.0	2,022.2	3,015.4	3,077.0
EV/EBITDA	7.2	11.5	17.6	11.6	11.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.7	-14.6	21.5	44.5	38.6
EBITDA이익률	11.2	9.8	10.1	13.4	12.5
부채비율	152.4	153.5	162.5	153.3	145.9
금융비용부담률	2.4	2.7	2.4	2.2	2.0
이자보상배율(x)	3.1	2.0	2.7	4.7	4.8
매출채권회전율(x)	10.7	10.7	10.1	9.4	9.2
재고자산회전율(x)	6.7	6.0	6.2	6.3	6.2

이수페타시스 (007660) 'AI' 시대정신을 대변하는 기업

Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

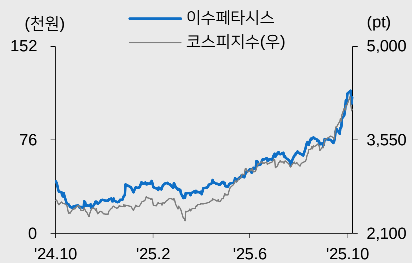
Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	120,000원
현재주가 (11. 6)	110,600원
상승여력	8.5%
KOSPI	4,026.45pt
시가총액	81,191억원
발행주식수	7,341만주
유동주식비율	73.34%
외국인비중	29.99%
52주 최고/최저가	116,200원/20,520원
평균거래대금	1,339.0억원

주요주주(%)	
이수 외 5 인	26.24
국민연금공단	11.50

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	44.0	201.4	267.4
상대주가	26.9	91.6	133.9

주가그래프



3Q25E OP 538억원(+27.8% QoQ, +107.4% YoY) 전망

- G사향 신제품 ASP 상승 효과로 본사 매출액 ASP 상승과 2Q25 2,097억 원 → 3Q25E 2,265억원으로 확대 예상
- 영업이익은 믹스개선과 800G향 수율 개선 효과로 컨센서스(480억원) +12.0% 상회 전망

2026년에도 고공행진을 기대하는 이유

- 2026년 영업이익 2,897억원(+42.5% YoY)으로 컨센서스(2,572억원) 12.6% 상회 전망
- 주력 고객사인 G사향 공급 물량은 자체적인 Capex 상향 조정과 TPU의 외부 판매 확대에 따라 가파른 우상향 추세를 예상. 특히 내년 G사향 TPU에는 다중적층기술이 신규 적용될 가능성이 높아, 이에 따른 추가적인 ASP 상승 효과도 기대
- Scale-Out 네트워크 내 대형 AI 클러스터 확산과 복잡해진 토플로지 변화에 따라 고성능 스위치 수요가 빠르게 확대 동사는 데이터센터 스위치 1위 사업자인 북미 A사 외 White Box 고객사 모두를 대상으로 제품을 공급 중
- 올해 동사는 주력 AI 가속기 고객사인 북미 NV사향 매출이 일시적으로 감소했으나, NVL72 서버랙용 Switch Tray 신규 납품을 통해 2026년 재성장을 예상
- 특히 내년 말 출시될 차세대 AI가속기의 서버랙은 GPU 연결 개수가 72개에서 144개로 확대될 예정이며, NV사향으로 기판 단 층수 증가 및 ASP 상승이 본격화될 전망

투자의견 Buy, 적정주가 120,000원으로 제시

- 2026년 EPS 3,165원 X 37.0배(중국 MLB Peer Shennan Circuits 멀티플 적용)
- 가파른 실적 개선을 통해 고멀티플 정상화 구간에 진입할 것으로 전망

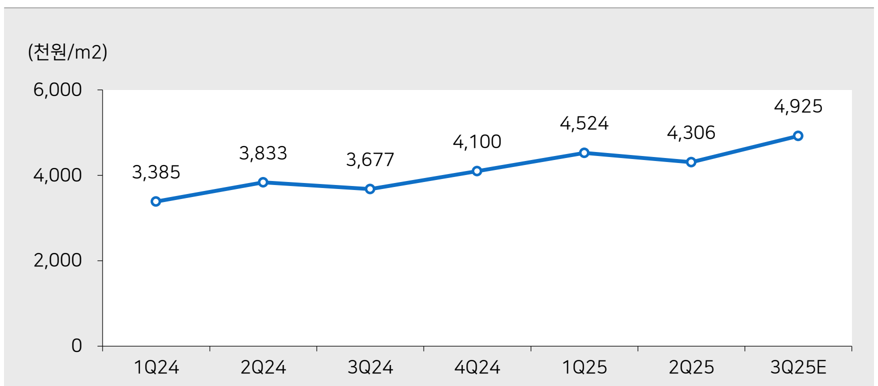
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	675.3	62.2	47.7	720	-53.4	4,022	39.8	7.1	26.4	19.5	134.8
2024	836.9	101.9	74.0	1,116	55.1	4,938	23.8	5.4	15.1	24.9	141.2
2025E	1,058.9	203.3	159.4	2,242	100.9	6,491	49.3	17.0	37.1	39.7	104.2
2026E	1,348.5	289.7	232.3	3,165	41.2	9,512	34.9	11.6	26.3	39.6	81.6
2027E	1,592.2	348.4	275.3	3,750	18.5	13,119	29.5	8.4	21.4	33.1	65.6

이수페타시스 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율(원)	1,320	1,370	1,360	1,397	1,453	1,390	1,390	1,410	1,362	1,412	1,380
매출액	199.6	204.7	206.4	226.1	252.5	241.4	267.9	297.1	836.9	1,058.9	1,348.5
(% QoQ)	15.2%	2.6%	0.8%	9.6%	11.6%	-4.4%	11.0%	10.9%			
(% YoY)	16.1%	25.0%	24.2%	30.5%	26.5%	17.9%	29.8%	31.4%	23.9%	26.5%	27.3%
페타시스	168.4	174.2	181.6	194.5	209.6	209.7	226.5	255.1	718.7	900.9	1,171.2
중국후난	36.8	37.2	33.8	44.6	53.8	50.0	51.9	53.0	152.4	208.8	225.1
미국법인	9.9	8.6	4.6	5.2	5.4	5.3	5.4	6.0	28.3	22.1	21.5
영업이익	23.0	27.5	25.9	27.8	47.7	42.1	53.8	59.8	104.2	203.3	289.7
(% QoQ)	117.5%	19.6%	-5.8%	7.3%	71.5%	-11.8%	27.8%	11.2%			
(% YoY)	14.0%	50.5%	96.8%	163.1%	107.4%	53.0%	107.4%	115.1%	66.3%	95.1%	42.5%
영업이익률 (%)	11.5%	13.4%	12.6%	12.3%	18.9%	17.4%	20.1%	20.1%	12.5%	19.2%	21.5%

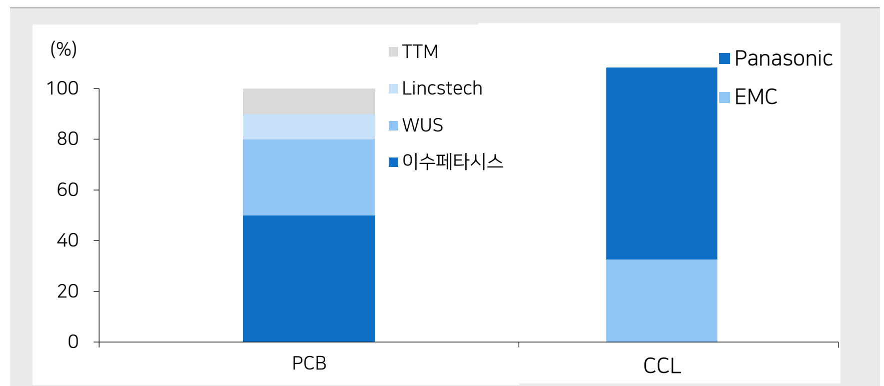
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 ASP 추이 및 전망



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

G사 MLB/CCL 점유율 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 밸류에이션 테이블

이수페타시스 PER 밸류에이션 테이블

			2022	2023	2024	2025E	2026E
주가 (원)		High	8,720	43,300	59,700		
		Low	4,655	5,270	21,000		
		Average	6,693	20,486	37,993		
확정치	PER (배)	High	5.4	57.4	53.5		
		Low	2.9	7.0	18.8		
		Average	4.1	27.1	34.0		
	EPS (원)	(원)	1,620	755	1,116	2,242	3,165
		Growth(%)	흑전	-53.4	55.1	100.9	41.2
컨센서스	PER (배)	High	5.4	53.4	47.6		
		Low	2.9	6.5	16.8		
		Average	4.1	25.3	30.3		
	EPS (원)	(원)	1,613	811	1,253	2,148	2,848
		Growth(%)	흑전	-49.9	74.2	92.4	27.0

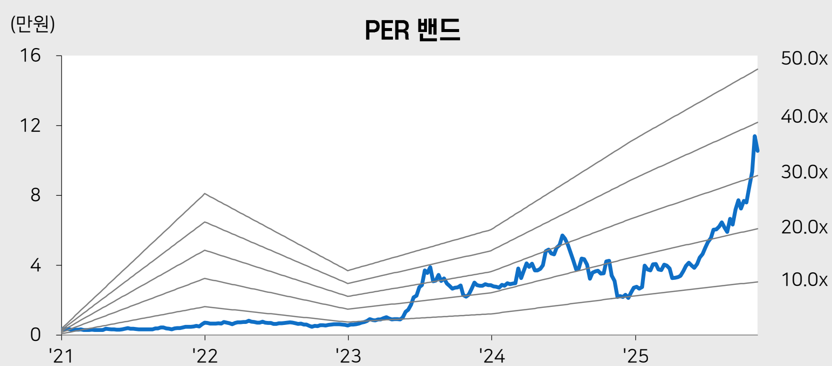
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

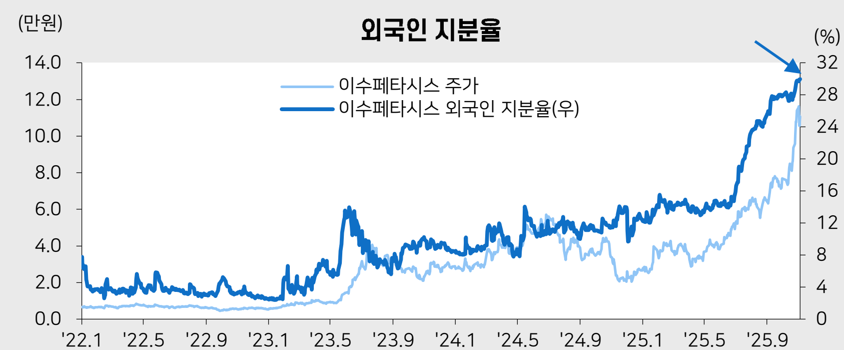
이수페타시스 적정주가 산정표

	Fair Value (원)	비고
EPS	3,165	2026년 EPS
적정배수(배)	37.0	중국 MLB Peer Shennan 멀티플
적정가치	117,091	
적정주가	120,000	
현재주가	110,600	
상승여력 (%)	8.5%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 PER / PBR 밴드





자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스(007660)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**675.3**	**836.9**	**1,058.9**	**1,348.5**	**1,592.2**
매출액증가율(%)	5.0	23.9	26.5	27.3	18.1
매출원가	558.9	680.3	785.3	981.5	1,149.3
매출총이익	116.5	156.6	273.6	367.0	442.9
판매비와관리비	54.3	54.7	70.3	77.3	94.5
영업이익	**62.2**	**101.9**	**203.3**	**289.7**	**348.4**
영업이익률(%)	9.2	12.2	19.2	21.5	21.9
금융손익	-8.3	-8.8	-7.8	-8.5	-8.6
종속/관계기업관련손익	-0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	-1.2	1.4	0.1	0.1
세전계속사업이익	54.7	91.8	196.8	281.3	339.9
법인세비용	6.9	17.8	37.4	48.9	64.6
당기순이익	**47.7**	**74.0**	**159.4**	**232.3**	**275.3**
지배주주지분 순이익	47.7	74.0	159.4	232.3	275.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	383.6	522.7	615.5	848.2	1,124.3
현금및현금성자산	48.0	80.4	55.7	135.5	282.7
매출채권	146.7	213.3	269.9	343.7	405.8
재고자산	176.1	186.9	236.5	301.2	355.6
비유동자산	242.8	267.4	357.5	420.0	470.6
유형자산	192.4	201.6	287.4	344.0	389.6
무형자산	4.4	7.2	6.1	5.2	4.4
투자자산	28.5	27.4	32.7	39.6	45.4
자산총계	**626.4**	**790.1**	**972.9**	**1,268.2**	**1,594.9**
유동부채	290.5	377.4	408.9	479.5	538.8
매입채무	70.4	117.8	149.1	189.9	224.2
단기차입금	143.4	150.9	150.9	150.9	150.9
유동성장기부채	21.7	22.6	0.0	0.0	0.0
비유동부채	69.1	85.3	87.5	90.5	93.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.3	72.6	72.6	72.6	72.6
부채총계	**359.7**	**462.6**	**496.4**	**569.9**	**631.8**
자본금	63.3	63.3	63.3	63.3	63.3
자본잉여금	81.0	81.0	81.0	81.0	81.0
기타포괄이익누계액	13.1	15.9	15.9	15.9	15.9
이익잉여금	114.4	172.3	321.2	543.0	807.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**266.8**	**327.5**	**476.5**	**698.3**	**963.1**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	**52.5**	**84.9**	**115.9**	**174.2**	**248.0**
당기순이익(손실)	47.7	74.0	159.4	232.3	275.3
유형자산감가상각비	15.0	23.7	34.1	43.4	54.4
무형자산상각비	0.4	0.7	1.1	0.9	0.8
운전자본의 증감	-23.4	-47.5	-63.6	-81.6	-68.7
투자활동 현금흐름	**-61.4**	**-63.0**	**-110.4**	**-86.4**	**-92.3**
유형자산의 증가(CAPEX)	-65.2	-60.0	-120.0	-100.0	-100.0
투자자산의 감소(증가)	-4.4	1.1	-5.3	-6.9	-5.8
재무활동 현금흐름	**10.3**	**3.1**	**-30.2**	**-8.1**	**-8.5**
차입금증감	23.1	27.3	-20.7	2.4	2.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2.3	32.4	-24.7	79.7	147.2
기초현금	45.7	48.0	80.4	55.7	135.5
기말현금	48.0	80.4	55.7	135.5	282.7

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	10,182	12,617	14,890	18,370	21,690
EPS(지배주주)	720	1,116	2,242	3,165	3,750
CFPS	1,314	2,247	3,317	4,511	5,499
EBITDAPS	1,168	1,903	3,354	4,551	5,498
BPS	4,022	4,938	6,491	9,512	13,119
DPS	95	143	143	143	143
배당수익률(%)	0.3	0.5	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	39.8	23.8	49.3	34.9	29.5
PCR	21.8	11.8	33.3	24.5	20.1
PSR	2.8	2.1	7.4	6.0	5.1
PBR	7.1	5.4	17.0	11.6	8.4
EBITDA(십억원)	77.5	126.2	238.6	334.1	403.6
EV/EBITDA	26.4	15.1	37.1	26.3	21.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.5	24.9	39.7	39.6	33.1
EBITDA이익률	11.5	15.1	22.5	24.8	25.3
부채비율	134.8	141.2	104.2	81.6	65.6
금융비용부담률	1.7	1.4	1.0	0.8	0.7
이자보상배율(x)	5.4	8.7	19.1	28.2	33.6
매출채권회전율(x)	4.7	4.6	4.4	4.4	4.2
재고자산회전율(x)	3.9	4.6	5.0	5.0	4.8

파미셀 (005690) GB300과 함께 질주

Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

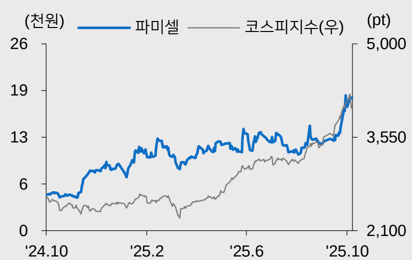
Not Rated

적정주가 (12개월)	-원
현재주가 (11. 6)	18,200원
상승여력	-

KOSPI	4,026.45pt
시가총액	10,923억원
발행주식수	6,002만주
유동주식비율	90.62%
외국인비중	10.49%
52주 최고/최저가	18,560원/4,510원
평균거래대금	417.1억원
주요주주(%)	
김현수 외 6 인	9.36

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	48.6	56.9	244.7
상대주가	31.0	-0.3	119.5

주가그래프



9월을 기점으로 저유전율 소재 출하 급증

- 동사의 3분기 저유전율 소재 매출은 7~8월 부진했으나, 9월 GB300향 출하 확대 효과로 2분기 실적을 상회한 것으로 추정
- 4분기에는 해당 물량이 3개월간 온기 반영되며, 매출액 352억 원(+64.0% YoY), 영업이익 125억 원을 기록해 분기 기준 사상 최대 실적을 달성할 것으로 예상

