

메리츠 현장 탐방기

Analyst 황수욱 soowook.hwang@meritz.co.kr
RA 박보경 pbg811@meritz.co.kr

Analyst 양승수 seungsoo.yang@meritz.co.kr

Industry Insight 2026. 3. 23



Contents

Summary	5
Part 1. Atom → Bit → Token	7
Part 2. Chip → Rack → Pod	35
기업분석	
두산 (000150)	72
삼성전기 (009150)	84
코리아씨키트 (007810)	91
대덕전자 (353200)	97
이수페타시스 (007660)	103
티엘비 (356860)	107
NVIDIA (NVDA US)	111
Coherent (COHR US)	114
Applied Opoelectronics (AAOI US)	117



전기전자/IT부품

Top Picks	투자판단	적정주가
두산 (000150)	Buy	1,700,000원
삼성전기 (009150)	Buy	590,000원
코리아씨키트 (007810)	Buy	95,000원
관심종목	투자판단	적정주가
대덕전자 (353200)	Buy	105,000원
이수페타시스 (007660)	Buy	170,000원
티엘비 (356860)	Buy	94,000원
해외기업 관심종목	투자판단	Bloomberg 평균 TP
NVIDIA (NVDA US)	Not Rated	270.40달러
Coherent (COHR US)	Not Rated	280.0달러
Applied Opoelectronics (AAOI US)	Not Rated	93.1달러

Summary

GTC 2026 Key Takeaways

1 Atom → Bit → Token

- GTC 2026의 화두는 AI 연산량 폭증. AI 에이전트로 토큰량의 단위는 수백~수만에서 백만 단위로 커짐. 인간의 노동력을 대체하기 시작한 AI 에이전트의 등장으로 경제 구조는 물리 경제에서 디지털 경제를 지나 토큰 단위의 경제, 토크노믹스로 이행 가속. 인간이 당면한 문제는 토큰을 어떻게 생산성으로 전환할지, 토큰 생산을 어떻게 효율적으로 할지. 토큰이란 AI가 언어를 처리하는 가장 작은 단위. 토큰을 생산하는 공장이 AI 팩토리. AI 팩토리의 최대 미덕은 토큰 생산 효율
- 토큰 생산 효율의 선두 주자인 엔비디아의 작년과 차별화된 GTC 2026의 포인트는 S/W 기반 엔드 유저 TAM 확장 (NemoClaw) + 하드웨어 최적화로 생각. 하드웨어 최적화는 '계층화/세분화'를 기반으로 DSX 프레임워크(SaaS)로 효율화. 이를 기반으로 엔비디아는 이제 랙 단위가 아닌 AI 팩토리 단위로 판매하는 기업이 되고자 함
- 엔비디아를 비롯한 미국 시장 주가는 가치주 프레임이 아닌 저평가 구간에 있다고 생각. AI 산업은 수직/수평적 확장 지속, 시장 방향 의심 없음. 투자 아이디어는 우리가 지속 강조해오던 토큰 생산 효율 관련 하드웨어 관련주가 여전히 핵심

2 Chip → Rack → Pod

- GTC 2026을 통해 NVIDIA는 AI 하드웨어 아키텍처를 Rack 중심에서 Pod 단위로 확장. 다수의 랙을 하나로 묶는 Pod 전체가 새로운 Scale-up 단위로 부상한 것이 핵심 변화이며, 컴퓨팅·네트워킹·스토리지로의 칩 기능 세분화도 본격화
- 칩 기능 세분화 및 Pod 단위 확장 국면에서 PCB 수요의 구조적 확대 요인 다수 포착
 - ① Cableless 구조 도입에 따른 PCB/CCL 사양 고도화
 - ② NVLink 탑재량 증가 및 칩 기능 세분화에 따른 네트워크 반도체 중심 FC-BGA 수요 확대
 - ③ Groq3 LPU 도입에 따른 FC-BGA·MLB·CCL 신규 공급망 형성
 - ④ Vera CPU 기반 서버랙 출시로 인한 SoC/MCM TAM 확대
 - ⑤ Kyber 서버랙 도입과 함께, 랙 내 신호 연결을 위한 초고다층 Midplane PCB 채택 확대
- 엔비디아의 인터커넥트 핵심 전략으로 부상한 CPO(Co-Packaged Optics)는 2026년 Scale-out 적용을 시작으로, 2026~2027년 Phase1 랙 간 연결 단계를 거쳐, 2028년 이후 Phase2 랙 내부로 확산되며 단계적인 성장 가속화를 전망

기업분석



국내기업	투자판단	적정주가
두산 (000150)	Buy	1,700,000원
삼성전기 (009150)	Buy	590,000원
코리아씨키트 (007810)	Buy	95,000원
대덕전자 (353200)	Buy	105,000원
이수페타시스 (007660)	Buy	170,000원
티엘비 (356860)	Buy	94,000원

해외기업	투자판단	Bloomberg 평균 TP
NVIDIA (NVDA US)	Not Rated	270.4달러
Coherent (COHR US)	Not Rated	280.0달러
Applied Optoelectronics (AAOI US)	Not Rated	93.1달러

두산 (000150) LPX의 주인공

Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	1,700,000원
현재주가 (3.20)	1,186,000원
상승여력	43.3%

KOSPI	5,781.20pt
시가총액	192,059억원
발행주식수	1,619만주
유동주식비율	42.93%
외국인비중	19.01%
52주 최고/최저가	1,278,000원/239,500원
평균거래대금	1,326.6억원

주요주주(%)	
박정원 외 26 인	41.08
국민연금공단	9.97

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.3	99.0	271.8
상대주가	13.8	18.6	69.6

주가그래프



북미 NV사 AI하드웨어 생태계 확장의 중심

- GTC 2026을 통해 북미 NV사는 AI 하드웨어 아키텍처를 Chip → Tray → Rack → Pod으로 확장. 이 과정에서 칩 기능의 세분화에 따라 다양한 신규 Tray가 추가되며, 구조적인 CCL 수요 확대 요인으로 작용
- Vera Rubin NVL72는 생산 과정에서의 비용 단축을 위해 Cableless 아키텍처를 최초 도입. Cableless 구현을 위해 장거리 신호 전송 구간에서 PCB 기반 신호 무결성 확보가 필수적이며, 이에 따른 설계·소재·구조의 고도화는 CCL 수요 확대를 견인
- 북미NV사가 추론 시장 공략을 위해 새롭게 제시한 LPX는 SRAM 기반 초고속 연산 구조와 저손실 구현이 핵심. 이에 따라 최초로 M9 등급 CCL 채택이 예상되며 동사와 대만 EMC의 공급망 진입이 유력
- 더 나아가 북미 NV사는 Rubin Ultra를 기점으로 Midplane PCB 기반 Kyber 랙 도입을 예고. 초고속 신호 전송(200Gbps PAM4)과 대규모 전력 분배 요구를 동시에 충족하기 위해 M9 등급 CCL 적용 확대를 전망
- Blackwell에 이은 Rubin향 Computing Tray용 CCL 단독 공급과 M9등급 CCL 적용 확대 효과로 동사 NV사항 매출액은 '25년 6,853억원 → '26년 1조 1,358억원 → '27년 1조 6,277억원으로 구조적 고성장 국면이 유지될 전망

투자의견 Buy 유지, 적정주가 170만원으로 상향

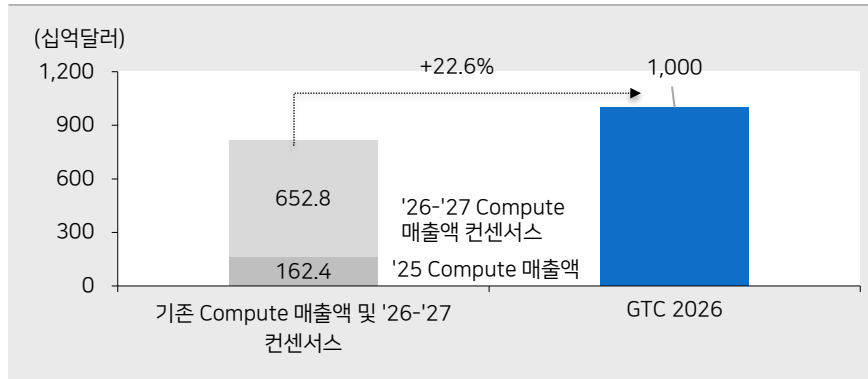
- 영업가치: 두산 전자BG 2026년 예상 순이익 5,580억원에 대만 EMC 2026년 PER 36.6배 적용 → 20.4조원으로 평가
- 지분가치: 주요 상장 자회사(두산에너지빌리티 등) 및 비상장 자회사 지분가치는 80% 할인율을 적용해 4.9조원으로 평가
- 3월 20일 기준 전자BG 영업가치만으로도 현재 두산 시가총액(19.2조원)을 상회. 자회사 지분가치와 향후 인수 예정인 실트론의 기업가치까지 반영할 경우, 현 주가에서도 추가적인 업사이드 여력은 충분하다고 판단

(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
2025P	19,784.2	1,062.7	143.6	8,179	-157.5	77,344	101.8	10.8	18.4	9.2	179.6
2026E	20,693.7	1,812.9	822.8	50,270	514.6	114,862	23.6	10.3	15.0	40.6	169.1
2027E	24,248.1	2,837.9	1,562.1	95,921	90.8	187,444	12.4	6.3	10.5	49.0	163.2

압도적인 수요가 기대되는 엔비디아 밸류체인

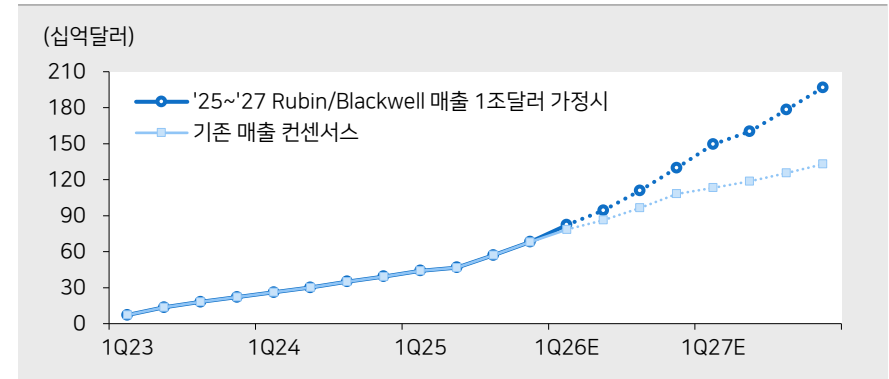
메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

젠슨 황의 Blackwell/Rubin 매출 가이드선스



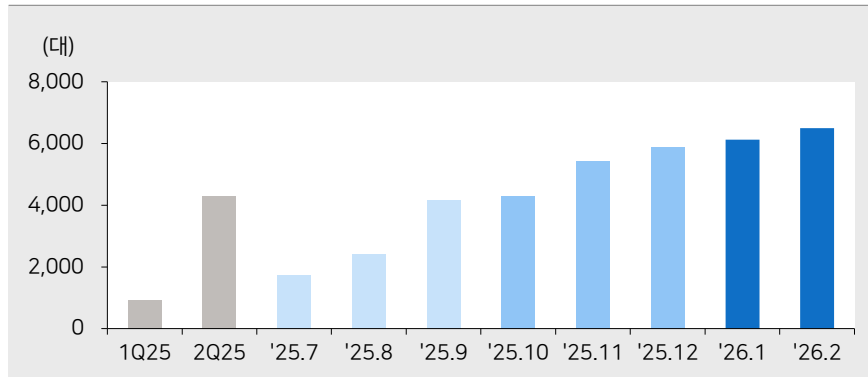
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

젠슨 황의 가이드선스 vs Bloomberg 매출액 컨센서스 비교



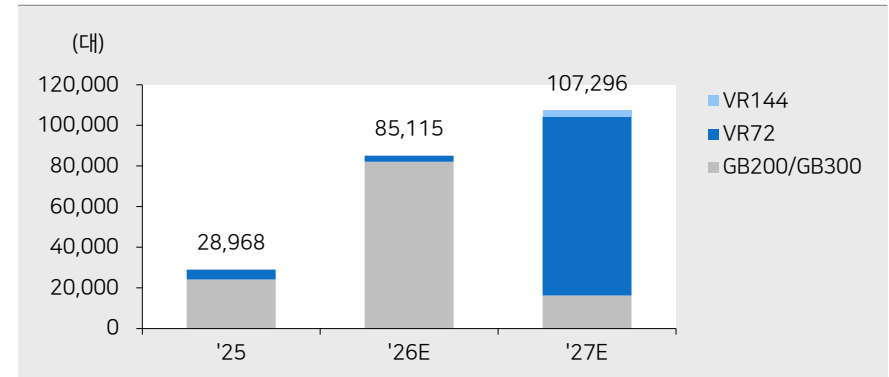
주: GTC2026 가이드선스에는 Rubin Ultra, 중국향 H200, Vera CPU 외부 판매, LPU 등이 미포함
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

GB racks (NVL72) 출하량 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

NVL 서버랙 출하 전망



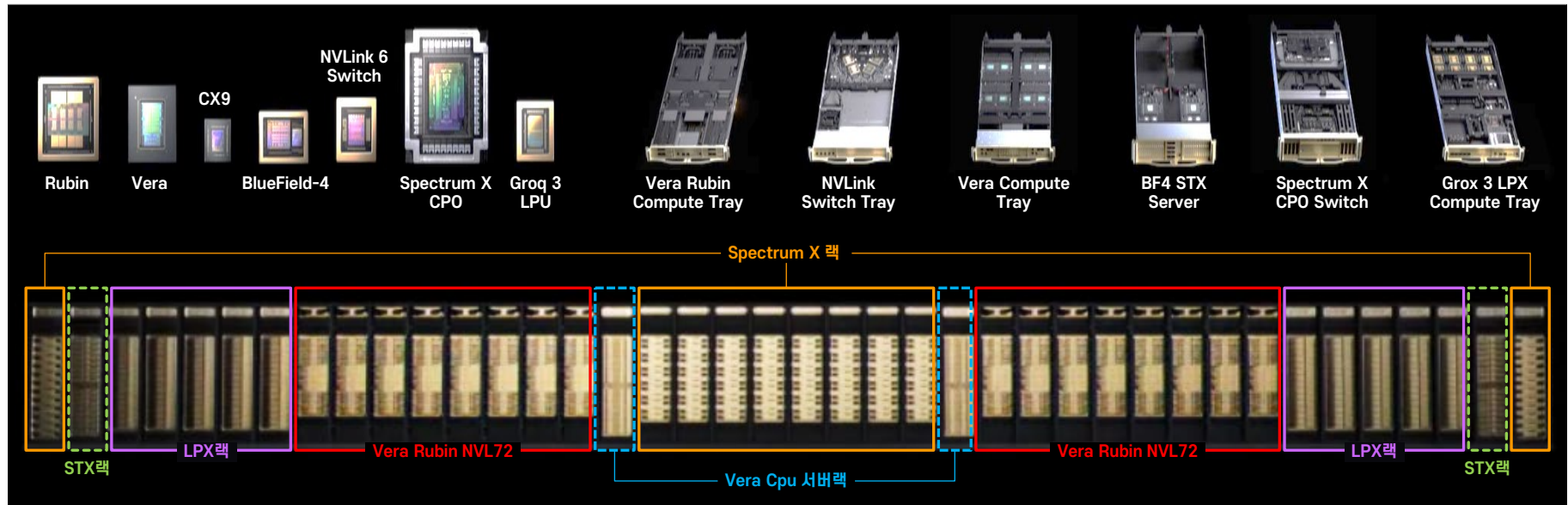
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

Chip → Tray → Rack → Pod로 재정의된 NVIDIA AI하드웨어 생태계

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

- GTC 2026에서 젠슨 황은 AI 하드웨어 확장의 개념을 기존 '랙(Rack)' 중심에서 'Pod' 단위로 재정의
→ Blackwell 아키텍처까지는 랙 내부 GPU 간 연결이 Scale-Up의 핵심이었다면, Vera Rubin부터는 다수의 랙을 하나로 묶은 Pod 전체가 Scale-Up의 새로운 단위로 확장된다는 점이 핵심 변화
- NVIDIA의 Vera Rubin Pod은 컴퓨팅, 네트워킹, 스토리지를 아우르는 7종의 칩을 극단적인 공동 설계방식으로 통합.
총 40개 랙으로 구성되며, 약 1.2경 개 트랜지스터, 2만 개 수준의 NVIDIA 다이, 1,152개의 Rubin GPU를 기반으로 구축
→ 이를 통해 최대 60 exaflops의 연산 성능과 총 10PB/s에 달하는 확장 대역폭을 구현

NVIDIA, AI하드웨어 생태계를 Chip → Tray → Rack → Pod로 확장



자료: GTC 2026, 메리츠증권 리서치센터

칩 기능 세분화 → Tray 확대로 연결 → CCL 수요 증가 요인

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

다양해진 NVIDIA의 Tray



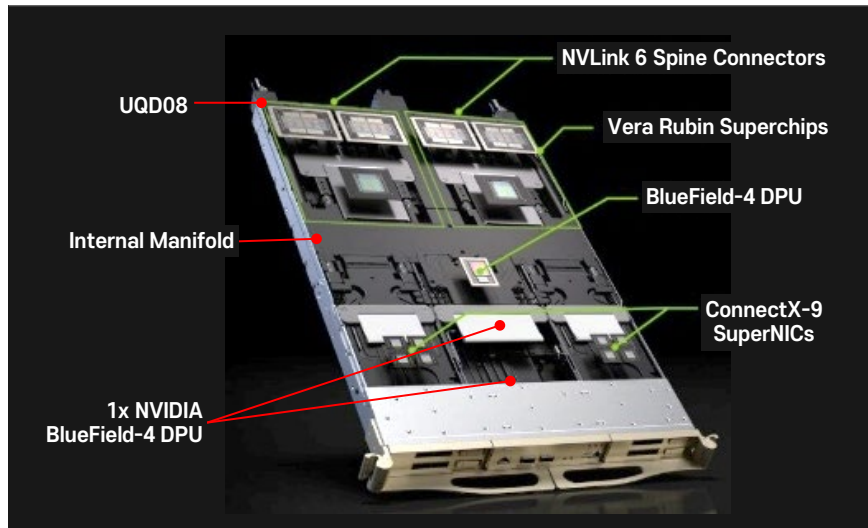
자료: GTC 2026, 메리츠증권 리서치센터

Vera Rubin NVL72, Cableless 아키텍처 도입

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

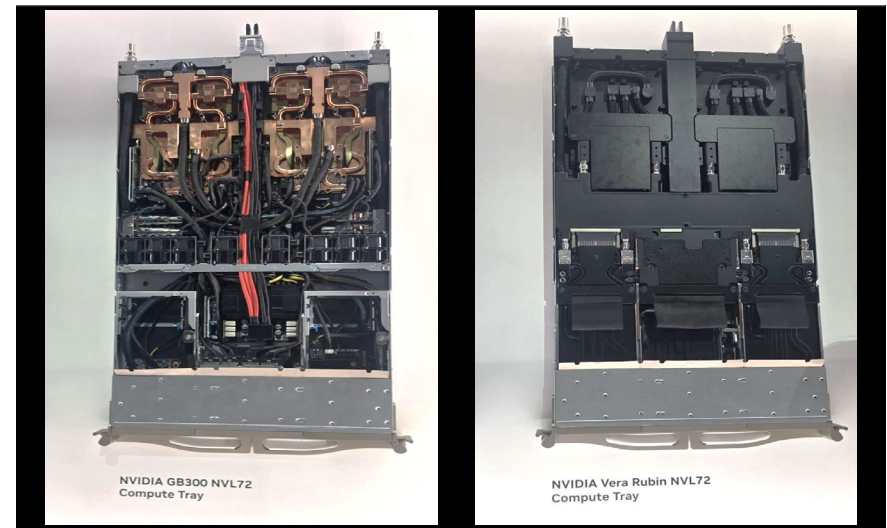
- Vera Rubin Pod 기준 Vera Rubin NVL72 서버랙은 16개를 활용
- Vera Rubin NVL72 내부의 컴퓨트 트레이는 PCB 미드프레임을 적용해 케이블, 호스, 팬이 필요 없는 구조를 구현했으며, 이를 통해 시스템 구조를 크게 단순화 → 컴퓨트 트레이 조립 시간은 기존 약 2시간에서 5분 수준으로 단축되어, 최대 20배 빠른 조립 및 유지보수를 구현
- 각 컴퓨트 트레이에는 NVIDIA Vera Rubin 슈퍼칩 2개가 탑재되며, 각 슈퍼칩은 약 17,000개의 부품으로 구성.
이는 최신 스마트폰 대비 약 5배에 달하는 수준
- Vera Rubin Superchips(2개의 Rubin GPU + Vera CPU) PCB 미드프레임을 통해 전면 모듈형 베이에 연결되며, 해당 베이에는 8개의 ConnectX-9 SuperNIC과 1개의 BlueField-4 DPU가 탑재