폭발하는 GB300 수요

- 엔비디아가 올해 처음 선보인 풀스택 서버랙 NVL72는 GPU·NVLink·냉각·전력 모듈을 통합한 구조로, 시간이 지날수록 비용 대비 성능 효율이 입증되며 수요가 빠르게 확대 중
- 상반기 GB200 NVL72는 생산 초기 수율 저하로 공급이 제한적이었으나, 3분기부터 출시된 GB300 NVL72는 수율 안정화로 폭발적인 수요 증가에 적극 대응한 구조로 전환
- 출하 속도는 빠르게 확대되고 있으며 실제로 9월 GB300 출하 개시 이후 NVL72 출하량은 8월 대비 2배 이상 증가한 것으로 확인
- 동사와 동사의 국내 CCL 고객사 모두 수요 대응을 위해 사실상 풀가동 체제를 유지하고 있으며 4분기를 넘어 내년 상반기까지도 이런 풀가동 체제가 유지될 가능성이 높다고 판단

공정 효율 개선 + 3공장 증설로 성장 가시성 확보

- 동사는 내년 상반기 GB300 수요에 대응하기 위해 공정 효율 개선을 진행 중이며, 이를 통해 상반기 추가 생산 Capa를 확보할 계획
- 올해 발표한 제3공장은 엔드 고객사의 신규 AI 가속기 출시에 맞춰 '26년 9월 전후 본격 가동될 예정으로, 완공 시점에는 현 수준 대비 약 3배의 생산능력을 보유하게 될 전망

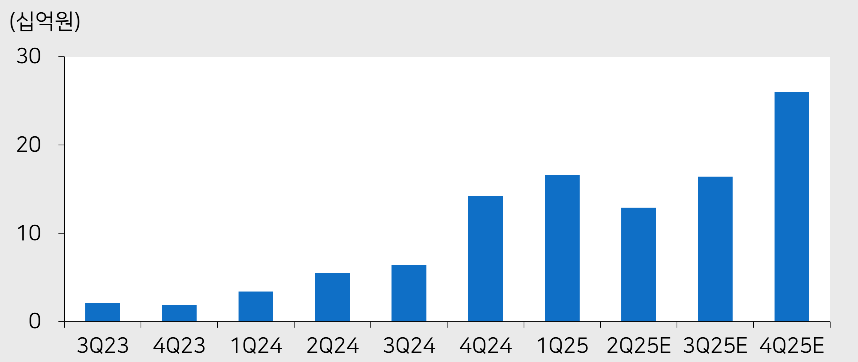
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	37.8	7.2	5.2	87	20.6	952	197.9	18.2	112.7	9.7	22.1
2021	51.8	7.9	9.5	158	80.3	1,065	82.8	12.3	80.0	15.6	47.7
2022	60.2	8.9	8.3	138	-12.6	1,277	82.0	8.8	60.9	11.8	43.0
2023	56.2	1.3	3.6	60	-56.7	1,340	101.8	4.5	85.4	4.6	15.1
2024	64.9	4.7	6.3	106	77.0	1,440	78.5	5.7	63.0	7.6	14.8

파미셀 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	11.0	17.8	14.6	21.5	27.0	26.8	26.5	35.2	64.9	115.6	178.0
(% QoQ)	-17.0%	62.4%	-18.1%	47.2%	25.9%	-0.8%	-1.0%	32.7%			
(% YoY)	-16.3%	0.4%	19.9%	62.5%	146.4%	50.5%	81.8%	64.0%	15.3%	78.2%	54.0%
바이오 케미컬	10.6	17.4	14.0	20.8	26.4	26.2	25.6	34.0	62.8	112.2	173.0
바이오 메디컬	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.9	1.2	2.0	3.4	5.0
영업이익	-2.0	2.2	1.3	3.1	8.4	8.2	8.2	12.5	4.7	37.3	60.7
(% QoQ)	적확	흑전	-42.6%	145.3%	166.9%	-2.1%	-0.3%	52.7%			
(% YoY)	-50.0%	291.2%	151.0%	30.0%	흑전	267.9%	539.3%	298.0%	258.5%	699.7%	62.9%
영업이익률 (%)	**-18.3%**	**12.5%**	**8.8%**	**14.6%**	**31.0%**	**30.6%**	**30.9%**	**35.5%**	**7.2%**	**32.2%**	**34.1%**
지배주주순이익	-1.4	2.8	0.7	4.2	8.5	7.4	8.2	11.7	6.3	35.7	57.0
지배주주순이익률 (%)	-12.4%	15.9%	4.9%	19.3%	31.3%	27.6%	30.9%	33.2%	9.8%	30.9%	32.0%

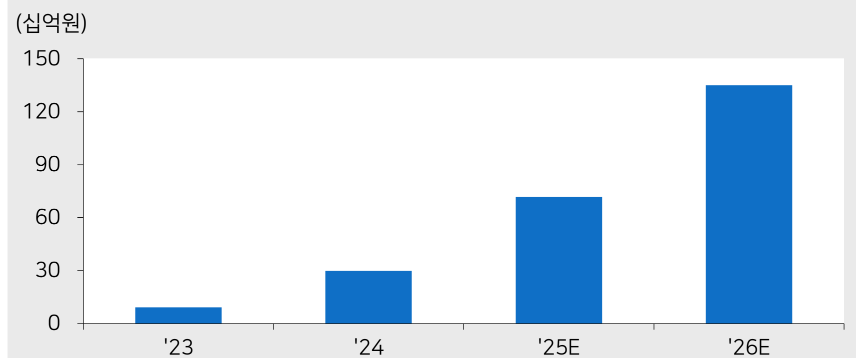
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

파미셀 저유전율 소재 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

파미셀 저유전율 소재 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

파미셀(005690)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**37.8**	**51.8**	**60.2**	**56.2**	**64.9**
매출액증가율(%)	16.2	37.2	16.2	-6.6	15.3
매출원가	20.0	28.1	36.4	40.7	43.5
매출총이익	17.8	23.7	23.8	15.5	21.3
판매비와관리비	10.6	15.9	15.0	14.2	16.7
영업이익	**7.2**	**7.9**	**8.9**	**1.3**	**4.7**
영업이익률(%)	19.2	15.2	14.7	2.3	7.2
금융손익	0.1	0.4	-4.6	0.5	0.3
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.1	1.2	1.6	3.0	1.3
세전계속사업이익	5.2	9.5	6.0	4.7	6.3
법인세비용	0.0	0.0	-2.3	1.2	-0.1
당기순이익	**5.2**	**9.5**	**8.3**	**3.6**	**6.3**
지배주주지분 순이익	5.2	9.5	8.3	3.6	6.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	42.9	65.0	62.4	43.2	48.0
현금및현금성자산	20.9	26.2	14.4	13.7	8.3
매출채권	10.2	6.6	10.8	6.9	16.2
재고자산	6.3	18.4	22.9	20.9	19.8
비유동자산	26.8	29.3	47.3	49.4	51.2
유형자산	16.8	19.2	36.6	40.0	41.7
무형자산	6.3	6.2	6.2	5.6	5.6
투자자산	0.0	0.0	0.0	1.3	1.2
자산총계	**69.7**	**94.3**	**109.7**	**92.5**	**99.3**
유동부채	6.5	24.9	28.6	7.8	7.7
매입채무	2.0	0.8	2.7	1.8	3.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	6.1	5.5	4.4	4.4	5.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**12.6**	**30.5**	**33.0**	**12.1**	**12.8**
자본금	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
자본잉여금	188.4	188.4	193.6	49.4	49.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-161.2	-154.4	-146.9	1.1	7.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**57.1**	**63.9**	**76.7**	**80.4**	**86.4**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동현금흐름	**9.0**	**-5.2**	**7.9**	**11.8**	**3.5**
당기순이익(손실)	5.2	9.5	8.3	3.6	6.3
유형자산감가상각비	1.5	1.7	2.1	2.8	3.0
무형자산상각비	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1
운전자본의 증감	-0.9	-16.4	-5.5	3.5	-7.5
투자활동 현금흐름	**-3.6**	**-9.4**	**-20.5**	**5.9**	**-6.8**
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.6	-4.3	-19.0	-6.0	-4.3
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-1.3	0.1
재무활동 현금흐름	**-0.2**	**18.5**	**-0.3**	**-18.7**	**-3.2**
차입금증감	-0.0	18.8	1.0	-19.2	-2.9
자본의증가	0.0	0.0	5.2	-144.2	0.0
현금의증가(감소)	4.2	5.3	-11.9	-0.6	-5.5
기초현금	16.7	20.9	26.2	14.4	13.7
기말현금	20.9	26.2	14.4	13.7	8.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023	2024
주당데이터(원)					
SPS	630	864	1,004	937	1,081
EPS(지배주주)	87	158	138	60	106
CFPS	163	184	219	134	181
EBITDAPS	150	160	184	69	129
BPS	952	1,065	1,277	1,340	1,440
DPS	0	0	0	0	20
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	197.9	82.8	82.0	101.8	78.5
PCR	106.3	70.8	51.5	45.2	45.8
PSR	27.5	15.1	11.3	6.5	7.7
PBR	18.2	12.3	8.8	4.5	5.7
EBITDA(십억원)	9.0	9.6	11.1	4.1	7.7
EV/EBITDA	112.7	80.0	60.9	85.4	63.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.7	15.6	11.8	4.6	7.6
EBITDA이익률	23.8	18.5	18.4	7.4	11.9
부채비율	22.1	47.7	43.0	15.1	14.8
금융비용부담률	0.2	3.2	1.2	1.5	0.2
이자보상배율(x)	85.2	4.7	11.9	1.5	45.9
매출채권회전율(x)	4.4	6.2	6.9	6.4	5.6
재고자산회전율(x)	5.2	4.2	2.9	2.6	3.2

삼성전기 (009150) 선명한 변화의 신호

Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

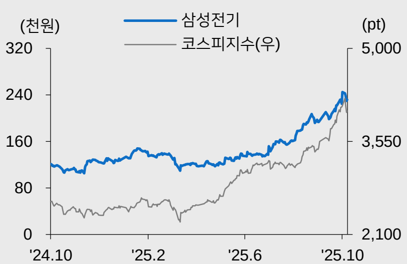
적정주가 (12개월)	280,000원
현재주가 (11. 6)	232,000원
상승여력	20.7%

KOSPI	4,026.45pt
시가총액	173,289억원
발행주식수	7,469만주
유동주식비율	73.51%
외국인비중	38.72%
52주 최고/최저가	245,000원/105,600원
평균거래대금	998.6억원

주요주주(%)	
삼성전자 외 5 인	23.81
국민연금공단	10.79

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.5	97.3	96.3
상대주가	4.4	25.4	25.0

주가그래프



MLCC 가동률 2Q25 95% → 3Q25 97% → 4Q25E 91%로 3개 분기 연속 90% 이상

- 3Q25 MLCC 가동률은 서버 및 전장용 응용처 중심의 수요 증가에 힘입어 97%를 기록, 당초 계획이었던 90% 중반 수준을 상회
- 4분기 역시 통상적인 재고 조정 국면임에도 불구하고 가동률이 91% 수준을 유지할 것으로 예상되며, 이는 일시적인 수요 반등이 아닌 구조적 요인에 기반한 고가동률 체제 진입을 시사
- 또한 AI용 MLCC은 전장용과 달리 한정된 IT 라인에서 생산하기 때문에 구조적인 믹스 개선 요인으로 작용
- IT용 수요도 재고 정상화와 아이폰 판매 호조에 힘입어 상반기 대비 수요 회복세가 가시화

보수적인 일본 업체도 외치는 업사이클 (Feat Murata, Ibiden)

- Murata는 FY2025E 매출 및 영업이익 가이던스를 4월 예상치인 1.64조엔, 2,200억엔에서 1.74조엔, 2,800억엔으로 상향 조정
- Ibiden은 FY2025E 매출 및 영업이익 가이던스를 8월 예상치인 4,150억엔, 550억엔에서 4,200억엔, 610억엔으로 상향 조정
- Murata와 Ibiden의 가이던스 상향은 글로벌 수동부품 및 패키지 기판 수요 강세를 반영하며, 이는 삼성전기의 양대 축인 MLCC와 FC-BGA 부문 모두에 우호적인 업황이 가속화되고 있음을 시사

투자의견 Buy, 적정주가 280,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	8,892.4	660.5	423.0	5,617	-56.9	101,129	27.3	1.5	7.8	5.5	45.2
2024	10,294.1	735.0	679.1	9,022	60.6	113,261	13.7	1.1	5.9	8.2	41.9
2025E	11,238.5	881.4	671.8	8,923	-1.1	120,164	26.0	1.9	9.0	7.4	38.7
2026E	12,313.1	1,177.4	943.7	12,563	40.8	130,570	18.5	1.8	7.1	9.7	37.7
2027E	13,159.4	1,317.1	1,083.4	14,433	14.9	142,777	16.1	1.6	6.2	10.2	36.0

삼성전기 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	**2,624.3**	**2,580.1**	**2,615.3**	**2,492.3**	**2,738.6**	**2,784.6**	**2,889.0**	**2,826.2**	**10,312.0**	**11,238.5**	**12,313.1**
(% QoQ)	13.8%	-1.7%	1.4%	-4.7%	9.9%	1.7%	3.7%	-2.2%			
(% YoY)	29.8%	16.2%	10.8%	8.1%	4.4%	7.9%	10.5%	13.4%	15.7%	9.0%	9.6%
컴포넌트솔루션	1,023	1,160	1,197	1,082	1,216	1,281	1,381	1,329	4,462	5,207	6,077
(% QoQ)	4.9%	13.4%	3.2%	-9.6%	12.4%	5.3%	7.8%	-3.8%			
(% YoY)	23.9%	15.3%	9.2%	10.9%	18.9%	10.4%	15.4%	22.9%	14.3%	16.7%	16.7%
모듈솔루션	1,173	921	860	861	1,023	939	915	901	3,815	3,778	3,795
(% QoQ)	32.1%	-21.5%	-6.6%	0.1%	18.8%	-8.2%	-2.6%	-1.5%			
(% YoY)	46.9%	18.6%	4.2%	-3.1%	-12.8%	2.0%	6.3%	4.6%	16.0%	-1.0%	0.5%
기판솔루션	428	499	558	549	499	565	593	596	2,035	2,253	2,441
(% QoQ)	-3.3%	16.6%	11.8%	-1.6%	-9.1%	13.1%	5.1%	0.5%			
(% YoY)	7.6%	14.1%	27.0%	24.1%	16.7%	13.1%	6.3%	8.5%	18.5%	10.7%	8.3%
영업이익	**180.3**	**208.1**	**224.9**	**115.0**	**200.6**	**213.0**	**260.3**	**207.6**	**728.4**	**881.4**	**1,177.4**
(% QoQ)	63.3%	15.4%	8.1%	-48.9%	74.3%	6.2%	22.2%	-20.3%			
(% YoY)	28.7%	1.5%	22.2%	4.2%	11.2%	2.4%	15.7%	80.4%	13.9%	21.0%	33.6%
컴포넌트솔루션	96.9	141.8	145.4	55.6	133.5	156.7	191.3	151.8	439.7	633.3	814.4
(% QoQ)	58.1%	46.3%	2.5%	-61.8%	140.3%	17.3%	22.1%	-20.7%			
(% YoY)	73.5%	10.8%	24.9%	-9.3%	37.7%	10.5%	31.6%	173.2%	21.6%	44.0%	28.6%
모듈솔루션	62.7	24.7	33.7	16.6	44.3	31.5	27.7	23.1	137.6	126.6	146.4
(% QoQ)	176.0%	-60.6%	36.4%	-50.8%	167.6%	-28.8%	-12.3%	-16.5%			
(% YoY)	82.4%	-0.7%	74.7%	-27.1%	-29.4%	27.7%	-17.8%	39.5%	35.9%	-8.0%	15.7%
기판솔루션	20.7	41.6	52.5	42.9	22.7	24.8	41.3	32.6	157.6	121.5	216.6
(% QoQ)	-21.7%	101.1%	26.3%	-18.2%	-47.0%	9.1%	66.4%	-20.9%			
(% YoY)	-58.5%	-20.2%	8.6%	62.6%	10.0%	-40.3%	-21.4%	-23.9%	-10.7%	-22.9%	78.3%
연결 영업이익률 (%)	**6.9%**	**8.1%**	**8.6%**	**4.6%**	**7.3%**	**7.6%**	**9.0%**	**7.3%**	**7.1%**	**7.8%**	**9.6%**
컴포넌트솔루션	9.5%	12.2%	12.1%	5.1%	11.0%	12.2%	13.9%	11.4%	9.9%	12.2%	13.4%
모듈솔루션	5.3%	2.7%	3.9%	1.9%	4.3%	3.4%	3.0%	2.6%	3.6%	3.4%	3.9%
기판솔루션	4.8%	8.3%	9.4%	7.8%	4.6%	4.4%	7.0%	5.5%	7.7%	5.4%	8.9%

자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 밸류에이션 테이블

삼성전기 PER 밸류에이션 테이블

			2022	2023	2024	2025E	2026E
주가 (원)		High	192,000	165,000	172,700	232,000	
		Low	112,000	119,100	105,600	109,500	
		Average	146,869	144,878	140,487	146,610	
확정치	PBR (배)	High	1.9	1.5	1.6	1.9	
		Low	1.1	1.2	1.0	0.9	
		Average	1.5	1.4	1.3	1.2	
	BPS (원)	(원)	97,145	101,129	113,261	120,164	130,570
		ROE (%)	13.8	5.5	8.2	7.4	9.7
컨센서스	PBR (배)	High	1.9	1.5	1.6	1.9	
		Low	1.1	1.2	1.0	0.9	
		Average	1.5	1.4	1.3	1.2	
	BPS (원)	(원)	100,341	103,728	110,509	122,127	131,268
		ROE (%)	13.5	6.1	7.0	6.8	8.8

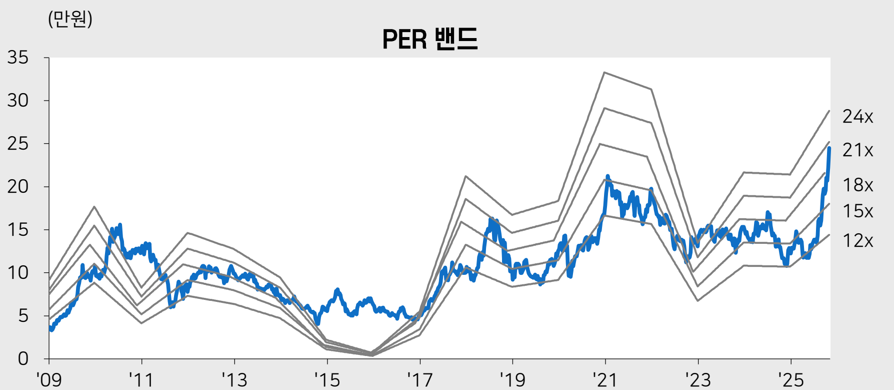
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 적정주가 산정표

	Fair Value (원)	비고
'26년 BPS	130,570	
적정배수 (배)	2.1	historical 12개월 선행 PBR에 +1표준편차 적용
적정가치	279,108	
적정주가	280,000	
현재주가	232,000	
상승여력 (%)	20.7%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 PER / PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기(009150)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**8,892.4**	**10,294.1**	**11,238.5**	**12,313.1**	**13,159.4**
매출액증가율(%)	-5.6	15.8	9.2	9.6	6.9
매출원가	7,173.1	8,334.9	8,628.4	9,364.4	10,141.2
매출총이익	1,719.4	1,959.2	2,610.2	2,948.7	3,018.2
판매비와관리비	1,058.8	1,224.2	1,728.8	1,771.3	1,701.0
영업이익	**660.5**	**735.0**	**881.4**	**1,177.4**	**1,317.1**
영업이익률(%)	7.4	7.1	7.8	9.6	10.0
금융손익	-15.0	-0.7	17.3	46.1	80.2
종속/관계기업관련손익	-4.7	-1.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-77.6	63.9	-28.1	-28.3	-28.6
세전계속사업이익	563.2	797.3	870.6	1,195.2	1,368.8
법인세비용	85.9	132.4	175.0	218.0	247.0
당기순이익	**450.5**	**703.2**	**695.6**	**977.1**	**1,121.8**
지배주주지분 순이익	423.0	679.1	671.8	943.7	1,083.4

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,208.4	5,891.8	6,618.1	7,839.7	9,117.9
현금및현금성자산	1,669.2	2,013.3	2,383.8	3,200.6	4,160.0
매출채권	1,126.4	1,390.5	1,518.1	1,663.2	1,777.5
재고자산	2,119.5	2,250.8	2,457.3	2,692.2	2,877.3
비유동자산	6,449.5	6,900.7	6,663.8	6,506.6	6,390.0
유형자산	5,603.3	5,933.2	5,731.4	5,591.4	5,484.4
무형자산	151.4	145.6	97.2	64.9	43.3
투자자산	295.6	418.0	431.3	446.5	458.5
자산총계	**11,657.9**	**12,792.4**	**13,281.9**	**14,346.3**	**15,507.9**
유동부채	2,900.5	3,056.9	2,926.0	3,080.1	3,201.5
매입채무	595.9	502.2	548.2	600.6	641.9
단기차입금	1,067.9	1,313.8	1,313.8	1,313.8	1,313.8
유동성장기부채	262.0	266.4	0.0	0.0	0.0
비유동부채	727.1	719.7	780.6	849.9	904.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	216.5	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**3,627.6**	**3,776.6**	**3,706.6**	**3,930.0**	**4,106.0**
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	679.8	1,004.0	1,004.0	1,004.0	1,004.0
이익잉여금	5,873.1	6,490.4	7,026.0	7,833.6	8,780.8
비지배주주지분	182.6	226.7	250.5	284.0	322.4
자본총계	**8,030.3**	**9,015.9**	**9,575.3**	**10,416.3**	**11,402.0**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	**1,180.4**	**1,429.8**	**1,593.2**	**1,919.5**	**2,158.7**
당기순이익(손실)	450.5	703.2	695.6	977.1	1,121.8
유형자산감가상각비	789.0	789.9	951.8	1,040.1	1,107.0
무형자산상각비	47.7	50.3	48.4	32.3	21.6
운전자본의 증감	-300.7	-319.3	-158.1	-179.9	-141.7
투자활동 현금흐름	**-1,022.9**	**-805.9**	**-752.6**	**-904.9**	**-1,001.7**
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,209.8	-776.0	-750.0	-900.0	-1,000.0
투자자산의 감소(증가)	39.6	-123.3	-13.4	-15.2	-12.0
재무활동 현금흐름	**-173.1**	**-309.1**	**-470.1**	**-197.7**	**-197.7**
차입금증감	91.3	39.5	-266.4	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-7.9	344.1	370.5	816.8	959.4
기초현금	1,677.1	1,669.2	2,013.3	2,383.8	3,200.6
기말현금	1,669.2	2,013.3	2,383.8	3,200.6	4,160.0

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	119,052	137,818	150,462	164,847	176,178
EPS(지배주주)	5,617	9,022	8,923	12,563	14,433
CFPS	21,629	23,564	24,654	29,583	32,207
EBITDAPS	20,045	21,089	25,191	30,120	32,743
BPS	101,129	113,261	120,164	130,570	142,777
DPS	1,150	1,800	1,800	1,800	1,800
배당수익률(%)	0.8	1.5	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	27.3	13.7	26.0	18.5	16.1
PCR	7.1	5.3	9.4	7.8	7.2
PSR	1.3	0.9	1.5	1.4	1.3
PBR	1.5	1.1	1.9	1.8	1.6
EBITDA(십억원)	1,497.2	1,575.2	1,881.6	2,249.8	2,445.7
EV/EBITDA	7.8	5.9	9.0	7.1	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	8.2	7.4	9.7	10.2
EBITDA이익률	16.8	15.3	16.7	18.3	18.6
부채비율	45.2	41.9	38.7	37.7	36.0
금융비용부담률	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(x)	9.8	10.1	13.0	19.1	21.4
매출채권회전율(x)	8.4	8.2	7.7	7.7	7.6
재고자산회전율(x)	4.4	4.7	4.8	4.8	4.7

해성디에스 (195870) 대만 리드프레임 단일 업체 대비 저평가

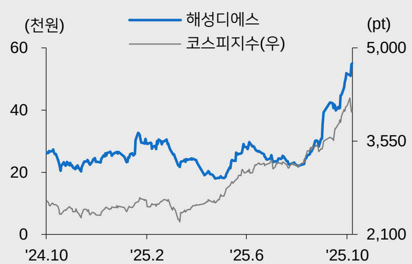
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	60,000원
현재주가 (11. 6)	55,000원
상승여력	9.1%
KOSPI	4,026.45pt
시가총액	9,350억원
발행주식수	1,700만주
유동주식비율	61.77%
외국인비중	10.16%
52주 최고/최저가	55,000원/18,000원
평균거래대금	87.1억원
주요주주(%)	
해성산업 외 2 인	36.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	39.9	147.7	107.9
상대주가	23.4	57.5	32.4

주가그래프



3Q25E OP 144억원(+74.9% QoQ, +22.9% YoY) 전망

- 리드프레임은 전장과 IT 모두 관세 우려 대비 완만한 성장세 지속 전망
- Package Substrate 내 DDR5 부문 3Q25 국내 메모리 고객사 중국 공장향 추가 진입에 따른 가파른 성장 예상
- DDR4 부문은 주요 고객사의 생산 연장 결정으로 100억 원대 매출 유지 기대

리드프레임과 Package Substrate 모두 추세적 상승 국면 진입

- 최근 대만 리드프레임 3사 모두 주요 원자재 가격 상승을 근거로 10~30% 내외의 전방위적인 리드프레임 가격 상승을 공식 발표
- 이는 코로나 시기 이후 첫 리드프레임 단가 상승이며, 글로벌 2위 리드프레임 업체인 동사가 가격 인상에 동참하지 않을 가능성은 매우 제한적일 것으로 예상
- Package Substrate 기준 동사의 릴투릴 생산 공법은 초기 수율 확보가 어려우나, 안정화되면 심지어 중국 업체 대비에서도 압도적인 원가 경쟁력 확보가 가능
- 이와 같은 맥락에서 동사의 DDR5 매출이 2개 분기 연속 회복세를 기록한 점은 의미 있는 변화로 판단
- 동사의 안정적인 DDR5 생산·공급 능력이 확인된 만큼 향후 가격적인 이점을 바탕으로 분기별 물량 증가가 본격화될 것으로 예상

투자의견 Buy, 적정주가 60,000원 유지

- 2026년 EPS 3,832원 X 15.5배(국내 기판 Peer 평균 멀티플에 30% 할인)
- 국내 기판 업체와의 밸류에이션 격차가 확대된 가운데, 대만 리드프레임 단일 업체('26년 P/E 20.5배)와 비교해도 밸류에이션이 낮아, 현저한 저평가 구간에 위치해 있다고 판단

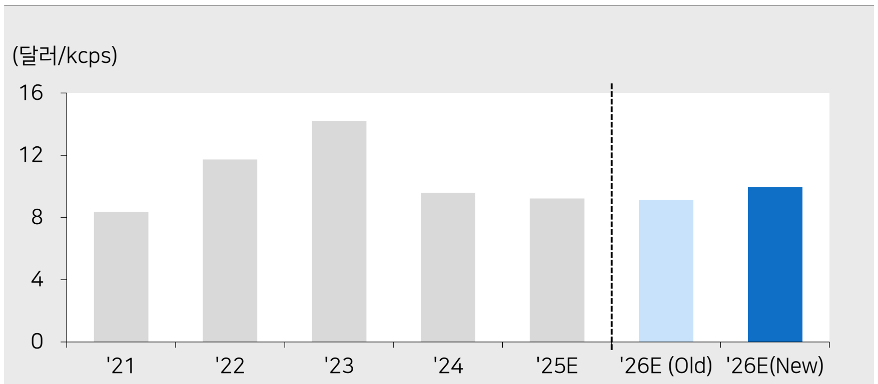
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	672.3	102.5	84.4	4,966	-47.0	30,297	11.2	1.8	6.0	17.5	33.7
2024	603.0	56.9	58.7	3,453	-30.5	32,722	6.8	0.7	4.1	11.0	42.8
2025E	644.0	36.3	23.4	1,376	-60.2	33,298	40.0	1.7	10.4	4.2	41.8
2026E	767.2	81.5	65.1	3,832	178.5	36,330	14.4	1.5	6.4	11.0	36.2
2027E	821.4	107.6	88.0	5,175	35.1	40,705	10.6	1.4	5.2	13.4	33.7

해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율(원)	1,325	1,370	1,359	1,397	1,455	1,390	1,390	1,408	1,363	1,411	1,385
매출액	**154.9**	**153.5**	**149.4**	**145.2**	**137.5**	**157.4**	**174.3**	**174.8**	**603.0**	**644.0**	**767.2**
(% QoQ)	6.8%	-0.9%	-2.7%	-2.8%	-5.3%	14.5%	10.7%	0.3%			
(% YoY)	-19.5%	-14.3%	-3.9%	0.1%	-11.2%	2.5%	16.6%	20.4%	-10.3%	6.8%	19.1%
Leadframe	100.2	107.3	113.0	114.0	110.6	124.4	127.3	126.4	434.5	486.8	562.9
전장용	69.5	68.6	73.7	76.1	73.7	81.2	82.5	82.1	287.9	319.6	367.5
IT용	30.7	38.7	39.3	37.9	36.9	41.9	44.7	44.3	146.6	167.3	195.4
Package Substrate	54.7	46.2	36.4	31.4	27.5	34.3	47.0	48.4	168.7	157.1	204.3
영업이익	**20.9**	**18.0**	**11.7**	**6.3**	**0.4**	**8.2**	**14.4**	**13.3**	**56.9**	**36.3**	**81.5**
(% QoQ)	27.8%	-13.8%	-35.0%	-46.5%	-94.3%	2219.9%	74.9%	-7.7%			
(% YoY)	-32.8%	-49.6%	-39.5%	-61.6%	-98.3%	-54.3%	22.9%	112.0%	-44.5%	-36.2%	124.9%
영업이익률 (%)	13.5%	11.7%	7.8%	4.3%	0.3%	5.2%	8.3%	7.6%	9.4%	5.6%	10.6%

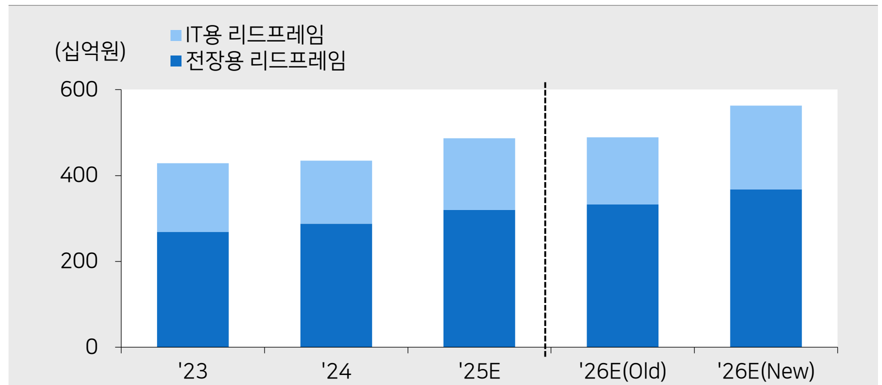
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스, ASP 추이 및 전망 (리드프레임 가격 상승 시나리오 반영)



자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스, 리드프레임 매출액 추이 및 전망



자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 밸류에이션 테이블

해성디에스 PER 밸류에이션 테이블

			2022	2023	2024	2025E	2026E
주가 (원)		High	74,700	80,400	61,700		
		Low	35,100	33,600	20,150		
		Average	53,124	52,857	39,580		
확정치	PER (배)	High	8.0	16.2	17.9		
		Low	3.7	6.8	5.8		
		Average	5.7	10.6	11.5		
	EPS (원)	(원)	9,376	4,966	3,453	1,375.7	3,831.8
		Growth(%)	123.7	-47.0	-30.5	-60.2	178.5
컨센서스	PER (배)	High	13.4	7.2	15.3		
		Low	5.8	3.4	6.4		
		Average	9.8	5.1	10.0		
	EPS (원)	(원)	3,973	10,345	5,271	1,434	3,633
		Growth(%)	125.2	146.8	-43.8	-58.5	164.1

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

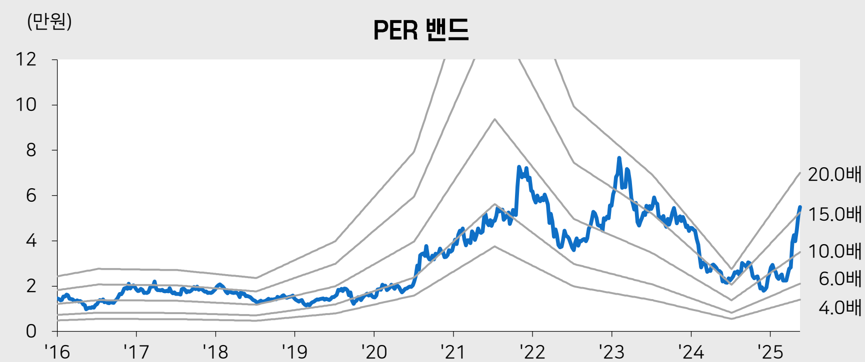
해성디에스 적정주가 산정표

	Fair Value (원)	비고
'26년 EPS	3,832	
적정배수(배)	15.5	국내 기판 Peer 평균 멀티플에 30% 할인
적정가치	59,547	
적정주가	60,000	
현재주가	55,000	
상승여력 (%)	9.1	