Vera Rubin NVL72 Computing tray



자료: GTC 2026, 메리츠증권 리서치센터

Cableless 구조 적용 전후 비교



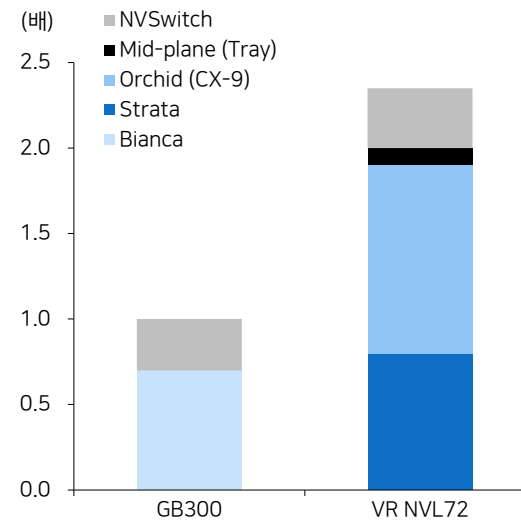
자료: GTC 2026, 메리츠증권 리서치센터

Cableless 구조 도입은 하이엔드 MLB + CCL 수요 확대를 수반

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

- Cableless 구조를 구현하기 CX-9 NIC는 새시 후면에서 새시 전면으로 위치가 변경 (Orchid 모듈)
- 이로 인해 신호 무결성이 우수한 PCIe Gen6(레인당 단방향 64Gbit/s, GPU/CPU ↔ NIC)가 더 긴 거리를 담당 → PCB 기반으로 구현 가능
cf) 기존 GB200/GB300은 CX-9 NIC ↔ OSFP 케이블의 먼 거리를 속도가 높은 200G Ethernet / IB로 연결, 신호손실로 인해 케이블 사용
- 그럼에도 불구하고, 약 500mm의 거리를 PCB를 통해 신호를 전송하기 위한 PCB 설계·소재의 업그레이드가 필요
- 저조도 동박(HVLP 등), 저손실·저유전율 유리섬유 등 고급 소재가 적용되며 CCL + PCB 비용 대폭 상승
- 다만 조립시간 단축 (2시간 → 5분), 케이블 제거, 수율 개선, 유지보수 단순화로 인해 전체 시스템 관점에서는 총비용이 오히려 감소하는 방향으로 작용

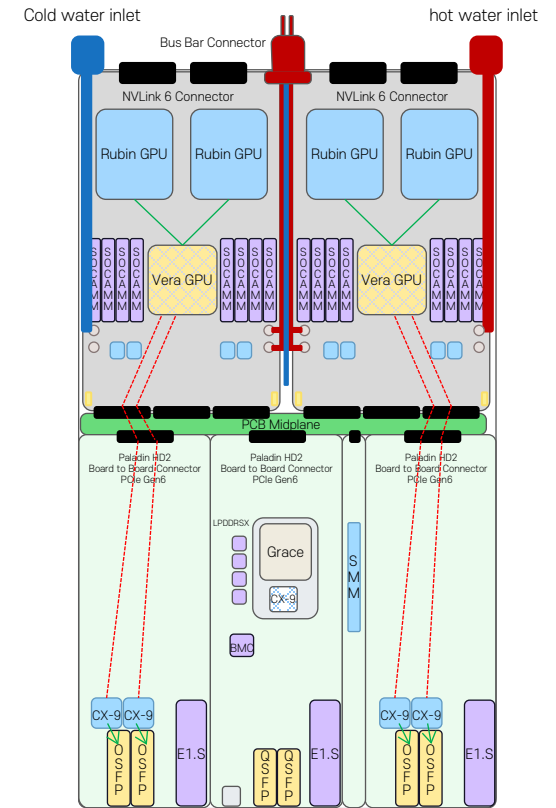
GB300 vs VR NVL72 High End PCB Area



자료: Semianalysis, 메리츠증권 리서치센터

VR NVL72 Compute Tray 구성

VR NVL72 Compute Tray Top View



자료: Semianalysis, 메리츠증권 리서치센터

고대했던 Groq3 LPU + LPX 서버랙 등장

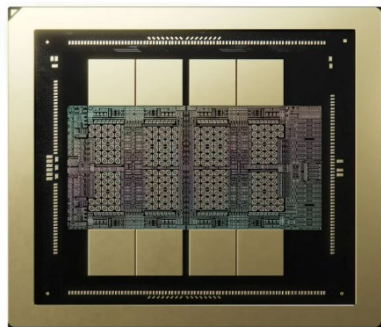
메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

- 이번 GTC에서 강조된 Agentic AI은 추론 토큰의 폭발적인 증가를 대응하기 위한 더 큰 컨텍스트 윈도우 처리와 낮은 지연시간이 요구
→ 이를 충족하기 위한 새로운 서버랙 Groq3 LPX 공개(HBM 대비 7배의 초고대역폭을 기반으로 지연시간을 최소화)
- LPX 랙 스케일 가속기는 액체 냉각 방식의 1U 컴퓨팅 트레이 32개를 탑재, 각 트레이는 대규모 저지연 추론을 지원하도록 설계
- 모든 트레이에는 8개의 LPU 가속기, 호스트 프로세서, 패브릭 확장 로직이 통합되어 있으며, Cableless 설계로 랙 스케일 배포를 간소화하고 컴퓨팅과 통신을 긴밀하게 연결
- NVIDIA는 LPX 기반 분산 추론 구조를 통해 기존 ASIC/GPU의 한계를 넘어선 고속·고효율 추론을 구현

Groq3 LPU와 Rubin GPU 비교

Uniting Processors of Extreme FLOPS and Bandwidth

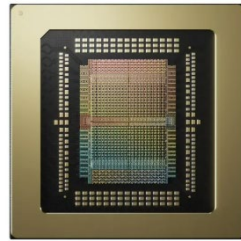
NVIDIA Rubin GPU + Groq 3 LPU



288 GB HBM4

22 TB/s

50 PFLOPs (NVFP4)



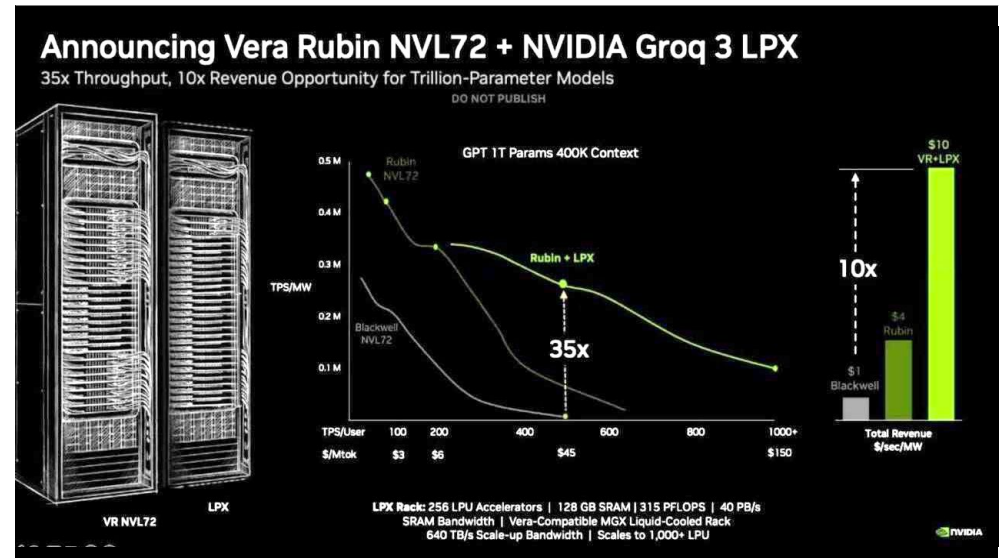
500 MB SRAM

150 TB/s SRAM Bandwidth

1.2 PFLOPs (FP8)

자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

Groq3 LPX 서버랙의 등장 → 분산 추론을 통한 고속·고효율 추론 구현 시사



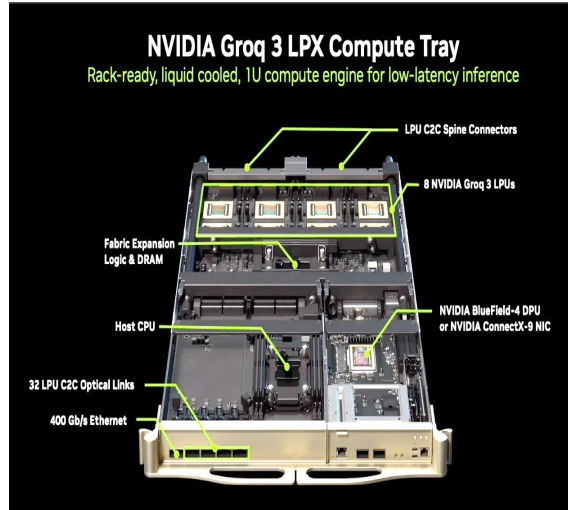
자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

새로운 업사이드가 기대되는 Groq3 LPX 밸류체인

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

- Vera Rubin Pod 기준 LPX 랙은 10개 사용 → 랙당 Tray는 32개 → LPU는 256개, 총 2,560개의 LPU가 출하
- LPU의 출하 개시는 2026년 3분기로 예상되며, 생산은 삼성 파운드리가 전량 담당할 전망
- 이에 대응하는 ABF 기판은 삼성전기, Ibiden 중심 공급 예상 (16L, 60×60mm² 로 서버용 CPU급)
- Compute Tray용 MLB는 52층 MultiLam(Sequentia) 다중적층 기술이 적용된 기판 채택이 예상되며, 이는 고다층 MLB 업체들에게 새로운 성장 기회로 작용
- SRAM 기반 초고속 연산 구현과 신호 손실 최소화를 위해 LPU용 Compute Tray에는 M9 등급 CCL 채택이 예상되며, 두산 전자BG와 대만 EMC의 공급망 합류를 전망

Groq3 LPX Compute tray



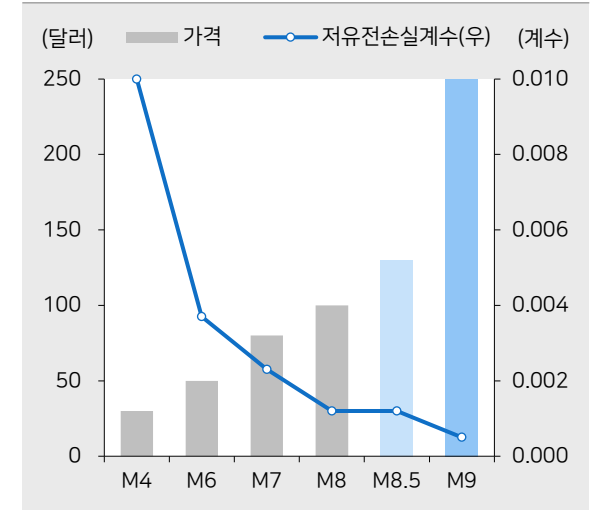
자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

Groq3 LPX 밸류체인 추정

분류	업체	비고
설계	Groq	SRAM 활용
제조	삼성 파운드리	4나노미터 공정 기반
FC-BGA	삼성전기, Ibiden	16L 60×60mm ²
Compute Tray	WUS	52L HLC
CCL	두산 전자BG, EMC	M9등급 CCL 적용

자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

CCL 등급별 저유전특성/가격 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

두산 실적 Snapshot

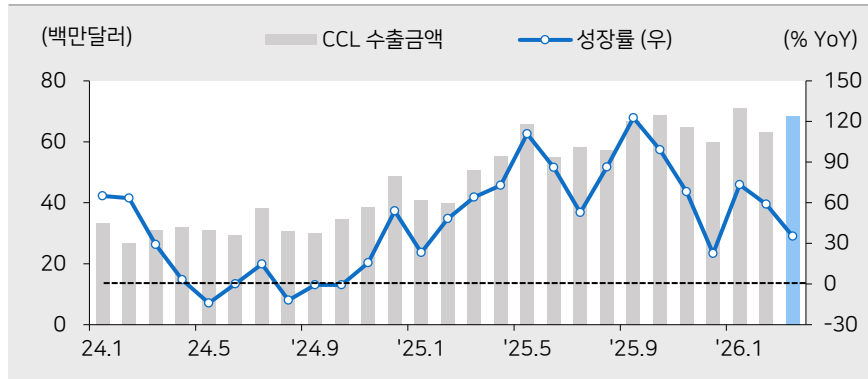
메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

실적 전망 (십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
환율(원)	1,452.9	1,401.4	1,390.0	1,450.0	1,455.0	1,410.0	1,420.0	1,425.0	1,423.6	1,427.5	1,415.0
연결매출액	4,298.7	5,346.4	4,452.4	5,686.7	4,550.3	5,318.3	4,817.0	6,008.2	19,784.1	20,693.7	24,248.1
두산자체사업	485.0	558.6	524.1	653.4	628.8	625.2	673.3	739.6	2,221.1	2,666.8	3,218.2
전자BG	402.9	476.2	439.9	556.7	550.2	544.3	592.9	646.1	1,875.7	2,333.6	2,875.2
두산에너빌리티	3,748.6	4,569.0	3,880.4	4,859.9	3,682.2	4,408.4	3,846.2	4,916.2	17,057.9	16,853.0	20,141.8
두산로보틱스	5.3	23.5	16.3	18.7	22.8	23.5	24.5	27.2	63.8	98.1	142.4
기타 및 연결조정	59.8	195.3	31.6	154.7	216.5	261.1	272.9	325.2	441.4	1,075.8	745.7
전자BG 매출 성장률 (% YoY)	116.0%	102.5%	76.2%	65.7%	36.6%	14.3%	34.8%	16.1%	86.2%	24.4%	23.2%
연결영업이익	198.5	357.8	231.3	275.2	389.2	444.3	387.9	591.6	1,062.7	1,812.9	2,682.9
두산자체사업	121.1	142.1	108.7	131.8	150.9	146.9	169.3	189.8	503.7	656.9	844.0
전자BG	116.1	136.2	103.9	128.7	144.1	140.2	164.3	185.1	484.9	633.8	821.9
두산에너빌리티	142.5	271.1	137.1	212.1	208.3	273.1	192.6	345.7	762.7	1,019.7	1,729.0
두산로보틱스	-6.7	-8.9	-5.0	-8.2	-2.2	-2.3	-2.4	-2.6	-28.8	-9.5	4.5
기타 및 연결조정	-174.5	-182.8	-113.4	-189.1	-111.9	-113.6	-136.0	-126.4	-659.8	-487.9	-716.5
전자BG 영업이익률 (%)	28.8%	28.6%	23.6%	23.1%	26.2%	25.8%	27.7%	28.7%	25.9%	27.2%	28.6%
세전이익	105.8	396.1	167.7	-179.6	322.0	365.8	287.3	487.8	490.0	1,462.8	2,622.1
지배주주순이익	23.6	78.6	121.1	-79.8	181.1	205.7	161.6	274.4	143.6	822.8	1,562.1
지배주주순이익률 (%)	0.6%	1.5%	2.7%	-1.4%	4.0%	3.9%	3.4%	4.6%	0.7%	4.0%	6.4%

자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

두산 Key Charts

국내 CCL 수출금액 추이



두산 Valuation: 전자BG 영업가치(20.4조) > 두산 시가총액(19.2조)

메리츠 현장 탐방기
TC 2026 Key Takeaways

투자의견 Buy, 적정주가 1.700,000원 제시

- 영업가치 : 20.4조원
두산 전자BG 2026년 예상 순이익 5,580억원에 대만 경쟁사 EMC 최근 한달 평균 PER 34.3배 적용
- 지분가치 : 4.9조원
주요 상장 자회사 (두산에너빌리티, 두산로보틱스, 오리콤) 및 비상장 자회사 지분가치는 보수적인 접근을 위해 80% 할인율 적용

두산 Valuation Table

구분		시가총액,장부가액 등 (십억원)	지분율 (%)	Value (십억원)	비고
영업가치					
전자BG		558	100.0	20,411.9	2026E EPS * EMC 한달 평균 PER 36.6배
지분가치					
상장 자회사	두산에너빌리티	65,040	30.4	19,766	최근 1개월 평균 증가 기준
	오리콤	70	60.9	43	최근 1개월 평균 증가 기준
	두산로보틱스	6,181	68.2	4,215	최근 1개월 평균 증가 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				4,917	80% 할인율 적용
합계 (a)				25,329	
순차입금 (b)				1,314	두산(별도) 순차입금
NAV (a - b)				24,015	
적정시가총액				24,015	
유통주식수 (주)				13,852,969	
적정 주가 (fair value, 원)				1,733,591	
적정 주가 ('0000 rounding, 원)				1,700,000	
현재 주가 (원)				1,186,000	3/20 기준 증가
괴리율				43.3%	

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

두산(000150)

메리츠 현장 탐방기

GTC 2026 Key Takeaways

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	19,130.1	18,132.9	19,784.2	20,693.7	24,248.1
매출액증가율(%)	12.6	-5.2	9.1	4.6	17.2
매출원가	15,885.1	15,170.7	16,534.6	16,715.6	18,958.9
매출총이익	3,245.1	2,962.1	3,249.6	3,978.1	5,289.2
판매비와관리비	1,808.8	1,958.4	2,186.9	2,165.2	2,451.3
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,062.7	1,812.9	2,837.9
영업이익률(%)	7.5	5.0	5.4	8.8	11.7
금융손익	-400.6	-216.1	-167.1	89.9	19.2
종속/관계기업관련손익	-42.3	27.9	23.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-542.4	-222.6	-428.9	-440.0	-80.0
세전계속사업이익	451.0	593.0	490.0	1,462.8	2,777.1
법인세비용	178.9	290.7	240.4	365.7	694.3
당기순이익	272.1	302.2	249.6	1,097.1	2,082.8
지배주주지분 순이익	-388.3	-226.2	143.6	822.8	1,562.1
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	11,446.3	11,912.7	14,910.6	16,398.0	20,727.7
현금및현금성자산	3,539.2	3,704.1	3,042.4	3,858.8	5,429.6
매출채권	1,665.7	1,718.4	2,967.6	3,135.4	3,825.3
재고자산	2,927.1	3,136.4	4,091.4	4,322.7	5,273.8
비유동자산	16,840.5	18,230.4	19,046.8	19,149.8	19,441.8
유형자산	6,509.4	7,012.6	6,981.1	7,052.9	7,123.1
무형자산	8,031.7	8,547.4	8,674.9	8,635.8	8,567.9
투자자산	938.9	1,196.4	1,959.9	2,030.3	2,320.0
자산총계	28,286.8	30,143.1	33,957.4	35,547.8	40,169.5
유동부채	11,438.9	11,024.2	14,339.3	14,800.5	16,697.3
매입채무	2,694.1	2,495.1	2,728.7	2,882.9	3,517.3
단기차입금	1,717.5	3,081.1	4,588.7	4,588.7	4,588.7
유동성장기부채	2,270.9	790.8	1,591.2	1,591.2	1,591.2
비유동부채	5,641.2	7,229.4	7,473.2	7,537.1	8,211.1
사채	626.6	1,089.1	599.0	599.0	599.0
장기차입금	2,308.7	3,313.8	3,171.5	3,071.5	3,071.5
부채총계	17,080.1	18,253.6	21,812.5	22,337.7	24,908.3
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,881.2	1,928.3	1,932.4	1,932.4	1,932.4
기타포괄이익누계액	599.6	688.9	728.4	728.4	728.4
이익잉여금	208.0	-81.6	31.2	822.2	2,352.5
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	10,514.2	10,788.5	11,309.2
자본총계	11,206.7	11,889.5	12,144.9	13,210.2	15,261.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동현금흐름	1,908.7	307.8	-1,090.2	1,847.5	2,713.7
당기순이익(손실)	272.1	302.2	249.6	1,097.1	2,082.8
유형자산감가상각비	547.5	603.3	652.5	725.2	743.7
무형자산상각비	156.8	164.0	139.5	69.1	67.9
운전자본의 증감	432.7	-1,052.6	-2,320.2	-44.0	-180.7
투자활동 현금흐름	-1,106.3	-994.8	-1,108.7	-916.3	-1,181.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-583.9	-710.4	-594.3	-796.9	-813.9
투자자산의 감소(증가)	-26.6	-143.2	-680.4	-70.4	-289.6
재무활동 현금흐름	636.3	573.9	1,626.4	-114.7	38.7
차입금증감	184.7	1,406.3	1,713.4	-82.9	70.5
자본의증가	276.5	47.2	4.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,465.0	164.9	-661.7	816.5	1,570.8
기초현금	2,074.2	3,539.2	3,704.1	3,042.4	3,858.8
기말현금	3,539.2	3,704.1	3,042.4	3,858.8	5,429.6
Key Financial Data					
	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	1,157,729	1,097,377	1,200,243	1,277,875	1,497,368
EPS(지배주주)	-24,026	-14,215	8,179	50,270	95,921
CFPS	140,780	127,486	109,608	164,957	245,030
EBITDAPS	129,547	107,177	112,516	160,999	225,363
BPS	75,846	69,123	77,344	114,862	187,444
DPS	2,000	2,000	1,700	1,700	1,700
배당수익률(%)	2.1	0.8	0.2	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	-3.9	-17.9	101.8	23.6	12.4
PCR	0.7	2.0	7.6	7.2	4.8
PSR	0.1	0.2	0.7	0.9	0.8
PBR	1.2	3.7	10.8	10.3	6.3
EBITDA(십억원)	2,140.6	1,771.0	1,854.7	2,607.2	3,649.5
EV/EBITDA	7.2	11.5	18.4	15.0	10.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.7	-14.6	9.2	40.6	49.0
EBITDA이익률	11.2	9.8	9.4	12.6	15.1
부채비율	152.4	153.5	179.6	169.1	163.2
금융비용부담률	2.4	2.7	2.5	2.6	2.2
이자보상배율(x)	3.1	2.0	2.1	3.4	5.4
매출채권회전율(x)	10.7	10.7	8.4	6.8	7.0
재고자산회전율(x)	6.7	6.0	5.5	4.9	5.1

삼성전기 (009150) 북미 NV사와의 FC-BGA 연결고리, 구조적 진화 중

Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	590,000원
현재주가 (3.20)	464,500원
상승여력	27.0%

KOSPI	5,781.20pt
시가총액	346,952억원
발행주식수	7,469만주
유동주식비율	73.53%
외국인비중	38.48%
52주 최고/최저가	479,500원/109,500원
평균거래대금	2,584.8억원

주요주주(%)	
삼성전자 외 5 인	23.79
국민연금공단	11.00
BlackRock Fund Advisors 외 12 인	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	23.2	135.0	233.0
상대주가	23.8	40.0	51.9