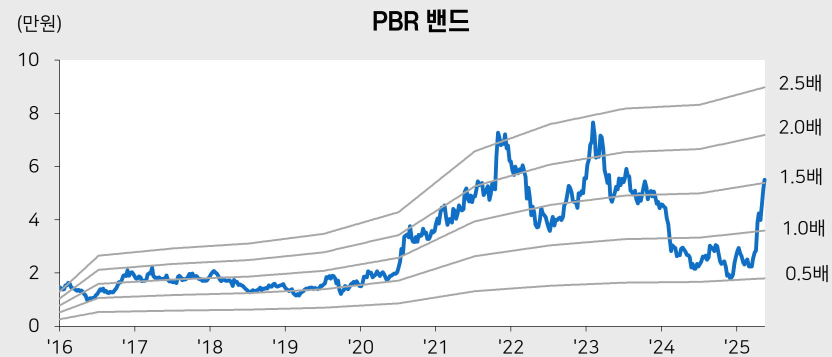
자료: 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 PER / PBR 밴드

PER 밴드



PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스(195870)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**672.3**	**603.0**	**644.0**	**767.2**	**821.4**
매출액증가율(%)	-19.9	-10.3	6.8	19.1	7.1
매출원가	511.5	491.6	549.4	614.0	633.1
매출총이익	160.7	111.4	94.6	153.1	188.3
판매비와관리비	58.2	54.6	58.3	71.6	80.7
영업이익	**102.5**	**56.9**	**36.3**	**81.5**	**107.6**
영업이익률(%)	15.2	9.4	5.6	10.6	13.1
금융손익	-0.6	-0.3	-1.0	-0.6	0.0
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.9	10.4	-7.8	-1.5	-0.2
세전계속사업이익	105.9	67.0	27.5	79.4	107.4
법인세비용	21.4	8.3	4.1	14.3	19.5
당기순이익	**84.4**	**58.7**	**23.4**	**65.1**	**88.0**
지배주주지분 순이익	84.4	58.7	23.4	65.1	88.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	343.9	321.8	335.0	367.3	426.9
현금및현금성자산	139.8	84.1	81.3	65.0	103.2
매출채권	103.3	117.2	125.2	149.1	159.6
재고자산	90.1	107.2	114.5	136.4	146.1
비유동자산	344.9	472.4	467.8	473.8	498.6
유형자산	306.0	424.6	418.8	423.7	450.2
무형자산	23.3	32.3	33.5	34.6	32.9
투자자산	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
자산총계	**688.7**	**794.2**	**802.8**	**841.1**	**925.5**
유동부채	131.7	201.4	220.7	206.4	215.8
매입채무	29.3	20.3	21.7	25.9	27.7
단기차입금	32.9	72.6	87.6	72.6	72.6
유동성장기부채	9.8	23.7	20.8	0.0	0.0
비유동부채	42.0	36.5	16.1	17.2	17.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	33.3	26.3	5.5	5.5	5.5
부채총계	**173.7**	**237.9**	**236.8**	**223.6**	**233.5**
자본금	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
기타포괄이익누계액	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	408.0	449.0	458.8	510.3	584.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**515.1**	**556.3**	**566.1**	**617.6**	**692.0**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	**143.1**	**60.6**	**78.8**	**106.3**	**146.5**
당기순이익(손실)	84.4	58.7	23.4	65.1	88.0
유형자산감가상각비	43.4	48.4	55.8	65.1	68.1
무형자산상각비	1.2	1.9	1.7	1.8	1.7
운전자본의 증감	30.2	-60.4	-8.6	-26.0	-11.4
투자활동 현금흐름	**-67.8**	**-143.8**	**-59.3**	**-73.1**	**-70.2**
유형자산의 증가(CAPEX)	-93.9	-148.7	-50.0	-70.0	-70.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	**-11.3**	**27.1**	**-22.3**	**-49.4**	**-38.1**
차입금증감	4.4	47.3	-8.7	-35.8	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	63.5	-55.7	-2.9	-16.2	38.2
기초현금	76.3	139.8	84.1	81.3	65.1
기말현금	139.8	84.1	81.3	65.1	103.2

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	39,544	35,470	37,880	45,128	48,318
EPS(지배주주)	4,966	3,453	1,376	3,832	5,175
CFPS	9,749	7,751	5,444	8,654	10,432
EBITDAPS	8,658	6,299	5,522	8,731	10,432
BPS	30,297	32,722	33,298	36,330	40,705
DPS	900	800	800	800	800
배당수익률(%)	1.6	3.4	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	11.2	6.8	40.0	14.4	10.6
PCR	5.7	3.0	10.1	6.4	5.3
PSR	1.4	0.7	1.5	1.2	1.1
PBR	1.8	0.7	1.7	1.5	1.4
EBITDA(십억원)	147.2	107.1	93.9	148.4	177.4
EV/EBITDA	6.0	4.1	10.4	6.4	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.5	11.0	4.2	11.0	13.4
EBITDA이익률	21.9	17.8	14.6	19.3	21.6
부채비율	33.7	42.8	41.8	36.2	33.7
금융비용부담률	0.7	0.5	0.5	0.3	0.2
이자보상배율(x)	22.0	17.9	11.5	39.2	62.9
매출채권회전율(x)	5.6	5.5	5.3	5.6	5.3
재고자산회전율(x)	6.5	6.1	5.8	6.1	5.8

대덕전자 (353200) 세 방향의 균형이 만든 단단함

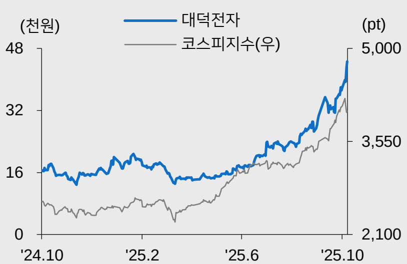
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	60,000원
현재주가 (11. 6)	44,650원
상승여력	34.4%
KOSPI	4,026.45pt
시가총액	22,065억원
발행주식수	4,942만주
유동주식비율	67.24%
외국인비중	10.47%
52주 최고/최저가	44,650원/12,870원
평균거래대금	479.8억원
주요주주(%)	
대덕 외 5 인	32.76
국민연금공단	13.34

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	45.4	214.9	153.0
상대주가	28.2	100.2	61.1

주가그래프



3Q25 영업이익(249억원)으로 컨센서스 44.9% 상회

- 메모리 패키지기판: 견조한 서버향 DDR5 수요에 더해 GDDR7, SOCAMM 기반 LPDDR 출하 확대로 수익성 개선
- 비메모리 패키지기판: 주력 사업인 전장 외 SSD 컨트롤러와 데이터센터용 버퍼 칩 등 주요 응용처 확대 효과로 적자 폭 축소
- MLB: AI가속기 및 네트워크향 매출 성장으로 실적 성장에 기여

2026년 영업이익 1,525억원(+207.3% YoY) 전망

- 메모리 부문은 지속적인 믹스 개선과 라인 전환을 통한 추가 Capa 확보 예상
- FC-BGA 부문은 응용처 다변화와 동시에, 기존 공장의 FC-CSP 라인 전환 효과가 더해지며 기대 이상의 가동률 상승 기대
- 당초 당사는 FC-BGA의 BEP 전환 시점을 내년 3분기로 전망했으나, 예상보다 빠른 가동률 개선으로 내년 1분기부터 이익 기여가 가능할 것으로 판단
- MLB 매출액은 AI 가속기 및 네트워크·방산향 수요 확대에 힘입어 '24년 1,227억원에서 '25년 1,628억원, '26년 2,686억원으로 성장 전망 → 고객사와 AMD간의 중장기 계약으로 공급 가시성이 확보되었다는 점이 긍정적

투자의견 Buy, 적정주가 60,000원 유지

- 실적 추정치 상향에 기반한 주가 리레이팅 국면 진입 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	909.7	23.7	25.4	501	-86.5	16,857	54.0	1.6	8.5	2.9	29.9
2024	892.1	11.3	23.8	464	-7.4	16,996	33.4	0.9	4.5	2.7	24.4
2025E	1,049.6	49.6	42.1	1,014	118.6	17,430	44.0	2.6	13.6	4.8	26.9
2026E	1,339.9	152.5	129.6	2,622	158.6	19,562	17.0	2.3	7.8	13.6	30.3
2027E	1,503.7	180.2	159.4	3,226	23.0	22,272	13.8	2.0	6.7	14.8	29.8

대덕전자 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**214.9**	**238.3**	**232.8**	**206.6**	**215.6**	**246.2**	**286.6**	**302.6**	**892.2**	**1,049.6**	**1,339.9**
(% QoQ)	-8.3%	10.9%	-2.3%	-11.2%	4.3%	14.2%	16.4%	5.6%			
(% YoY)	-1.3%	8.4%	-2.1%	-11.8%	0.3%	3.3%	23.1%	46.4%	-1.9%	17.6%	27.7%
패키지기판	**188.5**	**208.6**	**197.7**	**173.9**	**176.6**	**207.9**	**243.8**	**258.2**	**768.7**	**886.5**	**1,071.3**
Memory	117.5	129.6	127.3	102.0	101.3	127.1	158.0	166.1	476.4	552.5	684.8
Non-Memory	71.0	79.0	70.4	72.0	75.3	80.7	85.8	92.2	292.4	334.0	386.4
MLB기판	**25.5**	**29.6**	**35.0**	**32.6**	**38.8**	**37.7**	**42.4**	**43.9**	**122.7**	**162.8**	**268.6**
영업이익	**-2.9**	**10.9**	**9.2**	**-6.0**	**-6.2**	**1.9**	**24.4**	**29.5**	**11.3**	**49.6**	**152.5**
(% QoQ)	-144.9%	-477.8%	-15.5%	-164.8%	3.8%	-130.6%	1186.7%	20.5%			
(% YoY)	-128.1%	94.3%	550.9%	-192.9%	114.9%	-82.6%	165.2%	-593.1%	-52.6%	340.6%	207.3%
영업이익률 (%)	**-1.3%**	**4.6%**	**4.0%**	**-2.9%**	**-2.9%**	**0.8%**	**8.5%**	**9.7%**	**1.3%**	**4.7%**	**11.4%**
세전이익	2.6	15.4	6.5	5.7	-6.3	-1.9	28.9	27.5	30.2	48.2	158.0
지배주주순이익	2.0	12.2	5.2	4.4	-5.7	4.4	23.3	20.1	23.8	50.1	129.6
지배주주순이익률 (%)	0.9%	5.1%	2.2%	2.1%	-2.6%	1.8%	8.1%	6.6%	2.7%	4.8%	9.7%

자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 밸류에이션 테이블

대덕전자 PER 밸류에이션 테이블

			2022	2023	2024	2025E	2026E
주가 (원)		High	34,100	39,650	29,950	44,650	
		Low	18,700	17,900	12,870	13,120	
		Average	26,165	25,464	21,301	20,284	
확정치	PER (배)	High	9.2	79.2	64.6	44.0	
		Low	5.0	35.8	27.8	12.9	
		Average	7.1	50.9	45.9	20.0	
	EPS (원)	(원)	3,705	501	464	1,014	2,622
		Growth(%)	193.4	-86.5	-7.4	118.6	158.6
컨센서스	PER (배)	High	8.6	71.2	59.2	69.1	
		Low	4.7	32.1	25.4	20.3	
		Average	6.6	45.7	42.1	31.4	
	EPS (원)	(원)	3,980	557	506	843	2,359
		Growth(%)	231.7	-85.0	1.1	81.8	132.7

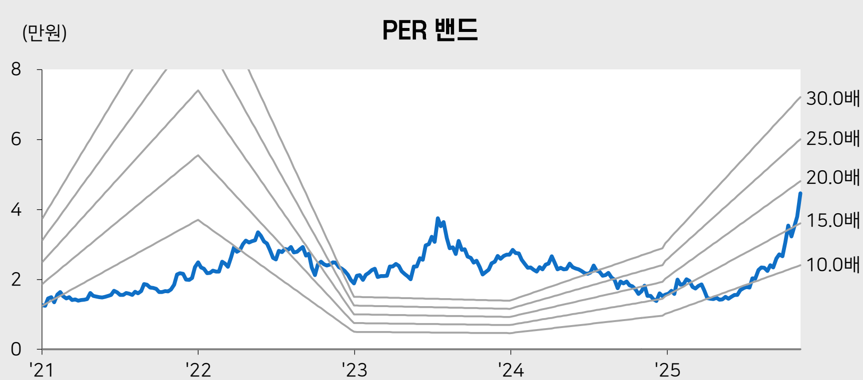
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

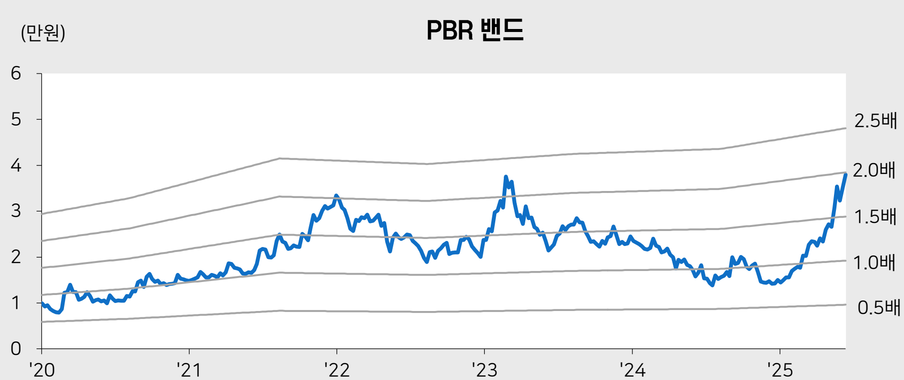
대덕전자 적정주가 산정표

	Fair Value (원)	비고
'26년 EPS	2,622	
적정배수(배)	22.8	글로벌 MLB, 메모리기판 업체 평균
적정가치	59,773	
적정주가	60,000	
현재주가	44,650	
상승여력 (%)	34.4%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 PER / PBR 밴드





자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자(353200)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**909.7**	**892.1**	**1,049.6**	**1,339.9**	**1,503.7**
매출액증가율(%)	-30.9	-1.9	17.7	27.7	12.2
매출원가	834.5	830.6	937.4	1,100.9	1,218.2
매출총이익	75.1	61.6	112.2	239.0	285.5
판매비와관리비	51.4	50.3	62.6	86.5	105.3
영업이익	**23.7**	**11.3**	**49.6**	**152.5**	**180.2**
영업이익률(%)	2.6	1.3	4.7	11.4	12.0
금융손익	9.1	17.1	-1.5	6.5	12.4
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.5	1.8	0.0	-1.0	0.0
세전계속사업이익	28.4	30.2	48.2	158.0	192.6
법인세비용	3.0	6.4	6.0	28.4	33.2
당기순이익	**25.4**	**23.8**	**42.1**	**129.6**	**159.4**
지배주주지분 순이익	25.4	23.8	42.1	129.6	159.4

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	433.1	465.9	513.4	701.1	864.0
현금및현금성자산	76.6	38.2	10.2	58.8	143.1
매출채권	123.2	128.4	151.1	192.8	216.4
재고자산	90.6	100.5	118.3	151.0	169.4
비유동자산	694.5	622.9	625.7	612.1	625.0
유형자산	629.2	567.7	573.3	562.2	576.9
무형자산	12.8	11.0	8.1	5.5	3.8
투자자산	7.0	7.3	7.3	7.4	7.4
자산총계	**1,127.5**	**1,088.7**	**1,139.0**	**1,313.2**	**1,489.0**
유동부채	176.7	159.7	179.4	228.4	256.1
매입채무	46.2	42.4	49.9	63.7	71.5
단기차입금	0.0	2.3	2.3	2.3	2.3
유동성장기부채	6.8	6.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	82.5	53.5	61.8	77.1	85.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	12.9	6.6	6.6	6.6	6.6
부채총계	**259.2**	**213.2**	**241.2**	**305.5**	**341.7**
자본금	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8
자본잉여금	545.1	545.1	545.1	545.1	545.1
기타포괄이익누계액	0.8	3.1	3.1	3.1	3.1
이익잉여금	296.7	301.6	324.0	433.8	573.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**868.3**	**875.5**	**897.9**	**1,007.7**	**1,147.3**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	**180.8**	**97.8**	**142.2**	**211.4**	**239.8**
당기순이익(손실)	25.4	23.8	42.1	129.6	159.4
유형자산감가상각비	110.5	113.4	94.4	91.1	85.4
무형자산상각비	4.6	4.1	3.8	2.6	1.8
운전자본의 증감	40.5	-64.3	-7.5	-15.4	-8.7
투자활동 현금흐름	**-197.5**	**-116.1**	**-142.7**	**-143.3**	**-135.7**
유형자산의 증가(CAPEX)	-117.1	-59.6	-100.0	-80.0	-100.0
투자자산의 감소(증가)	-1.0	-0.2	-0.0	-0.1	-0.0
재무활동 현금흐름	**-28.9**	**-20.6**	**-27.4**	**-19.7**	**-19.7**
차입금증감	-7.2	-4.2	-6.8	0.1	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-45.8	-38.4	-27.9	48.4	84.4
기초현금	122.4	76.6	38.2	10.2	58.7
기말현금	76.6	38.2	10.2	58.7	143.1

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	18,408	18,053	21,240	27,113	30,429
EPS(지배주주)	501	464	1,014	2,622	3,226
CFPS	3,800	3,291	2,992	4,960	5,409
EBITDAPS	2,808	2,604	2,992	4,980	5,409
BPS	16,857	16,996	17,430	19,562	22,272
DPS	300	400	400	400	400
배당수익률(%)	1.1	2.6	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	54.0	33.4	44.0	17.0	13.8
PCR	7.1	4.7	14.9	9.0	8.3
PSR	1.5	0.9	2.1	1.6	1.5
PBR	1.6	0.9	2.6	2.3	2.0
EBITDA(십억원)	138.8	128.7	147.9	246.1	267.3
EV/EBITDA	8.5	4.5	13.6	7.8	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	2.7	4.8	13.6	14.8
EBITDA이익률	15.3	14.4	14.1	18.4	17.8
부채비율	29.9	24.4	26.9	30.3	29.8
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	25.8	16.5	104.4	438.2	515.3
매출채권회전율(x)	5.8	7.1	7.5	7.8	7.3
재고자산회전율(x)	8.6	9.3	9.6	10.0	9.4

티엘비 (356860) 메모리모듈 = 제 2의 MLB

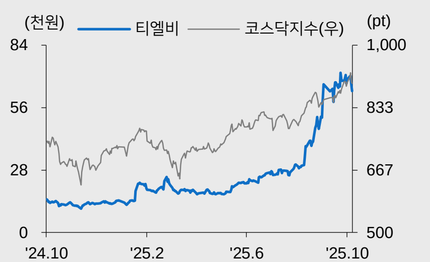
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	80,000원
현재주가 (11. 6)	63,400원
상승여력	26.2%
KOSDAQ	898.17pt
시가총액	6,234억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	69.68%
외국인비중	16.90%
52주 최고/최저가	71,600원/10,720원
평균거래대금	271.9억원
주요주주(%)	
백성현 외 8 인	29.12
Morgan Stanley & Co. International plc	6.14

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.7	261.5	367.9
상대주가	-9.3	190.5	287.2

주가그래프



3Q25E OP 75억원(+10.0% QoQ, +172.4% YoY) 전망

- DDR5 매출 내 BVH 공법이 적용되는 고마진 제품(6,400Gbps ~ 7,200Gbps)의 매출 비중 상승 지속
- 영업이익은 일회성 비용 반영에도 믹스개선 효과로 전분기 대비 개선 예상

메모리모듈 = 제2의 MLB

- 당사는 메모리 모듈 기판이이신규 공법 도입을 통한 ASP 상승과 Capa 손실의 구조적 지속 가능성 측면에서, 과거의 MLB 사이클과 유사한 패턴을 보이고 있다고 판단
- 동사가 주력으로 활용하는 BVH 공법은 고다층 구조와 고밀도 회로를 동시에 구현하기 위해 기판 두장을 접합하는 방식으로 이 과정에서 중간 공정을 반복해야 하므로 필연적으로 Capa-Loss가 발생
- 동사의 고마진 제품인 DDR5 6,400~7,200Gbps 제품과 eSSD용 메모리 모듈 모두 BVH 공법이 적용되며 국내 고객사 뿐만 아니라 북미 메모리 고객사에도 BVH 공법 적용 기판을 중심으로 대응 중
- 또한 북미 AI가속기 고객사향 올해 말 양산을 시작한 SOCAMM용 메모리모듈 기판은 기존 서버용 DDR5 메모리모듈 기판 대비 높은 층수와 HDI 기술 적용으로 인해 추가적인 ASP 상승 예상
- 동사는 국내 메모리 고객사 외 북미 메모리 고객사향으로도 SOCAMM용 메모리모듈 기판을 납품 중

투자의견 Buy, 적정주가 80,000원 제시

- 2026년 EPS 3,458원 X 22.4배(국내 기판 Peer 평균 22.4배)
- 최근 단기 급등에 따른 조정 국면이 이어지고 있으나, 중장기적으로는 메모리·스토리지 중심의 업사이클 진입으로 우상향 흐름 예상

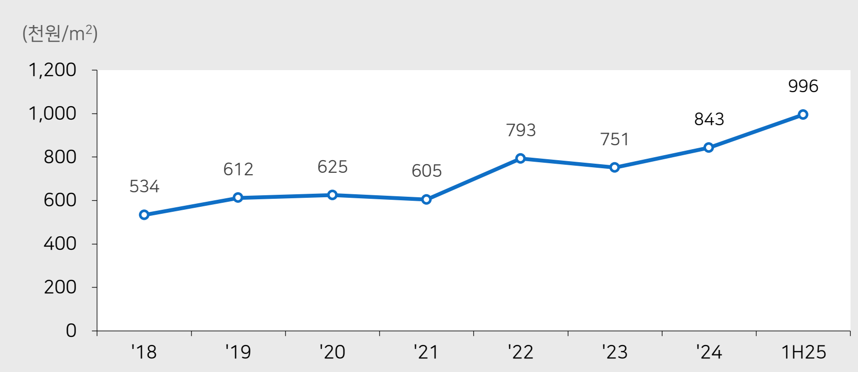
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	171.3	3.0	2.5	256	-91.8	11,213	119.5	2.7	34.6	2.3	56.5
2024	180.0	3.4	3.6	368	43.9	11,399	35.5	1.1	15.8	3.3	68.1
2025E	253.8	24.5	18.5	1,879	410.8	13,081	33.7	4.8	18.9	15.4	52.9
2026E	331.2	42.7	34.0	3,458	84.0	16,341	18.3	3.9	12.2	23.5	45.8
2027E	371.7	55.0	43.3	4,405	27.4	20,548	14.4	3.1	9.4	23.9	36.7

티엘비 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율(원)	1,328	1,370	1,374	1,394	1,453	1,400	1,390	1,410	1,366	1,413	1,380
매출액	44.2	39.5	46.4	49.8	53.0	64.1	67.5	69.3	180.0	253.8	331.2
(% QoQ)	-8.0%	-10.8%	17.6%	7.3%	6.4%	20.9%	5.4%	2.5%			
(% YoY)	6.7%	-6.9%	18.1%	3.6%	19.8%	62.2%	45.4%	39.0%	5.1%	41.0%	30.5%
SSD	20.6	16.6	21.8	28.4	20.7	23.1	24.7	25.3	87.4	93.8	124.8
DDR5	15.8	17.4	18.6	15.9	27.6	37.8	40.5	41.6	67.7	147.4	197.2
ETC	7.8	5.5	6.0	5.5	4.8	3.2	2.3	2.4	24.8	12.6	9.2
영업이익	-0.3	-0.1	2.8	0.9	1.9	6.9	7.5	8.2	3.4	24.5	42.7
(% QoQ)	적전	적축	흑전	-67.2%	106.2%	266.0%	10.0%	9.1%			
(% YoY)	적전	적전	흑전	-20.8%	흑전	흑전	172.4%	805.8%	10.3%	629.7%	74.4%
영업이익률 (%)	-0.6%	-0.2%	6.0%	1.8%	3.5%	10.7%	11.2%	11.9%	1.9%	9.7%	12.9%

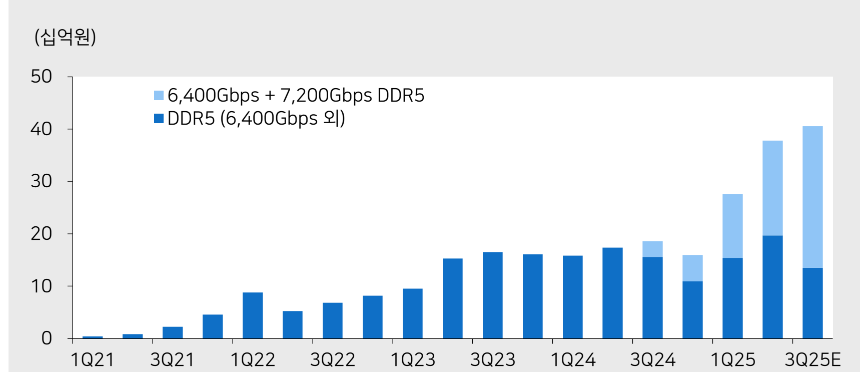
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 ASP 추이



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 DDR5 매출액 추이



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 밸류에이션 테이블

티엘비 PER 밸류에이션 테이블

(배)			2022	2023	2024	2025E	2026E
주가 (원)		High	25,000	32,250	33,000	71,600	
		Low	15,000	15,710	10,650	12,360	
		Average	19,445	22,473	20,714	27,302	
확정치	PER (배)	High	8.0	126.1	89.7	38.1	
		Low	4.8	61.4	28.9	6.6	
		Average	6.3	87.9	56.3	14.5	
	EPS (원)	EPS	3,108	256	368	1,879	3,458
		Growth (%)	146.2	-91.8	43.9	410.8	84.0
컨센서스	PER (배)	High	6.9	76.4	77.3	35.7	
		Low	4.2	37.2	24.9	6.6	
		Average	5.4	53.3	48.5	12.5	
	EPS (원)	EPS	3,607	422	427	1,865	3,140
		growth (%)	185.8	-86.4	67.0	406.9	67.1

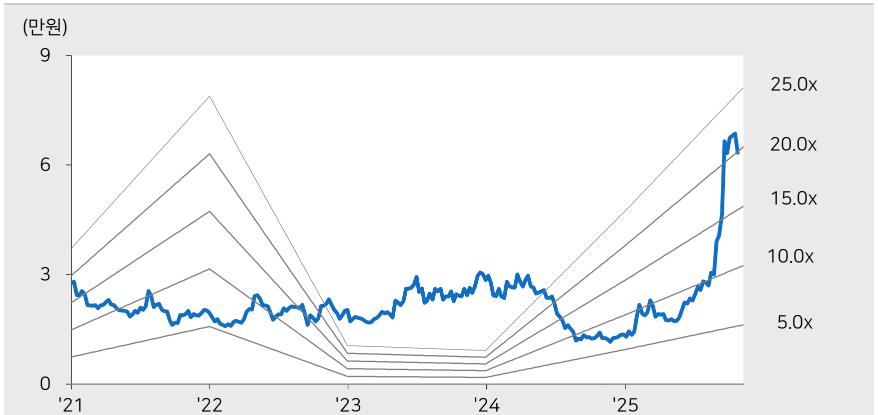
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
2026년 EPS	3,458	12MF EPS
적정배수(배)	22.4	심텍, 대덕전자 평균
적정가치 (원)	77,603	
적정주가 (원)	80,000	
현재주가 (원)	63,400	
상승여력 (%)	26.2%	

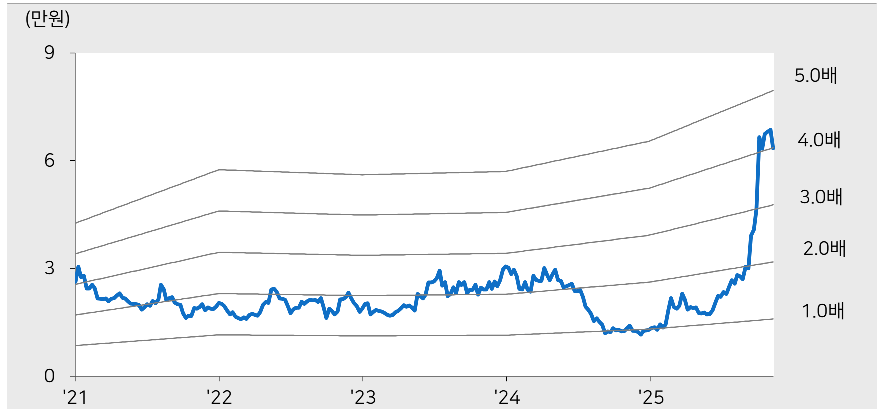
자료: 메리츠증권 리서치센터

티엘비 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**171.3**	**180.0**	**253.8**	**331.2**	**371.7**
매출액증가율(%)	-22.7	5.1	41.0	30.5	12.2
매출원가	160.0	165.9	215.3	271.6	297.8
매출총이익	11.4	14.1	38.6	59.6	73.9
판매비와관리비	8.3	10.8	14.1	16.9	18.9
영업이익	**3.0**	**3.4**	**24.5**	**42.7**	**55.0**
영업이익률(%)	1.8	1.9	9.7	12.9	14.8
금융손익	-0.3	-1.1	-1.1	-0.7	0.4
종속/관계기업관련손익	-0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	2.2	-0.4	0.6	0.2
세전계속사업이익	3.3	4.9	23.0	42.7	55.5
법인세비용	0.8	1.3	4.6	8.9	12.5
당기순이익	**2.5**	**3.6**	**18.4**	**33.8**	**43.1**
지배주주지분 순이익	2.5	3.6	18.5	34.0	43.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	67.5	71.1	79.1	115.5	155.6
현금및현금성자산	11.5	18.3	4.6	18.4	46.6
매출채권	21.9	23.7	33.4	43.5	48.9
재고자산	20.6	24.7	34.8	45.4	50.9
비유동자산	105.0	117.3	117.5	118.3	119.8
유형자산	91.1	104.9	105.2	106.1	107.6
무형자산	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3
투자자산	2.1	0.1	0.1	0.2	0.2
자산총계	**172.6**	**188.4**	**196.6**	**233.9**	**275.4**
유동부채	35.4	52.7	44.3	49.5	49.8
매입채무	13.2	12.6	17.8	23.2	26.1
단기차입금	5.0	10.7	10.7	5.7	0.7
유동성장기부채	10.3	18.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	27.0	23.6	23.8	24.0	24.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	26.0	22.8	22.8	22.8	22.8
부채총계	**62.3**	**76.3**	**68.0**	**73.5**	**73.9**
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	30.7	30.7	30.7	30.7	30.7
기타포괄이익누계액	-0.1	0.9	0.9	0.9	0.9
이익잉여금	75.9	77.4	93.9	126.0	167.3
비지배주주지분	-0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.5
자본총계	**110.2**	**112.1**	**128.5**	**160.4**	**201.5**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	**-1.5**	**4.7**	**17.0**	**31.2**	**45.3**
당기순이익(손실)	2.5	3.6	18.4	33.8	43.1
유형자산감가상각비	6.0	6.7	9.8	9.1	8.5
무형자산상각비	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-4.9	-6.6	-11.2	-11.8	-6.1
투자활동 현금흐름	**-29.8**	**-4.1**	**-10.7**	**-10.7**	**-10.2**
유형자산의 증가(CAPEX)	-25.0	-17.8	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	0.4	2.5	-0.0	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	**11.1**	**5.9**	**-20.0**	**-6.8**	**-6.9**
차입금증감	15.6	10.4	-18.1	-4.9	-4.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-19.7	6.8	-13.7	13.7	28.2
기초현금	31.2	11.5	18.3	4.6	18.4
기말현금	11.5	18.3	4.6	18.4	46.6

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	17,422	18,307	25,815	33,687	37,805
EPS(지배주주)	256	368	1,879	3,458	4,405
CFPS	1,208	1,230	3,455	5,339	6,462
EBITDAPS	939	1,036	3,496	5,279	6,462
BPS	11,213	11,399	13,081	16,341	20,548
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.7	1.5	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	119.5	35.5	33.7	18.3	14.4
PCR	25.3	10.6	18.4	11.9	9.8
PSR	1.8	0.7	2.5	1.9	1.7
PBR	2.7	1.1	4.8	3.9	3.1
EBITDA(십억원)	9.2	10.2	34.4	51.9	63.5
EV/EBITDA	34.6	15.8	18.9	12.2	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	3.3	15.4	23.5	23.9
EBITDA이익률	5.4	5.7	13.5	15.7	17.1
부채비율	56.5	68.1	52.9	45.8	36.7
금융비용부담률	0.7	1.0	0.7	0.4	0.3
이자보상배율(x)	2.4	1.9	14.8	35.1	53.3
매출채권회전율(x)	8.3	7.9	8.9	8.6	8.0
재고자산회전율(x)	8.3	7.9	8.5	8.3	7.7

파인엠텍 (441270) 변곡점을 앞두고

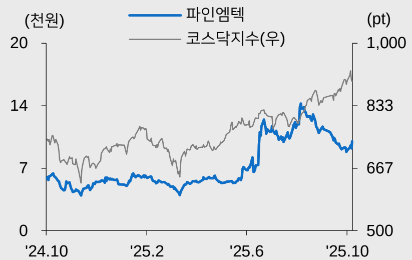
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	16,000원
현재주가 (11. 6)	9,730원
상승여력	64.4%
KOSDAQ	898.17pt
시가총액	3,662억원
발행주식수	3,764만주
유동주식비율	72.88%
외국인비중	11.60%
52주 최고/최저가	13,840원/3,835원
평균거래대금	241.4억원
주요주주(%)	
홍성천 외 12 인	27.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.9	85.3	62.7
상대주가	-16.2	49.0	34.7