주가그래프



강화되는 북미 NV사와의 파트너십

- 올해 동사는 북미 NV사향 Switch Tray용 FC-BGA 공급망 신규 진입을 확정
- Vera Rubin NVL 72부터 GPU당 NVLink 링크 수가 36개로 확대됨에 따라 NVSwitch 탑재량이 기존 대비 2배 증가하며, NV사향 Switch용 FC-BGA 수요 역시 구조적으로 확대
→ 이에 따라 동사의 NV사향 공급 시점 또한 기존 예상 대비 앞당겨져 2분기부터 공급이 개시될 것으로 예상되며, Switch 대역폭 확장에 대응한 제품 스펙 고도화로 ASP 상승도 기대
- 또한 동사는 삼성 파운드리가 전량 생산하는 Groq3 LPU용 FC-BGA 공급에도 참여 중
→ 해당 제품의 스펙은 16층, 60×60mm² 규모의 서버 CPU급 기판으로 추정되며, 현재 동사와 일본 업체 중심으로 공급망이 구성된 가운데, 동사는 초기 양산 단계에서 퍼스트 벤더로 진입한 것으로 파악

T-Glass 공급 부족 장기화와 맞물리며 FC-BGA 쇼티지 심화 예상

- T-Glass 공급 부족은 2H25부터 본격화되었으며, 선두업체인 Nittobo를 중심으로 대만·중국 업체들의 증설이 발표되었음에도 1) 증설 이후 양산까지의 리드타임과 2) AI 중심의 가파른 수요 증가 영향으로 2027년까지 공급 부족이 지속 심화될 것으로 예상
- 2028년 이후 대규모 증설이 마무리되며 일부 병목 완화가 기대되나, 2027년까지는 FC-BGA 또한 수요의 구조적 확대와 공급 제약이 맞물리며 쇼티지 심화가 불가피할 전망
→ T-Glass 가격 상승 → CCL 가격 인상 → FC-BGA 가격 전가 및 고객사와의 장기공급계약(LTA) 계약 확대 예상

FC-BGA·MLCC 동반 초호황 국면 진입, 가격/수익성 중심 전략 강화 예상

- 최근 Murata의 수동부품 가격 인상은 동사의 MLCC ASP 상승 기대를 높이는 요인으로, 밸류에이션 상방 요인으로 작용할 전망
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가 590,000원 (12MF EPS 17,609원 *33.5배)로 +7.3% 상향 제시

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
(십억원)											
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
2025P	11,314.5	913.3	706.1	9,362	3.8	122,960	27.2	2.1	10.4	7.7	49.0
2026E	12,761.0	1,462.3	1,175.6	15,648	67.1	135,820	29.7	3.4	13.2	11.7	47.0
2027E	15,185.5	2,201.7	1,810.3	24,145	54.3	156,859	19.2	3.0	9.5	15.9	45.0

T-Glass 공급 부족 장기화와 맞물리며 FC-BGA 쇼티지 심화 예상

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

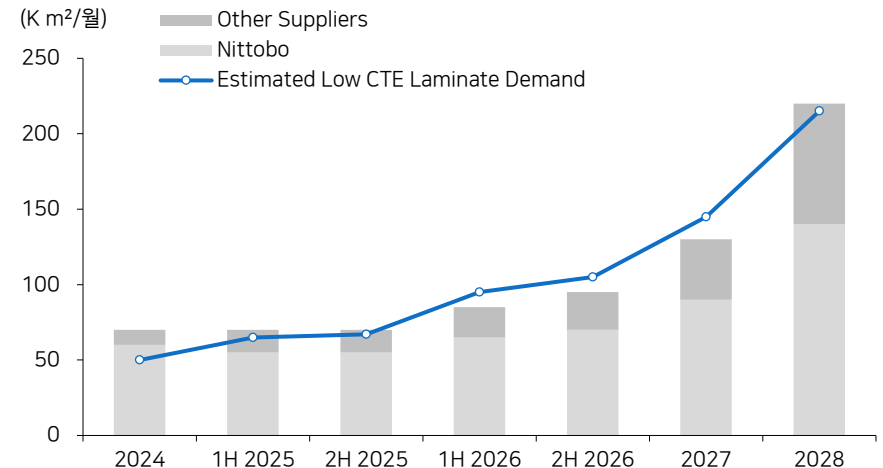
- FC-BGA용 T-Glass 공급 부족은 2H25부터 본격화되었으며, 선두업체인 Nittobo를 중심으로 대만·중국 업체들의 증설이 발표되었음에도
① 증설 이후 양산까지의 리드타임과 ② AI 중심의 가파른 수요 증가 영향으로 2027년까지 공급 부족이 지속·심화될 것으로 예상
- 2028년 이후 대규모 증설이 마무리되며 일부 병목 완화가 기대되나, 2027년까지는 FC-BGA 또한 수요의 구조적 확대와 공급 제약이 맞물리며 쇼티지 심화가 불가피할 전망
- T-Glass 가격 상승 → CCL 가격 인상(일본 Resonac, MGC 30% 인상 발표) → FC-BGA 가격 전가 및 고객사와의 LTA 계약 확대 예상
- 실제로 대만의 Unimicron은 최근 실적 발표에서 CCL의 가격 상승을 고객사에게 전가했음을 언급. 또한 당사 채널 체크에 의하면 Google, Microsoft 등 주요 하이퍼스케일러를 중심으로 Ibiden, Unimicron과의 3년 이상 FC-BGA LTA 계약 체결이 확대되고 있음

유리섬유 업체별 Low CTE Capa 및 증설 계획

Company	HQ	Low-CTE Glass Fabric Capacity (m ²) in Q1 2026	Future Expansion Plan
Nitto Boseki (Nittobo)	Japan	Production capacity is about 500K	Nittobo plans to invest \$530M for T-Glass. By Q1 2028, the capacity in Taiwan could double
Taiwan Glass	Taiwan	~100K	Running in full capacity of Low CTE glass now and will increase capacity in 2026
Taishan Glass	China	~50 to 100K	Double the Low CTE capacity by the end of 2026 to 100K or more
Grace Fabric Technology	China	~100K	Double the Low CTE capacity by the end of 2026 too ~200K
Nan Ya Plastics	Taiwan	~50K	Expand to 150K gradually in 2026
Fulltech	Taiwan	Very low volume production	-

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Low CTE 유리섬유 수요/공급 현황 및 전망 (2026~2027년 수요>공급)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 밸류에이션 테이블

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

삼성전기 PER 밸류에이션 테이블

		2023	2024	2025	2026E	2027E	
주가 (원)							
	High	165,000	176,500	282,500			
	Low	119,100	105,500	108,800			
	Average	144,878	140,539	163,827			
확정치	PER (배)	High	29.4	19.6	30.2		
		Low	21.2	11.7	11.6		
		Average	25.8	15.6	17.5		
	EPS (원)	(원)	5,617	9,022	9,362	15,648	24,145
		Growth (%)	-56.9	60.6	3.8	67.1	54.3
컨센서스	PER (배)	High	27.2	24.2	32.2		
		Low	19.6	14.5	12.4		
		Average	23.9	19.3	18.7		
	EPS (원)	(원)	6,064	7,283	8,777	13,816	18,080
		Growth (%)	-53.5	29.7	-2.7	47.6	16.6

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 적정주가 산정표

Fair Value (원)		비고
12MF EPS	17,609	
적정배수 (배)	33.5	2023~2025년 고점 PER 평균에 20% 프리미엄 부여
적정가치	589,061	
적정주가	590,000	
현재주가	464,500	
상승여력 (%)	27.0%	

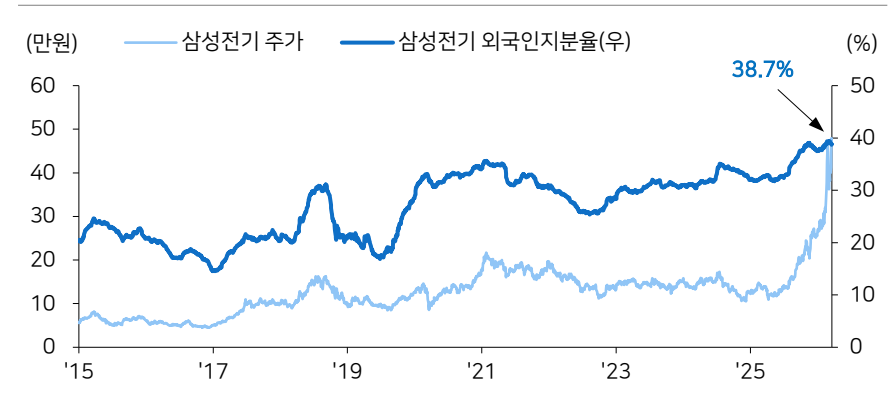
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 2026년, 2027년 실적 추정치 변경

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	12,761.0	12,633.6	1.0	15,185.5	15,000.9	1.2
영업이익	1,462.3	1,422.4	2.8	2,201.7	2,167.2	1.6
세전이익	1,478.0	1,439.1	2.7	2,265.1	2,230.9	1.5
지배주주 순이익	1,175.6	1,146.9	2.5	1,810.3	1,787.5	1.3
영업이익률(%)	11.5	11.3		14.5	14.4	
세전이익률(%)	11.6	11.4		14.9	14.9	
순이익률(%)	9.2	9.1		11.9	11.9	

자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 외국인지분을 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 Valuation Chart

삼성전기 PBR 밴드



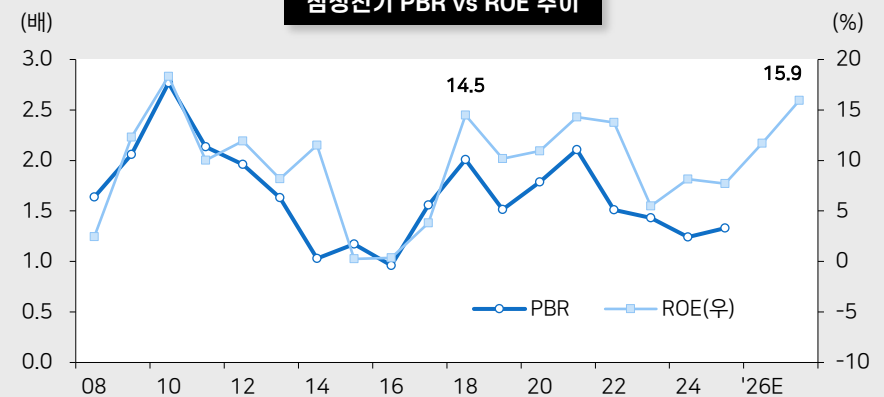
삼성전기 PBR 추이



삼성전기 PER 밴드



삼성전기 PBR vs ROE 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 실적 테이블

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
연결 매출액	2,738.6	2,784.6	2,889.0	2,902.1	3,036.2	3,025.6	3,319.6	3,379.6	11,314.4	12,761.0	15,185.5
(% QoQ)	9.9%	1.7%	3.7%	0.5%	4.6%	-0.3%	9.7%	1.8%			
(% YoY)	4.4%	7.9%	10.5%	16.4%	10.9%	8.7%	14.9%	16.5%	9.7%	12.8%	19.0%
컴포넌트솔루션	1,216	1,281	1,381	1,320	1,356	1,411	1,603	1,610	5,198	5,979	7,608
(% QoQ)	12.4%	5.3%	7.8%	-4.4%	2.7%	4.1%	13.6%	0.4%			
(% YoY)	18.9%	10.4%	15.4%	22.0%	11.5%	10.2%	16.0%	21.9%	16.5%	15.0%	27.2%
모듈솔루션	1,023	939	915	937	1,013	906	863	928	3,814	3,709	3,899
(% QoQ)	18.8%	-8.2%	-2.6%	2.5%	8.1%	-10.6%	-4.8%	7.5%			
(% YoY)	-12.8%	2.0%	6.3%	8.8%	-1.0%	-3.6%	-5.7%	-1.0%	0.0%	-2.8%	5.1%
기판솔루션	499	565	593	645	667	709	854	842	2,302	3,072	3,679
(% QoQ)	-9.1%	13.1%	5.1%	8.7%	3.5%	6.2%	20.6%	-1.4%			
(% YoY)	16.7%	13.1%	6.3%	17.3%	33.6%	25.5%	44.0%	30.7%	13.1%	33.5%	19.7%
영업이익	200.6	213.0	260.3	239.5	282.4	306.1	447.2	426.6	913.3	1,462.3	2,201.7
(% QoQ)	74.3%	6.2%	22.2%	-8.0%	17.9%	8.4%	46.1%	-4.6%			
(% YoY)	11.2%	2.4%	15.7%	108.2%	40.8%	43.7%	71.8%	78.1%	25.4%	60.1%	50.6%
컴포넌트솔루션	133.5	156.7	180.7	138.5	170.1	204.2	287.6	258.1	609.4	920.0	1,464.4
(% QoQ)	140.3%	17.3%	15.4%	-23.4%	22.8%	20.1%	40.8%	-10.2%			
(% YoY)	37.7%	10.5%	24.3%	149.2%	27.4%	30.4%	59.1%	86.4%	38.6%	51.0%	59.2%
모듈솔루션	44.3	31.5	39.6	53.3	47.9	21.3	27.3	40.4	168.7	137.0	131.6
(% QoQ)	167.6%	-28.8%	25.5%	34.7%	-10.1%	-55.5%	28.2%	47.7%			
(% YoY)	-29.4%	27.7%	17.6%	222.1%	8.2%	-32.4%	-30.9%	-24.2%	22.6%	-18.8%	-4.0%
기판솔루션	22.7	24.8	40.0	47.7	64.3	80.6	132.3	128.1	135.2	405.3	605.8
(% QoQ)	-47.0%	9.1%	61.2%	19.3%	34.9%	25.3%	64.2%	-3.1%			
(% YoY)	10.0%	-40.3%	-23.8%	11.1%	182.9%	224.8%	230.8%	168.7%	-14.2%	199.7%	49.5%
연결 영업이익률 (%)	7.3%	7.6%	9.0%	8.3%	9.3%	10.1%	13.5%	12.6%	8.1%	11.5%	14.5%
컴포넌트솔루션	11.0%	12.2%	13.1%	10.5%	12.5%	14.5%	17.9%	16.0%	11.7%	15.4%	19.2%
모듈솔루션	4.3%	3.4%	4.3%	5.7%	4.7%	2.4%	3.2%	4.4%	4.4%	3.7%	3.4%
기판솔루션	4.6%	4.4%	6.7%	7.4%	9.6%	11.4%	15.5%	15.2%	5.9%	13.2%	16.5%

자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 Peer Valuation

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

		시가총액	주가변화율 (%)					P/E (배)		P/B (배)		EPS 증가율 (%)		ROE (%)		매출액		영업이익		EV/EBITDA	
			1D	5D	1M	3M	6M	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
MLCC	삼성전기	22,949	-1.1	14.8	22.9	81.2	123.2	32.0	24.0	3.45	3.1	47.7	33.3	11.1	13.1	12,928	14,745	1,388	1,864	14.1	11.7
	Murata	46,206	-2.5	0.8	2.0	17.0	33.6	23.3	19.0	2.41	2.2	31.7	22.2	10.9	12.2	12,183	13,474	2,389	2,913	11.9	10.4
	Taiyo Yuden	3,397	-4.3	3.9	-10.4	19.1	20.5	23.1	16.7	1.57	1.5	69.3	37.9	7.2	9.1	2,377	2,563	210	283	7.5	6.6
	TDK	25,972	-2.9	-2.1	-10.6	-4.6	-2.2	18.1	16.1	1.94	1.8	14.8	12.2	11.0	11.4	16,156	17,040	1,906	2,138	7.4	6.8
	Yageo	17,600	-1.5	5.0	5.9	19.9	51.8	16.8	13.7	2.76	2.4	36.4	22.6	17.6	18.3	5,049	5,731	1,288	1,567	11.6	10.0
	삼화콘덴서	403	-0.3	15.0	34.5	83.9	67.5	27.7	19.4	2.05	1.9	70.5	43.2	7.7	10.2	340	376	22	35	n/a	n/a
ABF Substrate	삼성전기	22,949	-1.1	14.8	22.9	81.2	123.2	32.0	24.0	3.45	3.1	47.7	33.3	11.1	13.1	12,928	14,745	1,388	1,864	14.1	11.7
	Ibiden	14,698	-2.5	7.9	-9.7	41.9	93.7	38.0	28.8	3.98	3.5	46.3	31.8	11.1	12.9	3,127	3,629	564	740	13.2	10.6
	Kinsus	6,273	-0.9	19.7	43.1	173.0	246.3	48.0	29.3	4.64	4.1	64.0	165.9	10.3	13.7	1,499	1,854	181	249	17.5	14.2
	Nanya PCB	10,952	-3.6	5.0	30.0	121.7	129.7	53.1	29.2	7.03	6.3	84.6	255.2	13.6	19.0	1,714	2,163	245	445	24.2	18.3
	Unimicron	27,346	-4.6	9.1	50.1	151.2	252.2	47.5	26.2	7.58	6.2	159.0	81.1	16.2	25.2	5,286	6,644	685	1,263	21.3	14.1
	AT&S	2,173	-5.5	-4.0	-6.0	53.9	123.0	n/a	25.2	1.97	1.8	-242.9	62.0	-5.2	6.7	2,089	2,630	76	264	8.6	5.8
	대덕전자	2,721	7.1	30.8	41.8	72.1	192.6	28.2	21.8	4.08	3.5	200.9	29.2	15.0	16.9	1,392	1,609	174	228	14.0	11.8
	Ajinomoto	1,029	6.4	25.2	6.3	68.0	251.5	16.4	11.4	3.44	2.7	69.5	43.2	21.6	24.9	1,743	2,021	136	186	8.8	7.0
	Nitto Boseki	27,048	-3.8	0.2	-4.3	32.6	3.0	30.5	26.0	6.26	6.3	10.1	18.4	19.7	22.8	10,534	11,265	1,322	1,494	15.8	14.3

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기(009150)

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	8,892.4	10,294.1	11,314.5	12,761.0	15,185.5
매출액증가율(%)	-5.6	15.8	9.9	12.8	19.0
매출원가	7,173.1	8,334.9	9,037.1	9,763.8	11,683.8
매출총이익	1,719.4	1,959.2	2,277.4	2,997.2	3,501.7
판매비와관리비	1,058.8	1,224.2	1,364.0	1,534.9	1,300.0
영업이익	660.5	735.0	913.3	1,462.3	2,201.7
영업이익률(%)	7.4	7.1	8.1	11.5	14.5
금융손익	-15.0	-0.7	-4.0	5.5	33.2
종속/관계기업관련손익	-4.7	-1.0	0.7	0.0	0.0
기타영업외손익	-77.6	63.9	-14.2	10.2	30.2
세전계속사업이익	563.2	797.3	895.8	1,478.0	2,265.1
법인세비용	85.9	132.4	163.6	260.9	391.0
당기순이익	450.5	703.2	731.0	1,217.1	1,874.1
지배주주지분 순이익	423.0	679.1	706.1	1,175.6	1,810.3
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	5,208.4	5,891.8	7,097.6	8,366.2	10,379.4
현금및현금성자산	1,669.2	2,013.3	2,701.2	3,407.7	4,478.8
매출채권	1,126.4	1,390.5	1,792.6	2,021.8	2,405.9
재고자산	2,119.5	2,250.8	2,413.0	2,721.5	3,238.6
비유동자산	6,449.5	6,900.7	7,498.3	7,566.7	7,790.3
유형자산	5,603.3	5,933.2	6,221.6	6,315.4	6,540.1
무형자산	151.4	145.6	152.4	109.4	78.5
투자자산	295.6	418.0	643.2	660.9	690.7
자산총계	11,657.9	12,792.4	14,595.9	15,932.9	18,169.7
유동부채	2,900.5	3,056.9	3,819.5	4,023.8	4,407.7
매입채무	595.9	502.2	641.0	723.0	860.3
단기차입금	1,067.9	1,313.8	2,003.4	2,003.4	2,003.4
유동성장기부채	262.0	266.4	24.7	0.0	0.0
비유동부채	727.1	719.7	979.1	1,072.4	1,228.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	216.5	0.0	188.4	188.4	188.4
부채총계	3,627.6	3,776.6	4,798.6	5,096.2	5,636.5
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	1,182.0	1,182.0	1,182.0
이익잉여금	5,873.1	6,490.4	7,065.0	8,063.0	9,695.6
비지배주주지분	182.6	226.7	255.6	297.0	360.8
자본총계	8,030.3	9,015.9	9,797.3	10,836.7	12,533.2

메리츠 현장 탐방기

GTC 2026 Key Takeaways

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동현금흐름	1,180.4	1,429.8	1,490.1	2,215.4	2,849.0
당기순이익(손실)	450.5	703.2	731.0	1,217.1	1,874.1
유형자산감가상각비	789.0	789.9	883.6	1,106.3	1,275.3
무형자산상각비	47.7	50.3	41.1	43.0	30.9
운전자본의 증감	-300.7	-319.3	-707.5	-236.6	-396.6
투자활동 현금흐름	-1,022.9	-805.9	-1,222.9	-1,218.1	-1,512.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,209.8	-776.0	-1,192.1	-1,200.0	-1,500.0
투자자산의 감소(증가)	39.6	-123.3	-224.5	-17.8	-29.8
재무활동 현금흐름	-173.1	-309.1	418.1	-290.8	-265.7
차입금증감	91.3	39.5	641.2	-24.7	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-7.9	344.1	687.9	706.5	1,071.1
기초현금	1,677.1	1,669.2	2,013.3	2,701.2	3,407.7
기말현금	1,669.2	2,013.3	2,701.2	3,407.7	4,478.8
Key Financial Data					
	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	119,052	137,818	151,478	170,845	203,304
EPS(지배주주)	5,617	9,022	9,362	15,648	24,145
CFPS	21,629	23,564	30,076	35,064	47,064
EBITDAPS	20,045	21,089	24,607	34,965	46,964
BPS	101,129	113,261	122,960	135,820	156,859
DPS	1,150	1,800	2,350	2,350	2,350
배당수익률(%)	0.8	1.5	0.9	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	27.3	13.7	27.2	29.7	19.2
PCR	7.1	5.3	8.5	13.2	9.9
PSR	1.3	0.9	1.7	2.7	2.3
PBR	1.5	1.1	2.1	3.4	3.0
EBITDA(십억원)	1,497.2	1,575.2	1,838.0	2,611.6	3,507.9
EV/EBITDA	7.8	5.9	10.4	13.2	9.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	8.2	7.7	11.7	15.9
EBITDA이익률	16.8	15.3	16.2	20.5	23.1
부채비율	45.2	41.9	49.0	47.0	45.0
금융비용부담률	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
이자보상배율(x)	9.8	10.1	12.0	16.5	25.0
매출채권회전율(x)	8.4	8.2	7.1	6.7	6.9
재고자산회전율(x)	4.4	4.7	4.9	5.0	5.1