주가그래프



2026년 북미 세트사 폴더블 스마트폰 출시 전망 유지

- 최근 일부에서는 북미 스마트폰 세트사의 폴더블 신제품 출시가 지연될 가능성을 제기하고 있으나, 현재까지는 2026년 출시가 지연될 가능성은 제한적인 것으로 판단
- 지난달 기준 P1 단계에서 P2(Prototype Test) 단계로 전환되었으며, 제품 스펙의 주요 윤곽은 이미 확정되었고 세부 스펙에 대한 구체적인 논의가 시작된 것으로 파악
- 이에 따라 당사 주요 가정(동사 디스플레이 고객사의 패널 출하량 25년 880만개→2026년 2,500만개로 증가), 동사의 점유율(국내 60%, 북미 세트사향 70%) 및 ASP(올해 대비 약 20% 상승)을 모두 유지
- 동사는 20일 기준 두 번째 UV Laser 설비 신규 투자 공시를 발표하며, 레이저 드릴 메탈플레이트 생산 대응력을 한층 강화
- 내년에는 북미 주요 고객사뿐 아니라 국내 주요 고객사 역시 레이저 드릴 메탈플레이트를 채택할 예정으로, 국내 고객사 내 점유율 회복 또한 주요 성장 동력으로 작용할 전망

투자의견 Buy, 적정주가 16,000원 유지

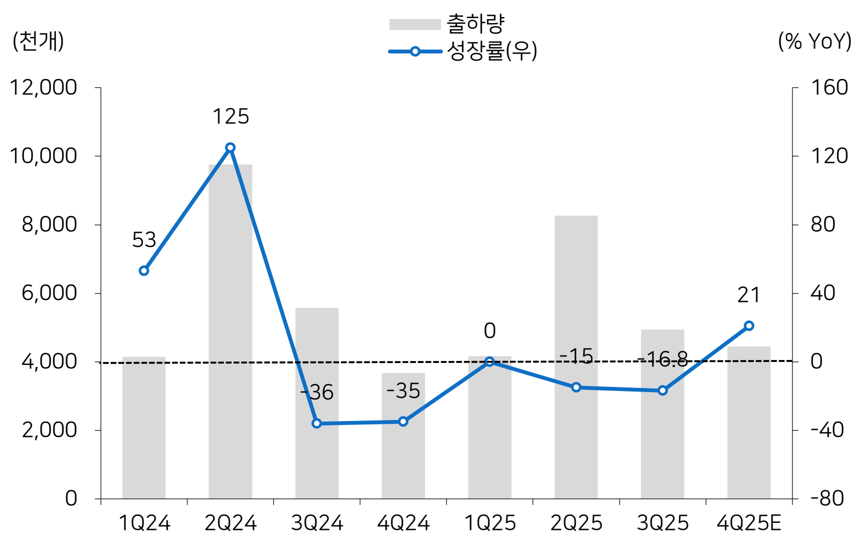
- 2026년 EPS 1,034원 X 15.3배(폴더블 시장 개화 기대감이 반영된 '18년 10월 ~ '19년말 KH바텍 평균 PER)
- 중국 업체와의 경쟁 심화로, Layer 단에 높은 점유율로 진입할 수 있는 국내 부품·소재사는 극히 제한적인 것으로 파악
- 향후 북미 주요 고객사의 폴더블 모델 출시가 구체화될수록 동사의 가치가 점차 부각될 것으로 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	380.0	20.3	10.5	299	-142.1	4,075	30.2	2.2	12.0	8.0	66.4
2024	382.2	-7.9	-17.2	-466	적자전환	3,777	-11.3	1.4	70.3	-11.9	102.9
2025E	225.7	4.6	-0.9	-24	적자지속	3,687	-405.4	2.6	24.6	-0.6	87.0
2026E	606.8	44.6	38.5	1,022	흑자전환	4,709	9.5	2.1	8.1	24.3	120.0
2027E	837.0	72.4	63.6	1,690	65.4	6,399	5.8	1.5	5.3	30.4	102.4

폴더블: 2026년부터 다시 기대의 영역으로

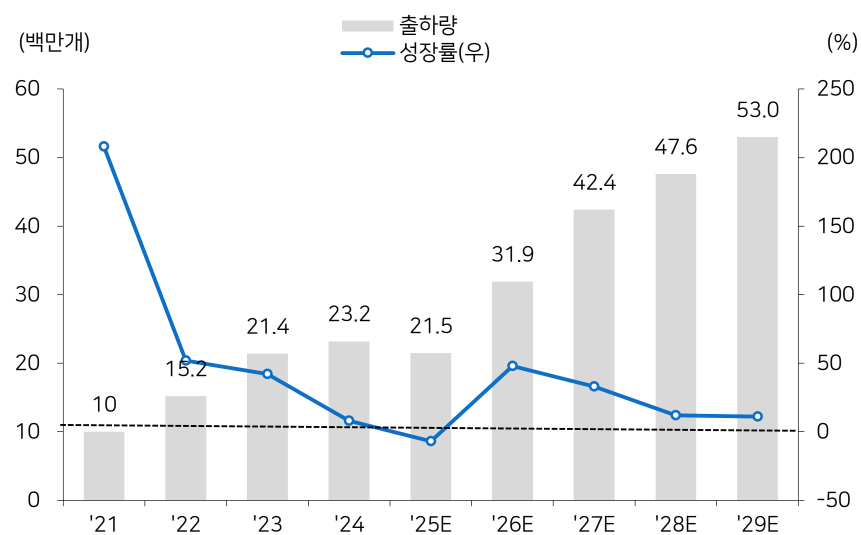
- 패널 기준 올해 폴더블 시장은 역성장이 예상되나 '26년부터 애플의 시장 참여 + 삼성 폴더블 라인업 확장을 통해 '25년 2,150만개 → '29년 5,300만개로의 재도약 전망
- 삼성은 애플의 폴더블 시장 참여를 견제하기 위해 내년부터 정사각형 디자인의 와이드 폴드 라인업 추가
- 시장 확장에 더해서 이중폴딩, 슬라이더블, 롤러블 등 신기술의 등장으로 인한 폴더블 밸류체인 전반의 리레이팅 가능성에 주목

폴더블 패널 기준 분기 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

폴더블 패널 기준 연간 출하량 전망



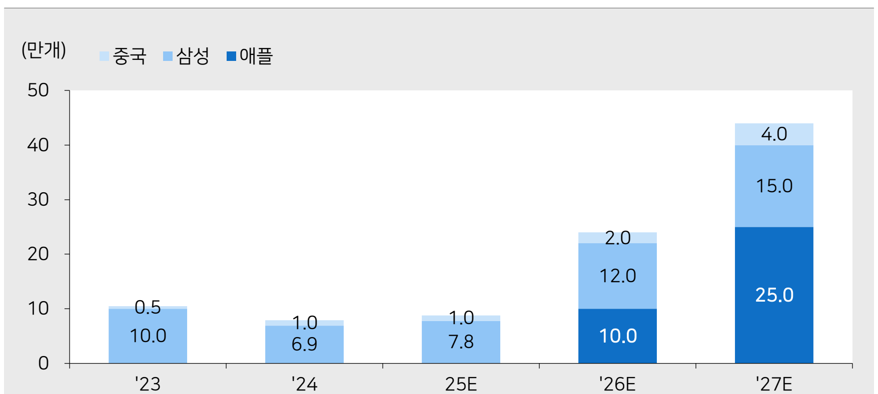
자료: Canalys, 메리츠증권 리서치센터

파인엠텍 폴더블 관련주 중 최선호주 의견 유지

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	69.5	154.8	98.8	59.0	43.6	76.5	57.3	48.3	382.2	225.7	606.8
(% QoQ)	17.6%	122.5%	-36.1%	-40.3%	-26.2%	75.6%	-25.1%	-15.7%			
(% YoY)	36.1%	41.2%	-38.3%	-0.2%	-37.3%	-50.6%	-42.0%	-18.1%	0.6%	-40.9%	168.8%
Display (애플)	66.3	136.6	90.1	35.3	23.2	67.1	48.3	38.1	328.3	176.6	562.1
Display (애플 외)	10.7	15.5	8.2	16.2	9.6	3.2	7.0	10.8	50.6	30.6	35.9
전장(EV, BMS Cable)	-7.4	2.7	0.5	7.5	10.8	6.2	2.1	-0.6	3.3	18.5	8.7
영업이익	1.1	4.5	1.0	-14.6	-2.9	5.3	1.6	0.7	-7.8	4.6	44.6
(% QoQ)	흑전	304.9%	-77.7%	적전	적축	흑전	-70.2%	-54.3%			
(% YoY)	-29.6%	-40.9%	-92.3%	적확	적전	16.8%	56.3%	흑전	-138.1%	-159.8%	861.2%
영업이익률 (%)	1.6%	2.9%	1.0%	-24.7%	-6.8%	6.9%	2.7%	1.5%	-2.0%	2.1%	7.3%

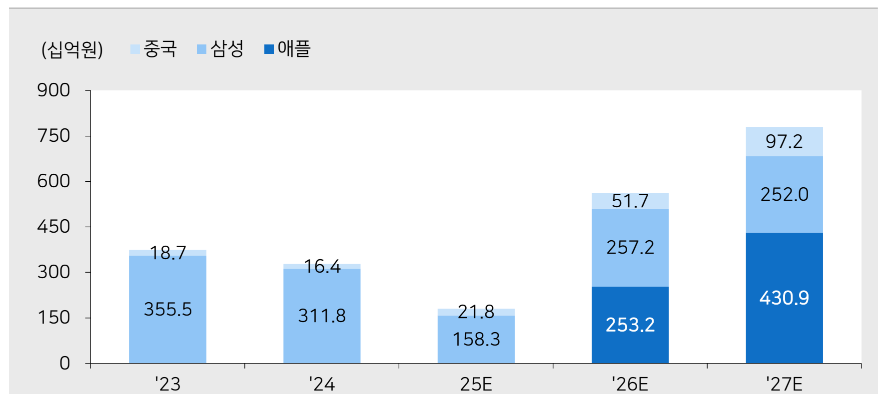
자료: 파인엠텍, 메리츠증권 리서치센터

패널 기준 폴더블 출하량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

파인엠텍 폴더블 매출 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

파인엠텍 밸류에이션 테이블

파인엠텍 PER 밸류에이션 테이블

(배)			2022	2023	2024	2025E	2026E
주가 (원)		High	12,250	12,270	11,740		
		Low	6,100	5,980	3,795		
		Average	7,369	8,520	7,762		
확정치	PER (배)	High	32.9	41.1	nm		
		Low	16.4	20.0	nm		
		Average	19.8	28.5	nm		
	EPS (원)	EPS	372	299	-466	-24	1,021
		Growth (%)	na	-19.7	적전	적축	흑전
컨센서스	PER (배)	High	nm	16.8	nm		
		Low	nm	8.2	nm		
		Average	nm	11.7	nm		
	EPS (원)	EPS		730	-125	-103	759
		growth (%)	na	96.2	-141.9	적축	흑전

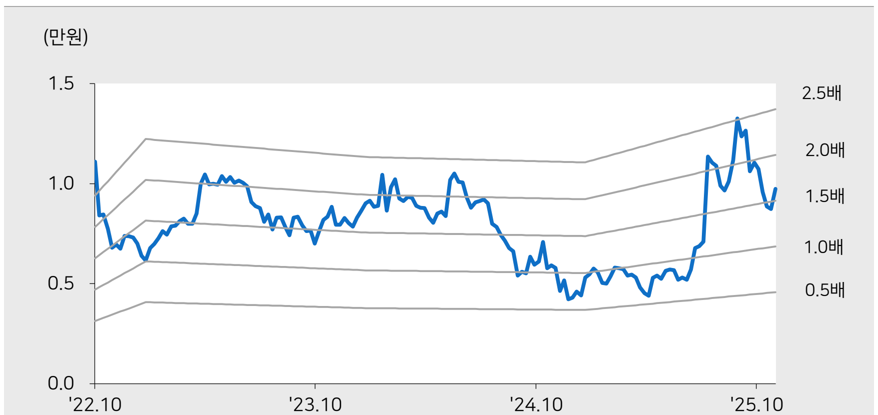
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

파인엠텍 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
2026년 EPS	1,021	
적정배수(배)	15.3	폴더블 시장 개화 기대감이 반영된 '18년 10월 ~ '19년 KH바텍 PER 평균
적정가치 (원)	15,657	
적정주가 (원)	16,000	
현재주가 (원)	9,730	
상승여력 (%)	64.4%	

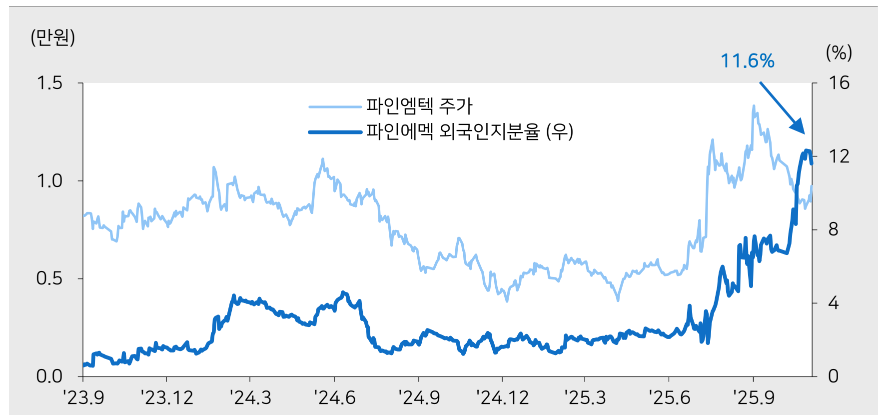
자료: 메리츠증권 리서치센터

파인엠텍 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

파인엠텍 외국인 지분율



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

파인엠텍 (441270)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**380.0**	**382.2**	**225.7**	**606.8**	**837.0**
매출액증가율(%)	226.6	0.6	-40.9	168.8	37.9
매출원가	332.5	349.3	192.6	503.4	683.6
매출총이익	47.5	32.9	33.2	103.4	153.3
판매비와관리비	27.2	40.8	28.5	58.8	81.0
영업이익	**20.3**	**-7.9**	**4.6**	**44.6**	**72.4**
영업이익률(%)	5.3	-2.1	2.1	7.3	8.6
금융손익	-4.6	-0.8	-4.6	-3.4	-2.5
종속/관계기업관련손익	-0.6	-1.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	-9.3	-1.0	0.6	1.0
세전계속사업이익	14.6	-19.4	-1.0	41.8	70.9
법인세비용	-0.1	-3.7	-0.2	7.5	14.2
당기순이익	**10.8**	**-15.8**	**-0.8**	**34.3**	**56.7**
지배주주지분 순이익	10.5	-17.2	-0.9	38.5	63.6

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	82.2	87.6	61.3	133.9	185.2
현금및현금성자산	22.7	15.7	18.8	19.6	27.6
매출채권	23.2	32.0	18.9	50.8	70.0
재고자산	20.1	20.6	12.2	32.7	45.1
비유동자산	207.3	245.6	244.3	301.0	329.7
유형자산	168.2	197.2	202.6	243.9	263.4
무형자산	7.3	7.6	7.3	7.0	6.7
투자자산	23.2	27.7	21.2	36.9	46.3
자산총계	**289.5**	**333.3**	**305.6**	**434.9**	**514.9**
유동부채	99.6	132.3	95.7	170.0	192.8
매입채무	31.5	36.7	21.7	58.2	80.3
단기차입금	22.5	70.5	60.5	70.5	70.5
유동성장기부채	23.5	4.3	0.0	10.0	0.0
비유동부채	15.9	36.8	46.5	67.3	67.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	13.0	36.1	46.1	66.1	66.1
부채총계	**115.5**	**169.1**	**142.2**	**237.2**	**260.5**
자본금	18.4	18.5	18.5	18.5	18.5
자본잉여금	129.2	130.1	130.1	130.1	130.1
기타포괄이익누계액	2.8	7.5	7.5	7.5	7.5
이익잉여금	3.2	-14.3	-15.2	23.3	86.9
비지배주주지분	23.9	24.5	24.6	20.5	13.6
자본총계	**174.0**	**164.2**	**163.4**	**197.7**	**254.4**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	**41.8**	**-2.3**	**21.2**	**34.9**	**63.7**
당기순이익(손실)	10.8	-15.8	-0.8	34.3	56.7
유형자산감가상각비	11.8	12.1	14.6	18.6	20.5
무형자산상각비	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3
운전자본의 증감	7.8	-8.5	6.5	-15.9	-9.6
투자활동 현금흐름	**-49.5**	**-54.1**	**-13.7**	**-74.4**	**-46.0**
유형자산의 증가(CAPEX)	-53.5	-51.4	-20.0	-60.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	-4.4	-5.9	6.4	-15.6	-9.5
재무활동 현금흐름	**-6.0**	**47.3**	**-4.5**	**40.4**	**-9.8**
차입금증감	-20.4	50.0	-4.5	40.4	-9.8
자본의증가	31.5	1.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-15.1	-7.0	3.1	0.9	7.9
기초현금	37.8	22.7	15.7	18.8	19.6
기말현금	22.7	15.7	18.8	19.6	27.6

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	10,793	10,341	6,060	16,120	22,236
EPS(지배주주)	299	-466	-24	1,022	1,690
CFPS	1,057	344	525	1,687	2,474
EBITDAPS	935	122	525	1,687	2,474
BPS	4,075	3,777	3,687	4,709	6,399
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	30.2	-11.3	-405.4	9.5	5.8
PCR	8.5	15.4	18.5	5.8	3.9
PSR	0.8	0.5	1.6	0.6	0.4
PBR	2.2	1.4	2.6	2.1	1.5
EBITDA(십억원)	32.9	4.5	19.6	63.5	93.1
EV/EBITDA	12.0	70.3	24.6	8.1	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	-11.9	-0.6	24.3	30.4
EBITDA이익률	8.7	1.2	8.7	10.5	11.1
부채비율	66.4	102.9	87.0	120.0	102.4
금융비용부담률	1.2	1.1	2.4	0.9	0.8
이자보상배율(x)	4.5	-1.8	0.8	7.8	11.3
매출채권회전율(x)	17.8	13.8	8.9	17.4	13.9
재고자산회전율(x)	20.4	18.8	13.8	27.1	21.5

LG이노텍 (011070) 양호한 아이폰 수요 + 기판으로 리레이팅

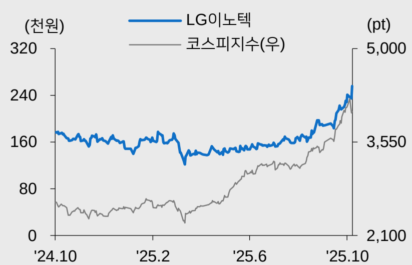
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	**270,000원**
현재주가 (11. 6)	**256,000원**
상승여력	**5.5%**
KOSPI	4,026.45pt
시가총액	60,588억원
발행주식수	2,367만주
유동주식비율	59.19%
외국인비중	26.84%
52주 최고/최저가	256,000원/122,000원
평균거래대금	450.2억원
주요주주(%)	
LG전자 외 1 인	40.79
국민연금공단	8.43

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	35.8	84.7	48.0
상대주가	19.7	17.4	-5.8

주가그래프



리레이팅 요인 1) 우려 대비 양호한 아이폰 수요

- 애플 3Q25 스마트폰 출하량 5,920만대(+4.0% YoY) 기록
- 일반 모델 흥행으로 에어 모델 출시 지연에도 중국 내 M/S 방어에 성공하며 전년 대비 성장 달성
- 출시 후 첫 달 판매량도 1,053만대를 기록하며 2024년 아이폰16과 2023년 아이폰15 실적을 모두 상회
- 아이폰17의 예상보다 견조한 판매 흐름을 시작으로, 향후 AI 전략 공개와 폴더블 스마트폰 출시 등 하드웨어 다변화 전략이 이어질 것으로 예상
- 이러한 흐름은 고객사에 대한 우려가 완화되는 전환점으로 작용하고 있으며, 동사 밸류에이션 리레이팅의 주요 근거로 판단

리레이팅 요인 2) 기판사업부 업황 업사이클에 동참

- 동사의 반도체 기판 매출은 FC-CSP, CSP, RF-SiP, AiP, FC-BGA 등으로 구성
- 이 중 RF-SiP와 AiP 기판은 주요 고객사의 아이폰 수요와 높은 연동성을 보이기 때문에, 점진적인 세트 수요 회복에 따라 매출 반등이 기대되며, 추가 증설 가능성도 상존
- FC-CSP 등 BT계열 기판은 원자재 수급 불균형으로 인한 가격 상승 흐름에 동참 기대
- CSP 기판은 국내 메모리 고객사향으로 납품 중으로, GDDR7 등 신규 응용처 확대에 따른 수요 다변화 효과 전망
- FC-BGA는 올해 PC용 칩셋 공급을 시작으로, 내년 PC-CPU용 → 2027~2028년 네트워크 스위치향 추가 공급 예상

투자의견 Buy, 적정주가 270,000원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	20,605.3	830.8	565.2	23,881	-42.3	199,204	10.0	1.2	3.8	12.6	137.7
2024	21,200.8	706.0	449.3	18,983	-20.5	226,216	8.5	0.7	2.6	8.9	112.5
2025E	21,693.1	657.1	498.9	21,078	11.0	245,204	12.1	1.0	3.6	8.9	95.5
2026E	21,811.6	728.4	528.5	22,331	5.9	265,445	11.5	1.0	3.2	8.7	85.8
2027E	24,912.0	1,031.4	814.1	34,397	54.0	297,752	7.4	0.9	2.6	12.2	81.0

LG이노텍 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율(원)	1,328	1,371	1,359	1,394	1,453	1,401	1,386	1,410	1,363	1,413	1,380
매출액	**4,333.6**	**4,555.3**	**5,685.1**	**6,626.8**	**4,982.8**	**3,934.6**	**5,369.4**	**7,406.3**	**21,200.8**	**21,693.1**	**21,811.6**
(% QoQ)	-42.7%	5.1%	-4.9%	52.9%	-24.8%	-21.0%	36.5%	37.9%			
(% YoY)	-1.0%	16.6%	-9.0%	-12.3%	15.0%	-13.6%	-5.6%	11.8%	2.9%	2.3%	0.5%
광학솔루션	3,514.2	3,680.3	4,836.9	5,768.7	4,138.4	3,052.7	4,481.2	6,455.2	17,800	18,127	17,955
전장부품	491.2	496.7	477.9	474.8	467.5	465.7	450.6	463.8	1,941	1,848	1,965
기판소재	328.2	378.2	370.3	383.3	376.9	416.2	437.7	487.4	1,460	1,718	1,892
영업이익	**176.0**	**151.7**	**130.4**	**247.9**	**125.1**	**11.4**	**203.7**	**316.8**	**706.0**	**657.1**	**728.4**
(% QoQ)	-63.6%	-13.8%	16.0%	40.9%	-49.5%	-90.9%	1688.5%	55.5%			
(% YoY)	21.1%	726.3%	-4.0%	-48.7%	-28.9%	-92.5%	56.2%	27.8%	-15.0%	-6.9%	10.9%
광학솔루션	151.9	102.5	114.1	228.1	73.4	-33.6	158.5	254.8	596.6	453.1	454.5
전장부품	14.5	22.0	4.5	-2.4	22.9	22.4	13.8	10.5	38.7	69.5	76.8
기판소재	9.6	27.1	11.8	22.2	28.8	22.6	31.5	51.5	70.8	134.5	197.1
영업이익률 (%)	**4.1%**	**3.3%**	**2.3%**	**3.7%**	**2.5%**	**0.3%**	**3.8%**	**4.3%**	**3.3%**	**3.0%**	**3.3%**
광학솔루션	4.3%	2.8%	2.4%	4.0%	1.8%	-1.1%	3.5%	3.9%	3.4%	2.5%	2.5%
전장부품	3.0%	4.4%	0.9%	-0.5%	4.9%	4.8%	3.1%	2.3%	2.0%	3.8%	3.9%
기판소재	2.9%	7.2%	3.2%	5.8%	7.6%	5.4%	7.2%	10.6%	4.8%	7.8%	10.4%

자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

애플의 심기일전 – 일반 모델 출하 호조 + 중국 내 M/S 방어

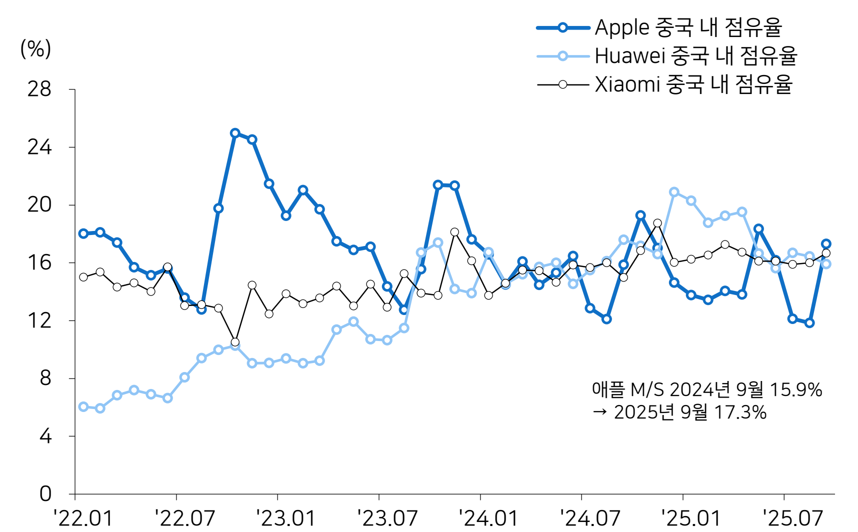
- 애플 3Q25 스마트폰 출하량 5,920만대(+4.0% YoY) 기록
- 일반 모델 출하 호조 + 에어 모델 출시 지연에도 중국 내 M/S 방어에 성공하며 전년 대비 성장 달성

아이폰 모델별 출고가 추이 (달러)

Model	Storage	12 Family	13	14	15	16	17
Mini	64GB	699					
	128GB	749	729				
	256GB	849	829				
	512GB		1,029				
Standard	64GB	799					
	128GB	849	829	799	799	799	
	256GB	949	929	899	899	899	799
	512GB		1,129	1,099	1,099	1,099	999
Plus / Air	128GB			899	899	899	
	256GB			999	999	999	1,099
	512GB			1,199	1,199	1,199	1,199
	1TB						1,399
Pro	128GB	999	999	999	999	999	
	256GB	1,099	1,099	1,099	1,099	1,099	1,099
	512GB	1,299	1,299	1,299	1,299	1,299	1,299
	1TB		1,499	1,499	1,499	1,499	1,499
Pro Max	128GB	1,099	1,099	1,099			
	256GB	1,199	1,199	1,199	1,199	1,199	1,199
	512GB	1,399	1,399	1,399	1,399	1,399	1,399
	1TB		1,599	1,599	1,599	1,599	1,599
	2TB						1,999

자료: Apple, 메리츠증권 리서치센터

중국 내 애플/화웨이/샤오미 점유율 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

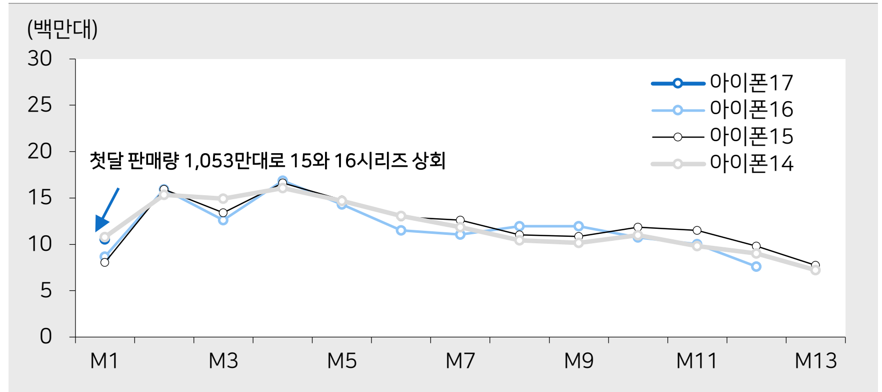
애플 스마트폰 출하/판매 동향

아이폰 일반 모델 스펙 비교

Specification	iPhone 15	iPhone 16	iPhone 17
Display	Super Retina OLED	Super Retina OLED	LTPO Super Retina OLED
Screen Size	6.1"	6.1"	6.3"
SoC	A16 Bionic	A18 (3nm)	A19 (3nm)
DRAM	6GB	8GB	8GB
Storage	128GB	128GB	256GB
Battery	3349mAh	3561mAh	3692mAh
Camera Back	48MP & 12MP	48MP & 12MP	48MP & 48MP
Camera Front	12MP	12MP	18MP

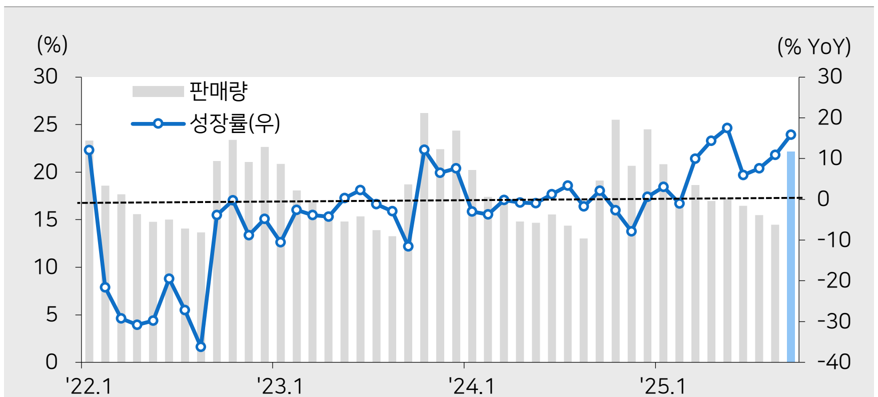
자료: 메리츠증권 리서치센터

아이폰 신모델 출시 후 판매량 비교



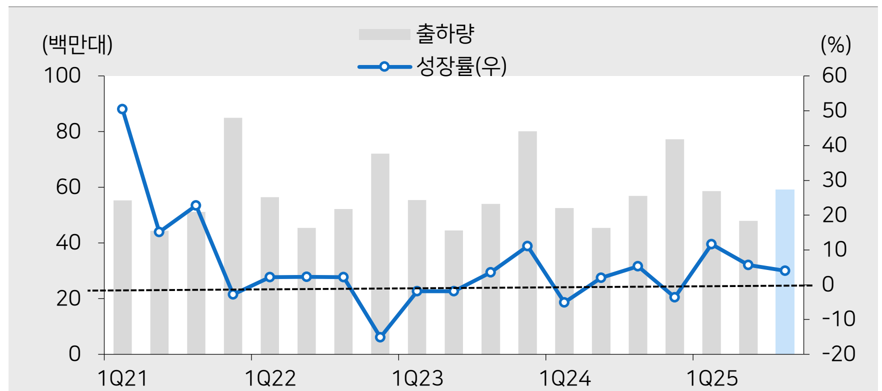
자료: 메리츠증권 리서치센터

애플 월별 판매량 추이



자료: IDC, 메리츠증권 리서치센터

애플 분기별 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 밸류에이션 테이블

LG이노텍 PBR 밸류에이션 테이블

(배)			2022	2023	2024	2025E	2026E
주가 (원)		High	414,500	321,000	305,500		
		Low	249,000	213,000	152,500		
		Average	335,939	265,665	216,055		
확정치	PBR (배)	High	2.3	1.6	1.4		
		Low	1.4	1.1	0.7		
		Average	1.9	1.3	1.0		
	BPS (원)	BPS	180,241	199,204	226,215	245,204	265,445
		ROE (%)	25.9	12.6	8.9	8.9	8.7
컨센서스	PBR (배)	High	2.2	1.6	1.4		
		Low	1.3	1.1	0.7		
		Average	1.8	1.3	1.0		
	BPS (원)	BPS	186,240	200,943	219,700	240,600	262,150
		ROE (%)	27.6	12.5	11.5	7.5	9.1

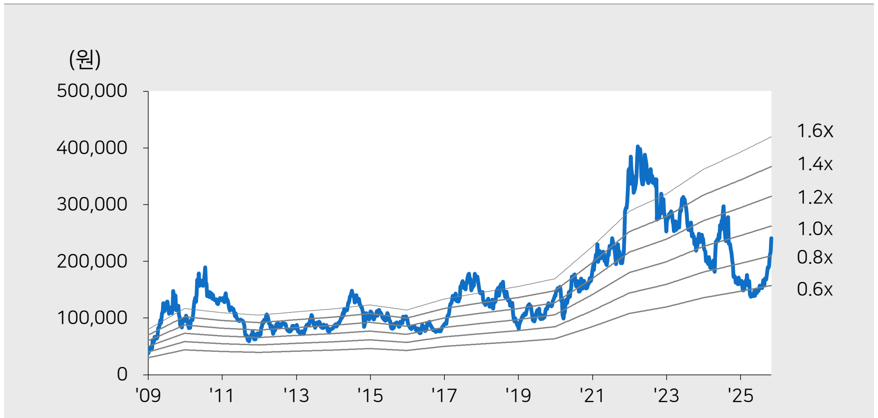
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
2026년 BPS(원)	265,445	
적정배수 (배)	1.0	'
적정가치	249,519	
적정주가	270,000	
현재주가	256,000	
상승여력 (%)	5.5%	