코리아씨키트 (007810) FC-BGA와 SoCAMP, 두 마리 토끼를 동시에

Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	95,000원
현재주가 (3.20)	64,600원
상승여력	47.1%

KOSPI	5,781.20pt
시가총액	15,493억원
발행주식수	2,398만주
유동주식비율	45.91%
외국인비중	5.30%
52주 최고/최저가	70,700원/8,980원
평균거래대금	275.3억원

주요주주(%)

영풍 외 6 인	54.01
국민연금공단	5.77

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.5	268.1	427.3
상대주가	8.0	119.4	140.5

주가그래프



저평가 받을 이유가 없는 동사의 기반 비즈니스(FC-BGA + SoCAMP)

- '26년, '27년 영업이익 6.1%, 10.2% 상향 조정을 반영, 적정주가를 기존 82,000원에서 95,000원으로 15.9% 상향 제시
- 현재 동사 주가는 당사 추정 별도 기준 '26E P/E 15.6배(연결 기준 13.1배)로 국내 Peer 대비 현저한 저평가 구간에 위치 (Bloomberg 컨센서스 기준 '26E P/E: 대덕전자 28.2배, 티엘비 21.6배, 심텍 21.7배)
- 동사 또한 메모리모듈 고도화와 SoCAMP 시장 재평가의 수혜가 기대되는 가운데, 국내 메모리모듈 업체들과 달리 고부가가치 FC-BGA 사업을 영위하고 있다는 점에서 현 밸류에이션은 펀더멘털 대비 과도한 할인 상태로 판단
- 특히 동사의 FC-BGA 매출의 대부분이 북미 브로드컴에 기반하고 있으며, 하반기 브로드컴향 AI 스위치향 신규 기반 납품을 통한 추가적인 리레이팅 기대

FC-BGA와 SoCAMP(ft. 메모리모듈) 모두 우상향 전개 예상

- 우호적인 업황을 기반으로 동사 FC-BGA 가동률은 2025년 55% → 2026년 70% → 2027년 85%로 상승할 것으로 예상. 또한 전략적으로 협력 중인 브로드컴향 FC-BGA 매출 내 AI향 비중 확대 여부 역시 추가적인 업사이드 요인으로 작용할 전망
- 메모리모듈 사업에서는 북미 고객사 내 높은 점유율을 유지하는 가운데, 국내 고객사 내 점유율 또한 점진적으로 확대될 것으로 기대
- '27년 동사 SoCAMP향 매출액은 750억원(+301.0% YoY)을 전망. 스마트폰용 Build-up PCB 양산 경험 기반 HDI 레퍼런스를 확보하고 있어, 공정 난이도와 수율 장벽 측면에서 경쟁사 대비 우위를 예상
- '26년 연결 기준 영업이익 1,404억원(+160.9% YoY), 별도 기준 1,237억원(+133.1% YoY)을 전망하며, 메모리 관련 모듈 및 패키지 기판의 가격 인상 흐름이 가속화될 경우 실적 추정치의 추가 상향 여력도 존재

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,332.2	-32.1	-36.6	-1,550	-153.3	15,784	-12.9	1.3	14.0	-8.1	74.2
2024	1,407.0	-33.2	-125.9	-5,331	244.0	13,848	-1.7	0.7	8.0	-31.1	84.3
2025P	1,509.7	53.8	53.8	2,276	-142.7	15,813	21.2	3.1	12.4	13.2	77.4
2026E	1,887.9	140.4	118.4	4,948	117.3	19,876	13.1	3.3	8.7	24.1	75.2
2027E	2,213.0	188.4	156.2	6,512	31.6	25,507	9.9	2.5	6.7	24.8	69.7

코리아씨키트 실적 테이블

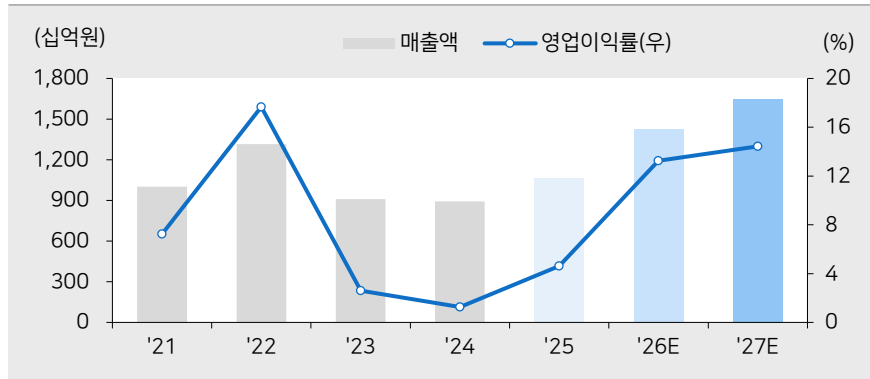
메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액(연결)	354.6	331.3	375.7	448.1	427.3	449.5	486.8	524.4	1,509.7	1,887.9	2,213.0
(% QoQ)	5.8%	-6.6%	13.4%	19.3%	-4.7%	5.2%	8.3%	7.7%			
(% YoY)	-0.1%	-11.7%	10.0%	33.7%	20.5%	35.7%	29.6%	17.0%	7.3%	25.0%	17.2%
매출액(별도)	180.0	200.5	227.6	254.9	242.8	277.3	305.5	328.3	863.0	1,153.9	1,467.1
HDI	104.4	110.3	132.0	150.4	145.7	169.2	198.6	216.7	497.1	730.1	894.9
Build-up	53.3	58.3	51.7	50.4	48.3	45.3	49.3	54.2	213.7	197.1	223.7
Module/SSD	41.4	44.1	68.3	79.8	86.4	109.8	130.8	140.2	233.6	467.2	599.6
Others	9.7	7.8	12.0	20.2	10.9	14.0	18.5	22.3	49.7	65.7	71.6
Package Substrate	75.6	90.2	95.6	104.5	97.1	108.1	106.9	111.6	365.9	423.8	572.2
FC-BGA	39.6	42.1	45.5	49.1	45.6	53.0	54.5	59.2	176.3	212.3	297.5
Others	36.0	48.1	50.1	55.4	51.5	55.2	52.4	52.5	189.6	211.5	274.6
영업이익(별도)	3.6	8.5	12.3	28.8	21.9	27.3	35.0	39.5	53.1	123.7	171.3
(% QoQ)	흑전	135.6%	44.7%	134.5%	-23.8%	24.6%	27.9%	13.1%			
(% YoY)	흑전	흑전	흑전	흑전	509.7%	222.4%	185.0%	37.5%	흑전	133.1%	38.4%
별도 영업이익률 (%)	2.0%	4.2%	5.4%	11.3%	9.0%	9.9%	11.4%	12.0%	3.5%	6.6%	7.7%
영업이익(연결)	-1.7	6.2	13.3	36.1	26.5	30.8	37.7	45.4	53.8	140.4	188.4
(% QoQ)	적축	흑전	115.5%	171.9%	-26.4%	15.9%	22.4%	20.6%			
(% YoY)	적축	흑전	흑전	흑전	흑전	399.7%	184.0%	26.0%	흑전	160.9%	34.2%
연결 영업이익률 (%)	-0.5%	1.9%	3.5%	8.0%	6.2%	6.8%	7.7%	8.7%	3.6%	7.4%	8.5%
세전이익	4.3	3.2	16.4	31.6	27.2	31.4	38.3	46.1	55.5	142.9	195.5
당기순이익	-2.2	4.1	13.6	38.2	22.9	27.1	34.0	41.8	53.8	122.7	162.2
당기순이익률 (%)	-0.6%	1.2%	3.6%	8.5%	5.4%	6.0%	7.0%	8.0%	3.6%	6.5%	7.3%

자료: 코리아씨키트, 메리츠증권 리서치센터

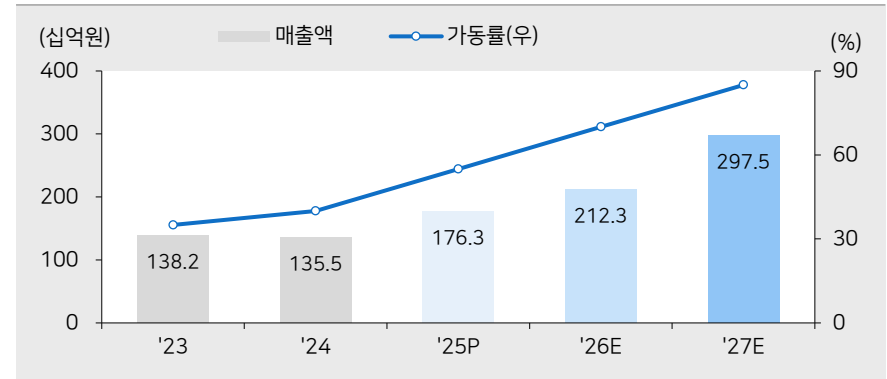
코리아씨키트 Key Charts

코리아씨키트 수주잔고 추이



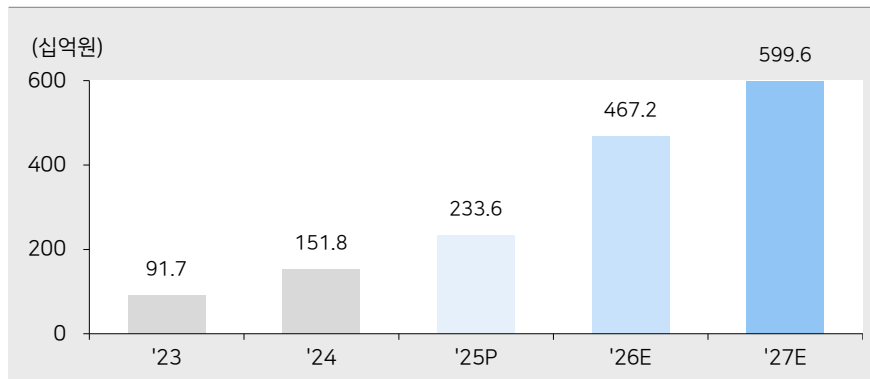
자료: 코리아씨키트, 메리츠증권 리서치센터

코리아씨키트 FC-BGA 매출액 추이 및 전망



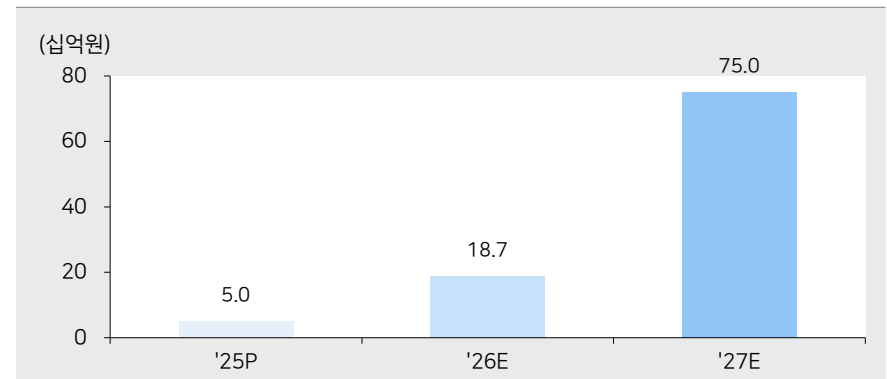
자료: 코리아씨키트, 메리츠증권 리서치센터

코리아씨키트 Memory Module 매출액 추이 및 전망



자료: 코리아씨키트, 메리츠증권 리서치센터

코리아씨키트 SoCAMP 매출액 전망



자료: 코리아씨키트, 메리츠증권 리서치센터

코리아씨키트 밸류에이션 테이블

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

코리아씨키트 PER 밸류에이션 테이블

			2023	2024	2025	2026E	2027E
주가 (원)	High		22,550	22,250	48,300		
	Low		11,500	7,740	8,980		
	Average		15,837	14,201	15,739		
확정치	PER (배)	High	nm	nm	21.2		
		Low	nm	nm	3.9		
		Average	nm	nm	6.9		
	EPS (원)	(원)	-1,550	-5,331	2,276	4,947	6,512
		Growth (%)	-153.3	244.0	-142.7	117.3	31.6
컨센서스	PER (배)	High	nm	nm	25.8		
		Low	nm	nm	4.8		
		Average	nm	nm	8.4		
	EPS (원)	(원)	-566	-1,472	1,875	3,757	5,000
		Growth (%)	-119.5	-5.0	-135.2	65.0	33.1

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

코리아씨키트 적정주가 산정표

Fair Value (원)		비고
12MF EPS (원)	4,534	별도 기준
적정배수 (배)	21.0	국내 기판 업체 평균 (대덕전자, 티엘비, 심텍, 해성디에스)
적정가치	94,987	
적정주가	95,000	
현재주가	64,600	
상승여력 (%)	47.1%	

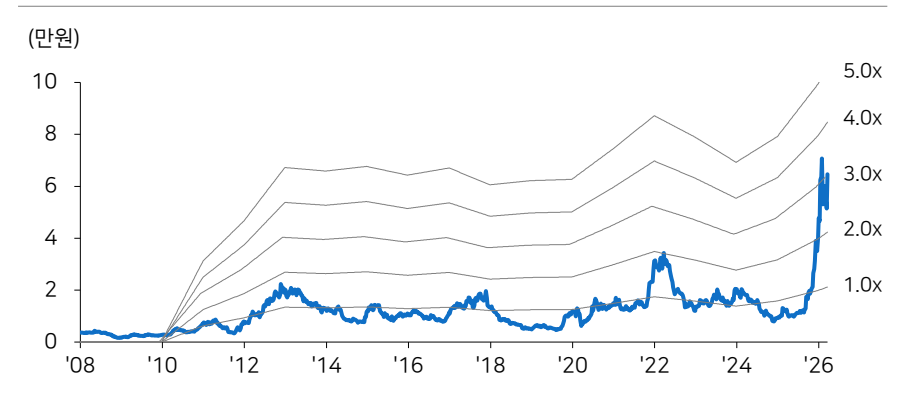
자료: 메리츠증권 리서치센터

코리아씨키트 2026년, 2027년 실적 추정치 변경

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	1,887.9	1,727.0	9.3	2,213.0	2,016.1	9.8
영업이익	123.7	116.6	6.1	171.3	155.5	10.2
세전이익	137.8	134.1	2.8	188.3	178.7	5.3
지배주주 순이익	118.4	115.2	2.8	156.2	148.3	5.3
영업이익률(%)	6.6	6.8		7.7	7.7	
세전이익률(%)	7.3	7.8		8.5	8.9	
순이익률(%)	6.3	6.7		7.1	7.4	

자료: 코리아씨키트, 메리츠증권 리서치센터

코리아씨키트 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

PCB 밸류에이션 비교 (Bloomberg 컨센서스 기준)

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

		시가총액	주가변화율 (%)					P/E (배)		P/B (배)		EPS 증가율 (%)		ROE (%)		매출액		영업이익		EV/EBITDA	
			1D	5D	1M	3M	6M	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
PCB	코리아씨키트	1,029	6.4	25.2	6.3	68.0	251.5	16.4	11.4	3.44	2.7	69.5	43.2	21.6	24.9	1,743	2,021	136	186	8.8	7.0
	티엘비	506	-0.6	33.9	24.6	24.4	66.2	21.5	15.5	4.77	3.7	75.4	38.8	24.6	27.0	346	419	45	65	15.0	11.0
	이수페타시스	6,195	-0.4	18.8	25.6	3.5	65.4	35.2	24.4	10.37	7.3	53.2	44.1	34.8	35.7	1,559	2,079	335	473	24.9	17.4
	대덕전자	2,721	7.1	30.8	41.8	72.1	192.6	28.2	21.8	4.08	3.5	200.9	29.2	15.0	16.9	1,392	1,609	174	228	14.0	11.8
	심텍	1,552	5.9	21.6	20.9	21.1	69.8	21.6	14.4	3.92	3.1	-157.1	50.6	20.2	23.6	1,662	1,884	150	217	12.0	9.3
	해성디에스	661	4.7	10.6	0.5	2.3	94.0	12.2	10.0	1.55	1.4	226.4	22.1	13.5	14.4	789	867	101	122	7.0	6.0
	Unimicron	27,346	-4.6	9.1	50.1	151.2	252.2	47.5	26.2	7.58	6.2	159.0	81.1	16.2	25.2	5,286	6,644	685	1,263	21.3	14.1
	Victory Giant	35,228	0.5	0.2	7.2	-6.4	-11.6	27.3	16.5	10.54	7.1	112.4	65.0	40.4	42.8	4,748	7,583	1,471	2,439	20.7	12.2
	WUS(Kunshan)	23,499	-2.4	3.8	21.9	18.1	5.3	30.4	22.0	8.73	6.8	42.6	37.8	30.1	31.1	3,688	4,865	937	1,295	22.4	16.3
	Shennan Circuits	24,636	-0.1	-0.2	6.2	10.5	16.2	33.5	24.1	7.43	5.9	58.2	38.9	25.8	28.1	4,430	5,543	801	1,094	24.6	19.1
	Zhending	7,027	-	11.1	17.7	45.5	19.7	17.5	11.9	1.58	n/a	68.7	46.9	9.2	13.0	6,643	7,953	628	930	7.2	5.3
	Gold Circuit	15,803	-1.7	5.7	19.2	52.0	119.8	29.3	20.2	12.69	8.6	68.3	45.1	52.1	52.0	2,786	3,731	780	1,125	18.4	12.8
	Tripod Tech	5,977	-0.8	-4.5	-6.4	15.1	18.2	14.5	11.5	3.21	2.7	25.0	26.1	22.3	24.0	2,608	2,972	512	641	8.0	6.8
	TTM Tech	9,506	-5.7	1.0	-15.2	29.1	68.8	28.8	20.9	5.32	4.7	83.4	38.2	16.3	18.8	3,379	3,951	434	480	18.7	14.5

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

코리아써키트(007810)

메리츠 현장 탐방기

GTC 2026 Key Takeaways

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	1,332.2	1,407.0	1,509.7	1,887.9	2,213.0
매출액증가율(%)	-16.6	5.6	7.3	25.0	17.2
매출원가	1,306.3	1,388.9	1,399.9	1,681.8	1,949.5
매출총이익	25.9	18.0	109.9	206.1	263.5
판매비와관리비	58.0	51.2	56.0	65.7	75.1
영업이익	-32.1	-33.2	53.8	140.4	188.4
영업이익률(%)	-2.4	-2.4	3.6	7.4	8.5
금융손익	1.6	-9.3	-6.8	2.2	6.6
종속/관계기업관련손익	1.2	-2.9	-0.4	0.0	0.0
기타영업외손익	2.8	-113.0	8.9	-4.7	-6.7
세전계속사업이익	-26.5	-158.4	55.5	137.8	188.3
법인세비용	1.8	-29.4	0.4	16.5	28.2
당기순이익	-28.3	-129.0	55.1	121.3	160.0
지배주주지분 순이익	-36.6	-125.9	53.8	118.4	156.2
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	522.4	576.8	673.5	858.1	1,102.9
현금및현금성자산	89.5	136.9	201.5	267.8	411.0
매출채권	202.9	221.8	238.0	297.6	348.8
재고자산	131.1	120.6	129.5	161.9	189.8
비유동자산	714.1	678.6	632.6	644.4	624.1
유형자산	582.1	397.1	350.5	360.3	338.3
무형자산	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7
투자자산	107.4	249.8	250.3	252.4	254.2
자산총계	1,236.5	1,255.4	1,306.1	1,502.5	1,727.0
유동부채	242.8	291.4	282.0	339.0	388.0
매입채무	108.4	99.4	106.7	133.4	156.4
단기차입금	28.9	54.5	54.5	54.5	54.5
유동성장기부채	23.6	24.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	283.8	282.8	287.7	305.9	321.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	205.9	214.5	214.5	214.5	214.5
부채총계	526.6	574.2	569.8	644.9	709.4
자본금	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7
자본잉여금	94.2	94.1	94.1	94.1	94.1
기타포괄이익누계액	-6.0	68.0	68.0	68.0	68.0
이익잉여금	330.7	203.8	257.6	376.0	532.1
비지배주주지분	277.9	302.2	303.5	306.4	310.3
자본총계	709.9	681.2	736.3	857.6	1,017.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동현금흐름	53.0	99.5	109.4	170.3	206.4
당기순이익(손실)	-28.3	-129.0	55.1	121.3	160.0
유형자산감가상각비	94.5	112.0	66.6	70.2	62.0
무형자산상각비	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-25.0	-27.9	-7.1	-26.0	-22.4
투자활동 현금흐름	-65.0	-64.7	-20.2	-104.8	-64.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-78.0	-49.8	-20.0	-80.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	6.8	-145.3	-0.6	-2.1	-1.8
재무활동 현금흐름	31.7	8.2	-24.6	0.9	0.8
차입금증감	38.5	37.3	-24.6	0.9	0.8
자본의증가	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	19.0	47.4	64.6	66.3	143.2
기초현금	70.6	89.5	136.9	201.5	267.8
기말현금	89.5	136.9	201.5	267.8	411.0
Key Financial Data					
	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	56,401	59,564	63,915	78,899	92,276
EPS(지배주주)	-1,550	-5,331	2,276	4,948	6,512
CFPS	3,762	5,352	4,999	8,803	10,444
EBITDAPS	2,645	3,338	5,099	8,803	10,444
BPS	15,784	13,848	15,813	19,876	25,507
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-12.9	-1.7	21.2	13.1	9.9
PCR	5.3	1.7	9.7	7.3	6.2
PSR	0.4	0.2	0.8	0.8	0.7
PBR	1.3	0.7	3.1	3.3	2.5
EBITDA(십억원)	62.5	78.9	120.4	210.6	250.5
EV/EBITDA	14.0	8.0	12.4	8.7	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-8.1	-31.1	13.2	24.1	24.8
EBITDA이익률	4.7	5.6	8.0	11.2	11.3
부채비율	74.2	84.3	77.4	75.2	69.7
금융비용부담률	0.6	0.9	0.9	0.7	0.6
이자보상배율(x)	-3.9	-2.6	4.1	11.0	14.8
매출채권회전율(x)	6.7	6.6	6.6	7.1	6.8
재고자산회전율(x)	8.8	11.2	12.1	13.0	12.6