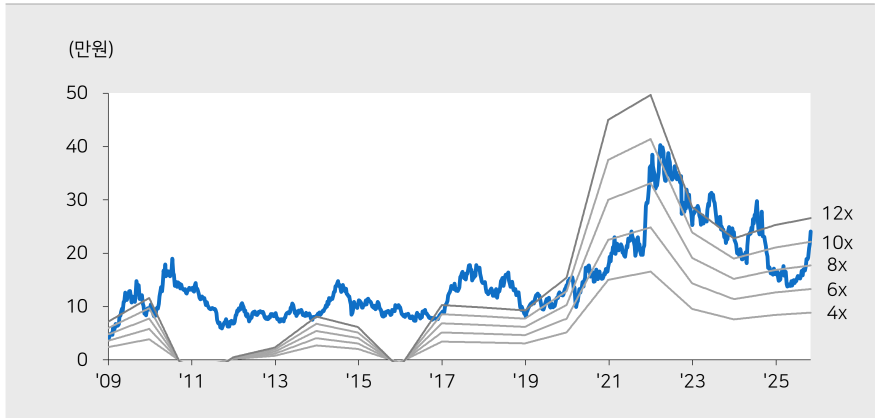
자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 (011070)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**20,605.3**	**21,200.8**	**21,693.1**	**21,811.6**	**24,912.0**
매출액증가율(%)	5.2	2.9	2.3	0.5	14.2
매출원가	18,742.0	19,457.1	17,728.2	17,844.2	20,305.0
매출총이익	1,863.3	1,743.7	3,964.9	3,967.4	4,607.0
판매비와관리비	1,032.5	1,037.6	3,307.8	3,239.0	3,575.7
영업이익	**830.8**	**706.0**	**657.1**	**728.4**	**1,031.4**
영업이익률(%)	4.0	3.3	3.0	3.3	4.1
금융손익	-106.1	-90.4	-43.7	-27.7	-9.7
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-85.4	-26.8	-23.8	-24.1	0.0
세전계속사업이익	639.3	588.8	589.6	676.6	1,021.7
법인세비용	74.1	139.5	90.7	148.1	207.6
당기순이익	**565.2**	**449.3**	**498.9**	**528.5**	**814.1**
지배주주지분 순이익	565.2	449.3	498.9	528.5	814.1

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,349.0	5,853.1	6,213.8	6,782.4	7,940.9
현금및현금성자산	1,389.7	1,329.4	1,585.0	2,128.3	2,625.3
매출채권	2,250.9	2,783.9	2,848.6	2,864.1	3,271.3
재고자산	1,572.0	1,575.2	1,611.8	1,620.6	1,851.0
비유동자산	5,855.3	5,525.1	5,130.3	4,890.5	4,815.1
유형자산	4,855.6	4,479.8	4,124.6	3,916.9	3,854.9
무형자산	221.7	219.0	176.3	143.4	110.4
투자자산	145.1	182.3	185.4	186.1	205.8
자산총계	**11,204.3**	**11,378.2**	**11,344.1**	**11,672.9**	**12,756.0**
유동부채	4,219.2	3,954.9	3,588.9	3,607.1	3,916.5
매입채무	2,493.7	2,241.1	2,293.1	2,305.7	2,633.4
단기차입금	38.7	73.5	73.5	73.5	73.5
유동성장기부채	510.0	610.9	168.9	168.9	0.0
비유동부채	2,270.6	2,069.5	1,952.0	1,783.4	1,792.6
사채	692.5	781.4	709.5	637.7	637.7
장기차입금	1,496.6	1,186.2	1,139.2	1,042.1	1,042.1
부채총계	**6,489.7**	**6,024.4**	**5,540.9**	**5,390.6**	**5,709.1**
자본금	118.3	118.3	118.3	118.3	118.3
자본잉여금	1,133.7	1,133.7	1,133.7	1,133.7	1,133.7
기타포괄이익누계액	49.4	234.1	234.1	234.1	234.1
이익잉여금	3,413.6	3,868.2	4,317.6	4,796.6	5,561.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**4,714.6**	**5,353.9**	**5,803.3**	**6,282.3**	**7,046.9**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	**2,104.1**	**1,110.1**	**1,632.0**	**1,570.5**	**1,599.3**
당기순이익(손실)	565.2	449.3	498.9	528.5	814.1
유형자산감가상각비	999.8	1,229.0	1,145.4	1,042.3	926.0
무형자산상각비	46.3	51.0	52.7	42.9	33.0
운전자본의 증감	341.2	-815.8	-27.6	-6.6	-173.8
투자활동 현금흐름	**-1,904.4**	**-969.5**	**-766.2**	**-808.9**	**-885.3**
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,799.2	-879.0	-790.2	-834.6	-864.1
투자자산의 감소(증가)	-26.5	-37.2	-3.1	-0.8	-19.7
재무활동 현금흐름	**608.3**	**-219.8**	**-610.2**	**-218.4**	**-217.1**
차입금증감	740.2	-69.4	-560.7	-168.9	-167.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	811.7	-60.3	255.7	543.3	496.9
기초현금	577.9	1,389.7	1,329.4	1,585.1	2,128.3
기말현금	1,389.7	1,329.4	1,585.1	2,128.3	2,625.3

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	870,630	895,790	916,592	921,600	1,052,602
EPS(지배주주)	23,881	18,983	21,078	22,331	34,397
CFPS	80,647	84,347	76,408	74,231	84,100
EBITDAPS	79,305	83,917	78,385	76,631	84,100
BPS	199,204	226,216	245,204	265,445	297,752
DPS	2,610	2,090	2,090	2,090	2,090
배당수익률(%)	1.1	1.3	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	10.0	8.5	12.1	11.5	7.4
PCR	3.0	1.9	3.4	3.4	3.0
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
PBR	1.2	0.7	1.0	1.0	0.9
EBITDA(십억원)	1,876.9	1,986.1	1,855.2	1,813.6	1,990.4
EV/EBITDA	3.8	2.6	3.6	3.2	2.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.6	8.9	8.9	8.7	12.2
EBITDA이익률	9.1	9.4	8.6	8.3	8.0
부채비율	137.7	112.5	95.5	85.8	81.0
금융비용부담률	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	8.2	6.2	6.6	8.6	13.2
매출채권회전율(x)	10.2	8.4	7.7	7.6	8.1
재고자산회전율(x)	11.6	13.5	13.6	13.5	14.4

Compliance Notice

- 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.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

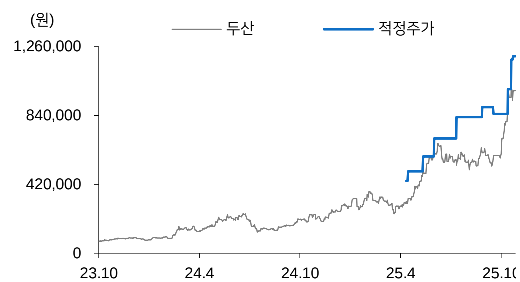
2025년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산(000150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2025.04.29	채권분석	Buy	440,000	양승수	-29.6	-28.2
2025.05.02	기업브리프	Buy	500,000	양승수	-20.8	-5.2
2025.05.29	기업브리프	Buy	590,000	양승수	-5.4	3.7
2025.06.18	기업브리프	Buy	700,000	양승수	-14.6	-4.3
2025.07.28	기업브리프	Buy	830,000	양승수	-31.3	-22.4
2025.09.12	채권분석	Buy	890,000	양승수	-34.2	-28.2
2025.10.02	기업브리프	Buy	850,000	양승수	-18.7	2.8
2025.10.28	기업브리프	Buy	1,000,000	양승수	-6.1	-1.9
2025.11.03	기업브리프	Buy	1,180,000	양승수	-16.9	-13.7
2025.11.06	기업브리프	Buy	1,200,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

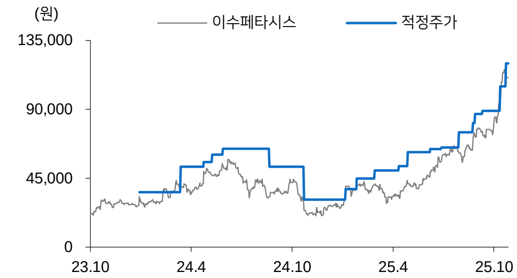


이수페타시스(007660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.01.22	기업브리프	Buy	35,983	양승수	-7.9	21.4
2024.04.05	기업브리프	Buy	52,516	양승수	-26.8	-20.1
2024.05.16	기업브리프	Buy	55,434	양승수	-11.3	-7.0
2024.05.31	산업분석	Buy	60,296	양승수	-19.8	-9.5
2024.06.19	기업브리프	Buy	64,186	양승수	-29.8	-11.1
2024.09.10	산업분석	Buy	52,516	양승수	-28.8	-15.4
2024.11.11	기업브리프	Hold	31,121	양승수	-20.6	-0.2
2025.01.24	기업브리프	Buy	37,928	양승수	-2.1	4.9
2025.02.13	기업브리프	Buy	44,736	양승수	-12.1	-4.3
2025.03.17	기업브리프	Buy	50,000	양승수	-29.7	-17.7
2025.04.29	채권분석	Buy	53,000	양승수	-28.2	-17.9
2025.05.15	기업브리프	Buy	62,000	양승수	-32.1	-24.0
2025.06.24	기업브리프	Buy	64,000	양승수	-17.4	-8.1
2025.07.14	기업브리프	Buy	65,000	양승수	-4.6	2.0
2025.08.14	기업브리프	Buy	75,000	양승수	-17.0	-11.2
2025.09.08	기업브리프	Buy	81,000	양승수	-10.5	-7.9
2025.09.12	채권분석	Buy	87,000	양승수	-12.4	-10.2
2025.09.25	기업브리프	Buy	89,000	양승수	-11.5	5.2
2025.10.27	기업브리프	Buy	105,000	양승수	2.8	10.7
2025.11.06	기업브리프	Buy	120,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

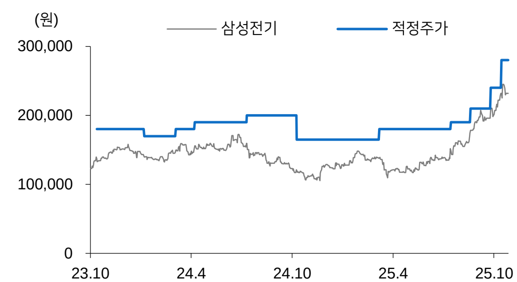


삼성전기(009150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.11.07	산업분석	Buy	180,000	양승수	-19.3	-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	-32.2	-20.3
2024.10.29	기업브리프	Buy	165,000	양승수	-23.2	-10.2
2025.03.25	기업브리프	Buy	180,000	양승수	-28.8	-15.6
2025.07.31	기업브리프	Buy	190,000	양승수	-16.6	-8.3
2025.09.04	기업브리프	Buy	210,000	양승수	-8.7	-1.4
2025.10.10	기업브리프	Buy	240,000	양승수	-11.4	-3.3
2025.10.29	기업브리프	Buy	280,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

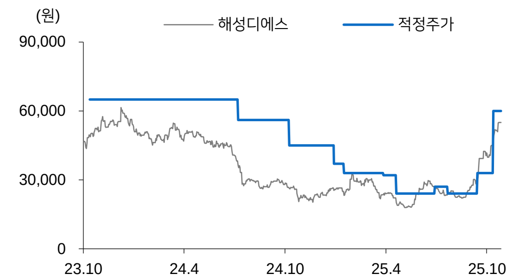


해성디에스(195870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.11.07	산업분석	Buy	65,000	양승수	-23.3	-5.4
2024.07.29	기업브리프	Buy	56,000	양승수	-47.9	-35.3
2024.10.28	기업브리프	Buy	45,000	양승수	-47.1	-39.2
2025.01.16	기업브리프	Buy	37,000	양승수	-29.8	-28.2
2025.02.03	기업브리프	Buy	33,000	양승수	-16.3	-1.1
2025.04.14	기업브리프	Buy	32,000	양승수	-25.5	-23.4
2025.05.07	기업브리프	Hold	24,000	양승수	-3.7	23.8
2025.07.15	기업브리프	Hold	27,000	양승수	-8.0	-0.6
2025.08.07	기업브리프	Hold	24,000	양승수	3.2	26.0
2025.09.29	기업브리프	Buy	33,000	양승수	20.5	36.2
2025.10.27	기업브리프	Buy	60,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

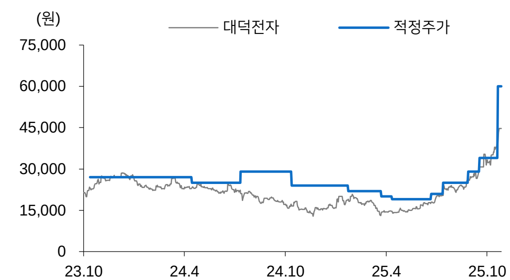


대덕전자(353200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.11.07	산업분석	Hold	27,000	양승수	-7.4	5.9
2024.05.07	기업브리프	Hold	25,000	양승수	-8.9	-0.4
2024.08.02	기업브리프	Buy	29,000	양승수	-34.6	-24.7
2024.11.01	기업브리프	Buy	24,000	양승수	-32.8	-16.7
2025.02.10	기업브리프	Buy	22,000	양승수	-19.8	-5.2
2025.04.10	기업브리프	Buy	20,000	양승수	-27.4	-25.7
2025.04.29	기업브리프	Buy	19,000	양승수	-17.2	-6.1
2025.07.08	기업브리프	Buy	21,000	양승수	-7.9	-1.2
2025.07.29	기업브리프	Buy	25,000	양승수	-6.8	3.8
2025.09.12	채권분석	Buy	29,000	양승수	-4.7	1.9
2025.10.02	기업브리프	Buy	34,000	양승수	1.5	17.2
2025.11.04	기업브리프	Buy	60,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

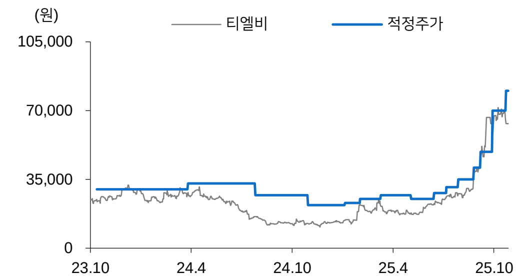


티엘비(356860) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.11.07	산업분석	Buy	30,000	양승수	-10.8	7.0
2024.04.18	기업브리프	Buy	33,000	양승수	-29.0	-5.6
2024.08.16	기업브리프	Buy	27,000	양승수	-50.7	-40.3
2024.11.18	기업브리프	Buy	22,000	양승수	-41.6	-35.2
2025.01.23	기업브리프	Buy	23,000	양승수	-33.9	-4.6
2025.02.19	기업브리프	Buy	25,000	양승수	-17.8	-0.4
2025.03.28	기업브리프	Buy	27,000	양승수	-31.3	-20.9
2025.05.21	기업브리프	Buy	25,000	양승수	-21.1	-9.6
2025.07.01	기업브리프	Buy	28,000	양승수	-15.0	-8.6
2025.07.23	기업브리프	Buy	31,000	양승수	-13.8	-9.0
2025.08.13	기업브리프	Buy	35,000	양승수	-17.9	-5.1
2025.09.10	기업브리프	Buy	41,000	양승수	-2.9	0.5
2025.09.22	기업브리프	Buy	49,000	양승수	9.1	35.7
2025.10.13	기업브리프	Buy	70,000	양승수	-4.2	2.3
2025.11.06	기업브리프	Buy	80,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

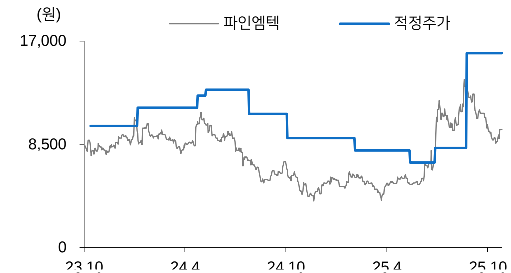


파인엠텍(441270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.11.07	산업분석	Buy	10,000	양승수	-14.3	7.0
2024.01.30	기업브리프	Buy	11,500	양승수	-22.4	-11.2
2024.05.16	기업브리프	Buy	12,500	양승수	-15.9	-11.0
2024.05.31	산업분석	Buy	13,000	양승수	-32.9	-21.5
2024.08.16	기업브리프	Buy	11,000	양승수	-43.0	-34.0
2024.10.23	기업브리프	Buy	9,000	양승수	-41.6	-29.3
2025.02.21	기업브리프	Buy	8,000	양승수	-34.0	-24.9
2025.05.30	기업브리프	Buy	7,000	양승수	-13.9	14.1
2025.07.14	기업브리프	Buy	8,200	양승수	32.7	68.8
2025.09.08	기업브리프	Buy	16,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



LG이노텍(011070) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.11.07	산업분석	Buy	320,000	양승수	-26.9	-20.2
2024.01.26	기업브리프	Buy	270,000	양승수	-27.3	-23.0
2024.04.24	기업브리프	Buy	280,000	양승수	-17.0	-11.6
2024.05.31	산업분석	Buy	330,000	양승수	-18.8	-8.5
2024.07.24	기업브리프	Buy	340,000	양승수	-28.2	-17.6
2024.10.02	기업브리프	Buy	290,000	양승수	-30.2	-26.6
2024.10.24	기업브리프	Buy	260,000	양승수	-32.4	-31.7
2024.11.06	산업분석	Buy	230,000	양승수	-27.9	-24.3
2025.01.02	기업브리프	Buy	220,000	양승수	-28.6	-19.3
2025.04.23	기업브리프	Buy	180,000	양승수	-18.0	-12.3
2025.07.24	기업브리프	Buy	185,000	양승수	-9.4	6.8
2025.09.30	기업브리프	Buy	220,000	양승수	-6.5	5.0
2025.10.30	기업브리프	Buy	250,000	양승수	-5.8	-3.6
2025.11.06	기업브리프	Buy	270,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이