대덕전자 (353200) 대한민국 FC-BGA의 자존심

Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	105,000원
현재주가 (3.20)	82,800원
상승여력	26.8%

KOSPI	5,781.20pt
시가총액	40,917억원
발행주식수	4,942만주
유동주식비율	67.23%
외국인비중	16.41%
52주 최고/최저가	82,800원/13,120원
평균거래대금	749.1억원

주요주주(%)

대덕 외 2 인	32.77
국민연금공단	12.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	41.8	205.0	356.2
상대주가	42.5	81.7	108.1

주가그래프



투자의견 Buy, 적정주가 105,000원 제시

- 당사는 동사의 FC-BGA 경쟁력에 대해 글로벌 Peer 수준의 밸류에이션을 적극적으로 반영하는 구간에 진입했다고 판단
- 이는 동사가 AI 데이터센터용 eSSD 컨트롤러 및 광모듈용 FC-BGA 중심으로 실적 개선 국면에 진입한 가운데, 1H26 자율주행용 FC-BGA 생산 확대, 2H26 서버급 FC-BGA 양산 개시, 2027년 퍼지컬 AI/추론용 AI 가속기향 FC-BGA 공급으로 이어지는 단계적 성장 로드맵을 확보했기 때문
- 글로벌 FC-BGA 밸류체인은 주가는 업사이클 장기화 기대가 반영되며 40~45배 수준의 프리미엄 밸류에이션에 거래 중
- '26년, '27년 영업이익을 각각 +5.3%, +10.4% 조정하고, Target Multiple을 22.7배에서 30.2배 (글로벌 FC-BGA 평균 대비 30% 할인) 로 확대 적용함에 따라 적정주가를 기존 71,000원에서 105,000원으로 47.9% 상향 제시

FC-BGA 기반 2027년 눈높이 상향 조정

- 현 FC-BGA 업황은 2022년을 상회하는 수준으로 판단. 수요 측면에서는 AI 시스템이 Chip-Tray-Pod 구조로 확장되며 칩 기능이 세분화되고, 이에 따라 네트워크 반도체 중심의 FC-BGA의 구조적 수요 증가가 진행 중
- 더불어 AI Agent 시대 도래와 함께 CPU가 새로운 병목 구간으로 부상하면서 CPU향 FC-BGA 수요 또한 빠르게 확대
- 공급 측면에서는 업스트림 원재료인 T-Glass의 공급 부족이 지속되며, FC-BGA 업사이클 장기화를 지지하는 요인으로 작용
- 동사 역시 FC-BGA 공급 부족 기반의 ASP 상승 효과가 2H26부터 실적에 본격 반영될 것으로 전망하며, 당사 추정 '27년 영업이익은 2,375억원(+25.5% YoY)으로 '22년 업사이클 정점(2,325억원)을 상회하는 이익 사이클 상단 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
2025P	1,065.3	49.1	47.6	942	103.1	17,419	50.0	2.7	14.5	5.4	31.3
2026E	1,427.9	189.3	163.8	3,293	249.6	20,099	25.1	4.1	13.5	17.0	34.3
2027E	1,646.0	237.5	210.7	4,242	28.8	23,688	19.5	3.5	11.4	18.7	33.1

대덕전자 실적 테이블

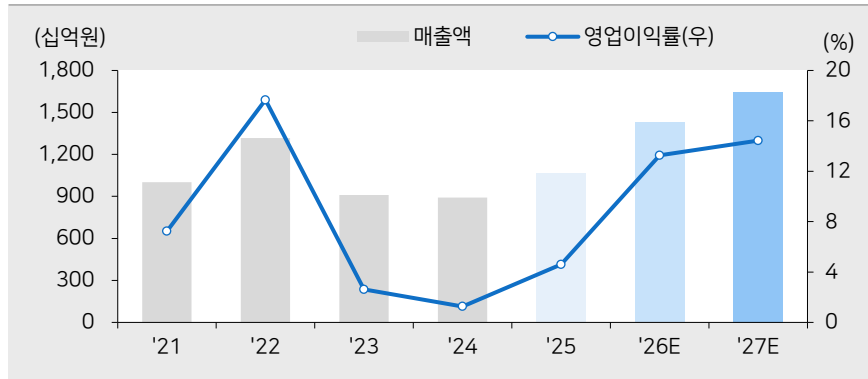
메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	215.6	246.2	286.6	318.3	332.4	350.3	372.4	375.2	1,065.4	1,427.8	1,646.0
(% QoQ)	4.3%	14.2%	16.4%	11.1%	4.4%	5.4%	6.3%	0.8%			
(% YoY)	0.3%	3.3%	23.1%	54.0%	54.1%	42.3%	29.9%	17.9%	19.4%	34.0%	15.3%
패키지기판	176.6	207.9	243.8	273.7	284.7	298.1	305.0	300.3	902.0	1,188.0	1,287.2
Memory	101.3	127.1	158.0	160.5	162.7	170.3	172.8	168.6	546.9	674.3	703.2
Non-Memory	75.3	80.7	85.8	113.2	122.0	127.7	132.3	131.7	355.0	513.7	584.0
MLB기판	38.8	37.7	42.4	44.2	47.2	51.7	66.7	74.2	163.1	239.8	358.8
영업이익	-6.2	1.9	24.4	29.0	43.3	47.6	53.2	45.2	49.1	189.3	237.5
(% QoQ)	적확	흑전	1210.1%	18.6%	49.3%	10.0%	11.6%	-15.0%			
(% YoY)	적확	-82.9%	165.2%	흑전	흑전	2453.2%	117.5%	55.8%	336.2%	285.4%	25.5%
영업이익률 (%)	-2.9%	0.8%	8.5%	9.1%	13.0%	13.6%	14.3%	12.0%	4.6%	13.3%	14.4%
세전이익	-6.3	-1.9	28.9	32.7	45.9	50.3	55.8	47.8	53.4	199.8	252.9
지배주주순이익	-5.7	4.4	23.3	25.6	36.9	41.3	46.8	38.8	47.6	163.8	210.7
지배주주순이익률 (%)	-2.6%	1.8%	8.1%	8.0%	11.1%	11.8%	12.6%	10.3%	4.5%	11.5%	12.8%

자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

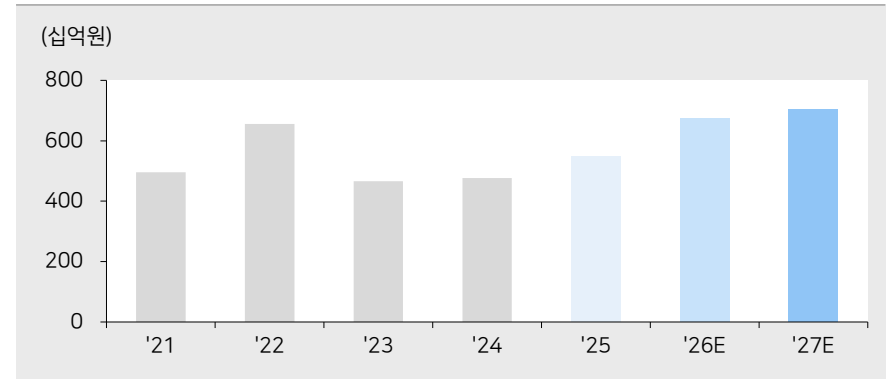
대덕전자 Key Charts

대덕전자 연도별 실적 추이 및 전망



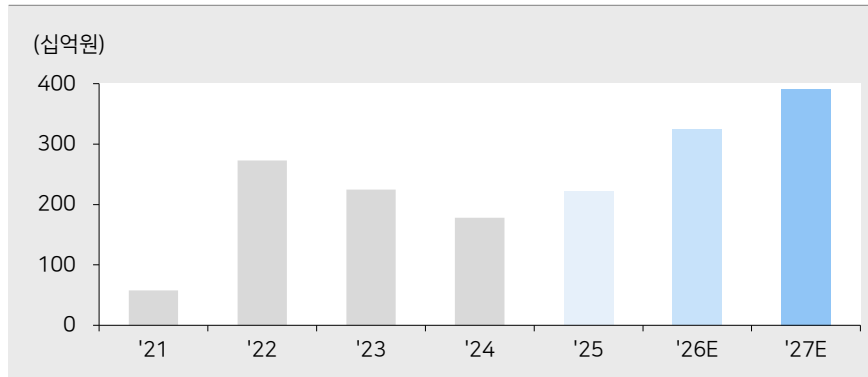
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 Memory Package Substrate 매출액 추이



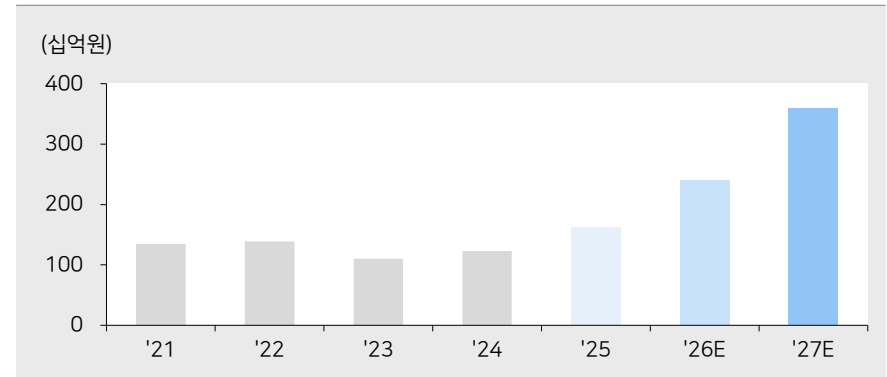
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 FC-BGA 매출액 추이



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 MLB 매출액 추이



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 밸류에이션 테이블

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

대덕전자 PER 밸류에이션 테이블

			2023	2024	2025	2026E	2027E
주가 (원)		High	39,650	29,950	54,300		
		Low	17,900	12,870	12,900		
		Average	25,464	21,301	24,769		
확정치	PER (배)	High	79.2	64.6	57.6		
		Low	35.8	27.8	13.7		
		Average	50.9	45.9	26.3		
	EPS (원)	(원)	501	464	942	3,293	4,242
		Growth (%)	-86.5	-7.4	103.1	249.6	28.8
컨센서스	PER (배)	High	71.2	59.2	61.2		
		Low	32.1	25.4	14.5		
		Average	45.7	42.1	27.9		
	EPS (원)	(원)	557	506	887	2,944	3,761
		Growth (%)	-85.0	1.1	91.3	212.6	14.2

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 적정주가 산정표

Fair Value (원)		비고
12MF EPS	3,494	
적정배수 (배)	30.2	글로벌 FC-BGA 업체 평균에 30% 할인
적정가치	105,344	
적정주가	105,000	
현재주가	82,800	
상승여력 (%)	26.8%	

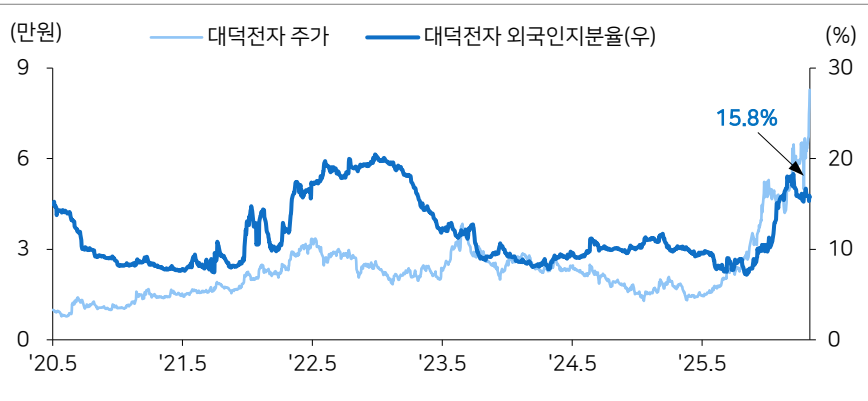
자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 2026년, 2027년 실적 추정치 변경

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	1,427.8	1,413.0	1.1	1,646.0	1,582.8	4.0
영업이익	189.3	179.8	5.3	237.5	215.2	10.4
세전이익	199.8	192.0	4.0	252.9	229.3	10.3
지배주주 순이익	163.8	157.5	4.0	210.7	192.6	9.4
영업이익률(%)	13.3	12.7		14.4	13.6	
세전이익률(%)	14.0	13.6		15.4	14.5	
순이익률(%)	11.5	11.1		12.8	12.2	

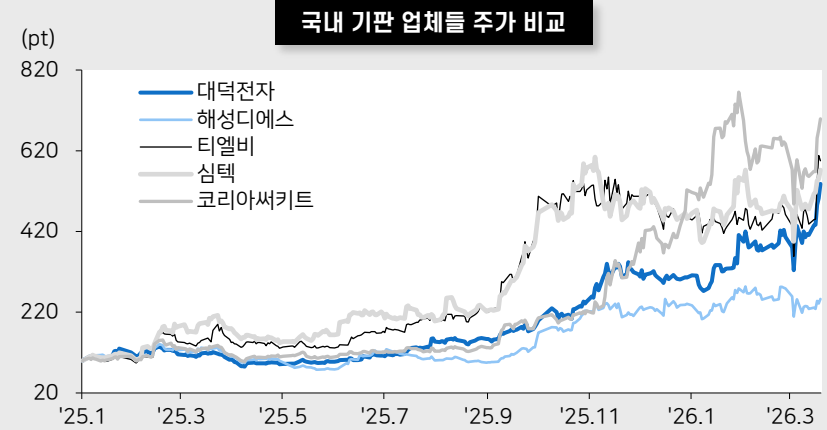
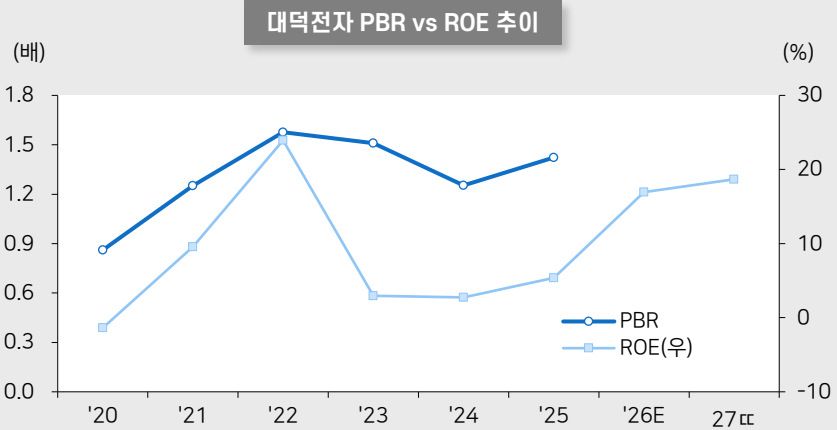
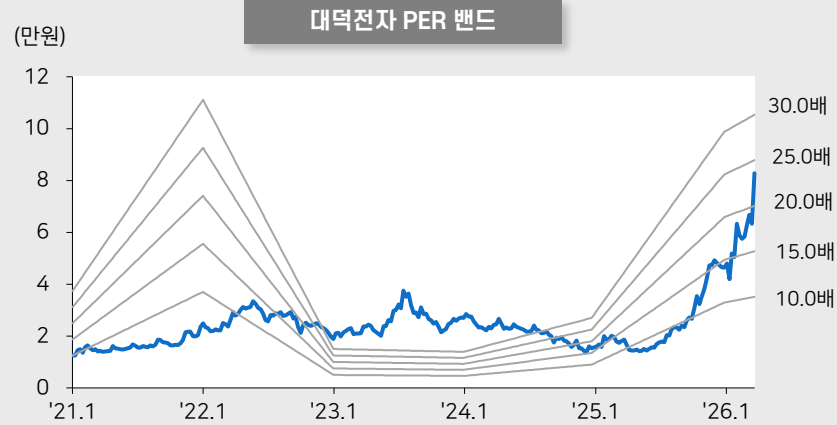
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 외국인지분율 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 Valuation Chart



자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자(353200)

메리츠 현장 탐방기

GTC 2026 Key Takeaways

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	909.7	892.1	1,065.3	1,427.9	1,646.0
매출액증가율(%)	-30.9	-1.9	19.4	34.0	15.3
매출원가	834.5	830.6	957.0	1,163.2	1,310.6
매출총이익	75.1	61.6	108.3	264.7	335.4
판매비와관리비	51.4	50.3	59.2	75.4	97.9
영업이익	23.7	11.3	49.1	189.3	237.5
영업이익률(%)	2.6	1.3	4.6	13.3	14.4
금융손익	9.1	17.1	0.4	9.5	13.4
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.5	1.8	4.0	1.0	2.0
세전계속사업이익	28.4	30.2	53.4	199.8	252.9
법인세비용	3.0	6.4	5.8	36.0	42.3
당기순이익	25.4	23.8	47.6	163.8	210.7
지배주주지분 순이익	25.4	23.8	47.6	163.8	210.7
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	433.1	465.9	588.4	806.1	1,027.0
현금및현금성자산	76.6	38.2	33.9	62.8	170.1
매출채권	123.2	128.4	196.6	263.5	303.7
재고자산	90.6	100.5	148.6	199.2	229.6
비유동자산	694.5	622.9	589.6	584.7	597.8
유형자산	629.2	567.7	535.7	534.6	550.3
무형자산	12.8	11.0	12.1	8.1	5.4
투자자산	7.0	7.3	6.9	7.1	7.2
자산총계	1,127.5	1,088.7	1,178.0	1,390.8	1,624.7
유동부채	176.7	159.7	248.1	311.7	354.2
매입채무	46.2	42.4	65.1	87.2	100.6
단기차입금	0.0	2.3	34.2	34.2	34.2
유동성장기부채	6.8	6.8	6.8	0.0	0.0
비유동부채	82.5	53.5	32.6	43.7	50.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	12.9	6.6	0.0	0.0	0.0
부채총계	259.2	213.2	280.7	355.4	404.5
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	1.5	1.5	1.5
이익잉여금	296.7	301.6	325.0	463.0	647.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	868.3	875.5	897.3	1,035.3	1,220.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동현금흐름	180.8	97.8	71.6	215.8	271.0
당기순이익(손실)	25.4	23.8	47.6	163.8	210.7
유형자산감가상각비	110.5	113.4	96.9	91.1	84.3
무형자산상각비	4.6	4.1	3.6	4.0	2.7
운전자본의 증감	40.5	-64.3	-124.6	-41.0	-24.7
투자활동 현금흐름	-197.5	-116.1	-79.5	-154.3	-138.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-117.1	-59.6	-64.9	-90.0	-100.0
투자자산의 감소(증가)	-1.0	-0.2	0.4	-0.2	-0.1
재무활동 현금흐름	-28.9	-20.6	4.2	-32.6	-25.7
차입금증감	-7.2	-4.2	25.2	-6.8	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-45.8	-38.4	-4.3	29.0	107.3
기초현금	122.4	76.6	38.2	33.9	62.8
기말현금	76.6	38.2	33.9	62.8	170.1
Key Financial Data					
	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	18,408	18,053	21,557	28,894	33,309
EPS(지배주주)	501	464	942	3,293	4,242
CFPS	3,800	3,291	3,822	5,775	6,607
EBITDAPS	2,808	2,604	3,027	5,755	6,567
BPS	16,857	16,996	17,419	20,099	23,688
DPS	300	400	500	500	500
배당수익률(%)	1.1	2.6	1.1	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	54.0	33.4	50.0	25.1	19.5
PCR	7.1	4.7	12.3	14.3	12.5
PSR	1.5	0.9	2.2	2.9	2.5
PBR	1.6	0.9	2.7	4.1	3.5
EBITDA(십억원)	138.8	128.7	149.6	284.4	324.5
EV/EBITDA	8.5	4.5	14.5	13.5	11.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	2.7	5.4	17.0	18.7
EBITDA이익률	15.3	14.4	14.0	19.9	19.7
부채비율	29.9	24.4	31.3	34.3	33.1
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	25.8	16.5	39.8	116.1	160.0
매출채권회전율(x)	5.8	7.1	6.6	6.2	5.8
재고자산회전율(x)	8.6	9.3	8.6	8.2	7.7

이수페타시스 (007660) 'Tray' 확대와 '광' 전환, 동시에 열린 기회

Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	170,000원
현재주가 (3.20)	126,800원
상승여력	34.1%

KOSPI	5,781.20pt
시가총액	93,083억원
발행주식수	7,341만주
유동주식비율	73.45%
외국인비중	26.38%
52주 최고/최저가	148,200원/28,650원
평균거래대금	1,659.3억원

주요주주(%)

이수 외 5인	26.13
국민연금공단	10.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	26.2	64.0	216.2
상대주가	26.8	-2.2	44.2

주가그래프



'Tray' 확대와 '광' 전환, 동시 수혜 구간 진입

- 북미 N사의 칩 기능 세분화 과정에서 다수의 Tray가 신규로 등장하며, 이는 동사를 포함한 고다층 MLB 업체들에게 구조적인 수요 확대 요인으로 작용할 전망이다
- 동사는 현재 북미 N사향 UBB 제품만을 양산 중이나, 차세대 Switch Tray향 제품에 대해서도 샘플 대응을 진행 중. Tray 세분화와 고객사의 복수 벤더 전략을 감안할 때, 향후 공급망 내 점유율 확대를 기대
- 주력 납품 중인 G사향 제품의 경우 8세대부터 Multiram 구조 적용이 확정되며 동사의 기술 경쟁력은 유지될 것으로 판단
- G사향 8세대 제품은 3분기 일부, 4분기 본격 양산이 예상되며, 다중 적층 구조 적용으로 ASP 상승 폭이 과거 대비 크게 확대될 전망이다 (6세대 → 7세대 ASP 약 30% 상승)
- Scale-Out Network 내 Optical 연결은 올해를 기점으로 400G에서 800G로 전환되는 구간에 진입했으며, 동사는 북미 A사 외 다수의 White Box 고객사 800G 제품을 대응 중
- 2027년부터는 1.6T로의 추가 전환이 예상되며, 동사 역시 관련 제품에 대한 선제적인 샘플 대응을 진행 중인 것으로 파악

2027년 ASP 상승 효과에 대한 재평가 필요

- 2027년 영업이익 4,643억원(+38.2% YoY)으로 컨센서스(3,982억원) +16.6% 상회 전망
- G사향 다중적층 제품 전환, 400G→800G→1.6T로 이어지는 네트워크 스펙 고도화, 북미 N사 및 다수 ASIC 고객사로의 신규 다중적층 제품 납품 확대를 통해 ASP 상승 기반의 레버리지 극대화 기대
- 투자의견 Buy, 적정주가 170,000원(12MF EPS 4,014원 X 41.8배) 유지
- 연초 이후 동사 주가는 Kospi 지수를 크게 하회하고 있으며, 견고한 펀더멘털 기반 상대적 밸류에이션 매력도 부각될 수 있다고 판단

(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
2025P	1,088.8	199.3	154.5	2,173	94.7	6,424	54.9	18.6	40.8	38.7	106.9
2026E	1,588.5	336.1	269.5	3,671	68.9	9,952	34.5	12.7	26.5	44.8	86.4
2027E	2,132.7	464.3	369.3	5,031	37.0	14,840	25.2	8.5	19.0	40.6	70.6

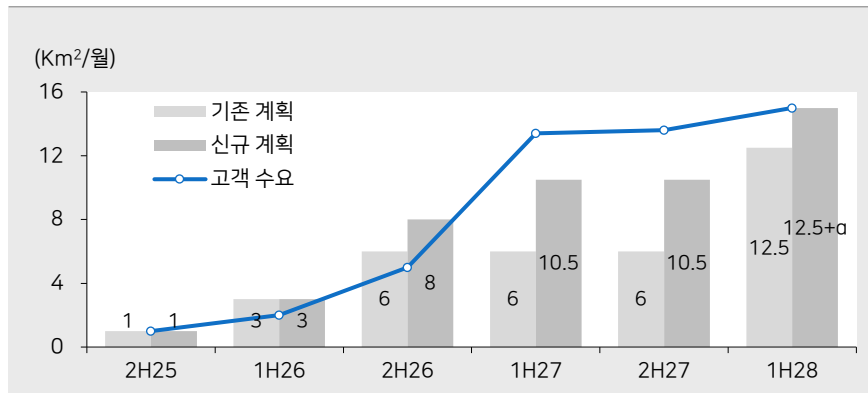
이수페타시스 실적 테이블

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
환율(원)	1,453	1,390	1,390	1,440	1,438	1,390	1,420	1,425	1,412	1,423	1,415
매출액	252.5	241.4	296.1	298.7	329.6	363.7	425.9	469.3	1,088.8	1,588.5	2,132.7
(% QoQ)	11.6%	-4.4%	22.7%	0.9%	10.3%	10.3%	17.1%	10.2%			
(% YoY)	26.5%	17.9%	43.5%	32.1%	30.6%	50.6%	43.8%	57.1%	30.1%	45.9%	0.0%
페타시스	209.6	209.7	258.3	252.1	275.4	306.2	365.6	403.6	929.7	1,350.8	1,844.3
중국후난	53.8	50.0	58.4	65.7	70.7	76.3	80.2	85.0	227.9	312.2	359.1
미국법인	5.4	5.3	5.9	6.3	6.5	5.8	5.0	5.1	22.9	22.3	21.1
영업이익	47.7	42.1	58.4	56.5	65.3	76.1	94.0	100.7	204.7	336.1	464.3
(% QoQ)	71.5%	-11.8%	38.9%	-3.2%	15.5%	16.5%	23.6%	7.1%			
(% YoY)	107.4%	53.0%	125.5%	103.4%	36.9%	80.8%	60.9%	78.1%	96.5%	64.2%	38.2%
영업이익률 (%)	18.9%	17.4%	19.7%	18.9%	19.8%	20.9%	22.1%	21.5%	18.8%	21.2%	21.8%

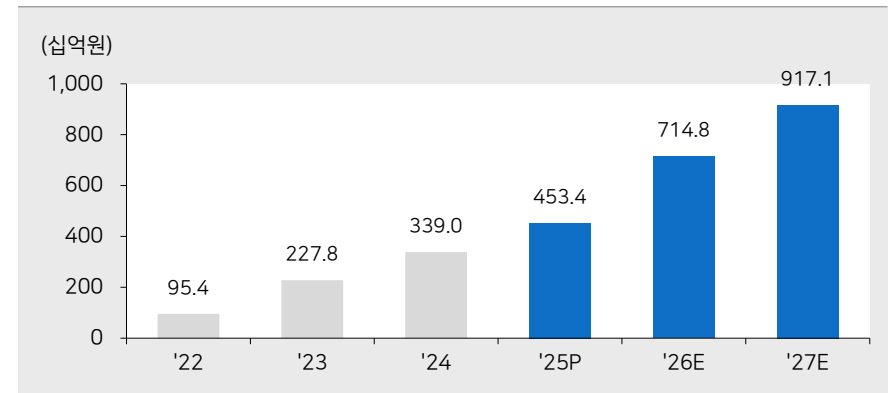
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 다중적층 Capa 확보 계획



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 G사항 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 밸류에이션 테이블

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

이수페타시스 PER 밸류에이션 테이블

			2023	2024	2025P	2026E	2026E
주가 (원)	High		43,300	59,700	148,200		
	Low		5,270	21,000	25,950		
	Average		20,486	37,993	63,716		
확정치	PER (배)	High	57.4	53.5	68.2		
		Low	7.0	18.8	11.9		
		Average	27.1	34.0	29.3		
	EPS (원)	(원)	755	1,116	2,173	3,671	5,031
		Growth(%)	-53.4	55.1	94.7	68.9	37.0
컨센서스	PER (배)	High	53.4	47.6	62.7		
		Low	6.5	16.8	11.0		
		Average	25.3	30.3	27.0		
	EPS (원)	(원)	811	1,253	2,363	3,568	4,381
		Growth(%)	-49.9	74.2	111.7	64.2	19.3

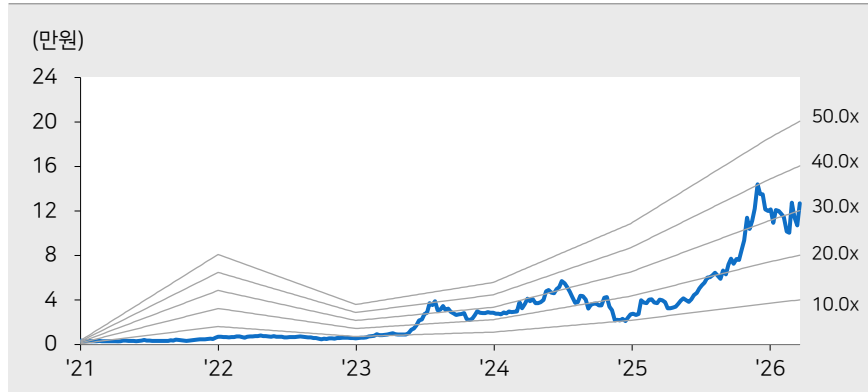
자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 적정주가 산정표

Fair Value (원)		비고
12MF EPS	4,014	
적정배수(배)	41.8	'23년 이후 12MF PER 고점
적정가치	167,801	
적정주가	170,000	
현재주가	126,800	
상승여력 (%)	34.1%	

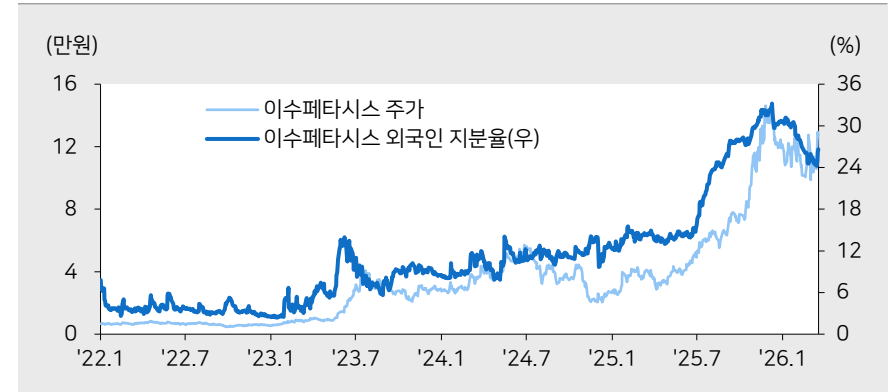
자료: 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 PER 밴드



자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 외국인 지분을 추이



자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스(007660)

메리츠 현장 탐방기

GTC 2026 Key Takeaways

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	675.3	836.9	1,088.8	1,588.5	2,132.7
매출액증가율(%)	5.0	23.9	30.1	45.9	34.3
매출원가	558.9	680.3	818.5	1,160.6	1,545.9
매출총이익	116.5	156.6	270.3	427.9	586.8
판매비와관리비	54.3	54.7	71.0	91.8	122.5
영업이익	62.2	101.9	199.3	336.1	464.3
영업이익률(%)	9.2	12.2	18.3	21.2	21.8
금융손익	-8.3	-8.8	-7.5	-7.5	-8.4
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	193.2	328.7	456.0
법인세비용	6.9	17.8	38.6	59.2	86.6
당기순이익	47.7	74.0	154.5	269.5	369.3
지배주주지분 순이익	47.7	74.0	154.5	269.5	369.3
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	383.6	522.7	586.6	903.6	1,343.6
현금및현금성자산	48.0	80.4	11.1	64.0	216.3
매출채권	146.7	213.3	277.5	404.9	543.6
재고자산	176.1	186.9	243.2	354.8	476.3
비유동자산	242.8	267.4	389.0	457.8	514.8
유형자산	192.4	201.6	318.2	376.1	420.9
무형자산	4.4	7.2	6.1	5.2	4.4
투자자산	28.5	27.4	33.4	45.3	58.2
자산총계	626.4	790.1	975.6	1,361.4	1,858.4
유동부채	290.5	377.4	416.2	537.9	670.5
매입채무	70.4	117.8	153.3	223.7	300.3
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	87.8	92.9	98.5
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	504.0	630.9	769.0
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	316.3	575.3	934.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	266.8	327.5	471.6	730.6	1,089.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동현금흐름	52.5	84.9	100.5	147.8	255.3
당기순이익(손실)	47.7	74.0	154.5	269.5	369.3
유형자산감가상각비	15.0	23.7	33.3	42.2	55.2
무형자산상각비	0.4	0.7	1.1	0.9	0.8
운전자본의 증감	-23.4	-47.5	-72.0	-140.8	-153.4
투자활동 현금흐름	-61.4	-63.0	-139.9	-88.5	-97.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-65.2	-60.0	-150.0	-100.0	-100.0
투자자산의 감소(증가)	-4.4	1.1	-6.0	-11.9	-12.9
재무활동 현금흐름	10.3	3.1	-29.9	-6.4	-6.0
차입금증감	23.1	27.3	-20.5	4.1	4.5
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2.3	32.4	-69.3	52.9	152.3
기초현금	45.7	48.0	80.4	11.1	64.0
기말현금	48.0	80.4	11.1	64.0	216.3
Key Financial Data					
	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	10,182	12,617	15,309	21,639	29,052
EPS(지배주주)	720	1,116	2,173	3,671	5,031
CFPS	1,314	2,247	3,249	5,126	7,088
EBITDAPS	1,168	1,903	3,286	5,165	7,087
BPS	4,022	4,938	6,424	9,952	14,840
DPS	95	143	143	143	143
배당수익률(%)	0.3	0.5	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	39.8	23.8	54.9	34.5	25.2
PCR	21.8	11.8	36.7	24.7	17.9
PSR	2.8	2.1	7.8	5.9	4.4
PBR	7.1	5.4	18.6	12.7	8.5
EBITDA(십억원)	77.5	126.2	233.7	379.2	520.2
EV/EBITDA	26.4	15.1	40.8	26.5	19.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.5	24.9	38.7	44.8	40.6
EBITDA이익률	11.5	15.1	21.5	23.9	24.4
부채비율	134.8	141.2	106.9	86.4	70.6
금융비용부담률	1.7	1.4	1.0	0.6	0.5
이자보상배율(x)	5.4	8.7	18.7	32.6	44.2
매출채권회전율(x)	4.7	4.6	4.4	4.7	4.5
재고자산회전율(x)	3.9	4.6	5.1	5.3	5.1

티엘비 (356860) SoCamm 재평가와 메모리모듈 고도화의 중심

Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	94,000원
현재주가 (3.20)	78,100원
상승여력	20.4%

KOSDAQ	1,161.52pt
시가총액	7,679억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	69.69%
외국인비중	16.77%
52주 최고/최저가	79,800원/17,110원
평균거래대금	171.3억원

주요주주(%)	
백성현 외 8 인	29.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	26.4	91.7	305.3
상대주가	25.6	42.4	153.0

주가그래프



과소평가된 SoCamm, 이제는 재평가 구간에 진입

- 엔비디아는 올해 GTC 2026에서 Tray당 CPU 8개, 랙당 256개 CPU가 탑재되는 Vera CPU Rack을 신규 공개
- Vera CPU 서버랙은 SuperPod 기준 2개(총 512 CPU)가 적용되며, CPU 1개당 SoCamm2 모듈이 8개씩 탑재
→ Vera Rubin Pod(= Vera Rubin NVL72 16개 + Vera CPU 2개) 기준 SoCamm2 모듈 사용량은 총 8,704개
- 2027년 Vera Rubin Pod 출하량을 5,700대(NVL72 91,000개 기준)로 가정할 경우, NVL72항 SoCamm2 메모리 모듈 기판 시장 규모는 '26년 579억원에서 '27년 2,170억원으로 약 4배 확대될 전망
- 전체 시장 규모는 Vera CPU 서버랙의 외부 판매와 Nvidia 외 고객사의 SoCamm2 적용을 통한 추가 성장이 기대되며, 동사의 SoCamm 매출은 '26년 125억원에서 '27년 650억원으로 크게 증가할 전망
- SoCamm은 ENIG 표면처리를 적용해 적용으로 금 사용량이 감소해 원가 부담이 낮아지며, 수익성 개선에도 기여할 전망

고도화되는 메모리모듈의 중심, 수익성 계단식 상승 구간 진입

- 비아 수 증가와 적응 난이도 상승, SoCamm·LPCamm 등 차세대 기판의 등장으로 메모리모듈 PCB의 고도화가 가속화
- 동시에 BVH, HDI 등 차세대 기판에서의 적응 공정 변화로 단위당 기판 Capa 잠식 효과도 확대
- 중장기적으로는 DDR6부터 미세화로 대응을 위해 적층 수가 최대 7회 수준까지 증가하는 구조적 변화가 예상되며, 이에 따라 단위당 기판 Capa 잠식은 더욱 심화될 전망
- 투자의견 Buy 유지, '26년, '27년 영업이익 추정치 +5.6%, +8.2% 조정을 반영해 적정주가는 94,000원으로 9.4% 상향 제시
- 구조적 메모리 수요 증가와 함께 메모리모듈 PCB 또한 공급 병목이 본격화되는 국면에 진입했다고 판단되며, 2분기부터 일부 제품을 중심으로 ASP 상승 흐름이 가시화될 전망
- 향후 가격 인상 흐름이 가속화될 경우 실적 추정치의 추가적인 눈높이 상향도 기대

(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
2025P	258.5	26.0	18.9	1,922	422.5	13,124	31.1	4.6	17.2	15.7	53.2
2026E	341.1	48.4	37.1	3,771	96.2	16,697	20.7	4.7	13.5	25.3	45.6
2027E	411.0	66.4	50.6	5,144	36.4	21,643	15.2	3.6	9.8	26.8	37.3

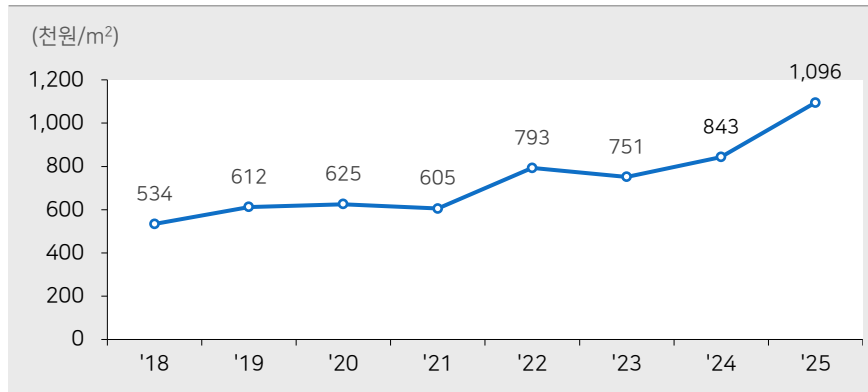
티엘비 실적 테이블

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
환율(원)	1,453	1,400	1,390	1,440	1,455	1,410	1,420	1,425	1,421	1,428	1,415
매출액	53.0	64.1	68.9	72.6	75.1	79.9	91.8	94.3	258.5	341.1	411.0
(% QoQ)	6.4%	20.9%	7.5%	5.3%	3.4%	6.5%	14.9%	2.7%			
(% YoY)	19.8%	62.2%	48.3%	45.6%	41.6%	24.8%	33.3%	30.0%	43.6%	32.0%	20.5%
SSD	20.7	23.1	21.4	19.6	22.5	24.9	29.4	30.7	84.7	107.4	133.7
DDR5	27.6	37.8	44.1	49.3	49.5	52.0	58.8	60.4	158.8	220.6	264.0
ETC	4.8	3.2	3.4	3.6	3.0	3.1	3.7	3.3	15.0	13.1	13.3
영업이익	1.9	6.9	8.7	8.6	9.6	11.4	14.3	13.1	26.0	48.4	65.8
(% QoQ)	106.2%	266.0%	26.2%	-0.8%	11.7%	18.8%	25.8%	-8.5%			
(% YoY)	흑전	흑전	212.4%	844.4%	411.3%	66.0%	65.4%	52.6%	673.2%	86.3%	36.1%
영업이익률 (%)	3.5%	10.7%	12.6%	11.8%	12.8%	14.2%	15.6%	13.9%	10.0%	14.2%	16.0%

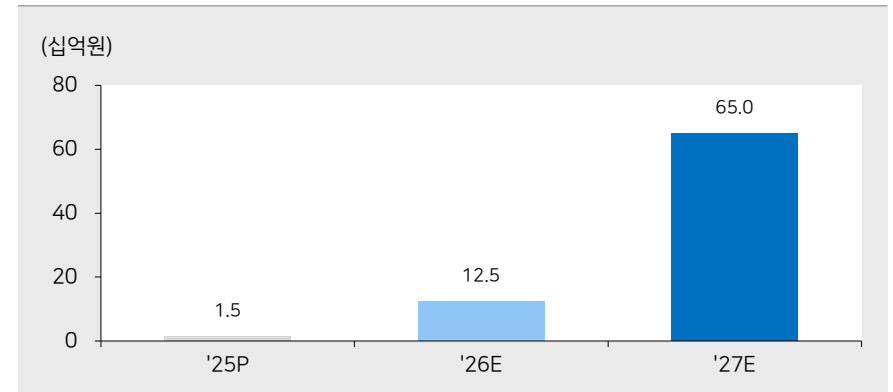
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 ASP 추이



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 SoCAMP 매출액 전망



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 밸류에이션 테이블

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

티엘비 PER 밸류에이션 테이블

		2023	2024	2025	2026E	2027E
주가 (원)	High	32,250	33,000	72,800		
	Low	15,710	10,650	12,360		
	Average	22,473	20,714	33,000		
확정치	PER (배)	High	126.1	89.7	37.9	
		Low	61.4	28.9	6.4	
		Average	87.9	56.3	17.2	
	EPS (원)	(원)	256	368	1,922	3,771
		Growth (%)	-91.8	43.9	422.5	96.2
컨센서스	PER (배)	High	76.4	77.3	37.5	
		Low	37.2	24.9	6.5	
		Average	53.3	48.5	14.7	
	EPS (원)	(원)	422	427	1,915	3,635
		Growth (%)	-86.4	67.0	420.5	89.1

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 적정주가 산정표

Fair Value (원)		비고
12MF EPS(원)	4,114	
적정배수 (배)	22.8	기존 Target Multiple
적정가치	93,971	
적정주가	94,000	
현재주가	78,100	
상승여력 (%)	20.4%	

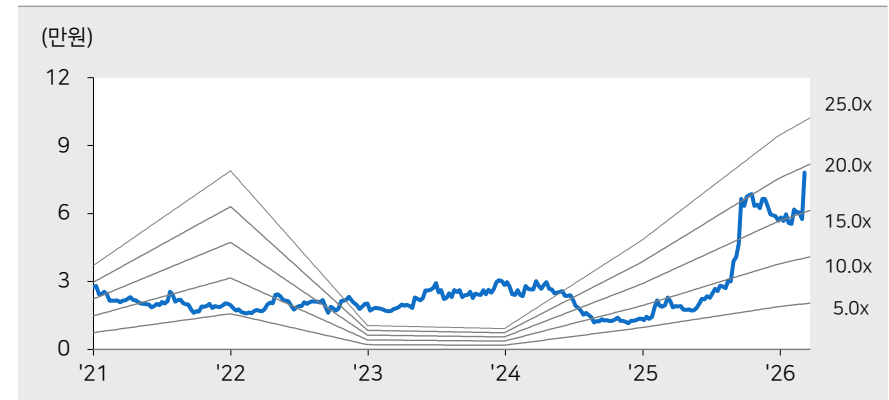
자료: 메리츠증권 리서치센터

티엘비 2026년, 2027년 실적 추정치 변경

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	341.1	336.0	1.5	411.0	394.3	4.2
영업이익	48.4	45.8	5.6	65.8	60.9	8.2
세전이익	47.3	44.7	5.8	66.0	61.0	8.2
지배주주 순이익	37.1	35.0	5.8	50.6	46.7	8.2
영업이익률(%)	14.2	13.6		16.0	15.4	
세전이익률(%)	13.9	13.3		16.1	15.5	
순이익률(%)	10.9	10.4		12.3	11.9	

자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

메리츠 현장 탐방기

GTC 2026 Key Takeaways

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	171.3	180.0	258.5	341.1	411.0
매출액증가율(%)	-22.7	5.1	43.6	32.0	20.5
매출원가	160.0	165.9	220.3	275.5	323.8
매출총이익	11.4	14.1	38.2	65.6	87.2
판매비와관리비	8.3	10.8	12.3	17.2	20.8
영업이익	3.0	3.4	26.0	48.4	66.4
영업이익률(%)	1.8	1.9	10.0	14.2	16.2
금융손익	-0.3	-1.1	-1.2	-0.6	0.5
종속/관계기업관련손익	-0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	2.2	-0.4	-0.4	-0.8
세전계속사업이익	3.3	4.9	24.4	47.3	66.0
법인세비용	0.8	1.3	5.6	10.4	15.7
당기순이익	2.5	3.6	18.8	36.9	50.3
지배주주지분 순이익	2.5	3.6	18.9	37.1	50.6
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	67.5	71.1	80.2	120.3	171.6
현금및현금성자산	11.5	18.3	4.4	20.3	51.1
매출채권	21.9	23.7	34.0	44.8	54.0
재고자산	20.6	24.7	35.4	46.7	56.3
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	197.7	238.7	291.4
유동부채	35.4	52.7	44.9	50.8	55.0
매입채무	13.2	12.6	18.1	23.9	28.8
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	24.2
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	68.7	74.8	79.2
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	94.3	129.5	178.1
비지배주주지분	-0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.6
자본총계	110.2	112.1	129.0	163.9	212.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-1.5	4.7	16.8	33.5	48.1
당기순이익(손실)	2.5	3.6	18.8	36.9	50.3
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	-11.9	-12.5	-10.6
투자활동 현금흐름	-29.8	-4.1	-10.8	-10.8	-10.5
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	-6.8
차입금증감	15.6	10.4	-18.1	-4.8	-4.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-19.7	6.8	-14.0	15.9	30.8
기초현금	31.2	11.5	18.3	4.3	20.3
기말현금	11.5	18.3	4.3	20.3	51.1
Key Financial Data					
	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	17,422	18,307	26,290	34,694	41,797
EPS(지배주주)	256	368	1,922	3,771	5,144
CFPS	1,208	1,230	3,603	5,810	7,522
EBITDAPS	939	1,036	3,645	5,851	7,624
BPS	11,213	11,399	13,124	16,697	21,643
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.7	1.5	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	119.5	35.5	31.1	20.7	15.2
PCR	25.3	10.6	16.6	13.4	10.4
PSR	1.8	0.7	2.3	2.3	1.9
PBR	2.7	1.1	4.6	4.7	3.6
EBITDA(십억원)	9.2	10.2	35.8	57.5	75.0
EV/EBITDA	34.6	15.8	17.2	13.5	9.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	3.3	15.7	25.3	26.8
EBITDA이익률	5.4	5.7	13.9	16.9	18.2
부채비율	56.5	68.1	53.2	45.6	37.3
금융비용부담률	0.7	1.0	0.6	0.4	0.3
이자보상배율(x)	2.4	1.9	15.7	39.7	64.2
매출채권회전율(x)	8.3	7.9	9.0	8.7	8.3
재고자산회전율(x)	8.3	7.9	8.6	8.3	8.0

NVIDIA (NVDA US) Tokenomics를 이끄는 지휘자

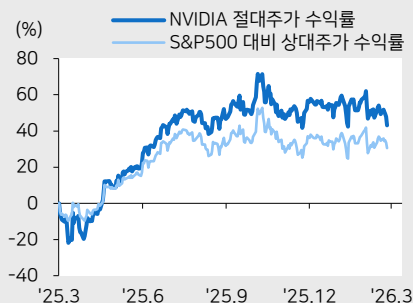
Analyst 황수욱
soowook.hwang@meritz.co.kr

투자 의견	Not Rated
Bloomberg 평균 TP (12m, 달러)	270.40
현재주가 (3/20, 달러)	172.70
S&P500 (pt)	6,506.48
시가총액 (백만달러)	4,196,610
발행주식수 (백만주)	24,300
유동주식비율 (%)	96.48
평균거래량 (3개월, 주)	183.77
52주 최고 / 최저가 (달러)	212.19 / 86.62

	2026E	2027E	2028E
PER (배)	20.6	15.5	13.7
EPS 증감률 (%)	75.6	33.1	13.0
PBR (배)	14.3	9.1	5.8
ROE (%)	84.3	66.4	49.2

* Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Performance



What's New?

AI 에이전트 등장으로 연산 수요 폭증, 인간을 대체하기 시작하면서 경제 구조는 물리경제, 디지털 경제를 지나 토크노믹스로 이행 가속. 토크노믹스는 AI가 작용하는 최소 단위. AI 팩토리는 토크노를 생산하는 공장. AI 팩토리의 미덕은 토크노 생산 효율. 엔비디아의 AI 팩토리는 비싸지만 가장 우월한 토크노 생산 효율 보유. GTC 2026의 핵심은 엔비디아 소프트웨어를 기반으로 엔드 유저 TAM을 확장해 엔비디아의 잠재적 매출 기회를 키우고, 하드웨어를 계층화/세분화하고 여기에 DSX 프레임워크(소프트웨어)를 적용해 토크노 생산 효율을 극대화하는 하드웨어를 AI 팩토리 단위로 판매하겠다는 것. GTC에서 Blackwell + Rubin의 매출 전망을 기존 2025-2026년 5천억 달러에서 2025-2027년 1조 달러로 제시

Implication

엔비디아는 AI 소프트웨어에서도 프론티어 기업. NemoClaw는 기존 AI 에이전트 확산을 주도한 OpenClaw의 보안, 안전 문제를 엔비디아가 해결한 Claw 계열 AI 에이전트. 코드를 기반으로 하기 때문에 최대 백만 단위의 토크노를 소비. 엔비디아가 이를 통해 직접 monetization하는 것은 아니며 AI 인프라 수요를 촉진하는 기존 소프트웨어 전략의 일환. 1조 달러를 제시한 내용을 해석하면 기존 매출액 전망 대비 약 22% 상향된 수치로 판단

Impact & Action

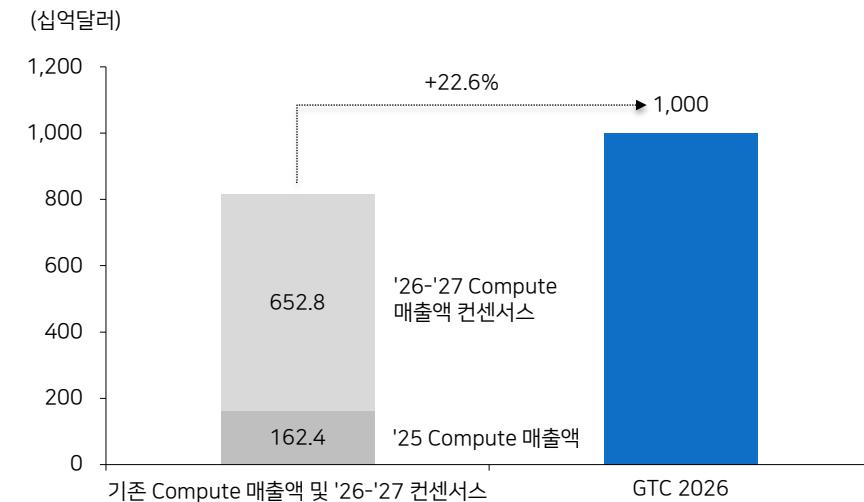
AI 에이전트 산업 외연 성장을 이끌고 가장 밑단에서 인프라를 제공하는 기업인 엔비디아. 최근 주가는 12개월 선행 PER 기준 20배를 하회하며 시장 PER에 근접. 실적 상향에도 밸류 하락을 가지고 기업에 대해 가치주 전환으로 평가할 여지도 있으나, 여전히 성장주로 생각. 매출 성장률도 2026년에 다시 상승할 것으로 전망됨. 단기적으로 주가가 눌려 있는 이유는 매크로 요인 및 공급 이슈에 기인한 것으로 판단. AI 확산으로 AI 산업의 외연 성장 및 다른 AI 성장 기업이 등장하면 엔비디아도 충분히 동반 상승 여력이 있다는 견해

[엔비디아] Rubin+Blackwell 판매 금액 전망치의 의미 해석

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

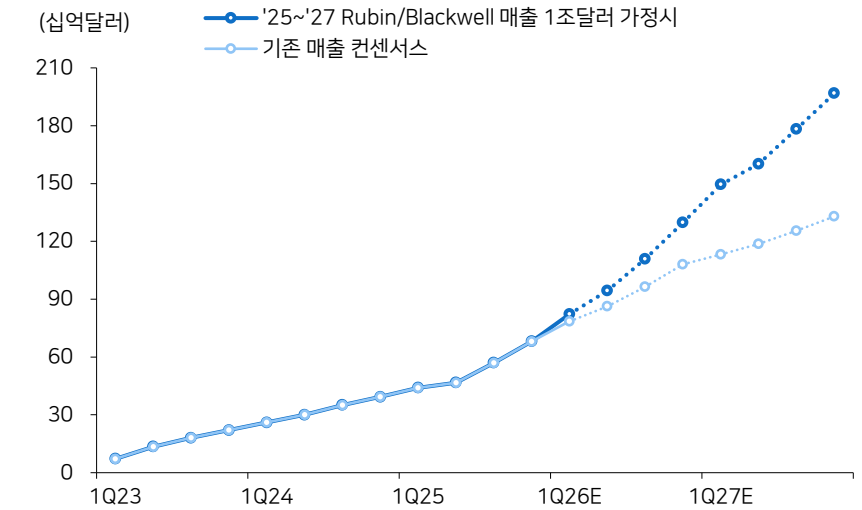
- 젠슨 황 CEO는 이번 키노트연설에서 Rubin+Blackwell의 2025~2027 판매 전망 1조 달러를 언급
- 기존 2025~2026 판매 전망 5천억 달러에서 2027년 전망치를 강하게 제시한 셈
- 전망의 의미상 엔비디아 매출 구성 중 Compute 매출액과 대응해 전체 매출액 성장 궤적을 가늠해보면, 기존 컨센서스 대비 22% 상향된 셈
- 키노트 연설 중 1조 달러 언급 이후 주가가 급등했다가 이내 하락하며 무의미한 수치처럼 해석되었지만, 유의미하다는 생각

젠슨 황 2027년까지 Rubin+Blackwell 판매 전망 1조 달러 언급 가능해보기



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Rubin/Blackwell 2025-2027 매출 1조 달러 가정시 전체 매출액 추이 추정



주: Compute 부문 매출액이 전체 매출액 중 차지하는 비중이 76%로 유지된다고 가정
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[엔비디아] 주가 부진의 원인은 다른 곳에

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

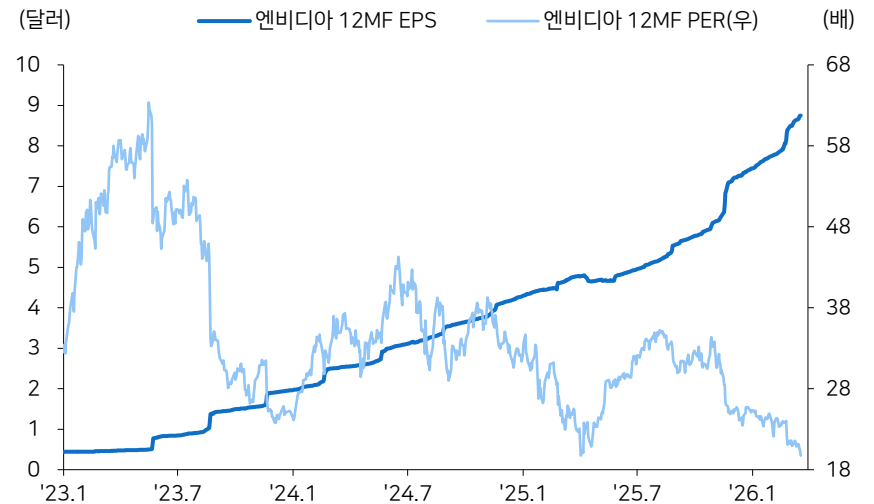
- 현지 미팅에서 느낀 미국 내 시각은 1) 실리콘 밸리와는 다른 월스트리트의 AI 산업에 대한 걱정, 2) 이미 커진 엔비디아 수급 부담 문제 언급
 - 실리콘 밸리: AI 산업 기대 유효 vs 월스트리트: 오라클, 코어위브 등 부채 문제 우려
 - GDP 대비 엔비디아 시총에 대한 고민, 롱온니 펀드들의 수급 부담 우려 등이 거론됨
- 해석하면, 1) 상장주식 시장에 다른 성장 기업이 등장해야 하고, 2) 실제 수익화, 효율화가 경제 전체의 이익으로 실현되어야 함
- 반대로 해석하면, AI 산업 외연성장 및 AI 수혜 확인과 함께 엔비디아의 저평가도 완화될 수 있다고 봄. 여전히 AI 최우선주로서 고려

최근 10여년간 시가총액 1위 기업의 S&P500 대비 시총 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

엔비디아 12개월 선행 EPS 및 PER



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Coherent (COHR US) 독보적인 광모듈 경쟁력, CPO로의 확장 본격화

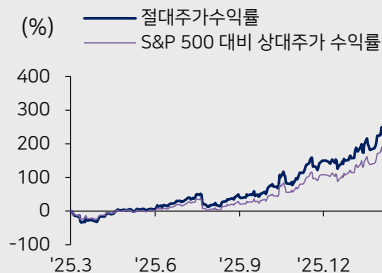
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

투자 의견	Not Rated
Bloomberg 평균 TP (12m, 달러)	280.0
현재주가 (3/20, 달러)	253.6
S&P 500 (pt)	6,506.5
시가총액 (억 달러)	475.5
발행주식수 (백만주)	154.8
유동주식비율 (%)	119.5
평균거래량 (3개월, 주)	6,623,231
52주 최고/최저가 (유로)	300.2/45.6

	2026E	2027E	2028E
PER (배)	47.5	33.7	28.2
EPS 증감률 (%)	17.0	40.7	19.8
PBR (배)	5.3	4.8	4.2
ROE (%)	11.4	22.3	11.5

* Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Performance



What's New?

- 데이터센터 전력 소비 증가와 구리 인터커넥트의 구조적 한계로 인해 Scale-Out 연결부터 연산은 전자가 전송은 빛이 담당하는 광학 인터커넥트 방식 확대 시작 + 동시에 데이터센터 내 효율성 극대화를 위해 Scale-Out용 광트랜시버는 400G → 800G → 1.6T 등 고사양 광학 제품으로의 업그레이드 사이클에 진입
- Nvidia는 더 나아가 Vera Rubin NVL72부터 기존의 Pluggable Optics이 아닌 광학 회로와 전자 회로를 단일 패키지에 통합하여 네트워크 병목을 극복하는 차세대 네트워크 기술 CPO를 도입
- 2027년 출시되는 Vera Rubin Ultra 아키텍처부터 Kyber 랙을 통해 Scale-up에서도 구리와 Optics를 동시에 지원하는 하이브리드 구조 도입이 예상되며, 2028년 이후 서버랙 내부 인터커넥트가 Lane당 400G를 상회할 경우 구리 케이블은 물리적 한계에 직면하기 때문에 랙 내부로의 CPO 적용 확대가 본격화될 전망
- 2028년부터 광이 구리를 대체하는 영역이 확대되고, 랙 내부로의 CPO 침투가 본격화되며 CPO 시장은 구조적 성장 국면에 재진입할 것으로 예상 (2026년 Scale Out → 2026~2027년 Scale-Up Phase 1 → 2028년 이후 Scale-Up Phase 2)

Implication

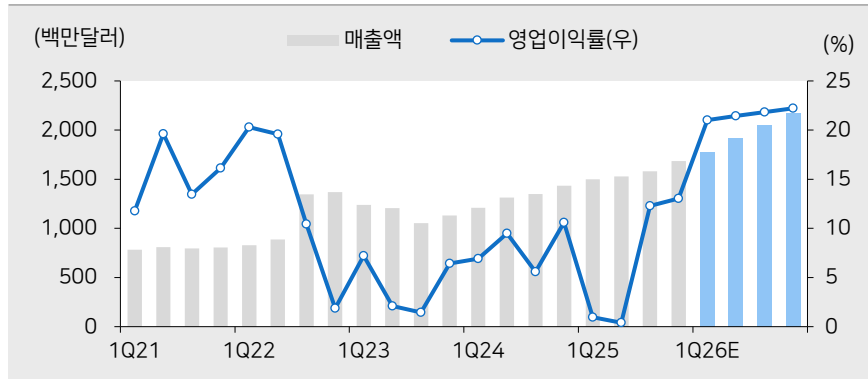
- 800G 이상의 데이터 전송 속도 구현을 위해서는 장거리 고속 전송과 신호 품질 유지를 위해 EML(외부변조기) 레이저가 필수. Coherent는 광트랜시버 제조 외에도 자체 EML 레이저 생산을 통한 수직계열화를 완성했다는 장점을 보유
- Coherent는 또한 CW 레이저 + SiPh 기반 CPO 솔루션을 보유, 여러 고객사들을 대상으로 CPO 수주를 확보했음을 언급
- 실제로 CPO 시장을 주도하고 있는 엔비디아는 Lumentum과 함께 Coherent와도 고성능 광학 기술 개발 및 공급망 확보를 목적으로 하는 다년간의 전략적 파트너십을 체결했으며, 미국 내 광학 공장 투자를 위한 20억달러의 지분 투자를 진행

Impact & Action

- Coherent는 1) 상대적으로 낮은 광통신 매출 비중(전체 매출 내 70%)과 2) CPO 확대에 따른 광트랜시버 시장 축소 우려가 반영되며, Lumentum 대비 주가 흐름이 부진(2025년 이후 Coherent +291%, Lumentum +920%)
- 다만 비핵심 자산 매각과 6인치 InP 라인 확장 효과 가시화로 전사적인 마진 구조 개선 구간 진입이 임박
- 차세대 기술인 CPO 또한 Coherent는 2030년 시장 규모를 150억달러로 제시하였으며, CPO 확대가 기존 사업 대비 더 큰 성장 기회를 제공할 것으로 예상. 이에 따라 점진적으로 경쟁사인 Lumentum과의 주가 상승 격차 축소 구간에 진입할 것으로 기대

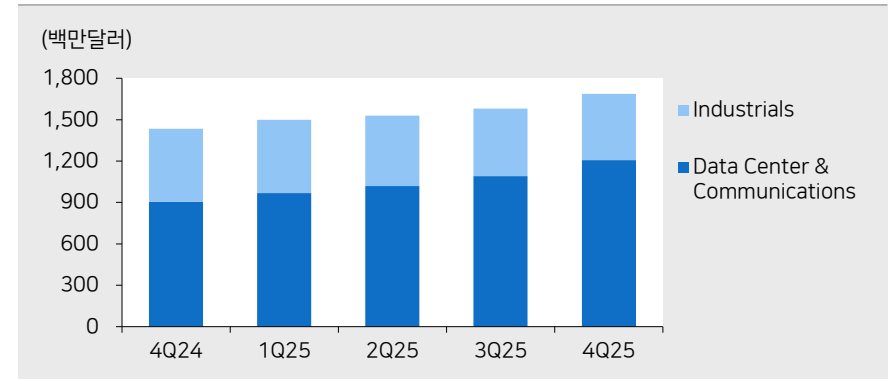
Coherent Key Charts (1)

Coherent 분기별 실적 추이



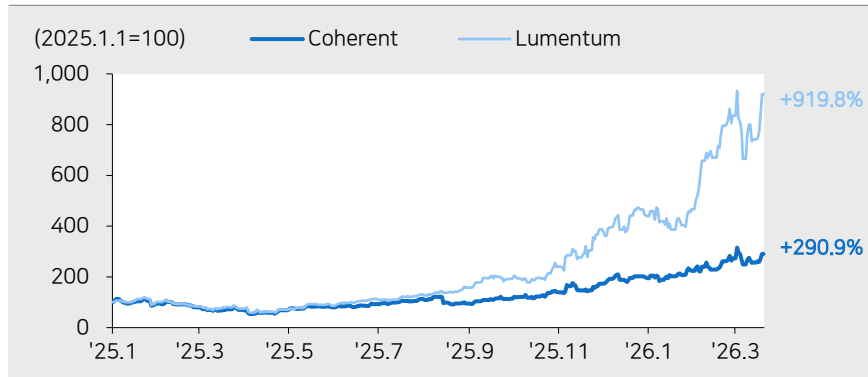
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Coherent 부문별 매출액 추이



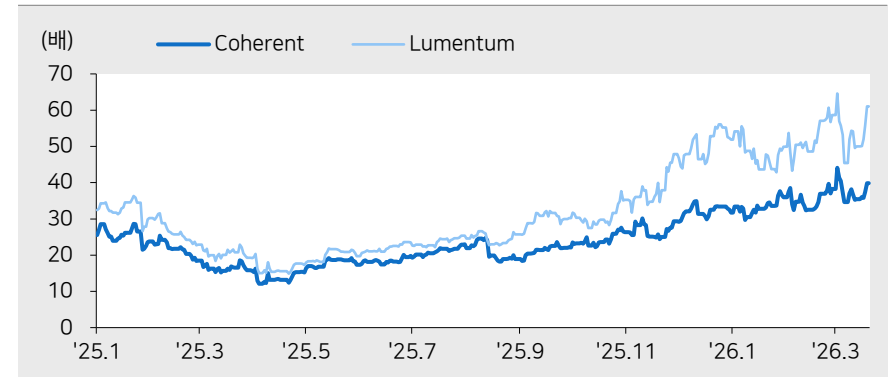
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Coherent, Lumentum 주가 비교



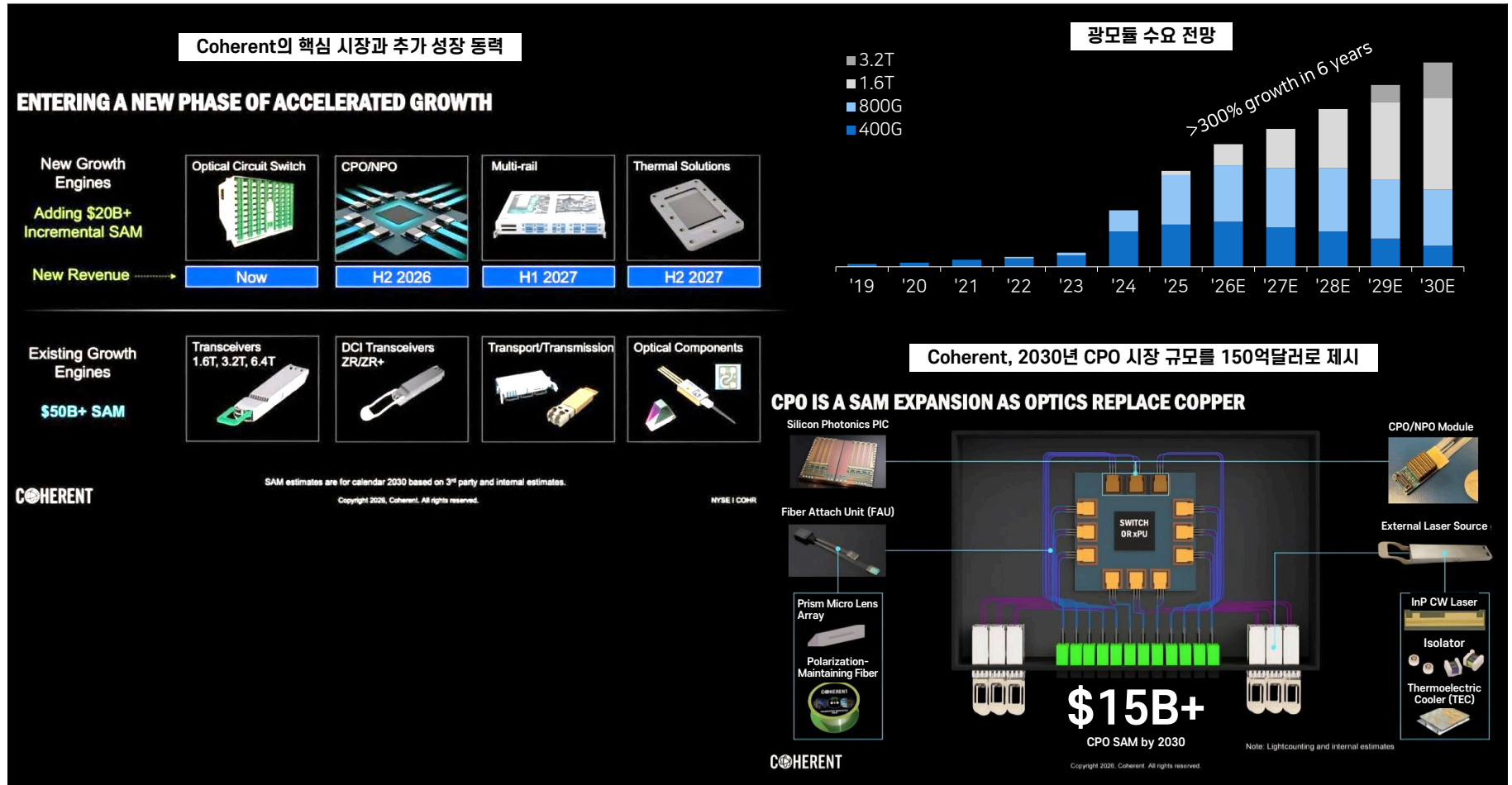
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Coherent, Lumentum 12M Forward P/E 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Coherent Key Charts (2)



자료: Lightcounting, PhotonCap, Coherent, 메리츠증권 리서치센터

Applied Optoelectronics (AAOI US) 광모듈 시장의 '캡틴 아메리카'

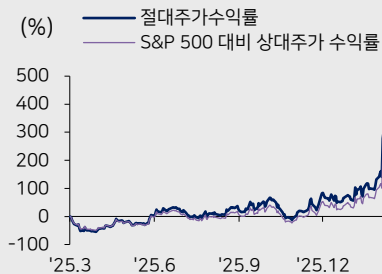
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

투자 의견	Not Rated
Bloomberg 평균 TP (12m, 달러)	93.1
현재주가 (3/20, 달러)	87.5
S&P 500 (pt)	6,506.5
시가총액 (억 달러)	65.8
발행주식수 (백만주)	60.2
유동주식비율 (%)	118.9
평균거래량 (3개월, 주)	7,675,492
52주 최고/최저가 (유로)	129.0/9.7

	2026E	2027E	2028E
PER (배)	107.4	23.0	n/a
EPS 증감률 (%)	413.5	367.2	n/a
PBR (배)	8.3	4.3	n/a
ROE (%)	31.1	21.5	n/a

* Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Performance



What's New?

- 미중 분쟁으로 인해 중국산 광모듈에 대한 공급망 리스크가 부각되고 있으며, 점진적인 미국 광모듈 공급 업체들의 점유율 확대 전망
- 동시에 엔비디아의 광학 부품 업체 대상 선제적 투자로 수급 선점 움직임이 강화되며, 향후 공급 부족에 대한 시장의 우려가 확대
→ 엔비디아 외 주요 CSP들 역시 광모듈 확보 경쟁에 본격적으로 진입

Implication

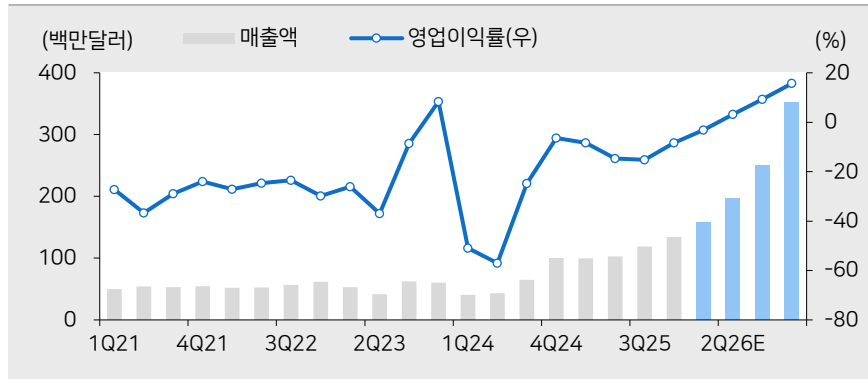
- AAOI는 미국 내 자체 레이저 펄과 자동화 생산시설을 기반으로 전 공정을 수직계열화한 광트랜시버 업체로, 2017년 AWS형 공급을 시작하며 데이터센터 밸류체인에 진입
- Lumentum, Coherent 등 EML 레이저 기반 업체들과 달리, 자체 개발한 CW 레이저와 SiPho(실리콘 포토닉스 변조기)를 결합한 구조를 채택해 400mW급 레이저 성능을 구현
- 마이크로소프트와 아마존을 주요 고객사로 확보하고 있으며, 매출 인식을 지연시켰던 펄웨어 최적화 작업이 최근 마무리됨에 따라 2분기부터 800G 광트랜시버 매출이 본격 확대될 전망
- 또한 최근 하이퍼스케일러형 1.6T 데이터센터용 광트랜시버 대규모 수주(2억 달러 이상)를 확보했음을 발표. 해당 제품은 인증 완료 이후 2026년 3분기부터 출하가 시작될 예정이며, 향후 타 고객사로의 수주 확대 가능성도 상존

Impact & Action

- 400G 광트랜시버 공급 확대에 힘입어 FY2025 매출은 4.56억달러(+83.0% YoY)를 기록
- 2026년에는 800G 광트랜시버 출하 본격화와 1.6T 제품 출하 개시가 맞물리며 재차 실적 성장 국면에 진입할 전망 (FY2026 가이드: 매출 10억달러, Non-GAAP 영업이익 1.2억달러 이상)
- Bloomberg 컨센서스 기준 FY2027 PER은 23.0배로, 경쟁사 Lumentum(47.7배), Coherent(34.3배) 대비 상대적인 밸류에이션 매력 또한 보유

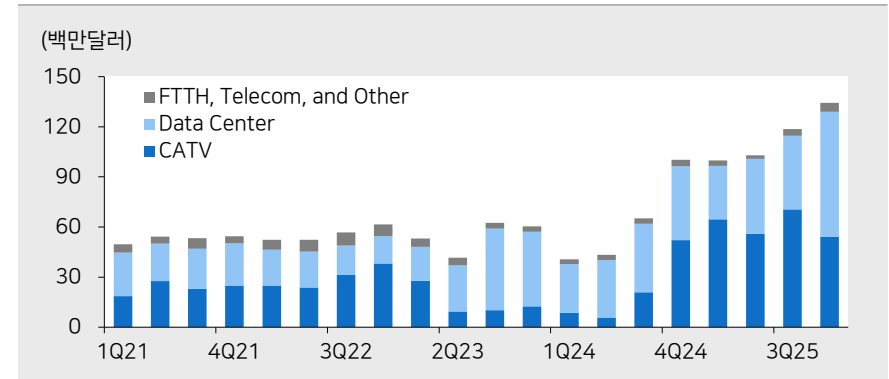
Applied Optoelectronics Key Charts (1)

Applied Optoelectronics 분기별 실적 추이



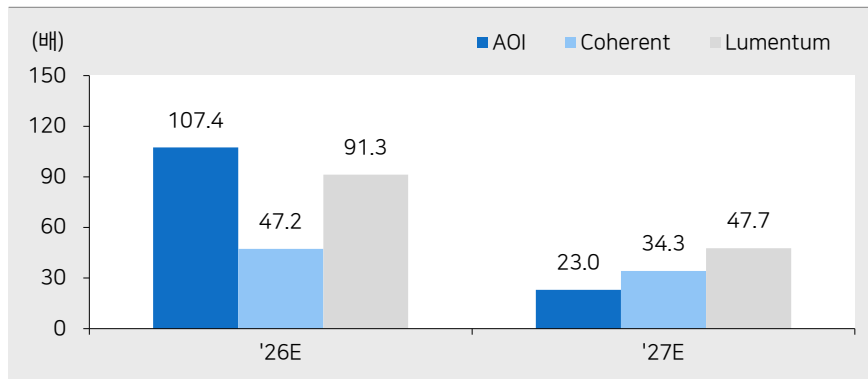
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Applied Optoelectronics 부문별 매출액 추이



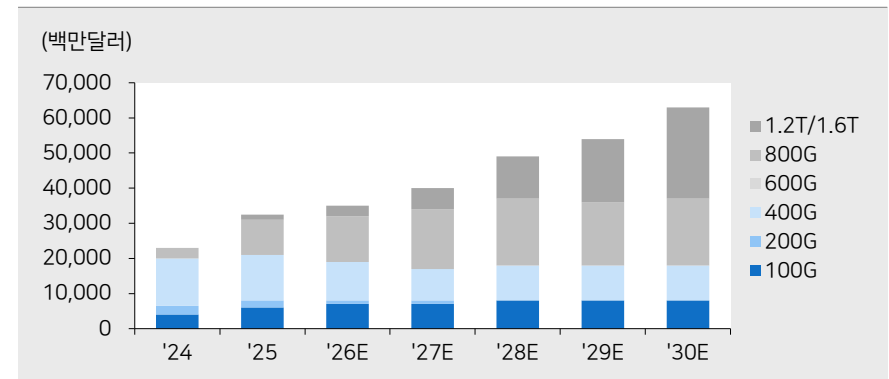
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

AOI, Coherent, Lumentum 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

데이터센터 광트랜시버 시장 규모 전망



자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

Applied Optoelectronics Key Charts (2)

메리츠 현장 탐방기
GTC 2026 Key Takeaways

AAOI, 데이터센터향 제품 로드맵

GPU	Switch		Data Rate	Products	26Q1	26Q2	26Q3	26Q4	27Q1	27Q2	Modulator	• Support datacenter and AI demand • Platform-based Multi-generation Optics through Design for Automation α: Alpha sample in EVT β: Beta sample in PVT 200G/Lane Optics Mass Production
GB200G B300	Spectrum-X 800	TH6	200G/Lane	1.6T OSFP 2xSR4	α	β					VCSEL	
				1.6T OSFP 2xDR4/2xFR4	β							
				1.6T OSFP 2xDR4 RTLR	α		β					
				800G OFSP DR4/FR4 (4:4)	β							
GX200	Spectrum-X 1600	TH7	400G/Lane	6.4T NPO/OBO + ELSFP	α	β					TFLN TFLN + SiN InP	
				1.6T OSFP DR4 (8:4)				α				
				3.2T OSFP 2xDR4						α		

자료: AAOI, 메리츠증권 리서치센터

AAOI, AI 데이터센터향 광모듈 및 CPO Capa 구축 계획

	2Q26	4Q26	2Q27	4Q27
 100G QSFP28 NRZ Optics	140K/Month	140K/Month	140K/Month	140K/Month
 400G QSFP-DD PAM4 Optics	140K/Month	210K/Month	310K/Month	310K/Month
 400G/200G/100G Active Optic Cable	35K/Month	35K/Month	45K/Month	70K/Month
 800G OSFP PAM4 Optics	138K/Month	420K/Month	550K/Month	550K/Month
 1.6T OSFP PAM4 Optics	10K/Month	230K/Month	230K/Month	380K/Month
 ELSFP Module 300mW/400mW		5K/Month	50K/Month	400K/Month

자료: AAOI, 메리츠증권 리서치센터

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.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 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 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	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

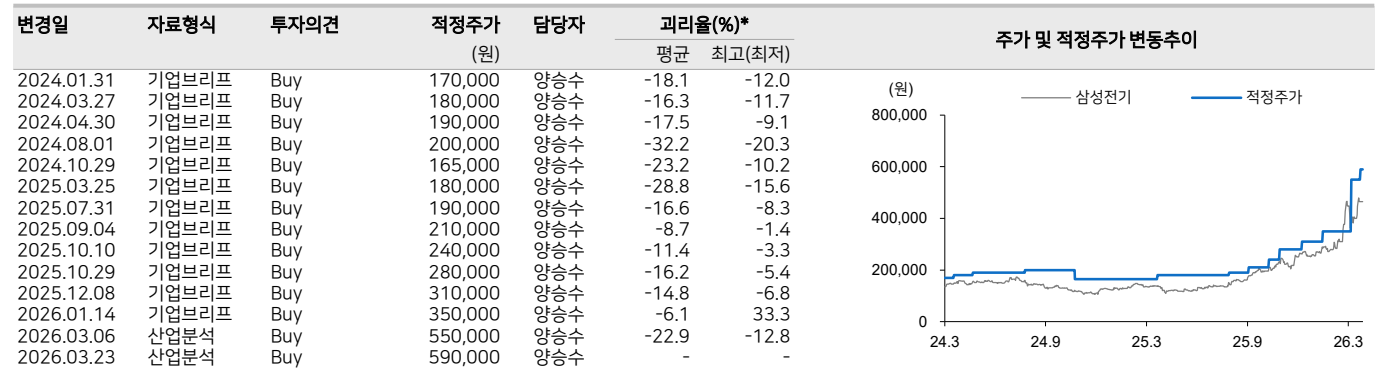
두산 (000150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	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	-16.7	-13.7	
2025.11.07	주식전략	Buy	1,200,000	양승수	-22.6	-21.8	
2025.11.11	기업브리프	Buy	1,350,000	양승수	-37.0	-24.7	
2026.01.16	기업브리프	Buy	1,200,000	양승수	-27.1	-21.2	
2026.02.12	기업브리프	Buy	1,400,000	양승수	-23.6	-13.2	
2026.02.27	기업브리프	Buy	1,600,000	양승수	-30.8	-20.1	
2026.03.23	산업분석	Buy	1,700,000	양승수	-	-	

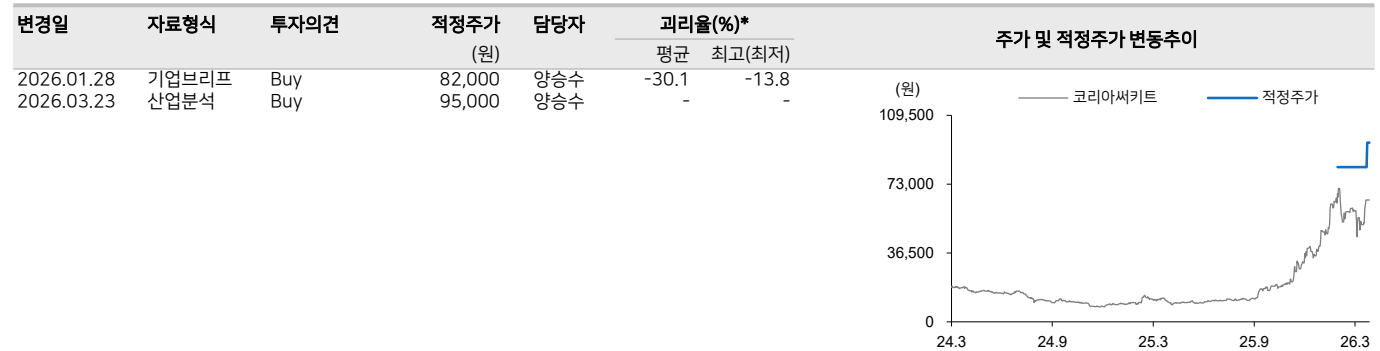
삼성전기 (009150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



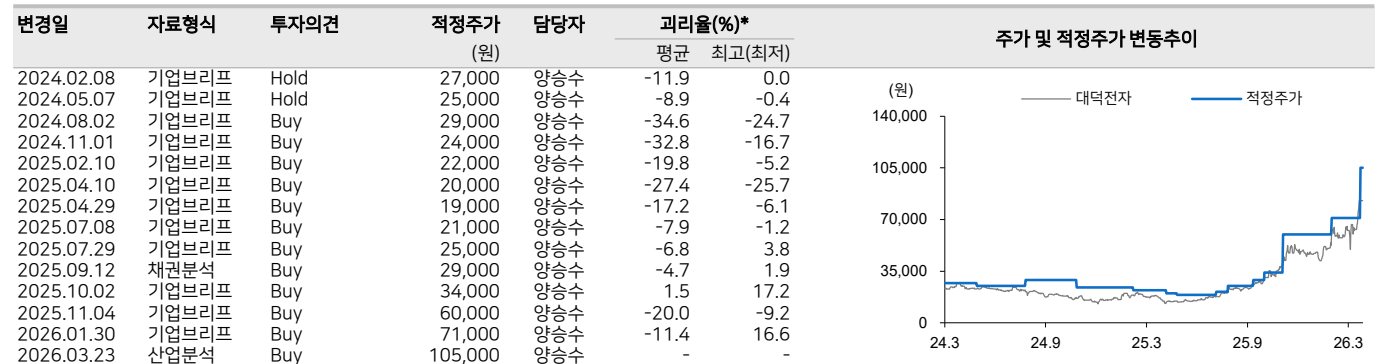
코리아씨키트 (007810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



대덕전자 (353200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



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)	
2024.02.26	기업브리프	Buy	35,983	양승수	1.1	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	3.1	10.7	
2025.11.07	주식전략	Buy	120,000	양승수	-4.5	-0.3	
2025.11.17	기업브리프	Buy	140,000	양승수	-9.1	-4.8	
2025.11.25	기업브리프	Buy	160,000	양승수	-23.9	-7.4	
2026.03.02	기업브리프	Buy	170,000	양승수	-	-	

티엘비 (356860) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.03.06	기업브리프	Buy	30,000	양승수	-8.4	2.5	
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	-4.5	2.3	
2025.11.07	주식전략	Buy	80,000	양승수	-15.9	-10.3	
2025.11.13	기업브리프	Buy	85,000	양승수	-27.7	-6.1	
2026.03.23	산업분석	Buy	94,000	양승수	-	-	